

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **ACHTUNDDREISSIGSTER JAHRESBERICHT**

**1. APRIL 1967 – 31. MÄRZ 1968**

**BASEL**

**10. Juni 1968**

## INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung . . . . .	I
I. Das Pfund, der Dollar und das Gold . . . . .	3
Das Pfund (S. 3); der Dollar (S. 22); Gold (S. 40)	
II. Die Entwicklung in Kontinentaleuropa, Kanada und Japan	47
Produktion, Löhne und Preise (S. 47); der Wandel der Nachfragestruktur (S. 51); Zinssätze und Finanzierungsströme (S. 55): Liquiditätsbildung (S. 58), inländische Emissionen (S. 59), der internationale Anleihemarkt (S. 61); westeuropäischer Konti- nent: Bundesrepublik Deutschland (S. 64), Frankreich (S. 66), Italien (S. 68), Niederlande (S. 70), Belgien (S. 72), Schweiz (S. 73), Österreich (S. 75), Spanien (S. 76), Portugal (S. 77), Dänemark (S. 78), Norwegen (S. 80), Schweden (S. 81), Finnland (S. 83); Osteuropa (S. 84); Kanada (S. 87); Japan (S. 88)	
III. Der Internationale Handels- und Zahlungsverkehr . . . . .	90
Welthandel (S. 90); Außenhandel innerhalb von Handelsräumen (S. 92); Kapi- talbewegungen (S. 96); Zahlungsbilanzen: Frankreich (S. 96), Bundesrepublik Deutsch- land (S. 99), Italien (S. 103), Niederlande (S. 104), Belgisch-Luxemburgische Wirt- schaftsunion (S. 106), Österreich (S. 108), Schweiz (S. 108), Schweden (S. 109), Nor- wegen (S. 110), Finnland (S. 111), Dänemark (S. 112), Irland (S. 113), Spanien (S. 114), Portugal (S. 115), Kanada (S. 116), Japan (S. 118)	
IV. Gold, Reserven und Devisen . . . . .	120
Gold: Produktion, Märkte und Reserven (S. 120); Internationaler Währungs- fonds: IWF-Transaktionen (S. 125), Sonderziehungsrechte (S. 128), Reform des IWF (S. 129); amtliche Reserven und sonstige Devisenbewegungen (S. 130): gesamte Währungsreserven (S. 130), Vereinigte Staaten (S. 133), Vereinigtes Königreich (S. 136), westliches Kontinentaleuropa (S. 139): Bundesrepublik Deutschland (S. 142), Italien (S. 144), Belgien (S. 144), Niederlande (S. 145), Schweiz (S. 145), Frankreich (S. 146), Schweden (S. 147), Österreich (S. 147), sonstige europäische Länder (S. 147), Kanada (S. 148), Japan (S. 149); Devisenmärkte (S. 149): Pfund Sterling (S. 150), Schweizer Franken (S. 152), Deutsche Mark (S. 153), französischer Franken (S. 154), andere euro- päische Währungen (S. 155), kanadischer Dollar (S. 155); andere devisenwirtschaft- liche Ereignisse (S. 156); Devisenkontrolle in Frankreich (S. 158)	

V. Der Eurogeldmarkt . . . . . 159

*Gesamte Auslandspositionen (S. 161), Auslandspositionen in Fremdwährungen (S. 161), die Ausweitung des Eurodollarmarktes (S. 165), das Nettovolumen des Eurodollarmarktes (S. 168), Veränderungen der Auslandspositionen der Banken in einzelnen Ländern (S. 171), Zinsentwicklung (S. 174)*

VI. Das Europäische Währungsabkommen . . . . . 178

*Änderung des Abkommens (S. 178); die Geschäfte im Rahmen des Abkommens: Europäischer Fonds (S. 178), multilateraler Zahlungsausgleich (S. 181); Ausweis des Europäischen Fonds (S. 181); die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens (S. 183)*

VII. Die Geschäfte der Bank . . . . . 184

*Die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 184): Mittelaufkommen (S. 185), Mittelverwendung (S. 188); die Bank als Treuhänder und Agent für internationale Staatsanleihen (S. 192); die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 194); die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen) (S. 195); Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 195); Reingewinn und Gewinnverwendung (S. 196); Veränderungen im Verwaltungsrat (S. 197)*

Schlußbemerkungen . . . . . 199

\* \* \*

Bilanz vom 31. März 1968 und Gewinn- und Verlust-Rechnung für das am 31. März 1968 abgeschlossene Geschäftsjahr

## VERZEICHNIS DER TABELLEN UND DIAGRAMME

(♣: Diagramm)

Seite

### I. Das Pfund, der Dollar und das Gold

Vereinigtes Königreich:	
Zahlungsbilanz . . . . .	4
Laufende Rechnung der Zahlungsbilanz ♣ . . . . .	9
Großhandelspreise von Fertigwaren ♣ . . . . .	12
Vereinigtes Königreich:	
Zahlungsbilanz (1952-1967). . . . .	13
Verwendung des nominalen Bruttosozialprodukts . . . . .	17
Ersparnis und Investition. . . . .	18
Staatshaushalt. . . . .	21
Vereinigte Staaten:	
Verwendung des Bruttosozialprodukts . . . . .	23
Zinssätze ♣ . . . . .	26
Zahlungsbilanz . . . . .	27
Bruttosozialprodukt und Wareneinfuhr ♣ . . . . .	28
Zahlungsbilanz (1950-1967). . . . .	33
Goldversorgung und Goldverwendung . . . . .	43
Goldversorgung und westliche amtliche Nettokäufe ♣ . . . . .	45

### II. Die Entwicklung in Kontinentaleuropa, Kanada und Japan

Industrieproduktion ♣ . . . . .	48
Arbeitsmarkt, Löhne und Preise. . . . .	50
Veränderungen im realen Bruttosozialprodukt. . . . .	52
Schwankungen der Investitionen und der Zahlungsbilanz ♣ . . . . .	54
Änderungen der amtlichen Diskontsätze seit 1965 . . . . .	56
Zinssätze ♣ . . . . .	57
Liquide Inlandsforderungen. . . . .	58
Nettoabsatz von Wertpapieren an nationalen Kapitalmärkten . . . . .	60
Auslandsanleihen und internationale Anleihen . . . . .	62
Verzinsung neuer internationaler US-Dollar-Anleihen ♣ . . . . .	63
Osteuropäische Volkswirtschaften: Volkseinkommen, Industrie- und Agrarproduktion . . . . .	85

### III. Der Internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Der Welthandel . . . . .	90
Ausfuhr, gegliedert nach Handelsräumen ♣ . . . . .	92
Außenhandel der EWG und der EFTA ♣ . . . . .	93
Westeuropäische Länder: Zahlungsbilanzen. . . . .	95
Grundbilanz und kurzfristige Kapitaleistungen ♣ . . . . .	97

Zahlungsbilanzen:	
Frankreich . . . . .	98
Bundesrepublik Deutschland . . . . .	101
Italien . . . . .	103
Niederlande . . . . .	105
Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion . . . . .	107
Finnland . . . . .	112
Kanada . . . . .	117
Japan . . . . .	118

#### IV. Gold, Reserven und Devisen

Weltgolderzeugung . . . . .	120
Betriebsergebnisse des südafrikanischen Goldbergbaus . . . . .	121
Goldmarktpreise ♦ . . . . .	122
Weltgoldreserven . . . . .	124
IWF: Ziehungen und Rückkäufe . . . . .	126
Veränderungen in den gesamten Währungspositionen der Länder . . . . .	131
Vereinigte Staaten:	
Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	133
Swapvereinbarungen des Federal Reserve System . . . . .	135
Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	137
Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition . . . . .	140
Bundesrepublik Deutschland: Devisenposition der Kreditinstitute . . . . .	142
Kanada: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	149
Sterlingnotierungen für den US-Dollar ♦ . . . . .	151
Europäische Wechselkurse für den US-Dollar ♦ . . . . .	153
Währungsabwertungen im November 1967 . . . . .	157

#### V. Der Eurogeldmarkt

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen einzelner Länder gegenüber Devisenausländern . . . . .	160
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern . . . . .	162
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern ohne die Positionen gegen- über dem Ausgabeland der jeweiligen Währung . . . . .	163
Veränderungen in den Auslandspositionen der Banken in bestimmten Fremd- währungen . . . . .	164
Dollarpositionen europäischer Banken gegenüber Devisenausländern . . . . .	166
Volumen des Eurodollarmarktes (Schätzung) . . . . .	169
Fremdwährungspositionen europäischer Banken gegenüber dem Ausland . . . . .	171
Dreimonats-Zinssätze in London und New York ♦ . . . . .	175

#### VI. Das Europäische Währungsabkommen

Europäischer Fonds: Die Inanspruchnahme der Kredite . . . . .	179
Multilateraler Zahlungsausgleich . . . . .	180
Europäischer Fonds: Zusammengefaßter Ausweis . . . . .	182

**VII. Die Geschäfte der Bank**

Entwicklung der Bilanzsumme . . . . .	184
Pro-Memoria-Konten b. . . . .	184
Passiva ♦ . . . . .	185
Passiva in absoluten Beträgen und in Prozent . . . . .	186
Herkunft der Fremdmittel . . . . .	186
Art und Laufzeit der Fremdmittel. . . . .	187
Aktiva ♦ . . . . .	188
Goldposition . . . . .	189
Barmittel und Anlagen. . . . .	189
Terminguthaben und Darlehen sowie Andere Wechsel und Wertpapiere. . . . .	190
Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) . . . . .	192
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe). . . . .	193
Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 . . . . .	193
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl . . . . .	194

# ACHTUNDDREISSIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER  
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

In Basel am 10. Juni 1968

Meine Herren,

hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das achtunddreißigste Geschäftsjahr vom 1. April 1967 bis 31. März 1968 vorzulegen.

Der Reingewinn nach Abzug der Zuweisungen an Rückstellungen beträgt 45 000 000 Goldfranken (im Vorjahr: 32 074 487 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 53 der Statuten der Bank den Reingewinn wie folgt zu verwenden: 15 Millionen Goldfranken zur Zahlung der Dividende, 15 Millionen Goldfranken zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds und 15 Millionen Goldfranken zur Dotierung eines Freien Reservefonds. Bei Annahme dieser Empfehlungen beträgt die Dividende 75 Goldfranken, die mit 107,15 Schweizer Franken je Aktie zahlbar sind und gemäß den Statuten der Bank aus der kumulativen Dividende von 6 Prozent und der höchstmöglichen Zusatzdividende von 6 Prozent bestehen.

Kapitel I des vorliegenden Berichts befaßt sich mit den wichtigsten Ereignissen des vergangenen Jahres, insbesondere in bezug auf das britische Pfund, den Dollar und das Gold, und dehnt die Analyse auch auf einen größeren Zeitraum aus. Die anschließenden Kapitel orientieren für eine Reihe von Ländern über Produktion und Preise in der letzten Zeit sowie über die Entwicklung der Kreditmärkte, der internationalen Zahlungen, der Goldproduktion und der Währungsreserven. Danach folgt ein Überblick über das Geschehen an den Eurogeldmärkten

und eine Übersicht über die Tätigkeit im Rahmen des Europäischen Währungsabkommens. Kapitel VII behandelt die laufenden Geschäfte der Bank und die Funktionen, die sie für die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl sowie als Treuhänder und Agent internationaler Staatsanleihen ausübt. Abschließend kommen die Rolle der Bank bei der Förderung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken sowie ihre Beziehungen zu anderen internationalen Institutionen zur Sprache.



## I. DAS PFUND, DER DOLLAR UND DAS GOLD

Die wirtschaftliche Lage bot im Frühjahr 1967 ein Bild relativer Ruhe, das kaum auf die bevorstehenden stürmischen Monate schließen ließ. In den meisten Industrieländern war die Konjunktur flau bis leicht rezessiv. Stärker war der Rückschlag in der Bundesrepublik Deutschland, und nur in Japan und in Italien dauerte die Expansion noch an. Die Teuerung ging in nicht wenigen Ländern weiter, aber nicht aus Gründen der Übernachfrage, sondern wegen des Lohnauftriebs und wegen zeitlicher Verzögerungen im Wirkungsablauf. In den Vereinigten Staaten stellte das große Haushaltsdefizit für die Währungsstabilität eine Gefahr dar, zu deren Abwendung der Präsident den Antrag auf eine kräftige Steuererhöhung eingebracht hatte; doch handelte es sich in den Anfangsmonaten des Jahres eher um eine potentielle als um eine unmittelbare Gefahr.

Im internationalen Zahlungsverkehr gab es mehrere Ungleichgewichte, aber in den meisten Fällen hatte sich die Lage gegenüber dem Vorjahr gebessert. Die Position des Pfundes war günstiger, der Überschuß Italiens und Frankreichs kleiner und das ziemlich extreme Aktivum der Bundesrepublik Deutschland teilweise konjunkturbedingt. Die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten hatte sich in direktem und indirektem Zusammenhang mit dem Vietnamkrieg verschlechtert, aber das Defizit schien sich in einer Größenordnung zu halten, mit der man ein oder zwei Jahre lang fertig werden konnte. Japan war in außenwirtschaftliche Schwierigkeiten geraten, zu deren Bewältigung eine Änderung des wirtschaftspolitischen Kurses als wahrscheinlich geboten erschien.

Diese Ruhe erwies sich indessen als von kurzer Dauer: Das Jahr 1967/68 wurde für das internationale Währungssystem zum turbulentesten seit 1949. Der Krieg im Nahen Osten und in Vietnam brachte zusätzliche Zahlungsbilanzschwierigkeiten und kostete Vertrauen, und wirtschaftspolitische Unentschlossenheit ließ Raum für wachsende Anspannungen. Keine zwölf Monate später war jedenfalls das Pfund abgewertet, der amerikanische Zahlungsverkehr mit dem Ausland weitgehend reglementiert und der Goldmarkt ohne Stützung durch die Goldpool-Länder.

Das vorliegende Kapitel befaßt sich zunächst mit den unmittelbaren Ursachen dieser Vorgänge, die im internationalen Zahlungssystem zu einer neuen, wenn auch vielleicht noch nicht ganz deutlich gewordenen Situation geführt haben. Da aber die Ereignisse des vergangenen Jahres nur Teilerklärungen liefern, die Ungleichgewichte sich seit vielen Jahren herangebildet haben und die politische Unruhe und die Spekulation zum Eklat führten, weil die Lage bereits labil geworden war, soll die Analyse auf einen längeren Zeitraum ausgedehnt werden.

### **Das Pfund**

An der Oberfläche war die Position des Pfundes im ersten Quartal 1967 nicht ungünstig, und es gab deutliche Anzeichen dafür, daß ihm wieder einiges

Vertrauen entgegengebracht wurde. Diese Besserung war auf zweierlei Weise zustande gekommen.

Erstens wirkten sich die einschneidenden Maßnahmen vom Juli 1966 ziemlich rasch über die Dämpfung der Binnenkonjunktur positiv auf die Zahlungsbilanz aus. Das Ergebnis dieser Maßnahmen, zu denen außer fiskalischen und monetären Beschränkungen ein Lohn- und Preisstop bis zum Jahresende gehörte, war eine wirksame Beseitigung des Nachfrageüberhangs im Inland, so daß die Produktivkräfte erstmals seit mehr als zwei Jahren nicht mehr überbelastet waren. Die Produktion stabilisierte sich auf einem etwas niedrigeren Niveau, und die Anspannung am Arbeitsmarkt wurde geringer: die Arbeitslosigkeit stieg von 1,3 Prozent des Arbeitskräftepotentials im Juli 1966 auf 2,0 Prozent im ersten Quartal 1967. Der Außenhandel hatte sich in den letzten vier Monaten des Jahres 1966 deutlich gegenüber den vorangegangenen Monaten des Jahres verbessert, wobei sowohl die Exporte höher wie auch die Importe niedriger waren — dies letztgenannte zum Teil in Erwartung der für Ende November vorgesehenen Aufhebung des Sonderzolls. Bei der einschneidenden Beschränkung des Kapitalabflusses wurde die Grundbilanz im vierten Quartal 1966 aktiv. Ein Überschuß ergab sich auch im ersten Quartal 1967, obwohl sich der Außenhandel verschlechterte, nachdem der Sonderzoll außer Kraft getreten war. Die Importsteigerung wurde als größtenteils vorübergehend angesehen und stand dem wiederkehrenden Vertrauen in das Pfund nicht im Wege.

Vereinigtes Königreich: Zahlungsbilanz

	1966				1967			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
	Millionen Pfund Sterling (saisonbereinigt)							
<b>Warenhandel (fob)</b>								
Einfuhr . . . . .	1 345	1 316	1 363	1 239	1 405	1 424	1 369	1 476
Ausfuhr und Wiederausfuhr . . . . .	1 266	1 203	1 291	1 356	1 359	1 280	1 268	1 116
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 79	- 113	- 72	+ 117	- 46	- 144	- 100	- 360
Saldo der unsichtbaren Transaktionen . . . . .	+ 49	+ 23	+ 20	+ 24	+ 68	+ 23	+ 55	- 10
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 30	- 90	- 52	+ 141	+ 22	- 121	- 45	- 370
<b>Langfristige Kapitaleistungen</b>								
Öffentlich . . . . .	- 38	+ 3	- 14	- 33	- 22	- 3	- 15	- 14
Privat								
Anlagen von Inländern im Ausland . .	- 76	- 93	- 59	- 64	- 77	- 88	- 61	- 137
Anlagen von Ausländern im Inland . .	+ 51	+ 75	+ 56	+ 90	+ 103	+ 90	+ 71	+ 127
Saldo der langfristigen Kapitaleistungen	- 63	- 15	- 17	- 7	+ 4	- 1	- 5	- 24
Saldo der Grundbilanz, saisonbereinigt	- 93	- 105	- 69	+ 134	+ 26	- 122	- 50	- 394
Saldo der Grundbilanz, unbereinigt . .	- 79	- 56	- 144	+ 146	+ 3	- 61	- 126	- 356
Ausgleichsposten . . . . .	+ 49	- 33	+ 37	- 66	+ 162	+ 77	- 77	+ 58
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	- 30	- 89	- 107	+ 80	+ 165	+ 18	- 203	- 298

Zweitens war die Geld- und Kreditpolitik im ersten Quartal sowohl in den Vereinigten Staaten wie auch in einigen kontinentaleuropäischen Ländern bereits beträchtlich gelockert. Infolgedessen waren die kurzfristigen Zinssätze in den

Vereinigten Staaten und am Eurodollarmarkt stark rückläufig, und die Zinsarbitrageposition kehrte sich zugunsten des Pfundes um. Den US-Banken war es dank ihrer verbesserten Liquiditätsposition auch möglich, dem Eurodollarmarkt einen Teil der Gelder zurückzugeben, die sie während der Kreditverknappung von 1966 entnommen hatten. So wurden in großem Umfang Dollar in Pfund Sterling konvertiert, und die Bank von England konnte die kurzfristige Zentralbankhilfe zurückzahlen, die im Jahr davor zur Stützung des Pfundes erforderlich gewesen war. Im Mai wurde von den Krediten des IWF und der Schweiz ein erheblicher Teil getilgt.

Wenn man bedenkt, daß der Zahlungsbilanz die einschneidende Kapitalexportkontrolle zugute kam und daß die Bank von England hohe Engagements hatte eingehen müssen, um die Kosten der Termindeckung für das Pfund innerhalb enger Grenzen zu halten, konnte die Sterlingwährung kaum als stark angesehen werden. Die Behörden waren sich darüber im klaren, daß das Pfund im Wechselkursgefüge eine ungünstige Position hatte und daß in bezug auf die Binnenwirtschaft eine vorsichtige Politik erforderlich war. Aber weder der Markt noch die Behörden rechneten damit, daß sie nur noch Monate von einer gewaltigen Krise entfernt waren.

Unter diesen Umständen brachte das Budget vom April 1967 keine bedeutende Änderung des wirtschaftspolitischen Kurses; es sollte in seiner wirtschaftlichen Wirkung neutral sein. Man erwartete eine rund 3prozentige Produktionssteigerung entsprechend dem Wachstum der Produktionskapazität und dabei insbesondere eine dynamische Ausweitung des Exports.

Diese Aussichten wurden jedoch bald durch politische und wirtschaftliche Ereignisse außerhalb und innerhalb des Vereinigten Königreichs zunichte gemacht, die sich im einzelnen nicht quantifizieren lassen, aber in ihrer Gesamtheit bewirkten, daß die Zahlungsbilanz stark defizitär wurde und das Vertrauen in den Bestand der geltenden Währungsparität praktisch auf Null sank. Nach dem sehr großen Geldzufluß in den Monaten Januar bis April mußte die Bank von England das Pfund im Mai wieder stützen, und bald kam es zu einer massiven Flucht aus dem Pfund mit besonders starken Wellen im Juli und im November. Zu der Stärke dieser Bewegung trugen die folgenden Faktoren bei:

1. Das Vertrauen in das Pfund wurde durch den Kriegsausbruch im Nahen Osten Anfang Juni ernsthaft erschüttert. Zwar war der Umtausch von Sterlingguthaben des Nahen Ostens dem Umfang nach nicht groß, aber andere Sterlingbesitzer ließen sich von der für die Reserven gegebenen Bedrohung beeinflussen. Zudem führten das Embargo für Erdöllieferungen aus dem Nahen Osten nach dem Vereinigten Königreich und die Blockierung des Suezkanals bald zu einer Belastung der Zahlungsbilanz durch zusätzliche Fracht- und Erdölkosten. Auch die Schwierigkeiten im Zusammenhang mit dem britischen EWG-Beitrittsgesuch wirkten vertrauensmindernd.

2. Die massive Nachfrage nach Bankkrediten und Kapitalmarktmitteln in den Vereinigten Staaten ließ die Dollarzinsätze ab April wieder steigen, und bald wurde die Zinsarbitrageposition des Pfundes negativ.

3. Mit der Konjunkturverschlechterung in den kontinentaleuropäischen Ländern gingen die britischen Exporte, statt erwartungsgemäß zu expandieren, nach ihrem Höhepunkt vom Januar wieder zurück. Gleichzeitig hatten die Importe einen erheblich größeren Umfang als in den letzten vier Monaten des Jahres 1966, so daß die Grundbilanz sowohl im zweiten wie im dritten Quartal 1967 defizitär war.

4. Die kräftige Schrumpfung des Exportvolumens mit ihrer konjunkturdämpfenden Wirkung im zweiten und dritten Quartal ließ für den Winter eine ziemlich starke Arbeitslosigkeit erwarten. Aus diesem Grunde wurde der Schwerpunkt der Konjunkturpolitik zu einer leichten Reflationspolitik hin verlagert, trotz den damit verbundenen Risiken für das Pfund. Schon vorher waren die Zinssätze reduziert worden, wobei die Bankrate in drei Etappen auf schließlich 5 ½ Prozent zurückgenommen wurde. Als sich im Frühjahr die Erwartung eines weiteren Zinsrückgangs und dementsprechend eines weiteren Anstiegs der Kurse längerfristiger Staatspapiere abschwächte, konnte die Staatskasse ihre Abgaben von Staatspapieren an den Markt nicht mehr aufrechterhalten, und im zweiten Quartal mußte sie in großem Umfang auf den kurzfristigen Bankkredit zurückgreifen. Damit entstand die Liquidität für eine rasche Ausweitung der Bankkredite nach der Jahresmitte. Die Kredite der Londoner Clearingbanken an den privaten Sektor, die nach dem Monat April keiner Mengenbegrenzung mehr unterlagen, stiegen im dritten Quartal um fast 20 Jahresprozent. Im Juni und nochmals im August wurden dann auch die Teilzahlungsbestimmungen gelockert. Überdies sollten im Herbst die Sozialleistungen erhöht werden, und die Übertragungen an den Unternehmenssektor steigerte man durch raschere Auszahlung von Investitionsbeihilfen und durch eine Beschäftigungssubvention zugunsten der verarbeitenden Industrie in Förderungsgebieten. Es war zu sehen, daß diese Maßnahmen den staatlichen Kreditbedarf erheblich vermehrten und die Währungsstabilität zusätzlich bedrohten. Sie ließen Zweifel an der Entschlossenheit der Behörden aufkommen, dem Ausgleich der Zahlungsbilanz die Priorität einzuräumen.

5. Nach dem Auslaufen des Lohnstopps Ende 1966 blieb die Lohnbildung auch im ersten Halbjahr 1967 noch kontrolliert. Von da an begannen die Löhne jedoch kräftig zu steigen, wodurch die Wettbewerbsposition der britischen Wirtschaft entschieden gefährdet wurde. Im Laufe des Jahres 1967 erhöhten sich die Stundenlohnsätze um 6,2 Prozent, wovon etwa die Hälfte auf Verpflichtungen beruhte, die vor dem Lohnstop eingegangen worden waren.

6. Ende September begann in Liverpool ein inoffizieller Streik der Hafenarbeiter, der rasch auf London übergriff. Der Streik kostete schon an sich Vertrauen, aber außerdem traf er den Export stärker als den Import, so daß der Außenhandel im Oktober ein wenig ermutigendes Ergebnis aufwies.

Zweifellos war an der Flucht aus dem Pfund in den Monaten Juni–November auch die Spekulation beteiligt, aber das vorherrschende Motiv der inländischen und ausländischen Firmen und Finanzinstitute war doch der Wunsch, drohende Kursverluste zu vermeiden. Als real erschien diese Gefahr nicht nur wegen der abträglichen Ereignisse des Jahres 1967, sondern auch im Lichte der vorangegangenen Krisen — insbesondere der hohen Defizite von 1964–1966 — und der

Erkenntnis, daß den deflatorischen Maßnahmen vom Juli 1966 der Erfolg einer dauerhaften Anpassung versagt geblieben war. Weitere Deflationsmaßnahmen waren der Regierung wegen der bestehenden Arbeitslosigkeit verwehrt, so daß man dem Abfluß nur mit einer jeweils  $\frac{1}{2}$ prozentigen Heraufsetzung der Bankrate im Oktober und November entgegentrat. So erreichte die Fluchtbewegung schließlich riesige Ausmaße.

Da der Schwund der amtlichen Reserven und der noch nicht in Anspruch genommenen Kreditfazilitäten unablässig weiterging, standen die verantwortlichen Stellen vor dem Problem, ob sie abwerten oder den Kampf um die Aufrechterhaltung der bestehenden Parität fortführen sollten. Beides erforderte weitere Restriktionen und Kreditfazilitäten; aber offenbar war man der Meinung, daß bei einer angemessenen Abwertung die Aussichten auf eine geringere Auslandsverschuldung und auf ein geringeres Opfer an Wirtschaftswachstum besser seien.

Die Entscheidung abzuwerten wurde am 18. November bekanntgegeben.

\* \* \*

Wenn die unmittelbaren Ursachen der Abwertung mehr oder minder zufällig waren, so lag ihr tieferer Grund doch in einer jahrelangen Schwäche. Die Frage lautet daher, warum das Pfund wiederholt in Krisen geraten war und warum frühere restriktive Anstrengungen, die periodisch unternommen worden waren, keine feste außenwirtschaftliche Basis für ein ungestörtes Wirtschaftswachstum hatten schaffen können. Warum mußte das Pfund, nachdem es 1949 abgewertet worden war, 1967 wieder abgewertet werden?

Da das System fixierter Wechselkurse Anpassungen an fundamentale Veränderungen im Inland oder Ausland nicht ausschließt, wäre der Standpunkt vertretbar, daß die Beibehaltung der Pfundparität während fast zwanzig Jahren keine schlechte Leistung sei. Ein solcher Standpunkt befriedigt aber deshalb nicht, weil viele andere Länder bessere Leistungen vorzuweisen haben und weil bei Abwertungen der Mangel an monetärer Disziplin gewöhnlich nicht schwer ausfindig zu machen ist.

In den Jahren unmittelbar nach dem Kriege stellte sich das Problem der Währungsstabilisierung in vielen Staaten. Einige lösten es durch eine Währungsreform (wie zum Beispiel Deutschland und die Niederlande), andere, indem sie die kriegsbedingte Ausweitung der binnenwirtschaftlichen Liquidität und die damit implizierte Geldentwertung auf sich nahmen und eine neue Parität festsetzten (wie Italien). Das Vereinigte Königreich führte keine Währungsreform durch und konnte sich auch nicht rasch entschließen, die zurückgestauten Fluten ein für allemal sich auswirken zu lassen. Preiskontrolle und Rationierung wurden beibehalten, und insoweit die Zahlungsbilanz nicht durch Beschränkungen des Handels- und Zahlungsverkehrs vor der Passivierung bewahrt werden konnte, wurden die Defizite durch Inanspruchnahme ausländischer Hilfs- und Kreditleistungen ausgeglichen. Zusätzlich erschwert wurde das Anpassungsproblem durch eine niedrige Sparquote im privaten Sektor und durch den raschen Aufbau eines umfassenden wohlfahrtsstaatlichen Systems.

1949 war die britische Zahlungsbilanzposition, trotz ihrer beträchtlichen Verbesserung seit dem Krieg, immer noch schwach, und gegenüber dem Dollarraum bestand ein chronisches Ungleichgewicht. Mit dem Konjunkturrückschlag in den Vereinigten Staaten 1948–1949 gingen die Dollareinnahmen des Vereinigten Königreichs und verschiedener Länder der Sterlingzone zurück, und es kam zu dem Reservenverlust, der dann die Abwertung nach sich zog.

Bei der Abwertung von 1949 gab es keine multilaterale Konzeption zur dauerhaften Ordnung der internationalen Zahlungsströme in ihrer Gesamtheit. Viele Länder empfanden das Vorhandensein einer Dollarlücke und waren sich ihrer künftigen Wettbewerbsposition nicht gewiß; auch waren das Vereinigte Königreich und die Sterlingzone wichtige Exportmärkte. So werteten viele Länder außerhalb des Dollarraums ihre Währung im gleichen Maße ab wie das Vereinigte Königreich. Infolgedessen verbesserte sich die Position der britischen Wirtschaft gegenüber der ausländischen Konkurrenz im Inland wie im Ausland effektiv viel weniger, als man auf Grund der 30,5prozentigen Abwertung annehmen könnte. Die ungeplante Abwertungswelle zeigte ihre nachteiligen Wirkungen nicht sofort; aber sie war ein entscheidender Faktor der Zahlungsprobleme, die sich in den darauffolgenden Jahren einstellten.

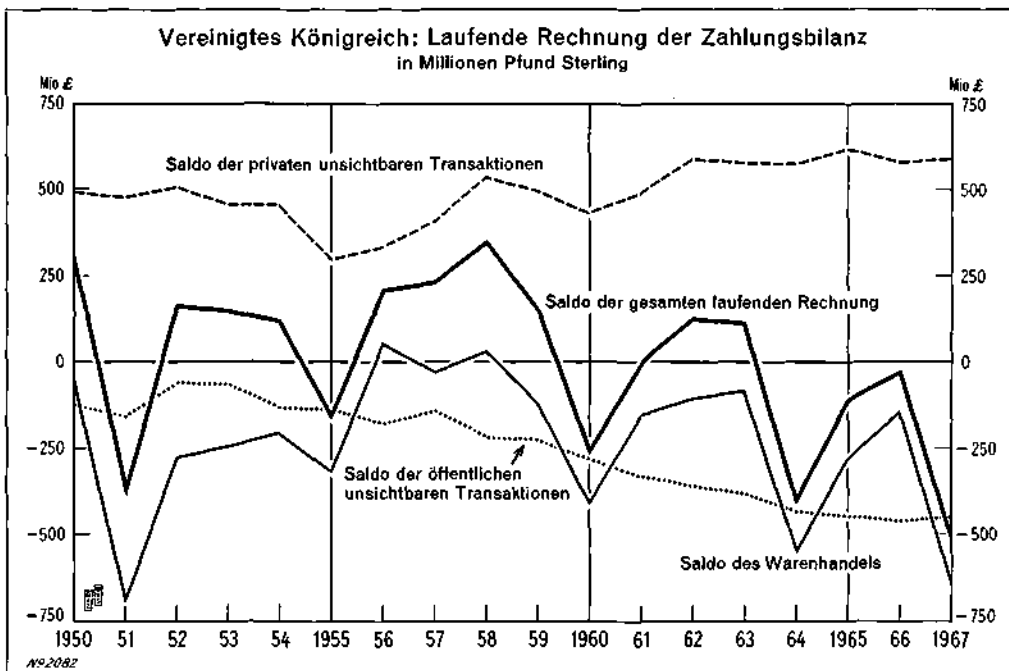
Wie sich die Paritätsänderungen im Endeffekt auf die britische Zahlungsbilanz ausgewirkt haben, kann nicht isoliert ermittelt werden. Innerhalb nicht einmal eines Jahres wurde die gesamte Struktur der internationalen Transaktionen durch den Ausbruch des Koreakrieges und umfassende Rüstungsprogramme durcheinandergebracht, die anliefen, als sich bereits ein Weltboom herausbildete. Aber etwa um die Mitte der fünfziger Jahre, bei wieder normaleren Verhältnissen, war die grundlegende britische Zahlungsbilanzposition als Ganzes leicht verbessert, und zwar ausschließlich durch den Verkehr mit dem Dollarraum, der kein besonderes Problem mehr darstellte. Noch viele andere Faktoren hatten ihren Platz in dieser Entwicklung, aber es liegt auf der Hand, daß die Pfundabwertung einen bedeutenden Anteil an der Schließung der britischen Dollarlücke hatte. Wenn die britische Position gegenüber anderen Nichtsterlingländern keine Verbesserung zeigte, so läßt sich daraus folgern, daß das neue Paritätsgefüge nicht den Verhältnissen entsprach, nachdem andere Länder ihren Wiederaufbau abgeschlossen hatten, der im Vergleich zum Vereinigten Königreich langsamer vor sich gegangen war.

Die relative Schwächung der britischen Position durch den Wiederaufbau ausländischer Produktionskapazität zog sich jedoch über eine Reihe von Jahren hin und wäre vielleicht ausgeglichen worden, wenn die Kosten und Preise im Inland stabil geblieben wären. Die Nachfrage war 1949 noch überhöht, und die Inflation wurde durch Rationierung sowie Preis- und Lohnkontrollen im allgemeinen erfolgreich zurückgedämmt. Die zur Unterstützung der Abwertung ergriffenen Maßnahmen sollten die Nachfrage nicht bis zu dem Punkt zurückschrauben, an dem die Bewirtschaftung hätte gelockert werden können, sondern nur so weit dämpfen, daß zusätzliche Produktivkräfte für die Exportproduktion frei wurden; das war am Ausmaß der Arbeitslosigkeit zu erkennen, die im darauffolgenden Jahr sogar zurückging. Solange noch eine effektive Bewirtschaftung bestand,

wurde der Nachfragedruck nicht in vollem Umfang zahlungsbilanzwirksam. Aber er drohte doch ständig diese Bewirtschaftung zu überrollen und machte die britische Wirtschaft besonders empfindlich gegenüber den Umwälzungen im Gefolge des raschen weltwirtschaftlichen Wandels der Jahre 1950 und 1951.

1950 begannen die Konjunkturbelebung in den Vereinigten Staaten und der wachsende Elan der Erholung in Europa in die noch freien Kapazitäten hineinzuwachsen und die Rohstofflieferanten bis zu einem gewissen Grade überzubelasten. Ausgesprochen inflatorisch wurde die Lage dann durch den Koreakrieg und durch die Vorwegnahme der Wirkungen der Rüstungsprogramme. Die industrielle Erzeugung der Welt erhöhte sich um 13 Prozent, allenthalben stiegen die Preise, und die Weltmarktpreise gerieten in einen spektakulären Auftrieb: Sie verdoppelten sich nahezu, bis im Frühjahr 1951 die Reaktion einsetzte.

In dieser Situation schloß die britische Bilanz der laufenden Posten, nachdem sie 1949 annähernd ausgeglichen gewesen war, 1950 mit einem Überschuß von über 300 Millionen Pfund und 1951 mit einem noch größeren Fehlbetrag von 370 Millionen Pfund, der eine ernste Devisenkrise mit sich brachte. An der Verbesserung von 1950 waren hauptsächlich die unsichtbaren Transaktionen, daneben aber, trotz der Verschlechterung der Terms of trade, auch die Außenhandelsergebnisse beteiligt: Das Einfuhrvolumen wurde durch zusätzliche Beschränkungen ungefähr auf dem Umfang von 1949 gehalten, so daß die Vorräte an importierten Rohstoffen schrumpften, und die Ausfuhr stieg dank der Abwertungswirkung in Verbindung mit dem raschen Anwachsen der Weltnachfrage um 14 Prozent. Die Umkehr im Jahr 1951 erfolgte fast ausschließlich im Außenhandel, und hier war, obwohl die Terms of trade sich abermals verschlechterten, der dominierende Faktor eine 11prozentige Zunahme des Importvolumens, die



durch die Lagerauffüllung, durch bevorzugte Käufe für Rüstungszwecke und durch die beginnende OEEC-Liberalisierung bedingt war. Im Exportgeschäft, das in bezug auf bestimmte Produktionsvoraussetzungen in nicht geringem Maße die Konkurrenz der Rüstungsproduktion zu spüren bekam, verringerte sich das Ergebnis um 1 Prozent. Ähnliche Fluktuationen — mit entsprechenden Wirkungen auf die britischen Reserven — ergaben sich in anderen Ländern der Sterlingzone.

Viele der Schwierigkeiten, denen sich das Vereinigte Königreich 1951 gegenüber sah, waren schon von sich aus auf ihre Umkehrung angelegt: Die Lagerauffüllung war anomal hoch gewesen, die Terms of trade besserten sich am Jahresende bereits wieder, und die von anderen Ländern der Sterlingzone vorgenommenen Nichtsterlingimporte mußten mit der Einkommenswirkung der rückläufigen Weltmarktpreise sinken. Insoweit rückte die Krise den unzureichenden Umfang der britischen Reserven ins Licht und machte die Gefährlichkeit des gewaltigen Überhangs von Sterlingverbindlichkeiten deutlich. Aber darüber hinaus entstanden in jener Periode andere Schwierigkeiten, die von längerer währlicher Bedeutung waren.

Der kräftigen Steigerung der Verteidigungsausgaben, die 1950 bekanntgegeben wurde, standen keine entsprechenden Kürzungen bei anderen Komponenten der Inlandsnachfrage gegenüber. Tatsächlich blieb die Gesamtnachfrage bis 1958 überaus hoch; die Arbeitslosigkeit lag in den Jahren 1950–1957 (mit Ausnahme von 1952–1953) fast ständig unter 1,5 Prozent des Arbeitskräftepotentials. Das verschärfte die Preissituation und beeinflusste unmittelbar die Zahlungsbilanz. Dazu beanspruchte die Rüstung Kapazität im Maschinenbau und in der Stahlindustrie, was sowohl die Ausfuhr wie die inländische Investitionstätigkeit beeinträchtigte.

Die neue Verteidigungspolitik ließ auch die Militärausgaben im Ausland steigen. Einen Teilausgleich bot in den fünfziger Jahren lange Zeit der Empfang von Militärhilfe; aber die während der fünfziger Jahre eingegangenen militärischen Verpflichtungen im Ausland bestanden in die sechziger Jahre hinein weiter, mit einer zunehmenden Nettobelastung der Zahlungsbilanz.

Eine andere Entwicklung von dauernder Wirkung war in jener Periode die Kosteninflation, die durch den Anstieg der Importpreise ausgelöst wurde. In den achtzehn Monaten bis Juni 1951 erhöhte sich der gesamte Einfuhrpreisindex um 59 Prozent, wobei sich die Preise der Importrohstoffe mehr als verdoppelten. Die Kostenwirkung ließ nicht auf sich warten und war wegen des hohen Anteils der Importe an der britischen Gesamtproduktion besonders schlimm, aber auf längere Sicht ergab sich die noch ernstere Konsequenz, daß mit dem Jahr 1950 eine zweijährige Periode der Lohndisziplin zu Ende gegangen war. Die Verhältnisse, unter denen die Lohndisziplin zusammenbrach, scheinen als Maßstab für Lohnforderungen auch dann noch gegolten zu haben, als sie gar nicht mehr bestanden. Jedenfalls war der ständige lohninduzierte Kosten- und Preisauftrieb in den folgenden Jahren für den Anpassungsprozeß ein ernsthaftes Hindernis.

Dank einer verstärkten Einfuhrbeschränkung aktivierte sich die Grundbilanz 1952 wieder, und in den Jahren 1952–1959 schloß die laufende Rechnung mit einem Überschuß von insgesamt 1,2 Milliarden Pfund. Die Gesamtbilanz



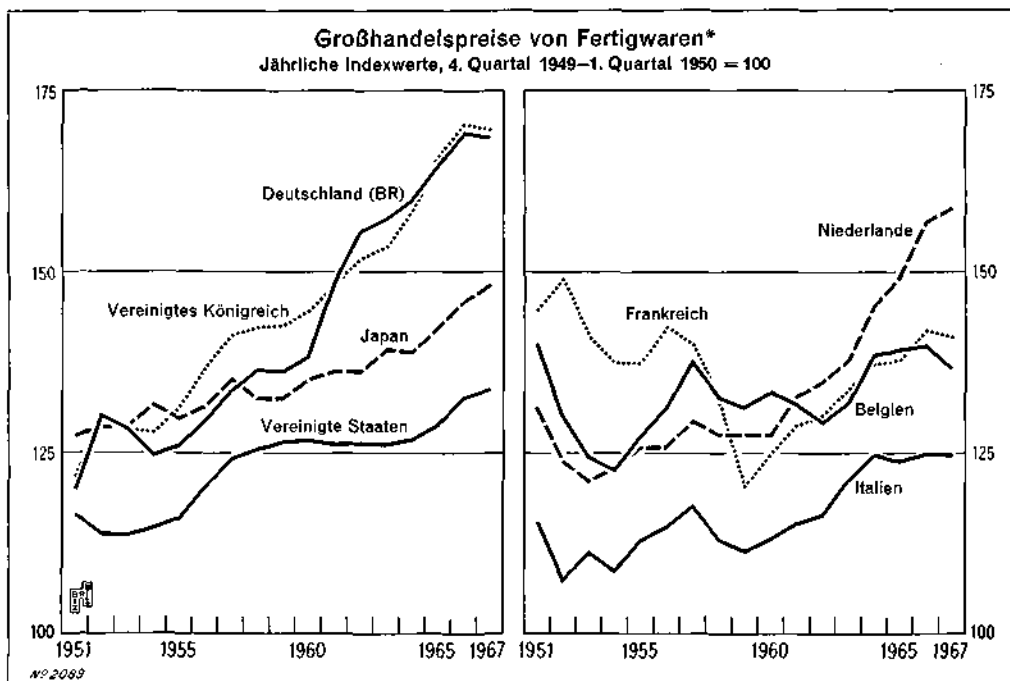
war geringfügig aktiv, da die Kapitalausfuhr nach dem Nichtsterlingraum streng bewirtschaftet war. Das Ziel einer Reservensteigerung wurde proklamiert, aber nicht erreicht; immerhin konnte das Vereinigte Königreich ohne Inanspruchnahme ausländischer Hilfe zurechtkommen, das Pfund für Ausländer wieder konvertierbar machen und sowohl die Binnenwirtschaft wie den Außenhandel liberalisieren. Daraus könnte geschlossen werden, daß die Zahlungsbilanz kein akutes Problem darstellte; in Wirklichkeit blieb die Zahlungsposition gerade noch zu bewältigen, weil die Importrohstoffe sich nach dem Koreakrieg verbilligten und weil nach 1955 eine langdauernde binnenwirtschaftliche Stagnation herrschte.

Am Devisenmarkt zeigten sich in den Jahren 1955–1957 periodische Anspannungserscheinungen. Nachdem die heimische Wirtschaft 1953 und 1954 rasch expandiert hatte, bestand eine akute Übernachfrage, die der Zahlungsbilanz nicht gut bekam. Dem Anfang 1955 auftretenden Druck auf das Pfund wurde mit kreditpolitischen Beschränkungsmaßnahmen begegnet; hingegen ging dann aber vom Budget im April eine stimulierende Wirkung durch Senkung der direkten Steuern aus. Mit diesem „policy mix“ ließ sich der Boom nicht dämpfen, und im Sommer geriet das Pfund noch mehr unter Druck. Den Mittelabfluß verstärkten Gerüchte über die Wiedereinführung der Konvertibilität bei größerer Bandbreite für die Wechselkurse. Die eigentliche Ursache der Krise lag aber in der Verschlechterung der Zahlungsbilanzposition, die hauptsächlich darauf beruhte, daß es nicht gelungen war, mit der Übernachfrage fertig zu werden.

Die Krisen von 1956 und 1957 waren ganz anderer Art. Die Inlandsnachfrage war im zweiten Halbjahr 1955 ziemlich kräftig gedrosselt worden; drei Jahre lang verharnte die britische Wirtschaft in der Stagnation. Die Arbeitslosigkeit stieg von weniger als 1 Prozent des Arbeitskräftepotentials 1955 auf über 2 Prozent am Ende des Jahres 1958, in dem in Europa allgemein Flaute und Rezession herrschte. Die Stagnation bewirkte eine beträchtliche Besserung der Grundbilanz; sie war in jedem der drei Jahre 1956–1958 aktiv, und in zweien davon galt dasselbe auch für die Handelsbilanz. Diese Devisenkrisen hatten also nichts mit der jeweiligen Zahlungsbilanzentwicklung zu tun. Die Flucht aus dem Pfund im zweiten Halbjahr 1956 ging vorwiegend auf eine Vertrauenskrise zurück, die mit dem Krieg im Nahen Osten zusammenhing, und bei den Störungen im darauffolgenden Jahr spielte die Möglichkeit einer Aufwertung der Deutschen Mark eine Rolle. Die Belastung der Reserven wurde 1957 noch durch die gleichzeitige Abschwächung der Zahlungsposition anderer Sterlingzonenländer gegenüber dem Nichtsterlingraum verstärkt. Diese Krisen rückten erneut die Tatsache ins Licht, daß allein schon das hartnäckige Mißverhältnis zwischen Reserven und Sterlingverbindlichkeiten den Wechselkurs unter Druck zu bringen vermochte; die späteren Angriffe gegen das Pfund hatten ihren Ursprung dann allerdings ausnahmslos in der Schwäche der britischen Grundbilanz.

Den Abflüssen von 1956 und 1957 begegnete man durch Aufnahme internationaler Kredite. Die anschließende Erweiterung der internationalen Kreditfazilitäten trug dazu bei, daß das Problem des Ungenügens der britischen Gold- und Devisenreserven an Schärfe verlor; aber Finanzierungsvereinbarungen waren keine Lösung für die eigentlichen Grundprobleme der Zahlungsbilanz, die in den sechziger Jahren stärker in den Vordergrund traten.

Angesichts dieser Verschlechterung der britischen Zahlungsbilanz in den sechziger Jahren ist eine Analyse der grundlegenden Position ausgangs der fünfziger Jahre durchaus wertvoll. Das Vereinigte Königreich hatte damals schon den Wettbewerbsvorteil verloren, den es 1949 dank seiner rascheren Erholung von den Kriegsfolgen besessen hatte, und war an den Inlandsmärkten und im Ausland nicht mehr in nennenswertem Umfang durch Diskriminierung von Dollarwaren geschützt. Jedoch war 1958 der Außenhandel positiv, und der Überschuß in der laufenden Rechnung betrug 350 Millionen Pfund — gerade so viel, wie der Economic Survey von 1953 als durchschnittlich erforderlich bezeichnet hatte, jedoch weniger als die Sollzahl von durchschnittlich 450 Millionen Pfund, die das Schatzamt 1958 dem Radcliffe-Ausschuß angegeben hatte. Außerdem war das Jahr 1958 keineswegs typisch. Die Einfuhrpreise waren um 8 Prozent niedriger als 1957, und ohne diesen Sondereinfluß hätte die laufende Rechnung vielleicht eher mit einem Überschuß von nur 50 Millionen Pfund abgeschlossen. Ferner stagnierte die Binnenwirtschaft seit drei Jahren. Andererseits war der britische Export in jenem Jahr durch die Rezession in anderen Industrieländern beeinträchtigt. Stellt man alle diese Einflüsse in Rechnung, so scheint es, daß der eigentliche Überschuß in der laufenden Rechnung klein war und den normalen Abfluß langfristigen Kapitals nicht zu tragen vermochte — geschweige denn einen überhöhten.



\* Wechselkursbereinigt.

Die britische Kosten-Preis-Position gegenüber dem Ausland hatte sich in den vorangegangenen Jahren nicht gebessert; ihre Entwicklung war vor 1959 viel schlechter als in den anschließenden fünf Jahren, in denen andere europäische Länder eine ausgeprägte Teuerung hatten. An der Steigerung der Großhandelspreise war bis etwa 1956 sicherlich die Übernachfrage beteiligt, und die

Lohnkosten wurden insbesondere durch die Anspannung am Arbeitsmarkt hinaufgetrieben. Daneben gab es aber ein unabhängiges Kostenauftriebsmoment in Form von kräftigen, nicht produktivitätsorientierten Tariflohnhebungen. Mehrere Faktoren machten den Lohnauftrieb im Vereinigten Königreich zu einem relativ ernstem Problem: Da waren zunächst einmal die bereits erwähnten Verhältnisse, unter denen 1950 die Lohndisziplin zusammenbrach; ferner, als institutionelle Schwäche, die Zersplitterung auf zahlreiche Tarifpartner mit der Folge einer fast ununterbrochenen Lohnrunde, in der die jeweils neuen Tarife der produktiveren Sektoren sogleich als Maßstab für die anderen Wirtschaftszweige herangezogen wurden. Entscheidend war dabei aber die Haltung der Beteiligten: Es gab Gewerkschaften, die mehr auf die Maximierung der Lohnquote als auf die Steigerung des Wirtschaftswachstums bedacht zu sein schienen, und die Behörden wagten sich nicht an eine Einkommenspolitik heran, die mitgeholfen hätte, Kosten und Preise zu stabilisieren.

Vereinigtes Königreich: Zahlungsbilanz

	Jahresdurchschnitt	
	1952-1959	1960-1967
	Millionen Pfund Sterling	
Defizit im Warenhandel . . . . .	- 140	- 295
Defizit der öffentlichen unsichtbaren Transaktionen . . . . .	- 145	- 395
<i>darunter militärische</i> . . . . .	- 70	- 235
Überschuß der privaten unsichtbaren Transaktionen . . . . .	+ 435	+ 555
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+ 150	- 135
Saldo der langfristigen Kapitaleleistungen . . . . .	- 175	- 140
Defizit der Grundbilanz . . . . .	- 25	- 275
Ausgleichsposten . . . . .	+ 55	+ 75
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 30	- 200

Die grundlegende außenwirtschaftliche Schwäche kam zum Vorschein, als 1959 und 1960 die Wachstumsförderung in den Vordergrund trat; die durchschnittliche Zahlungsbilanzposition der Jahre 1960-1967 unterschied sich auffällig von derjenigen der vorangegangenen acht Jahre. Die öffentlichen Ausgaben im Ausland, insbesondere die militärischen, waren in der zweiten Periode viel höher, und das Außenhandelsdefizit war doppelt so groß; hierin zeigte sich die kumulative Wirkung der Faktoren, die für die britische Wettbewerbsposition maßgeblich waren, daneben aber zweifellos auch die (für die Periode als Ganzes) stärkere Überbeanspruchung der Produktivkräfte. Auch eine Verbilligungstendenz der Importrohstoffe gab es nun nicht mehr. Obgleich der Überschuß aus den privaten unsichtbaren Transaktionen noch zunahm und der Strom langfristigen Privatkapitals ins Ausland immer einschneidenderen Bestimmungen unterstellt wurde, war in den acht Jahren die Grundbilanz mit insgesamt über 2 Milliarden Pfund und die Gesamtbilanz mit 1,6 Milliarden Pfund defizitär.

Mit dem expansiven Budget von 1959 erfolgte der Übergang zu einer Politik, die vornehmlich darauf gerichtet war, aus der Stagnation herauszukommen. Das reale Bruttosozialprodukt war 1960 um über 8 Prozent größer als 1958, während die Arbeitslosigkeit auf 1 ½ Prozent des Arbeitskräftepotentials zurückging. Die

Einfuhr stieg aber um rund ein Fünftel, und obwohl auch die Ausfuhr mit der Wiederbelebung der Auslandsnachfrage zunahm, wurde aus dem kleinen Exportüberschuß von 1958 ein Importüberschuß von über 400 Millionen Pfund im Jahre 1960. Dazu halbierte sich der Aktivsaldo aus den unsichtbaren Transaktionen, was bis zu einem gewissen Grade am Anstieg der öffentlichen Auslandsausgaben lag. So befand sich die Zahlungsbilanzposition nach zweijähriger Expansion der Binnenwirtschaft bereits tief in Schwierigkeiten. Ein Teil der Schuld traf die übermäßige Stimulierung der Nachfrage, die eine sehr rasche konjunkturelle Überhitzung zur Folge hatte. Aber insgesamt war doch unverkennbar, daß das Pfund einen etwas ungünstigen Platz im Paritätsgefüge hatte und daß es sich bei dem Defizit um ein fundamentales Ungleichgewicht handelte. War dies nicht schon aus der Analyse der britischen Position zu ersehen, so doch gewiß aus einem Vergleich mit anderen Ländern, in denen das Wachstum die Stärke der Währung gegenüber dem Ausland nicht beeinträchtigt hatte.

Zu einer Krise am Devisenmarkt kam es indessen noch nicht, da in großem Umfang Gelder aus dem Nichtsterlingraum zuflossen: Das Zinsgefälle war für das Pfund günstig, und der Zufluß wurde vermutlich noch durch die Ungewißheit gesteigert, die sich am Goldmarkt Luft machte. Aber im Frühjahr 1961 trat die Reaktion ein, die durch spekulative Abflüsse im Gefolge der Aufwertung der Deutschen Mark und des holländischen Guldens ausgelöst wurde.

Bei dieser Sachlage kann man fragen — und zwar nicht bloß nachträglich —, ob nicht schon damals eine Paritätsänderung hätte wünschenswert sein können. Die bestehende Parität schien ein gewisses Wachstumsopfer zu fordern; zudem war in der vorangegangenen Dekade kein Aufbau der Reserven möglich gewesen, und die Kontrolle der Kapitalausfuhr hatte beibehalten werden müssen. Das alles sprach für eine gewisse Anpassung der Parität. Aber es sprachen auch triftige Gründe dagegen. Es herrschte Übernachfrage, die ohnehin beseitigt werden mußte. Auch erschien die Überbewertung der Währung als mäßig und überwindbar, wenn sich die britische Wettbewerbsposition einige Jahre lang günstig entwickelte. Zudem konnte der Trend der öffentlichen Auslandsausgaben umgekehrt werden. Angesichts dieser Möglichkeiten gab den Ausschlag, daß eine Abwertung des Pfundes — als der Reservewährung der Sterlingzone — offensichtlich längerdauernde Schwierigkeiten für das Vereinigte Königreich und das Sterlingsystem mit sich gebracht hätte. Ein Nichtreservewährungsland hätte es leichter gehabt, in vergleichbarer Lage eine Paritätsänderung in Erwägung zu ziehen; für das Vereinigte Königreich war der Versuch, ohne sie auszukommen, eine im Interesse des Landes liegende, mutige Tat.

Ob die Behörden damals eine Paritätsänderung in Betracht zogen, ist nicht bekannt. In ihrer effektiven Politik jedenfalls verfolgten sie die Alternativlösung mit Verständnis für den wahren Charakter des Problems. Das Vertrauen in das Pfund wurde durch einschneidende fiskalische und monetäre Maßnahmen und durch die ersten Basler Vereinbarungen zur Reservenergänzung wiederhergestellt. Aber das Anpassungsprogramm enthielt auch neue Züge, nämlich das Verbot von Lohnerhöhungen für die Dauer von sechs Monaten und die ersten Elemente einer permanenten Einkommenspolitik. Außerdem beeinflusste man die Zahlungsbilanz auch unmittelbar: Die öffentlichen Auslandsausgaben sollten gekürzt

werden, die Entwicklungshilfe wurde plafondiert, und die Direktinvestitionen außerhalb der Sterlingzone sollten einer verschärften Kontrolle unterstellt werden.

Es war ein hartes, aber realistisches Programm, das zur Folge hatte, daß die Bilanz der laufenden Posten 1962 und 1963 wieder einen kleinen Überschuß aufwies. Aber der bescheidene Umfang dieses Überschusses war angesichts der brachliegenden Kapazitäten nicht überzeugend, und noch ungünstiger wirkte, daß die organisierte Arbeitnehmerschaft die Idee der Einkommenspolitik nicht unterstützte. Nach Beendigung des Stops stiegen die Löhne wieder übermäßig.

Bald nach dem Jahresanfang 1963 wurde die Beibehaltung der restriktiven Politik schwierig, und zwar wegen der mit ihr einhergehenden Arbeitslosigkeit, die noch durch einen ungewöhnlich harten Winter verschärft wurde. Darüber hinaus gab es ein tiefer sitzendes Unbehagen über das langsame Wirtschaftswachstum seit 1955. So kam es zu einem Meinungsumschwung zugunsten einer expansiven Politik. Es wurde die Theorie entwickelt, auf längere Sicht sei dem Pfund vielleicht am besten mit einer konsequent hoch gehaltenen Wachstumsrate gedient: Die expansionsbedingte Beschleunigung des Produktivitätsanstiegs würde in Verbindung mit angemessener Lohndisziplin die Wettbewerbsposition der britischen Industrie verbessern; die Zahlungsbilanz würde sich daher, trotz eventuellen Anfangsschwierigkeiten, schließlich doch grundlegend günstiger gestalten, wenn man nur unentwegt für Expansion, Produktivitätsanstieg und Lohndisziplin sorgte. Nach ausgiebiger Erörterung in der Presse machten sich die Behörden diese Strategie zu eigen, und das Experiment begann mit einer kräftigen Stimulierung der Inlandsnachfrage durch das Budget von 1963. Das Ziel für die Wirtschaft war ein Wachstum von über 4 Prozent im Jahr. Das Ziel für die Zahlungsbilanz war ziemlich vage, aber es wurde angekündigt, daß man erforderlichenfalls auf die Reserven und auf den IWF zurückgreifen werde, um das Pfund zu stützen, bis der neue Tag einer starken Währung anbreche. Damit war implizite anerkannt, daß die Währung etwas überbewertet war.

Es dauerte nur ungefähr ein Jahr, bis dieses Konzept in Schwierigkeiten geriet, und im Sommer 1964 stand fest, daß man wieder zu einer restriktiven Politik übergehen mußte. Aber für Oktober waren bereits allgemeine Wahlen angesetzt, und so nahm man das kalkulierte Risiko auf sich, mit neuen Maßnahmen einstweilen noch zuzuwarten. Die Zahlungsbilanzwirkung war drastischer, als man vorhergesehen hatte. Das Defizit im Außenhandel stieg 1964 auf fast 550 Millionen Pfund, wobei um 30 Prozent mehr Fertigwaren eingeführt wurden. Die laufende Rechnung passivierte sich und wies ein Defizit von über 400 Millionen Pfund auf, und da auch im Kapitalverkehr der Passivsaldo ungewöhnlich groß war, schnellte das Defizit der Grundbilanz auf 775 Millionen Pfund hinauf. Gegen Jahresende entwickelte sich eine ernste Krise am Devisenmarkt.

Bei nüchterner Betrachtung hätte die neue Regierung die sofortige Abwertung im Rahmen eines grundlegenden Anpassungsprogramms beschließen können, zu dem natürlich auch eine wirksame Dämpfung der Übernachfrage hätte gehören müssen. Wie aus dem Diagramm auf Seite 9 zu ersehen ist, hatte sich das Zahlungsdefizit mit jedem Konjunkturzyklus vergrößert. Wenn das Land die erforderliche Disziplin auf sich genommen hätte, wäre damals wohl noch zu vermeiden

gewesen, daß die Währung drei Jahre später abgewertet werden mußte. Aber dem Land stand nicht der Sinn danach, in die Stagnation zurückzufallen, den sehr hohen Beschäftigungsstand zu opfern oder die Lohnerhöhungen auf ein sehr bescheidenes Maß zu begrenzen. Jedenfalls gab die Regierung sofort ihre Absicht bekannt, an der bestehenden Parität festzuhalten. Dies geschah dann auch, aber nicht, indem die Zahlungsbilanz die ihr zukommende Priorität erhalten hätte, sondern indem man die Zahlungslücke mit Auslandskrediten und durch Verwendung von Reserven überbrückte — bis zum Zusammenbruch.

Gegen die Krise vom November 1964 ging man mit direkten Außenhandelsmaßnahmen — nämlich mit einem Sonderzoll und einer partiellen Steuerermäßigung für Exportumsätze — sowie mit einer leichten Steuererhöhung vor. Damals schuf man auch Instrumente für eine funktionsfähige Preis- und Einkommenspolitik. Diese Maßnahmen, zu denen sich noch eine Kreditrestriktion gesellte, gaben der Wirtschaftspolitik bis zum Sommer 1966 das Gepräge. Das Ziel war, die Zahlungsbilanz ins Gleichgewicht zu bringen — und zwar durch direkt auf sie einwirkende Maßnahmen, insoweit sie nötig schienen —, aber eine zu starke Deflationierung der heimischen Nachfrage zu vermeiden. Dieses Programm, hinter dem eine umfassende internationale Hilfe für das Pfund stand, hielt die im Frühjahr und Sommer 1965 wieder auftretenden Anspannungen an den Devisenmärkten in Schach, aber der Nachfragedruck in der Wirtschaft wollte nicht geringer werden.

Besonders zwei Faktoren erschwerten die Lage in dieser Periode. Der Lohnauftrieb beschleunigte sich trotz dem Nachdruck, den man seit 1964 auf die Notwendigkeit einer Einkommensdrosselung legte. Die Stundenlohnsätze in der Industrie erhöhten sich in der Zeit von Mitte 1964 bis Mitte 1966 um jahresdurchschnittlich mehr als 6 Prozent, und die Lohndrift war viel stärker als vorher, so daß die effektiven Stundenverdienste, die 1962 und 1963 nur um etwa 4 Prozent pro Jahr zugenommen hatten, jetzt um über 8 Prozent pro Jahr stiegen. Zudem erwies es sich als schwierig, die Expansion der öffentlichen Ausgaben unter Kontrolle zu halten. Seit etwa 1960 zeigten die laufenden Ausgaben der öffentlichen Haushalte einen ansteigenden Wachstumstrend, und noch mehr beschleunigte sich nach 1962 das Wachstum der öffentlichen Investitionen. Parallel zu dieser Entwicklung der eigenen Ausgaben des öffentlichen Sektors stiegen auch die öffentlichen Übertragungen an den Sektor der privaten Haushalte, was den privaten Verbrauch anheizte. Gerade bei einer Politik der vollen Kapazitätsausnutzung war es für den angestrebten großen Umfang der privaten Investitionen unbedingt erforderlich, daß die Ausdehnung des öffentlichen Sektors in Grenzen gehalten wurde. Aber die Zunahme der staatlichen Kreditaufnahme nach 1962 sowie die Tatsache, daß die Haushaltsergebnisse in den letzten beiden Jahren nicht einigermäßen im Rahmen des Voranschlags gehalten werden konnten, zeigten das Unvermögen der Regierung, eine solche Beschränkung durchzusetzen. Die Zahlungsbilanz wurde davon unmittelbar betroffen. Außerdem hatten der Umfang des öffentlichen Kreditbedarfs und die halbautomatische Weise seiner Deckung zur Folge, daß die Bestände des Bankensystems an kurzfristigen Staatspapieren nicht zurückgingen, wie es sonst bei dem Zahlungsbilanzdefizit eigentlich zu erwarten gewesen wäre. Somit gab es keine automatische Zahlungsbilanzanpassung durch Verlangsamung der monetären Expansion.

Die miteinander unvereinbaren Ansprüche an das Sozialprodukt lassen sich aus der folgenden Tabelle ersehen, in der die einzelnen Komponenten der Nachfrage mit ihren Veränderungen seit 1949 zusammengestellt sind.

Vereinigtes Königreich: Verwendung des nominalen Bruttosozialprodukts

	1949		1959		1967		Veränderung <sup>1</sup> 1949-67
	Millionen £	%	Millionen £	%	Millionen £	%	%
<b>Verbrauch</b>							
Privat . . . . .	8 969	71,2	16 196	66,6	25 168	64,2	+ 181
Öffentlich . . . . .	1 975	15,7	3 920	16,1	7 072	18,0	+ 258
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>10 944</b>	<b>86,9</b>	<b>20 116</b>	<b>82,9</b>	<b>32 240</b>	<b>82,2</b>	<b>+ 195</b>
<b>Bruttoinvestitionen</b>							
Wohnungsbau . . . . .	332	2,6	661	2,7	1 439	3,7	+ 333
Sonstige Investitionen							
Privat (auch von öffentlichen Unternehmen) <sup>2</sup> . . . . .	1 128	9,0	2 668	11,0	4 476	11,4	+ 297
Öffentlich <sup>2</sup> . . . . .	182	1,4	581	2,4	1 316	3,4	+ 623
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>1 642</b>	<b>13,0</b>	<b>3 910</b>	<b>16,1</b>	<b>7 231</b>	<b>18,5</b>	<b>+ 340</b>
Außenbeitrag . . . . .	17	0,1	231	1,0	- 270	- 0,7	—
<b>Bruttosozialprodukt zu Marktpreisen . . . . .</b>	<b>12 603</b>	<b>100,0</b>	<b>24 257</b>	<b>100,0</b>	<b>39 201</b>	<b>100,0</b>	<b>+ 211</b>
<b>Nachrichtlich:</b>							
Laufende Übertragungen des öffentlichen Sektors an den Sektor der Einzelpersonen . . . . .	745	5,9	1 636	6,7	3 355	8,6	+ 350

<sup>1</sup> Volumen- und Preisveränderung zusammen. Die implizierten Preisveränderungen in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung betragen für den Zeitraum 1949-1967: privater Verbrauch + 77 Prozent; Anlageinvestitionen + 76 Prozent; Bruttosozialprodukt + 87 Prozent. <sup>2</sup> Auch Veränderung des Vorratsvolumens.

In den fünfziger Jahren nahm der private Verbrauch einen immer kleiner werdenden Teil des Bruttosozialprodukts in Anspruch, je mehr sich im Sektor der Einzelpersonen die Ersparnisbildung über ihren sehr niedrigen Ausgangspunkt erhob. Auch die öffentlichen Ausgaben stiegen in den zehn Jahren als Ganzes nur wenig rascher als das Gesamtprodukt. Dergestalt blieb Raum sowohl für einen größeren Sozialproduktanteil der privaten Produktivinvestitionen wie auch für eine gewisse Verbesserung der Leistungsbilanz. Im großen und ganzen wandelte sich die Nachfragestruktur in jener Zeit also in der erwünschten Richtung. In den Jahren nach 1959 verringerte sich der Anteil des privaten Verbrauchs weiter. Aber nun vergrößerte die öffentliche Hand ihren Anteil rasch, während der Anteil der privaten Investitionen kaum noch stieg und die Leistungsbilanz sich verschlechterte.

Auch die Ersparnis- und Investitionsbilanz läßt die Verbesserung in der ersten Periode und die Verschlechterung in der zweiten erkennen. In den fünfziger Jahren wurde aus dem Finanzierungsdefizit im Sektor der Einzelpersonen ein bescheidener Finanzierungsüberschuß, und der Bedarf der Industrie an Mitteln aus anderen Sektoren für die Bruttokapitalbildung nahm nur unwesentlich zu. Obwohl der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte sich kräftig passivierte, wurde der Saldo von volkswirtschaftlicher Ersparnis und Inlandsinvestition günstiger. In den sechziger Jahren ging im Sektor der Einzelpersonen der

Vereinigtes Königreich: Ersparnis und Investition

	1949	1959	1967	Veränderung	
	Millionen Pfund Sterling			1949-59	1959-67
				Prozent	
<b>Einzelpersonen</b>					
Ersparnis <sup>1</sup> . . . . .	112	792	1 881	+ 607	+ 138
Investition <sup>2</sup> . . . . .	273	658	970	+ 141	+ 47
<b>Finanzierungsüberschuß (+)</b> . . . . .	- 161	+ 134	+ 911	.	.
<b>Gesellschaften (auch öffentliche)</b>					
Ersparnis <sup>1</sup> . . . . .	885	2 355	3 511	+ 166	+ 49
Investition <sup>2</sup> . . . . .	919	2 428	4 275	+ 164	+ 76
<b>Finanzierungsüberschuß (+)</b> . . . . .	- 34	- 73	- 764	.	.
<b>Öffentliche Haushalte</b>					
Ersparnis <sup>1</sup> . . . . .	680	699	1 394	+ 3	+ 99
Investition <sup>2</sup> . . . . .	450	824	1 986	+ 83	+ 141
<b>Finanzierungsüberschuß (+)</b> . . . . .	+ 230	- 125	- 592	.	.
<b>Gesamte</b>					
<b>volkswirtschaftliche Bruttoersparnis<sup>1,3</sup></b> . . . . .	1 606	4 059	6 717	+ 153	+ 65
<b>Bruttoinlandsinvestition<sup>2</sup></b> . . . . .	1 642	3 910	7 231	+ 138	+ 84
<b>Gesamter Nettofinanzierungsüberschuß (+)</b> - <b>gesamte Nettoauslandsinvestition</b> . . . . .	- 36	+ 149	- 514	.	.

<sup>1</sup> Ohne Erhöhung des Vorratswerts.   <sup>2</sup> Auch Veränderung des Vorratsvolumens.   <sup>3</sup> Mit Korrekturposten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (1949: -71; 1959: +213; 1967: -69).

positive Trend weiter. Dagegen erhöhte sich das Finanzierungsdefizit der Gesellschaften, und auch bei den öffentlichen Haushalten stieg es mit der rascheren Ausweitung der Investitionstätigkeit in beträchtlichem Maße, woran auch die vermehrte Ersparnisbildung des Sektors nichts zu ändern vermochte. Infolgedessen hielt die volkswirtschaftliche Gesamttersparnis nicht mit der Zunahme der Inlandsinvestition Schritt, und das zeigte sich im außenwirtschaftlichen Defizit.

Bis zum Sommer 1966 war die Arbeitslosigkeit auf nur 1,2 Prozent des Arbeitskräftepotentials gesunken — den niedrigsten Stand seit fast 10 Jahren; und die außenwirtschaftliche Position, die sich 1965 mit der Normalisierungstendenz der Vorratsinvestitionen und mit der ersten Wirkung der direkten Zahlungsbilanzmaßnahmen gebessert hatte, zeigte keinen weiteren Fortschritt mehr. Dadurch wurde wieder das Mißtrauen gegenüber der Parität wach, während zugleich die straffe Kreditpolitik in den Vereinigten Staaten Gelder aus London abfließen ließ. In dieser Situation wirkte ein Streik der britischen Seeleute stark vertrauensmindernd; er löste eine erneute Flucht aus dem Pfund aus, die dann die orthodoxen deflatorischen Maßnahmen vom Juli 1966 erforderlich machte. Damals bestand bereits, selbst bei vorübergehender Besserung der Zahlungsbilanz, kein grundlegendes Vertrauen in die Währung mehr, die den Zufällen der politischen und wirtschaftlichen Entwicklung preisgegeben war.

Zusammenfassend lassen sich also die folgenden Punkte zur Erklärung anführen, warum das Pfund ein zweites Mal seit dem Kriege abgewertet werden mußte:



1. Die Abwertung von 1949 machte das Pfund nicht wieder zu einer starken Währung — teilweise deshalb nicht, weil derart viele andere Länder den gleichen Schritt taten, daß der endgültige Abwertungseffekt nicht mehr sehr groß war.

2. Die damalige Abwertung wurde nicht durch eine ausreichende Drosselung der Inlandsnachfrage abgesichert, und erschwerend kam hinzu, daß bald danach der Koreakrieg ausbrach.

3. Insbesondere fehlte sowohl bei den Behörden wie auch in der Öffentlichkeit die Bereitschaft für die zusätzliche Austerität, die beim damaligen massiven Rüstungsprogramm erforderlich gewesen wäre, um inflatorische Folgen zu vermeiden.

4. Fast die ganzen fünfziger Jahre hindurch befand sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf einem Überbeschäftigungsniveau, wodurch der Wettbewerbsvorteil der Abwertung zum Teil wieder verloren ging.

5. Damit verbunden waren die Kostenwirkungen einer ununterbrochenen Folge exzessiver Lohnvereinbarungen. Das britische Arbeitsrecht, das immer noch auf dem Trade Union Disputes Act von 1906 beruht, muß als im Vergleich zu vielen kontinentaleuropäischen Industrieländern stark rückständig und als abträglich für die Arbeitsdisziplin und den Produktivitätsfortschritt bezeichnet werden.

6. Wahrscheinlich war das Pfund Anfang der sechziger Jahre eine überbewertete Währung und überhaupt nur wegen der Verbesserung der Terms of trade zu halten gewesen. Für die kommenden Jahre drohte die Gefahr, daß es nicht gelingen würde, die Reserven auf einen ausreichenden Stand zu bringen; und die zu erwartende Zahlungsbilanzlage ließ keinen Raum für die kräftige Erhöhung der öffentlichen Ausgaben im Ausland.

7. In den sechziger Jahren setzte die Verteidigung der Währung unbedingt voraus, daß der Zahlungsbilanz wirklich der Vorrang eingeräumt wurde; und das erforderte, wenn ein allzu großes Wachstums- oder Vollbeschäftigungsoffer vermieden werden sollte, daß bei Lohnerhöhungen strikte Disziplin herrschte und die Nachfrage nicht überhöht war. Schließlich war aber, nachdem einmal das Reflationsexperiment von 1963 begonnen worden war, weder das eine noch das andere der Fall. Neben den zunehmenden Lohneinkommen sorgten auch die wachsenden öffentlichen Ausgaben für eine Übersteigerung der Nachfrage.

8. Die umfangreiche Zahlungsbilanzhilfe des Auslands gewährte der zweiten Abwertung einen Aufschub, konnte sie aber nicht verhindern. Allzusehr war die grundlegende Situation geschwächt und das Vertrauen in den Jahren des unentschlossenen Handelns strapaziert worden.

\* \* \*

Da die Abwertung vom November 1967 in vorherigen Konsultationen abgesprochen worden war, zog sie keine nennenswerten kompensierenden Paritätsänderungen nach sich. Zwar sah sich eine Anzahl kleinerer Länder veranlaßt, sich dem Pfund anzuschließen, aber die wichtigen Industrieländer blieben allesamt

bei ihrer Goldparität, und genauso verhielten sich viele der größeren Länder der Sterlingzone. So war die Abwertung, auch wenn sie das Pfund gegenüber dem Dollar nur um 14,3 Prozent entwertete und damit nicht an die 30,5 Prozent der Abwertung von 1949 herankam, doch eine wirksamere Anpassung der relativen Preise gegenüber dem Ausland. Die internationale Zusammenarbeit zeigte sich auch in den zusätzlichen Fazilitäten, die zur Verfügung gestellt wurden, um die britische Reserveposition zu untermauern und das Vertrauen in die neue Parität zu gewährleisten; insgesamt wurden rund 3 Milliarden Dollar mobilisiert, darunter ein IWF-Bereitschaftskredit von 1,4 Milliarden Dollar.

Ein weiteres Problem bestand damals darin, das Ausmaß und den Zeitpunkt der binnenwirtschaftlichen Beschränkungsmaßnahmen abzuschätzen, die für den Erfolg der Abwertung erforderlich waren. Es gab immer noch einen Kapazitätsspielraum, aber die Inlandsnachfrage belebte sich unter der Wirkung der im Sommer ergriffenen Maßnahmen und des beträchtlichen Lohnauftriebs. Die Intensität der Belebung trat jedoch nicht ganz in Erscheinung, weil die Produktion unter den Hafentarbeiterstreiks litt. Bei dieser Sachlage wurden die abwertungssichernden Maßnahmen stufenweise durchgeführt, zumal ein umfassendes Programm auch Vorbereitungszeit erforderte. Die Sofortmaßnahmen beschränkten sich auf eine kräftige Straffung der Kreditpolitik — so wurde die Bankrate auf 8 Prozent angehoben —, auf eine Neufestsetzung des Plafonds für die Bankkreditgewährung und auf verschärfte Konsumkreditbestimmungen. Aber für das kommende Haushaltsjahr wurden auch Änderungen bei den Gesellschaftssteuern und Einschränkungen bei den öffentlichen Ausgaben angekündigt. Zwei Monate später kam es dann zu radikaleren Kürzungen; sie betrafen die Verteidigungsausgaben, vor allem im Ausland, sowie das Erziehungswesen, den Wohnungsbau, den Straßenbau und die Sozialleistungen und sollten das reale Wachstum der öffentlichen Ausgaben von  $7\frac{1}{2}$  Prozent 1967/68 auf 1 Prozent im Haushaltsjahr 1969/70 reduzieren. Der Premierminister kündigte ferner weitere Steuermaßnahmen für den privaten Sektor an, und der Zeitpunkt der Haushaltsvorlage wurde auf Mitte März vorverlegt.

In dieser ganzen Periode gab es große spekulative Goldkäufe, und die Devisenmärkte waren durch die Ungewißheit über das künftige Verhältnis zwischen dem Dollar und dem Gold gestört. Allein schon dies verhinderte, daß in wirklich großem Umfang wieder Sterling erworben wurden, aber auch in bezug auf die Frage, ob die bei der Paritätsänderung bekanntgegebenen Maßnahmen ausreichten, bestanden Zweifel, die sich verstärkten, als deutlicher sichtbar wurde, wie sehr sich die Verbraucherausgaben erhöhten und daß die abwertungsbedingten Kostensteigerungen die Lohn- und Preisstabilität in Frage stellten. Von Oktober bis Januar wuchsen die Einzelhandelsumsätze und die industrielle Erzeugung um 18 bzw. 9 Jahresprozent, und der seit September verzeichnete Rückgang der Arbeitslosigkeit ging weiter. Die Nachfrage wurde in dieser Zeit dadurch aufgebläht, daß man wegen der Abwertung und der bevorstehenden Steuererhöhungen mit einem Preisauftrieb rechnete. In derselben Zeit stiegen die Durchschnittswerte der Einfuhr um 8 Prozent, und weitgehend im Zusammenhang damit zogen die Großhandelspreise von Brenn- und Grundstoffen um 9 Prozent an. Anfang März brachte die außergewöhnliche Goldnachfrage das Pfund unter

sehr schweren Druck; am Kassamarkt mußte es in erheblichem Umfang gestützt werden, und am Terminmarkt, wo es seit der Abwertung sich selber überlassen war, hatte es wieder einen hohen Deport. Weitere internationale Fazilitäten wurden dem Vereinigten Königreich im März zu der Zeit zur Verfügung gestellt, als die Goldpool-Länder beschlossen, den Markt nicht mehr mit Gold zu versorgen. Dadurch stieg der Gesamtbetrag solcher unmittelbar verfügbarer Fazilitäten auf 4 Milliarden Dollar.

Vereinigtes Königreich: Staatshaushalt

	Haushaltsjahr			
	1967/68		1968/69	
	Endgültiger Voranschlag <sup>1</sup>	Ergebnisse <sup>2</sup>	Ursprünglicher Voranschlag	Endgültiger Voranschlag
	Millionen Pfund Sterling			
<b>Einnahmen</b>				
Steuereinnahmen . . . . .	10 679	10 770	11 552	12 475
Sonstige Einnahmen . . . . .	414	407	400	400
<b>Gesamteinnahmen . . . . .</b>	<b>11 093</b>	<b>11 177</b>	<b>11 952</b>	<b>12 875</b>
<b>Ausgaben</b>				
Käufe von Gütern und Leistungen . . . . .	9 549	10 000	10 548	10 725
Schuldendienst . . . . .	810	878	764	764
<b>Gesamtausgaben . . . . .</b>	<b>10 359</b>	<b>10 878</b>	<b>11 312</b>	<b>11 489</b>
<b>Überschuß . . . . .</b>	<b>734</b>	<b>299</b>	<b>640</b>	<b>1 386</b>
<b>Kreditgewährung (netto) . . . . .</b>	<b>- 1 766</b>	<b>- 1 748</b>	<b>- 1 744</b>	<b>- 1 744</b>
<b>Gesamtdefizit (-) . . . . .</b>	<b>- 1 032</b>	<b>- 1 449</b>	<b>- 1 104</b>	<b>- 358</b>

<sup>1</sup> Die Zahlen stimmen mit den Angaben auf Seite 18 des siebenunddreißigsten BIZ-Jahresberichts nicht überein, weil in ihnen die mit dem National Loans Act von 1968 eingeführten Änderungen berücksichtigt wurden. <sup>2</sup> Vorläufig.

Angesichts dieser Situation wurde das Budget zwangsläufig restriktiv gestaltet. Es enthielt eine beträchtliche Erhöhung indirekter Steuern, und im Bereich der Unternehmenssteuern wurden sowohl die selektive Beschäftigungssteuer wie auch die Gesellschaftssteuer heraufgesetzt. Bei der Einkommenssteuer blieben zwar die Sätze unverändert, aber es wurden bestimmte Vergünstigungen gekürzt und Kapitaleinkommen von Privaten für ein Jahr zusätzlich belastet. Insgesamt sollten die neuen Steuern in einem ganzen Jahr 923 Millionen Pfund und im laufenden Haushaltsjahr 775 Millionen Pfund einbringen — so viel wie noch in keinem Jahr seit dem Kriege. Ferner sollte die Regierung weitere gesetzliche Vollmachten zur Kontrolle der Preise und Einkommen erhalten. Unter Berücksichtigung all dieser Veränderungen rechnet man amtlicherseits mit einem Produktionsanstieg von etwa 3–4 Jahresprozent bis Mitte 1969, wobei der Export und die Investitionen die dynamischen Nachfragekomponenten sein sollen und der private Verbrauch absolut zurückgehen dürfte. Ferner soll die Grundbilanz an Stelle des 1967 verzeichneten Defizits von 540 Millionen Pfund, das mehr als zur Hälfte auf einmalige Sonderfaktoren zurückgeht, in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres wieder einen Aktivsaldo aufweisen und 1969 eine beträchtliche Überschußposition erreichen.

Gegen Ende Mai wurde die Kreditpolitik gestrafft; die Banken sollten nach den ihnen gegebenen Weisungen das Volumen ihrer Kredite an den privaten Sektor nicht mehr wachsen lassen, was bedingte, daß sie das Volumen ihrer Kredite in den nicht vordringlichen Kategorien sogar verringern mußten.

Natürlich ist ein ständiger großer Überschuß wünschenswert, wenn man die Rückzahlungsverpflichtungen für die hohe kurz- und mittelfristige Schuld bedenkt, die sich seit 1964 aufgetürmt hat; auch ist zu hoffen, daß die derzeitige einschneidende Kapitalverkehrskontrolle allmählich gelockert werden kann. Die auf dem europäischen Kontinent und in den Vereinigten Staaten herrschenden Aussichten auf eine Expansion schaffen günstige Voraussetzungen für den britischen Export. Aber dazu müssen die inländischen Einkommen und die öffentlichen Ausgaben tatsächlich im geplanten Umfang beschränkt und die Haushaltsergebnisse besser in Übereinstimmung mit den Voranschlägen gehalten werden als in der letzten Zeit. Ein weiteres Problem ist, daß auch die Vereinigten Staaten ihr Zahlungsbilanzdefizit wesentlich verringern müssen, was zumindest bis zu einem gewissen Grade nur schwer mit dem von den britischen Behörden angestrebten Zahlungsbilanzüberschuß zu vereinbaren ist.

### **Der Dollar**

In den ersten drei Quartalen des Jahres 1967 befand sich das Defizit in der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten (Liquiditätsbasis) auf einem bedeutend höheren Stand als im Vorjahr. Dies hätte früher oder später einschneidendere Gegenmaßnahmen erfordert. Indessen war der auf dem Dollar lastende Druck im Laufe dieser Monate nicht schwer und der Goldverlust gering. Die unmittelbaren Gründe für die drastischen Maßnahmen, die am 1. Januar 1968 bekanntgegeben wurden, waren die Vorgänge im vierten Quartal: eine gewaltige Zunahme des Zahlungsbilanzdefizits, die Auswirkungen der Pfundabwertung und umfangreiche Goldabgaben zur Befriedigung der spekulativen Käufe am Markt. Die Gründe für den starken Vertrauensschwund gegenüber dem Dollar sind einmal in der binnenwirtschaftlichen Entwicklung der letzten ein bis zwei Jahre und zum anderen in dem seit vielen Jahren andauernden hartnäckigen außenwirtschaftlichen Defizit zu suchen.

Man wird sich erinnern, daß die US-Wirtschaft durch die Intensivierung des Vietnamkrieges in einen inflatorischen Boom gestürzt worden war. Da es von der fiskalischen Seite her keine Beschränkungen gab, wurde die Geld- und Kreditpolitik bis in das dritte Quartal 1966 hinein immer restriktiver, und allmählich setzte sie dem Konjunkturauftrieb einen Dämpfer auf. Das vierte Quartal war ein deutlicher Wendepunkt. Die gesamte Produktion stieg zwar in jenem Quartal noch weiter, aber nur wegen einer unfreiwilligen Erhöhung der Lagerbestände, die in einem Jahrestempo von 18,5 Milliarden Dollar wuchsen — fast dreimal so rasch wie normal.

Im ersten Quartal 1967 kam die Expansionspause effektiv zum Vorschein; das reale Bruttosozialprodukt wurde etwas geringer, und der Index der industriellen Erzeugung ging um ein paar Punkte zurück. Es handelte sich aber nicht eigentlich um eine Rezession, sondern vielmehr um eine Art Atempause — als Folge der

Kreditverknappung bei potentiellen inflatorischen Impulsen durch das wachsende Haushaltsdefizit. Die Arbeitslosigkeit blieb relativ niedrig; sie betrug 3,7 Prozent. Erst im zweiten Quartal nahm sie leicht zu. Die Verbraucherpreise stiegen im Vergleich zu früheren Quartalen langsamer.

Die Konjunkturpause beruhte in erster Linie auf einem ausgeprägten Rückgang im Bereich der Vorratsinvestitionen, wo die gewaltige Zuwachsrate vom letzten Quartal 1966 auf 7 Milliarden Dollar im ersten Quartal 1967 und auf praktisch Null im zweiten Quartal zurückfiel. Jedoch zeigten die Ausgaben der öffentlichen und der privaten Haushalte bald die Tendenz, den Rückgang der privaten Investitionstätigkeit auszugleichen, und das reale Bruttosozialprodukt des ersten Halbjahres 1967 war etwas größer als vorher.

Im Sommer setzten sich wieder die expansiven Kräfte durch, und in der zweiten Jahreshälfte stieg die reale Produktion um 4,4 Jahresprozent. Die öffentlichen Ausgaben nahmen weiter zu, und die Bautätigkeit und die Lagerbildung belebten sich wieder. Die Stärke der Expansion wurde bis zu einem gewissen Grade von Streiks im Herbst 1967 überdeckt, aber gegen Jahresende deuteten fast alle Indikatoren auf eine Boomsituation mit überbeanspruchten Produktivkräften hin.

Vereinigte Staaten: Verwendung des Bruttosozialprodukts

	1966		1967				1968
	III	IV	I	II	III	IV	I
	Milliarden US-Dollar (saisonbereinigt, auf Jahreswerte umgerechnet)						
Privater Verbrauch . . . . .	470,1	473,8	480,2	489,7	495,3	501,8	517,8
Gebrauchsgüter . . . . .	70,9	70,6	69,4	72,5	72,7	73,8	77,9
Verbrauchsgüter . . . . .	209,5	210,3	214,2	217,2	218,5	220,3	228,0
Dienstleistungen . . . . .	189,8	192,9	196,6	200,0	204,1	207,7	211,9
Öffentliche Käufe von Gütern und Leistungen . . . . .	157,7	161,7	170,4	175,0	178,2	181,7	187,5
Verteidigung . . . . .	63,0	65,6	70,2	72,5	73,3	74,2	76,6
Sonstiges . . . . .	94,7	96,1	100,2	102,5	104,9	107,5	110,9
Private Bruttoanlageinvestition . . . .	104,9	103,7	103,3	104,8	108,4	111,6	115,5
Wohnungsbau . . . . .	23,7	20,9	21,4	23,1	25,6	27,6	28,3
Gewerbliche Bauten und Ausrüstungen . . . . .	81,2	82,8	81,9	81,5	82,8	84,0	87,2
Vorratsinvestition . . . . .	11,4	18,5	7,1	0,5	3,8	9,2	3,9
Außenbeitrag . . . . .	4,6	4,3	5,3	5,3	5,4	3,0	2,6
<b>Bruttosozialprodukt in jeweiligen Preisen . . . . .</b>	<b>748,8</b>	<b>762,1</b>	<b>766,3</b>	<b>775,1</b>	<b>791,2</b>	<b>807,3</b>	<b>827,3</b>
<b>Bruttosozialprodukt in Preisen von 1966 . . . . .</b>	<b>745,5</b>	<b>752,8</b>	<b>752,5</b>	<b>757,2</b>	<b>765,6</b>	<b>774,0</b>	<b>785,2</b>

In den letzten Monaten des Jahres 1966 wurde mit dem Abklingen des Booms die Kreditpolitik allmählich gelockert, bis sie schließlich im Dezember ziemlich liberal war; in den Monaten der Konjunkturpause von 1967 blieb die Federal Reserve bei einer lockeren Kreditpolitik, damit sich keine Abwärtsspirale entwickelte und die private Wirtschaft wieder genügend Liquiditätspolster ansetzen konnte. Ende Februar wurden die Reserveverpflichtungen für Spareinlagen

und einen Teil der Termineinlagen in zwei Etappen von 4 auf 3 Prozent ermäßigt, wodurch rund 850 Millionen Dollar an Mindestreserven freigesetzt wurden. Anfang April wurde der Diskontsatz von  $4\frac{1}{2}$  auf 4 Prozent gesenkt. Mit der um die Jahresmitte erneut einsetzenden Expansion begann die Federal Reserve aus binnen- und außenwirtschaftlichen Gründen die Zügel wieder anzuziehen, zumal die Aussichten auf fiskalische Restriktionsmaßnahmen nicht sehr vielversprechend waren. Zuerst reagierten die Zinssätze hauptsächlich auf die Marktgegebenheiten, aber im späteren Verlauf des Jahres wurden restriktive Maßnahmen ergriffen. Bei der Pfundabwertung im November wurde der Diskontsatz auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent angehoben, und mit Wirkung vom Januar 1968 erhöhte man die Reserveverpflichtungen für Sichteinlagen um  $\frac{1}{2}$  Prozent. Diese Kursänderungen innerhalb relativ knapper Frist entsprachen den konjunkturellen Veränderungen, obwohl sie zeitweise vielleicht etwas allmählicher hätten vor sich gehen können.

Die Fiskalpolitik war in dieser Zeit in ihren Ergebnissen weniger glücklich — zum Teil allerdings wegen des mangelnden Einvernehmens zwischen der Regierung und dem Kongreß. Nachdem der entscheidende Moment für eine Steuererhöhung gegen Ende 1965 oder Anfang 1966 verpaßt worden war, wurde im Haushaltsentwurf von Januar 1967 ein 6prozentiger Einkommenssteuerzuschlag vorgeschlagen. Damals war aber die Konjunkturabflachung bereits deutlich erkennbar, so daß der Kongreß der Vorlage nicht zustimmte. Die während der Phase der Konjunkturberuhigung angewendeten fiskalischen Maßnahmen gingen eher in die entgegengesetzte Richtung. Die im Oktober 1966 beseitigte 7prozentige Investitionssteuergutschrift wurde im Juni 1967 wieder in Kraft gesetzt; ferner genehmigte der Präsident die Freigabe von fast 2 Milliarden Dollar für öffentliche Arbeiten. Diese Regelungen sollten nicht nur eine weitere Verschlechterung der Konjunktur verhindern, sondern waren auch als Strukturmaßnahmen gedacht, für deren Durchführung die Konjunkturpause als geeignete Zeit erschienen sein muß. Die Gesamtausgaben des öffentlichen Sektors erhöhten sich aber ziemlich rasch, und dies gleichzeitig mit der kreditpolitischen Lockerung. Während die stimulierenden fiskalischen Maßnahmen als Schritte gegen eine Konjunkturverschlechterung begründet wurden, lag dem Kongreß immer noch das Steuerzuschlagsgesetz vor. So entstand einige Unklarheit über die eigentliche Lage und die Aussichten für den weiteren Verlauf des Jahres. Da die Abkühlung von Anfang 1967 aber eine Boomunterbrechung und keine Rezession war, bestand die Notwendigkeit einer Steuererhöhung weiter.

Als nach der Jahresmitte eine wirtschaftliche Belebung erkennbar zu werden begann, wurde die fiskalpolitische Konzeption ziemlich rasch bekräftigt und verstärkt. Angesichts der zu erwartenden gewaltigen Erhöhung des Defizits im Bundeshaushalt legte der Präsident im August dem Parlament ein umfassendes Paket von Fiskalmaßnahmen vor, wonach beabsichtigt war, einen 10prozentigen Einkommenssteuerzuschlag (an Stelle des ursprünglich geplanten 6prozentigen) und einen 10prozentigen Zuschlag zu den Körperschaftssteuern einzuführen, die für April 1968 vorgesehene Senkung bestimmter indirekter Steuern bis Mitte 1969 zurückzustellen und die Steuern bei den Gesellschaften rascher einzuziehen. Insgesamt sollten diese Maßnahmen im Haushaltsjahr 1967/68 schätzungsweise 7,4 Milliarden Dollar an zusätzlichen Einnahmen bringen. Aber der Kongreß,

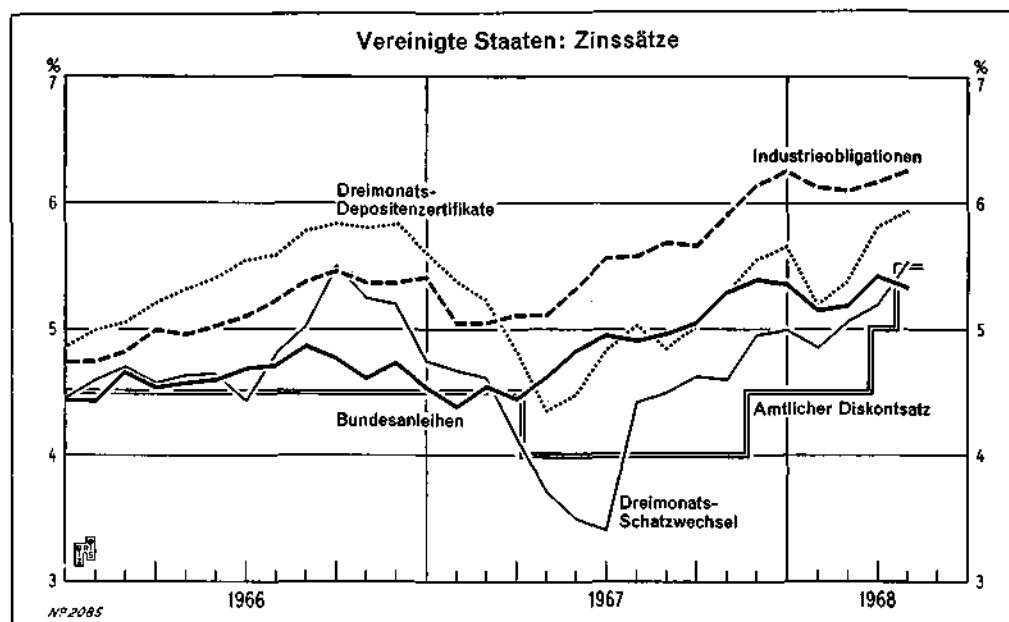
der von einer neuerlichen Überhitzung der Wirtschaft nicht überzeugt zu sein schien, nahm die Fiskalvorlagen nicht an. Darüber hinaus wurde gefordert, das antiinflationäre Programm solle auch eine kräftige Kürzung der nichtmilitärischen Staatsausgaben enthalten. Der Präsident ließ, um seine Steuervorlagen weiterzubringen, später seine Bereitschaft erkennen, auf diesen Standpunkt einzugehen, aber es kam kein effektiver Kompromiß zustande.

Ein dämpfendes Nachfrageelement war 1967 der private Verbrauch. Die Ausgaben für langlebige und kurzlebige Konsumgüter stiegen das ganze Jahr hindurch nur wenig und dabei in der zweiten Jahreshälfte noch verlangsamt. Der Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen betrug durchschnittlich mehr als 7 Prozent (verglichen mit den „normaleren“ 6 Prozent der letzten Jahre) und erreichte im vierten Quartal fast 7,5 Prozent. Die Entwicklung der Verbraucherausgaben läßt sich dadurch erklären, daß in den Jahren vorher in großem Umfang Gebrauchsgüter gekauft worden waren und die Konsumentenschuld verhältnismäßig rasch zugenommen hatte.

Die Preise erhöhten sich 1967 zunächst nur relativ mäßig und dann in der zweiten Jahreshälfte erheblich. Die Großhandelspreise gaben in den Monaten Januar–April sogar nach (woran vor allem die Agrarpreise beteiligt waren) und zogen dann an. Die Verbraucherpreise stiegen im gesamten Jahr um 3,1 Prozent, aber dabei in der zweiten Jahreshälfte in einem Tempo von fast 4 Prozent.

Auch die Löhne erhöhten sich 1967 beträchtlich; die früheren Leitlinien waren nicht mehr wirksam. Die durchschnittlichen Stundenverdienste nahmen um 4,7 Prozent zu, verglichen mit 3,1 Prozent jährlich in der Periode 1960–1964, mit 3,8 Prozent 1965 und mit 4,1 Prozent 1966. So bestätigte der Preis- und Lohnauftrieb des Jahres 1967, der dem inflatorischen Druck der Jahre 1965 und 1966 folgte, die Situation der anhaltenden Übernachfrage, mit offensichtlichen Konsequenzen für die Zahlungsbilanz.

Von all den Charakteristika der letztjährigen Wirtschaftslage war das auffallendste vielleicht das Verhalten der Finanzmärkte und der Zinssätze. Mit der Lockerung der monetären Anspannung gegen Ende 1966 und Anfang 1967 tendierten die Zinssätze abwärts. Die kurzfristigen Sätze gingen erheblich zurück: Die Schatzwechselrendite beispielsweise sank von 5,3 Prozent im November 1966 auf 3,5 Prozent im Juni 1967. Bei den langfristigen Sätzen war der Rückgang hingegen von kurzer Dauer und relativ gering; die Renditen von Unternehmensobligationen sanken um weniger als  $\frac{1}{2}$  Prozent, und der Tiefpunkt wurde schon im Februar erreicht. Die Sätze entwickelten sich ganz anders, als in einer Konjunkturpause zu erwarten war. Zwei Kräfte kamen darin zum Ausdruck. Die Kreditgeber zeigten nach der Liquiditätsverknappung des Vorjahres eine starke Liquiditätspräferenz. Gleichzeitig war langfristiges Geld in großem Umfang gefragt, da die Kreditnehmer ihren Bedarf für eine erneute Konjunkturbelebung im voraus deckten und auch ihre Liquiditätsposition wiederaufbauten. Per Saldo wurden am Kapitalmarkt im gesamten Jahr in öffentlicher Emission und privater Placierung Papiere im Betrag von mehr als 44 Milliarden Dollar ausgegeben, also rund die Hälfte mehr als 1966.



Bei dieser Konstellation stiegen die langfristigen Zinssätze vom beginnenden Frühjahr an kontinuierlich das ganze Jahr hindurch — insgesamt um rund 1 Prozent, und im letzten Teil des Jahres lag ihr Niveau über den Höchstwerten von 1966. In der zweiten Jahreshälfte tendierten auch die kurzfristigen Sätze — und zwar noch stärker — nach oben, da mit einem hohen Haushaltsdefizit gerechnet wurde und in der Frage der Steuererhöhung keine Entscheidung fiel. Auch gingen im späteren Verlauf des Jahres die Währungsbehörden wieder von ihrer Politik der Lockerung ab.

Für die Zahlungsbilanz war vorwiegend die Entwicklung im Inland bestimmend, obwohl auch die Verhältnisse im Ausland eine Rolle spielten. Die Schwierigkeiten begannen Ende 1965. Die bereits ungünstige auswärtige Zahlungsbilanzposition und die hohe Inlandsnachfrage wurden noch durch die steigenden Kosten des Konflikts in Vietnam belastet. Die vietnambedingten Ausgaben beeinträchtigten die Zahlungsbilanz nicht so sehr in Form von Devisenkosten — die zu einem bedeutenden Teil wieder durch Erweiterung der Exporte nach den Devisenempfängerländern hereingeholt wurden —, sondern mehr durch Verstärkung des inflatorischen Drucks im Inland. Die Importe erhöhten sich 1966 um fast 20 Prozent, und so konnte der Anstieg der Exporte um über 10 Prozent nicht verhindern, daß der Überschuß im Außenhandel um 1,1 Milliarden Dollar geringer ausfiel als im Vorjahr. Die Kreditknappheit im Inland brachte aber in solchem Umfang kurzfristige Mittel nach den Vereinigten Staaten — hauptsächlich aus dem Eurodollarmarkt —, daß sich in der Zahlungsbilanz (Basis amtliche Reservetransaktionen) sogar ein kleiner Überschuß ergab.

Im ersten Quartal 1967 stieg die Ausfuhr weiter. Aber in den anschließenden zwei Quartalen stagnierte sie mit der Konjunkturverschlechterung in wichtigen europäischen Industrieländern. Hingegen ging in diesen Quartalen, in denen die amerikanische Wirtschaft von ihren überhöhten Lagerbeständen zehrte, die



Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz

	1966 <sup>1</sup>		1967 <sup>1</sup>				1968
	III	IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>	I <sup>2</sup>
Millionen US-Dollar, saisonbereinigt							
<b>Warenhandel</b>							
Ausfuhr (für nichtmilitärische Zwecke) . . . . .	7 385	7 405	7 670	7 715	7 625	7 455	.
Einfuhr (für nichtmilitärische Zwecke) . . . . .	6 580	6 680	6 660	6 560	6 550	7 210	.
Saldo des Warenhandels . . . . .	805	725	1 010	1 155	1 075	245	105
<b>Dienstleistungen (netto)</b>							
Kapitalerträge . . . . .	1 305	1 355	1 285	1 290	1 555	1 505	.
Militärische Ausgaben . . . . .	— 745	— 760	— 705	— 735	— 855	— 750	.
Reiseverkehr . . . . .	— 265	— 265	— 265	— 460	— 485	— 325	.
Sonstiges . . . . .	— 225	— 215	— 235	— 325	— 240	— 225	.
Saldo der Dienstleistungen . . . . .	70	115	80	— 230	— 25	205	.
Saldo des Waren- und Dienstleistungsverkehrs . . . . .	875	840	1 090	925	1 050	450	.
<b>Übertragungen und Kredite der Regierung (netto) . . . . .</b>	— 760	— 725	— 1 200	— 1 015	— 965	— 945	.
<b>Private Kapitalleistungen von Inländern (netto)</b>							
Direktinvestitionen . . . . .	— 900	— 1 005	— 625	— 650	— 940	— 820	.
Sonstige langfristige Kapitalleistungen . . . . .	— 5	70	— 180	— 180	— 510	— 395	.
Kurzfristige Kapitalleistungen . . . . .	— 25	— 230	— 180	— 285	— 290	— 395	.
<b>Ausländische Kapitalleistungen (netto) . . . . .</b>	375	780	855	1 195	805	220	.
<b>Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .</b>	275	— 150	— 295	— 545	210	35	.
Saldo auf Liquiditätsbasis . . . . .	— 165	— 420	— 535	— 555	— 640	— 1 850	— 600
<b>Erhöhung der liquiden US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Nichtwährungsbehörden . . . . .</b>	1 025	400	— 1 280	— 275	1 095	645	80
Saldo auf der Basis der amtlichen Reservetransaktionen . . . . .	860	— 20	— 1 915	— 830	455	— 1 205	— 520

<sup>1</sup> Jahreswerte für 1966 und 1967 in der Tabelle auf Seite 33.

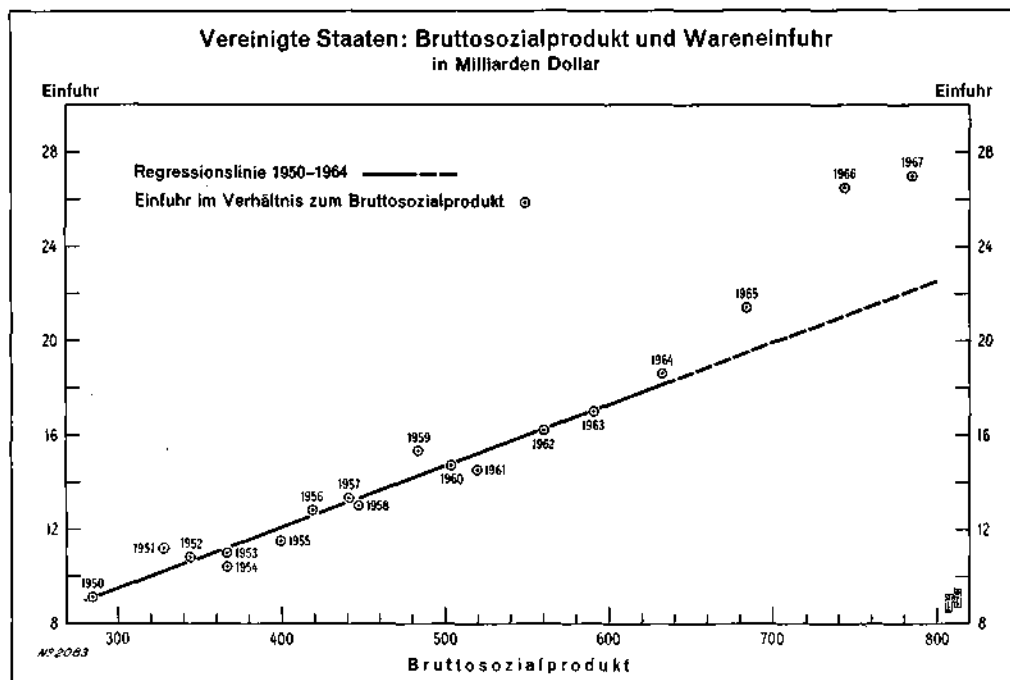
<sup>2</sup> Vorläufig.

Einfuhr etwas zurück, so daß der gesamte Ausfuhrüberschuß in den drei ersten Quartalen 1967 um 305 Millionen Dollar größer war als ein Jahr vorher. Da sich jedoch gleichzeitig der Kapitalexport und die Militärausgaben im Ausland erhöhten, erreichte das Defizit in der Zahlungsbilanz (Basis amtliche Reservetransaktionen) einen Jahreswert von rund 2,9 Milliarden Dollar.

Im vierten Quartal verschlechterte sich die Lage erheblich. Die Nachfrage überhitzte sich wieder, die Wirtschaft füllte ihre Lager auf, und der Außenhandel wurde durch Sonderfaktoren wie den anhaltenden Kupferstreik beeinträchtigt. Die Einfuhr schnellte um 660 Millionen Dollar hinauf, und da die Ausfuhr etwas rückläufig war, verringerte sich der Exportüberschuß um 830 Millionen Dollar. Gleichzeitig erhöhte sich das Defizit in der Kapitalbilanz wesentlich — vorwiegend deshalb, weil das britische Schatzamt die amtlichen britischen Reserven durch den Rückzug von Anlagen in den Vereinigten Staaten auffüllte. Alles in allem ergab sich in der Zahlungsbilanz vom vierten Quartal nach

Saisonbereinigung ein Defizit von 1,2 Milliarden Dollar, verglichen mit einem durchschnittlichen Quartalsdefizit von 730 Millionen Dollar in den ersten drei Vierteln des Jahres. Das gesamte Jahresdefizit betrug 3,4 Milliarden Dollar.

Einen Hinweis darauf, dass der Importanstieg der letzten Jahre vor allem auf Übernachfrage beruhte, enthält das folgende Diagramm über Trend und effektive Größe des Verhältnisses zwischen Einfuhr und Bruttosozialprodukt.



1966 und 1967 lag die Relation weit über dem normalen Wert, und auch 1965 scheint sie bereits überhöht gewesen zu sein. Im vierten Quartal 1967 stieg die Einfuhr auf rund 3,7 Prozent des Bruttosozialprodukts; so hoch war ihr Anteil in der Nachkriegszeit noch nie gewesen. Die Einfuhr von Investitionsgütern erweiterte sich 1965 und 1966 um 41 bzw. 46 Prozent und 1967 immer noch um 11 Prozent, obwohl die Konjunktur einen Teil des Jahres hindurch stagnierte und die produktiven Anlageinvestitionen in dieser Zeit kaum zunahmen. Wenn man einmal von den durch die staatliche Auslandshilfe finanzierten Ausfuhren absieht, schrumpfte der Exportüberschuß 1966 und 1967 auf fast nichts zusammen.

Die Jahre 1966 und 1967 bestätigen auch, daß der US-Außenhandel nun sehr empfindlich auf die Konjunktur im westlichen Europa reagiert. Die dortige Abschwächung des Wachstums der industriellen Erzeugung 1957/58, Ende 1962 und Anfang 1963 sowie Ende 1966 und Anfang 1967 ließ den amerikanischen Gesamtexport nach Europa abnehmen. Die Vereinigten Staaten exportieren in großem Umfang Investitionsgüter — in den letzten Jahren entfiel ein Drittel der amerikanischen Europa-Exporte auf solche Güter —, und die Investitionen sind nun einmal im Konjunkturzyklus das unbeständige Element. Zudem hat der amerikanische Export offenbar eine Art Ausgleichsfunktion. Europa bezieht bei

starker Nachfrage diejenigen Güter aus den Vereinigten Staaten, die es nicht mehr aus dem eigenen Bereich beschaffen kann. Wenn Europa hingegen keine große heimische Nachfrage hat und seine Wettbewerbskraft gegenüber den Vereinigten Staaten daher steigt, verringert es nicht nur seine Käufe in den Vereinigten Staaten, sondern es wird auch im Export aggressiver.

Daß die US-Zahlungsbilanz in einer Zeit defizitär blieb, in der sich das Pfund in Schwierigkeiten befand, schränkte den Handlungsspielraum der US-Behörden zur Lösung der eigenen Probleme ein. Die Pfundabwertung vom November hatte Rückwirkungen auf die US-Reserveposition. Die Goldverluste der Vereinigten Staaten waren 1967 bis zum Abwertungsdatum ziemlich klein gewesen, aber die große spekulative Goldkaufwelle trieb den US-Goldverlust für das gesamte Jahr auf 1 170 Millionen Dollar hinauf.

Dieses ungünstige Entwicklungsbild des vierten Quartals ließ keinen Zweifel daran, daß im Interesse einer Begrenzung der Reservenverluste nachhaltige Maßnahmen zur Verringerung des Zahlungsbilanzdefizits erforderlich waren. So wurde am 1. Januar 1968 ein neues, drastisches Programm bekanntgegeben.

1. Die bisherigen nichtobligatorischen Richtlinien für Direktinvestitionen amerikanischer Gesellschaften im Ausland wurden durch obligatorische Bestimmungen ersetzt. Diesen Bestimmungen sind diejenigen Direktinvestitionen im Ausland unterstellt, die mit Kapital aus den Vereinigten Staaten und mit Auslandsgewinnen finanziert werden, jedoch nicht diejenigen, die mit ausländischem Kapital und aus zulässigen Abschreibungen für Wert- oder Substanzverringerung von Auslandsanlagen finanziert werden. Die verschiedenen Plafonds beziehen sich auf die jahresdurchschnittlichen Direktinvestitionen der einzelnen Gesellschaften in den Jahren 1965 und 1966. Direktinvestitionen in den hochentwickelten kontinentaleuropäischen Ländern und in Südafrika dürfen 1968 nur aus Auslandsgewinnen finanziert werden und 35 Prozent des Basiswertes nicht überschreiten; alle darüber hinaus gehenden Ausgaben müssen für dieses Jahr zurückgestellt werden. Für andere entwickelte Länder beträgt der Plafond 65 Prozent und für die weniger entwickelten Länder 110 Prozent des Basiswertes. Durch diese Begrenzungen soll der Kapitalabfluß für Direktinvestitionen 1968 um 1 Milliarde Dollar verringert werden.

2. Der Federal Reserve Board soll weiterhin mit nichtobligatorischen Richtlinien für die Auslandskredite der Banken und anderer Finanzinstitute arbeiten, wurde aber ermächtigt, verbindliche Regelungen einzuführen. Fürs erste verschärfte der Board für 1968 nachhaltig die Beschränkungen vom November 1967. Der Plafond für die Auslandskredite der Banken wurde von 109 auf 103 Prozent des Standes von Ende 1964 herabgesetzt. Ferner sollen die Banken fällig werdende längerfristige Kredite an hochentwickelte kontinentaleuropäische Länder nicht erneuern (bzw. nicht wieder gewähren) und ihre kurzfristigen Kredite nach diesen Ländern im Laufe des Jahres um 40 Prozent verringern. Die anderen Finanzinstitute sollen ihre Auslandsanlagen, insoweit sie unter das Programm fallen, auf 95 Prozent des Standes von Ende 1967 zurückführen und ihre liquiden Mittel gänzlich repatriieren, abgesehen von minimalen Betriebsguthaben. Von diesen Regelungen verspricht man sich für das gesamte Jahr einen Nettozufluß von Mitteln

aus dem Ausland in Höhe von 500 Millionen Dollar, wogegen 1967 per Saldo 400 Millionen Dollar abgeflossen waren.

3. Amerikanischen Staatsbürgern wurde dringend empfohlen, zwei Jahre lang alle nicht unbedingt nötigen Reisen außerhalb der westlichen Hemisphäre zurückzustellen, und es wurde dann auch eine Gesetzesvorlage eingebracht, wonach die Auslandsausgaben amerikanischer Reisender mit einer gestaffelten Steuer belegt, Auslandsflüge genau wie bisher schon die Inlandsflüge besteuert und amerikanischen Auslandsreisenden bei der Rückkehr nur noch 10 (statt 100) Dollar als Zollfreibetrag zugestanden werden sollen.

4. Im Bereich der Auslandsausgaben der öffentlichen Hand soll unter anderem die Anzahl der öffentlichen Zivilbediensteten im Ausland um 10 Prozent reduziert werden. Außerdem laufen Besprechungen mit NATO-Alliierten über einen partiellen Ausgleich der US-Militärausgaben in Europa durch erhöhte Rüstungsbezüge aus den Vereinigten Staaten und vermehrte Käufe längerfristiger US-Staatspapiere.

5. Einige Maßnahmen gelten auch der Förderung der US-Ausfuhr. Der Exportfinanzierungsspielraum der Export-Import-Bank wurde erweitert; andere Bemühungen sind gegen die Erschwerung des US-Exports im Zusammenhang mit der EWG-Mehrwertsteuer gerichtet; und die Exportgemeinschaften sollen finanzielle Hilfe erhalten, um kleineren Firmen den Auslandsabsatz zu erleichtern.

Von dem Programm in seiner Gesamtheit verspricht man sich für 1968 eine Verringerung der Auslandsausgaben bzw. Erhöhung der Auslandseinnahmen um zusammen 3 Milliarden Dollar. Natürlich erfordern einige der Maßnahmen Zeit, und zwangsläufig wird es auch Rückwirkungen in der US-Leistungs- und -Kapitalbilanz geben, so daß die Nettoverbesserung in der Zahlungsbilanz von 1968 schwer vorzuschätzen ist. Auf alle Fälle wird der Verbesserungseffekt in der Praxis nicht von den Veränderungen zu trennen sein, die durch die laufende Marktentwicklung bedingt sind.

Eine unmittelbare Regulierung der Zahlungsströme im Verkehr mit dem Ausland gibt es zwar schon seit einigen Jahren, aber das neue Programm geht auf diesem Weg einen großen Schritt weiter. Es ist anerkanntermaßen ein gefährlicher Weg; er könnte die Welt von der Freiheit des internationalen Handels- und Zahlungsverkehrs fortführen, die in den letzten eineinhalb Jahrzehnten erreicht worden ist. Die Eingriffe werden mit dem Vietnamkrieg und damit gerechtfertigt, daß es schwierig sei, unter Kriegsbedingungen ein echtes Gleichgewicht wiederherzustellen. Aber würde der Friedensschluß den Abbau der Kontrollen erlauben? Ohne eine endgültige Antwort auf diese Frage erwarten zu wollen, ist es angebracht, die Entwicklung des amerikanischen Zahlungsbilanzproblems und der Vorstellungen darüber, wie es zu überwinden sei, rückblickend zu analysieren.

\* \* \*

Der Dollar wird von vielen ausländischen Unternehmen und Finanzinstituten in großem Umfang für Transaktionen und Liquiditätsanlagen verwendet. Da dem Zuwachs solcher privater Guthaben normalerweise ein Defizit in der

US-Zahlungsbilanz auf Liquiditätsbasis gegenübersteht, läßt sich der Zahlungsbilanztrend im allgemeinen besser aus dem Saldo auf der Basis der amtlichen Reservetransaktionen erkennen (obgleich selbst dann das Bild oft durch Verlagerungen von Mitteln zwischen den Zentralbanken und den privaten Banken verzerrt sein kann). Die Veränderung der Goldreserve ist im allgemeinen ein guter Anhaltspunkt für die Verfassung des amerikanischen Zahlungsverkehrs mit dem Ausland — besonders im Verhältnis zu Veränderungen der amtlichen Auslandsverbindlichkeiten; ein Anstieg der Goldreserve ist ein Zeichen der Stärke, ein Rückgang sollte zumindest Anlaß zu Fragen geben.

Die Abwertungswelle von 1949 war, rückblickend betrachtet, für den Dollar ein entscheidender Wendepunkt. Bis zu dieser Zeit, in der sich der Wiederaufbau im Ausland noch in den Anfängen befand, war die US-Zahlungsbilanz stets aktiv und die Goldreserve im Wachsen begriffen — obwohl die Hilfe- und Kreditleistungen der US-Regierung im Jahresdurchschnitt 5,5 Milliarden Dollar betragen und die Dollarimporte des Auslands quantitativ streng begrenzt waren. Es war unverkennbar, daß die hartnäckigen Überschüsse der Vereinigten Staaten eine Situation schufen, die für die übrige Welt unhaltbar war.

Nach den Abwertungen hatten die Vereinigten Staaten hingegen fast immer ein Zahlungsdefizit, und die Goldreserven gingen nahezu die ganze Zeit zurück. Von Anfang 1950 bis Ende April 1968 sanken die Goldreserven von 24,6 auf 10,7 Milliarden Dollar, wobei die zweitgenannte Zahl noch Gold im Betrage von 1 Milliarde Dollar umfaßt, das die Vereinigten Staaten dem IWF schulden. In derselben Zeit stiegen die Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen von knapp 4 auf über 15 Milliarden Dollar. Diese Verschlechterung der Relation zwischen den Goldreserven und den Währungsverbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen vollzog sich in mehreren Phasen mit außerordentlich unterschiedlichen Bestimmungsfaktoren.

Die Passivierung erfolgte schlagartig 1950; der Export war um 2 Milliarden Dollar kleiner als im Vorjahr, der Import um 2,2 Milliarden Dollar größer. In den Jahren 1950–1956 betrug das Defizit (Basis amtliche Reservetransaktionen) im Jahresdurchschnitt rund 1,2 Milliarden Dollar. Selbst die großen Defizite in einigen dieser Jahre lösten keine Beunruhigung aus, da sie, soweit sie nicht auf die Paritätsanpassungen zurückzuführen waren, auch mit direkten und indirekten Auswirkungen des Koreakrieges zusammenhingen. Die Defizite galten im großen und ganzen als konstruktiv und trugen in der Tat enorm dazu bei, daß Europa trotz zügigem Wiederaufbau Reserven ansammeln konnte. Wenn man bedenkt, daß die Auslandshilfe (Übertragungen und Kredite) von 5,6 Milliarden Dollar 1949 auf 2,4 Milliarden Dollar 1956 zurückging und daß zugleich die Abwehrmaßnahmen des Auslands gegen Dollarimporte immer mehr abgebaut wurden, waren die unter der Oberfläche gegebenen Tendenzen in jenen Jahren für die Vereinigten Staaten ziemlich ungünstig. Teilweise lag das an der kräftigen Zunahme der US-Verteidigungsausgaben im Ausland.

Im selben Zeitraum schrumpften die US-Goldreserven im Jahresmittel um rund 400 Millionen Dollar — nicht etwa, weil die Goldkonvertibilität des Dollars für die Zukunft in Zweifel gezogen worden wäre, sondern weil die Versorgung

mit neuem Währungsgold im Durchschnitt 440 Millionen Dollar jährlich und damit nur wenig mehr als die Hälfte der Nettonachfrage der amtlichen Währungsstellen des Auslands betrug; den Rest ihres Bedarfs deckten diese Stellen durch Käufe vom US-Schatzamt. Auch darin sah man einen Vorteil für das internationale Währungssystem im Sinne einer besseren Verteilung der Weltgoldreserven. Wenn man den Goldverlust aber in Verbindung mit dem Anstieg der amtlichen Verbindlichkeiten betrachtet, war er kein gutes Zeichen.

Das Jahr 1957 war für die US-Zahlungsbilanz ein Ausnahmejahr. Dies lag hauptsächlich daran, daß der Krieg im Nahen Osten und die Schließung des Suezkanals zu umfassenden Erdölkäufen europäischer Länder in der westlichen Hemisphäre führten, zum Teil aber auch daran, daß die europäische Wiederaufbaukonjunktur ihren Höhepunkt erreichte, als die US-Wirtschaft in die Rezession ging. Der US-Außenhandel erbrachte in jenem Jahr — wie in den besten Zeiten vor dem Abwertungsjahr 1949 — einen Überschuß von 6 Milliarden Dollar und die gesamte Zahlungsbilanz einen solchen von 1,1 Milliarden Dollar. Es waren die Sonnenstrahlen vor dem Sturm.

1958 entstand in der US-Zahlungsbilanz ein Defizit von 2,9 Milliarden Dollar. Bei dieser kräftigen Passivierung spielte der Umschwung im Außenhandel die dominierende Rolle; die Ausfuhr sank um über 3 Milliarden Dollar, während die Einfuhr nur wenig zurückging. Die Ursache für diesen Wandel lag darin, daß Europa 1957 den Boom unter Kontrolle bekommen hatte und daß 1958 ziemlich allgemein rezessive Tendenzen herrschten, die also etwa ein halbes Jahr nach der US-Rezession von 1957/58 auftraten. Die US-Wirtschaft kam früher aus der Rezession heraus, und ihre Expansion war 1959 rascher. Dementsprechend verschlechterte sich 1959 der Außenhandel: Der Export stagnierte, während der Import um 2,4 Milliarden Dollar zunahm. Der starke Importanstieg beruhte zum Teil auch auf den umfangreichen Stahlkäufen im Ausland während des langen Streiks in der US-Stahlindustrie und auf der plötzlichen Vorliebe der Amerikaner für ausländische Autos; im Export dagegen lag der Absatz von Baumwolle und Flugzeugen unter seinem normalen Wert. Alles in allem betrug der Ausfuhrüberschuß 1959 nicht einmal 1 Milliarde Dollar, und die laufende Rechnung war defizitär — eine Situation, die es vorher nur 1953 gegeben hatte.

Somit war die Verschlechterung der Zahlungsposition 1958–1959 gegenüber 1956–1957 im Grunde ein konjunkturelles Phänomen, das durch die Wiedereröffnung des Suezkanals akzentuiert wurde. Sie hätte weniger Beunruhigung ausgelöst, wenn die Goldverluste bescheidener gewesen wären. Zwar waren die Defizite nicht viel größer als in bestimmten früheren Jahren, nämlich 1950 und 1953, aber damals hatte es die besondere Ursache des Koreakrieges gegeben, während die Defizite von 1958 und 1959 auf eine grundlegendere Verschlechterung deuteten.

Die konjunkturelle Position wandelte sich 1960, als sich die Vereinigten Staaten erneut in einer Rezession befanden, während in Europa die Expansion rasch weiterging. Die amerikanischen Exporte schnellten um 3 Milliarden Dollar hinauf, und die Importe sanken um mehr als 0,5 Milliarden Dollar. Bei diesem Umschwung im Außenhandel spielten auch Sonderfaktoren eine Rolle: Die

Baumwollausfuhr hatte 1959 in Erwartung der neuen Exportpreispolitik danieder-  
gelegen und war 1960 außergewöhnlich hoch; ähnlich verhielt es sich bei der  
Flugzeugausfuhr im Zusammenhang mit der Umstellung auf Düsenflugzeuge;  
und auch der Stahlexport nahm 1960 zu, nachdem er 1959 vom Streik betroffen  
gewesen war. Hinzu kam aber als neuer Faktor ein starker Abfluß kurzfristigen  
Kapitals — größtenteils in Form von Auslandskrediten der Banken —, so daß  
das Gesamtdefizit einen noch nie verzeichneten Umfang erreichte.

Die grundlegenden Entwicklungslinien der Zahlungsbilanz in den fünfziger  
Jahren lassen sich besser erkennen, wenn man den Zeitraum 1950–1956 mit 1958–  
1960 vergleicht, weil dabei die besonderen und die konjunkturellen Faktoren  
einzelner Jahre bis zu einem gewissen Grade ausgeglichen werden. In der zweiten  
Periode betrug das jahresdurchschnittliche Defizit 2,9 Milliarden Dollar und der  
gesamte Goldverlust mehr als 5 Milliarden Dollar. Bis Ende 1960 waren die  
Goldreserven auf 17,8 Milliarden Dollar gesunken und die Verbindlichkeiten  
gegenüber amtlichen Stellen auf 11,1 Milliarden Dollar gestiegen. Ein Vergleich

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz

	Jahres- durch- schnitt 1950-56	1957	Jahres- durch- schnitt 1959-60	Jahres- durch- schnitt 1961-65	1966	1967
Milliarden US-Dollar						
<b>Warenhandel</b>						
Ausfuhr (für nichtmilitärische Zwecke) . . . . .	13,5	19,4	17,3	22,8	29,2	30,5
Einfuhr (für nichtmilitärische Zwecke) . . . . .	11,0	13,3	14,3	17,5	25,5	27,0
Saldo des Warenhandels . . . . .	2,5	6,1	3,0	5,3	3,7	3,5
<b>Dienstleistungen (netto)</b>						
Kapitalerträge . . . . .	1,8	2,4	2,6	4,2	5,2	5,6
Militärische Ausgaben . . . . .	- 2,0	- 2,8	- 2,9	- 2,3	- 2,8	- 3,0
Reiseverkehr . . . . .	- 0,4	- 0,6	- 0,7	- 1,0	- 1,1	- 1,5
Sonstiges . . . . .	- 0,2	- 0,1	- 0,6	- 0,7	- 0,9	- 1,1
Saldo der Dienstleistungen . . . . .	- 0,8	- 1,1	- 1,6	0,2	0,4	0,0
Saldo des Waren- und Dienstleistungs- verkehrs . . . . .	1,7	5,0	1,4	5,5	4,1	3,5
<b>Übertragungen und Kredite der Regierung (netto) . . . . .</b>	- 2,5	- 2,6	- 2,4	- 3,3	- 3,4	- 4,1
<b>Private Kapitalleistungen von Inländern (netto)</b>						
Direktinvestitionen . . . . .	- 0,9	- 2,4	- 1,4	- 2,2	- 3,5	- 3,0
Sonstige langfristige Kapitalleistungen . . . . .	- 0,3	- 0,8	- 1,1	- 1,4	- 0,3	- 1,3
Kurzfristige Kapitalleistungen . . . . .	- 0,2	- 0,3	- 0,6	- 0,9	- 0,4	- 1,2
Ausländische Kapitalleistungen (netto) . . . . .	0,3	0,5	0,4	0,7	2,5	3,1
Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	0,4	1,2	0,0	- 0,7	- 0,3	- 0,6
Saldo auf Liquiditätsbasis . . . . .	- 1,5	0,6	- 3,7	- 2,3	- 1,4	- 3,6
Erhöhung der liquiden US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Nichtwährungs- behörden* . . . . .	0,3	0,6	0,8	0,5	1,8	0,2
Saldo auf der Basis der amtlichen Reservetransaktionen . . . . .	- 1,2	1,1	- 2,9	- 1,8	0,2	- 3,4
Veränderung der Goldreserven . . . . .	- 0,4	0,8	- 1,7	- 0,8	- 0,6	- 1,2

\* Für die Jahre 1950–1959 wurde auf Angaben in H.B. Lary, „Problems of the United States as World Trader and Banker“, S. 13, zurückgegriffen.

der Entwicklung einzelner Positionen der Zahlungsbilanz ist wegen der hier bestehenden Interdependenzen nicht unproblematisch; zum Beispiel lassen höhere Kapitalerträge die Direktinvestitionen steigen, zusätzliche Verteidigungsausgaben im Ausland fließen teilweise durch vermehrte Exporte wieder zurück, usw. Jedoch treten die folgenden durchschnittlichen Veränderungen hervor.

Einerseits waren in der zweiten Periode die durchschnittlichen Einnahmen höher, da der Überschuß in der Handelsbilanz um rund 500 Millionen Dollar und in der Bilanz der Kapitalerträge um rund 800 Millionen Dollar zugenommen hatte. Andererseits waren aber auch die durchschnittlichen Zahlungen höher, woran der Reiseverkehr mit 300 Millionen Dollar, die militärischen Ausgaben mit 900 Millionen Dollar und der private Kapitalverkehr mit 1,7 Milliarden Dollar beteiligt waren. Somit blieb die Steigerung des Überschusses im Außenhandel und in Form von Kapitalerträgen weit hinter dem Anwachsen des Kapitalabflusses und anderer Auslandsausgaben zurück.

Soll man daraus schließen, der Abfluß privaten Kapitals aus den Vereinigten Staaten sei in der Periode 1958–1960 bereits überhöht gewesen? Netto betrug er im Jahresdurchschnitt 3 Milliarden Dollar, was gemessen an einem Bruttosozialprodukt von 475 Milliarden Dollar und an dem hohen Pro-Kopf-Einkommen als nicht übersteigert erscheint. Eher schon könnte man sagen, daß der jahresdurchschnittliche Kapitalexport der Periode 1950–1956 mit 1,4 Milliarden Dollar anomal niedrig war. Das galt insbesondere für den Beginn der Dekade und für die Jahre des Koreakrieges. Der Anstieg der Kapitalausfuhr im Verlauf der Dekade hing damit zusammen, daß die Währungsverhältnisse im Ausland, besonders in Europa, sich stabilisierten und die Spannungen auf der politischen Bühne geringer wurden. Neben der Steigerung der Investitionen zum Ausbau von Rohstoffquellen bot auch der rasche Wiederaufbau in Europa und in Japan der amerikanischen Wirtschaft attraktive Anlagemöglichkeiten, zumal damals außerhalb der Vereinigten Staaten fast überall Kapitalmangel herrschte.

Die Errichtung des Gemeinsamen Marktes in Europa gab der amerikanischen Investitionstätigkeit im Ausland ebenfalls starken Auftrieb, und durch die Wiedereinführung der Konvertibilität für die wichtigsten europäischen Währungen im Dezember 1958 verbesserten sich die Voraussetzungen für internationale Kapitalbewegungen in außerordentlichem Maße. Mit der Konvertibilität wurde der internationale Kapitalverkehr zinsreagibler, und das erklärt zum Teil, warum es nun wieder zu umfangreichen Bewegungen kurzfristiger Gelder kam. Dieser Wandel der strukturellen Gegebenheiten und des wirtschaftlichen und politischen Klimas konnte, auch wenn er bereits in den letzten fünfziger Jahren eintrat, nicht sogleich seine volle Wirkung entfalten. Erst in den sechziger Jahren kamen die Möglichkeiten einer Ausweitung der internationalen Kapitalströme ganz zum Vorschein. Die Konvertibilität und die Entwicklung des Eurogeldmarktes zwangen die US-Währungsbehörden auch, die Auswirkungen der amerikanischen Geld- und Kreditpolitik auf den internationalen Kapitalverkehr stärker in Rechnung zu stellen.

Wenn die Ausweitung des Kapitalabflusses für ein Land von der wirtschaftlichen Kraft der Vereinigten Staaten nicht überhöht war, dann gab es für die



Zahlungsprobleme des Landes nur die Erklärung, daß die laufende Rechnung keinen genügend hohen Überschuß erbrachte. Dabei wiesen freilich die Kapitalerträge eine höchst befriedigende Steigerung auf, und von den Verteidigungsausgaben im Ausland konnte man in der Hoffnung auf ihren vorübergehenden Charakter absehen. Somit war das unbefriedigende Element die Schwäche im Wachstum des Exportüberschusses, der außerdem auch an sich gering war, wenn man den Umfang der Auslandshilfe bedenkt.

Beruhete das geringe Ausmaß der Verbesserung im Außenhandel auf einer Schwächung der amerikanischen Wettbewerbsposition? Die Preisindizes lassen erkennen, daß in den Jahren 1950–1957 die Teuerung in den Vereinigten Staaten mäßiger war als in anderen Industrieländern (vergleiche das Diagramm auf Seite 12). Bei der Beurteilung der relativen Preisbewegungen ist jedoch zu beachten, daß das Preis-, Lohn- und Kostenniveau in den anderen Industrieländern anfangs viel niedriger war und daß die späteren Steigerungen für sie eher tragbar waren als für die Vereinigten Staaten. In den ersten Jahren der Dekade hatten Länder wie die Bundesrepublik Deutschland, Japan, Italien, Frankreich und die Niederlande nicht die Exportkapazität, mit der sie den Vorteil ihres niedrigen Preisniveaus hätten im Außenhandel nutzen können. Mit der raschen Wiedererrichtung und Ausweitung der Produktionskapazität im westlichen Europa und in Japan waren es dann aber diese Länder und nicht die Vereinigten Staaten, in denen sich hohe Exportüberschüsse ergaben. Daher konnten sich die Vereinigten Staaten, wenn das 1949 festgelegte Wechselkursgefüge als unantastbar gelten sollte, die Preissteigerungen der Jahre des Koreakrieges und der Hochkonjunktur von 1955–1957 nicht leisten.

In bestimmten exportwichtigen Wirtschaftszweigen der Vereinigten Staaten — so etwa bei Eisen- und Stahlerzeugnissen, bei Transportausrüstungen und im Maschinenbau — trug der Anstieg der US-Preise in jenen Jahren zu der beträchtlichen Verringerung des amerikanischen Anteils am entsprechenden Weltexport bei.

Alles in allem hätten die Auslandseinnahmen, nachdem sich die Wettbewerbsposition der Vereinigten Staaten 1949 durch die allgemeine Abwertung gegenüber dem Dollar gewandelt hatte, die Konsequenzen des Wiederaufbaus im Ausland und einen annehmbaren Kapitalexport vielleicht verkraften können, wenn es in den Jahren 1950–1957 nicht Perioden der Nachfrage- bzw. der Lohn-Kosten-Inflation gegeben hätte. Aber das Schicksal entschied anders.

Als das hohe Defizit und die Goldverluste nach 1958 weitergingen, wurden sie zu einer Gefahr für das Vertrauen in den Dollar und zu einem Sorgenpunkt für die amtlichen Stellen. Da aber angesichts der näherrückenden Präsidentenwahl von 1960 grundlegende Änderungen der Wirtschaftspolitik schwierig waren, ging man an das Zahlungsbilanzproblem zunächst nur mit ziemlich begrenzten Maßnahmen heran. Die Behörden begannen, Rüstungsgüter vermehrt im Inland zu kaufen und Entwicklungshilfe an Bezüge aus den Vereinigten Staaten zu binden. Einige europäische Überschußländer wurden um einen Beitrag zu den Devisenkosten der amerikanischen Verteidigungsausgaben in Europa gebeten. Von den Angehörigen der im Ausland stationierten Militärpersonen mußte eine gewisse

Anzahl nach den Vereinigten Staaten zurückkehren. Und wie immer in solchen Fällen gab es auch ein Programm zur Förderung des Exports. Jedoch blieb diesen Maßnahmen nicht viel Zeit, sich auszuwirken.

Die Goldverluste waren höher als 1950–1956. Das lag hauptsächlich an den größeren Defiziten. Aber auch bei wesentlich kleineren Defiziten hätten die Vereinigten Staaten immer noch Gold verloren, da 1958–1960 neues Gold für monetäre Zwecke nur in Höhe von 600 Millionen Dollar pro Jahr zur Verfügung stand — ein Betrag, von dem schwerlich zu erwarten war, daß er den monetären Bedarf der übrigen Welt deckte.

Die Eruption des Marktpreises für Gold im Oktober 1960 unterstrich die Notwendigkeit für die neue Regierung, sich mit dem Problem des Zahlungsdefizits und des Goldverlustes zu befassen. Jedoch bestand hier ein Dilemma insofern, als angesichts der schlechten Konjunktur und der hohen Arbeitslosigkeit das orthodoxe Anpassungskonzept einer Nachfragebeschränkung untragbar war. In der Tat hatte sich die neue Regierung auf das in sich ziemlich gegensätzliche Doppelziel eines rascheren binnenwirtschaftlichen Wachstums und einer Verringerung des Zahlungsdefizits festgelegt — ein Gegensatz, der nie ganz überwunden worden ist.

Anfang 1961 wurde eine umfangreiche Liste von Maßnahmen zur Reduktion des Zahlungsbilanzdefizits auf kurze und längere Sicht bekanntgegeben; die meisten dieser Maßnahmen ließen keinen großen „Ertrag“ erwarten. Immerhin wurden aber unter anderem die Auslandsbezüge im Rahmen der Militär- und Hilfsprogramme eingeschränkt und Bemühungen zur Kürzung der Verteidigungsausgaben im Ausland unternommen; ferner wurde der Zollfreibetrag für heimreisende US-Touristen von 500 auf 100 Dollar gesenkt und der Abbau von steuerlichen Anreizen für Investitionen im Ausland vorgesehen. Eine Rolle spielte auch der Gedanke, durch Förderungsmaßnahmen zugunsten der Investitionstätigkeit inländischer Unternehmen die Produktivität und damit die Wettbewerbskraft der US-Wirtschaft an den Auslandsmärkten zu steigern. Viel wichtiger war aber, daß sich die Regierung durch ihre Leitlinien für Lohn- und Preiserhöhungen aktiv darum bemühte, daß die Wettbewerbsposition der Industrie nicht von der Kostenseite her beeinträchtigt wurde.

In den Jahren 1961–1965 war das Defizit (Basis amtliche Reservetransaktionen) im Jahresdurchschnitt bedeutend niedriger als 1958–1960; es betrug nur noch 1,8 statt 2,9 Milliarden Dollar. Hingegen machte die Verringerung des jahresdurchschnittlichen Defizits lediglich 850 Millionen Dollar aus, wenn man die vorzeitige Tilgung langfristiger Schulden gegenüber den Vereinigten Staaten außer Betracht läßt, die eben dem Zweck einer solchen Verringerung diene.

Am stärksten besserte sich der Außenhandel. Das lag zum Teil an der Ausweitung der amerikanischen Auslandshilfe (Übertragungen und Kredite), die zunehmend an Bezüge aus den Vereinigten Staaten gebunden wurde; auch wuchs die Einfuhr nur mäßig, und insbesondere die Automobilimporte sanken beträchtlich, als die amerikanische Industrie konkurrenzfähige Kompaktmodelle auf den Markt brachte. Die Konjunktur war sowohl in den Vereinigten Staaten wie in Europa lebhaft. Man hätte also zunächst einmal erwarten können, daß die

Wirkungen auf die Zahlungsbilanz einander aufhoben. Jedoch war der Konjunkturauftrieb in Europa viel stärker; er erreichte 1961 Boomproportionen mit entsprechenden Wirkungen auf Preise und Importe. In den Vereinigten Staaten herrschte in den Jahren 1960–1965 zwar ebenfalls eine sehr gute Konjunktur, die in beträchtlichem Umfang freie Arbeitskräfte und industrielle Kapazitäten absorbierte, aber dabei blieben die Preise in noch nie dagewesenem Maße stabil. Es ist der disziplinierten Lohn- und Preisgestaltung in jenen Jahren zu danken, daß trotz dem außergewöhnlichen Wachstum des Sozialprodukts der Exportüberschuß zunehmen konnte. Demgegenüber sank der Exportüberschuß der EWG-Länder von jahresdurchschnittlich 1,7 Milliarden Dollar 1958–1960 auf 1,2 Milliarden Dollar 1961–1965, und in der laufenden Rechnung dieser Länder verringerte sich der Überschuß von 2,7 auf 1,1 Milliarden Dollar.

Ebenfalls sehr günstig entwickelten sich die Kapitalerträge. Sie erreichten 1965 einen Rekordumfang von 6,8 Milliarden Dollar, während das Ausland in den Vereinigten Staaten Kapitalerträge in Höhe von 1,7 Milliarden Dollar erzielte. Bei den militärischen Ausgaben verringerte sich der Passivsaldo um rund 600 Millionen Dollar, wobei die ausländischen Rüstungskäufe in den Vereinigten Staaten stiegen und die amerikanischen Ausgaben im Ausland sanken. Alle diese Ergebnisse zusammengenommen ließen den Überschuß in der laufenden Rechnung ganz erheblich steigen. Dagegen setzte sich im Kapitalverkehr der Aufwärtstrend des Passivsaldo aus den fünfziger Jahren fort; läßt man die „nicht-erfaßten Posten und Ermittlungsfehler“ als größtenteils durch Kapitalbewegungen bedingt gelten, so stieg der Export privaten Kapitals von jahresdurchschnittlich 2,7 Milliarden Dollar 1958–1960 auf 4,5 Milliarden Dollar 1961–1965.

Auch wenn das Defizit 1961–1965 nicht so groß war wie 1958–1960, blieb es beträchtlich; es hatte zur Folge, daß sich der Dollar an den Devisenmärkten fast ständig unter Druck befand und daß sich bei ausländischen Zentralbanken erhebliche Dollarbeträge ansammelten. Die US-Behörden taten in dieser Situation zweierlei: Sie bemühten sich einmal um Minimierung der Goldverluste durch eine Reihe von Regelungen und Vereinbarungen und zum andern um eine Verringerung des Zahlungsbilanzdefizits durch zusätzliche Maßnahmen.

Zur Niedrighaltung der Goldverluste entstanden Regelungen für den Ausgleich von vorübergehenden schweren Belastungen des Dollars, bei denen früher oder später mit einer gegenläufigen Bewegung zu rechnen war, und besondere Vereinbarungen zur Finanzierung des Defizits. So intervenierte zunächst das Schatzamt und dann das Federal Reserve System am Devisenmarkt, wenn der Dollar unter Druck stand; die Vereinigten Staaten riefen zusammen mit mehreren europäischen Ländern den Goldpool zur Regulierung des Goldpreises am Londoner Markt ins Leben; und mit anderen Zentralbanken wurde das System gegenseitiger Swapvereinbarungen aufgebaut und im Laufe der Jahre erweitert, durch das die nötigen Devisen für die Aufnahme vorübergehender überhöhter Geldbewegungen bereitgestellt wurden. Als Finanzierungsmittel längerfristiger Art gaben die Vereinigten Staaten nichtmarktfähige Fremdwährungsschuldverschreibungen (Roosa-Bonds) aus und verkauften sie gegen Dollar an ausländische amtliche Institutionen; für Termineinlagen ausländischer amtlicher Institutionen

wurde die Zinshöchstgrenze aufgehoben; von Zeit zu Zeit griff man auf die erhebliche US-Goldtrancheposition beim IWF zurück; und mehrere europäische Länder leisteten einen Beitrag durch vorzeitige Rückzahlung von langfristigen Schulden gegenüber den Vereinigten Staaten.

Die Möglichkeiten für die Behörden, eine grundlegende Besserung der Zahlungsbilanzposition zu erreichen, waren in mehrfacher Weise begrenzt. Erstens galt eine drastische Herabsetzung der Verteidigungskräfte im Ausland bei der gegebenen weltpolitischen Lage als undurchführbar. Zweitens hielt man es nicht für richtig, den Dollarpreis des Goldes zu ändern, sei es mit oder ohne Änderung von Paritäten. Drittens sah man in einem niedrigen Niveau der langfristigen Zinsen eine unerläßliche Voraussetzung für ein rascheres Wachstum der heimischen Wirtschaft, und dementsprechend stand jedem Versuch, in der Kreditpolitik den Belangen der Zahlungsbilanz vermehrt Rechnung zu tragen, die öffentliche Meinung entgegen. Als die Zinsen in Europa nach 1961 zu steigen begannen, war der wachsende Kapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten nicht zuletzt durch das Zinsgefälle bedingt. Abhilfe schaffen sollte hier lediglich die sogenannte „operation twist“, also der Versuch, die kurzfristigen Sätze hoch zu halten, ohne daß die langfristigen Sätze betroffen wurden. Es wurden Mahnungen laut, das Ungleichgewicht im internationalen Zahlungsverkehr verlange auf beiden Seiten des Atlantiks einen neuen fiskal- und kreditpolitischen „policy mix“; aber wirksamen Schritten in dieser Richtung standen offenbar politische Schwierigkeiten entgegen. Die kräftige Verringerung des Defizits in der US-Kapitalbilanz im Jahre 1966 bei inflationsbedingt straffer Kreditpolitik zeigt, daß man auf diesem Wege schon früher bedeutende Ergebnisse hätte erzielen können.

Indessen stützten sich die Behörden auf direkte Eingriffe, um den Anstieg des Kapitalexports zu begrenzen. Mitte 1963 trat die Zinsausgleichssteuer für Käufe ausländischer Wertpapiere durch Inländer in Kraft, und 1965 wurden durch Richtlinien auf der Basis der Freiwilligkeit die Auslandskredite der Banken und die ausländischen Direktinvestitionen der Unternehmen plafondiert. Eine Maßnahme anderer Art war die liberalere Bereitstellung von Exportkrediten und Exportversicherungen durch die Export-Import-Bank. Wie sehr diese Maßnahmen insgesamt genutzt haben, ist schwer zu sagen — nicht nur, weil ja immer Lecks auftreten, sondern auch, weil sie vielleicht dem Vertrauen geschadet haben. Auf alle Fälle gaben sie den Rahmen für die umfassenderen und einschneidenderen Maßnahmen ab, die am 1. Januar 1968 bekanntgegeben wurden.

Der jahresdurchschnittliche Rückgang der US-Goldreserve war 1961–1965 viel kleiner als 1958–1960. Dies lag mehr an den anderen herangezogenen Finanzierungsmethoden als an der Verringerung des jahresdurchschnittlichen Defizits. Außerdem hielten sich bei der angespannten Lage andere Länder mit dem Umtausch von Dollarreserven in Gold zurück. Gold in erheblichem Umfang erhielten die Vereinigten Staaten in den Jahren 1961–1965 per Saldo aus den Operationen des Goldpools, während Frankreich nach der Neuorientierung seiner Reservenspolitik hohe Dollarbeträge beim US-Schatzamt in Gold umtauschte.

Was die Jahre 1966 und 1967 betrifft, so sind die nachteiligen Zahlungsbilanzwirkungen des Vietnamkrieges und insbesondere der mit ihm einhergehenden

Nachfrageinflation schon erörtert worden. Man darf hoffen, daß die Beseitigung dieser Faktoren sowie die erneute Expansion auf dem europäischen Kontinent das Zahlungsdefizit entscheidend verringern werden.

\* \* \*

Im bisherigen Verlauf des Jahres 1968 hat sich die Nachfrage, die bereits in den letzten Monaten des Jahres 1967 sehr lebhaft war, weiter verstärkt. Im ersten Quartal des Jahres erhöhte sich das Bruttosozialprodukt um nicht weniger als 20 Milliarden Dollar, woran alle hauptsächlichsten Komponenten der inländischen Gesamtnachfrage wesentlich beteiligt waren. Insbesondere der private Verbrauch schwoll nach der etwas unter dem „Normal“-Stand befindlichen Konsumquote vom zweiten Halbjahr 1967 wieder an. Der inflatorische Charakter der Entwicklung ist daraus zu ersehen, daß vom Wachstum des Bruttosozialprodukts nur drei Fünftel auf den Anstieg der realen Produktion entfielen. Man kann die Überbeanspruchung daran erkennen, daß die Arbeitslosigkeit im April auf 3,5 Prozent und damit auf ihren niedrigsten Stand seit fünfzehn Jahren zurückging. Die Großhandelspreise für industrielle Erzeugnisse stiegen im ersten Quartal 1968 um 4,4 und die Verbraucherpreise um fast 4 Jahresprozent. Die durchschnittlichen Stundenverdienste erhöhen sich in einem Tempo von rund 6 Jahresprozent, was an den in der letzten Zeit vereinbarten höheren Tariflöhnen liegt.

Nach dem Bundeshaushaltsentwurf für das Fiskaljahr 1968/69 soll (auf der Basis des neuen Konzepts des „einheitlichen Haushalts“) das Etatdefizit um 11,8 Milliarden Dollar niedriger ausfallen als im vorherigen Fiskaljahr. Angesichts der veranschlagten Steigerung der Verteidigungsausgaben um 3,3 Milliarden Dollar und der Sozialversicherungsleistungen um 5,4 Milliarden Dollar hätte das Gesamtbudget immer noch eine ziemlich stimulierende Wirkung. Das Wesentliche ist aber, daß der Haushaltsplan auf Steuererhöhungen basiert, die im Fiskaljahr 1968/69 etwa 13 Milliarden Dollar einbringen sollen. Ohne diese zusätzlichen Einnahmen wäre das Etatdefizit viel höher als in früheren Jahren. Dementsprechend hat man in der übrigen Welt das Tauziehen im Kongreß über die beantragte Steuererhöhung mit etlichem Erstaunen verfolgt. Jedoch bestanden Ende Mai Anzeichen dafür, daß ein Fiskalpaket, das sowohl eine Steuererhöhung wie eine Ausgabenkürzung enthält, wahrscheinlich die Zustimmung des Kongresses finden wird.

Das Federal Reserve System betrieb aus binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Gründen eine ziemlich straffe Restriktionspolitik, und die Ausweitung des Geldvolumens hat sich in den letzten Monaten ständig verlangsamt. In Bestätigung der Geld- und Kreditverknappung wurde der Diskontsatz am 15. März und am 19. April um je  $\frac{1}{2}$  Prozent auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent und damit auf seinen höchsten Stand seit 1929 heraufgesetzt. Angehoben wurden auch die Zinsobergrenzen für Depositenzertifikate, insoweit sie auf hohe Beträge lauten. Entsprechend dieser Situation zog die Schatzwechselrendite von 5,10 Prozent Mitte März auf 5,85 Prozent gegen Ende Mai an, die Prime rate wurde auf  $6\frac{1}{2}$  Prozent erhöht, und das übrige Zinsgefüge stieg in ähnlicher Weise. Die Kreditrestriktion war milder als 1966 — vermutlich weil man eine Schädigung der Kreditmärkte

vermeiden wollte. Zugleich bedeutet das aber, daß diese Politik (wenigstens bisher) nicht die gleiche konjunkturdämpfende Wirkung hatte. Eine zu starke monetäre Restriktion könnte sich auch international nachteilig auswirken, da sie den Vereinigten Staaten in großem Umfang kurzfristige Gelder zuführen würde.

Im ersten Quartal 1968 ging der Exportüberschuß weiter zurück. Besonders ungünstig waren die Ergebnisse vom März — mit einem Passivsaldo von 158 Millionen Dollar, der vor allem auf einem Ausfuhrückgang beruhte. Für diese weitere Verschlechterung des amerikanischen Außenhandels werden in erster Linie die tatsächlichen und erwarteten Arbeitsauseinandersetzungen in der Kupfer- und der Stahlindustrie sowie in den New Yorker Häfen verantwortlich gemacht. Die wichtigste Ursache der insgesamt wenig befriedigenden Ergebnisse des US-Außenhandels blieb aber die überhöhte Nachfrage im Inland.

Das Zahlungsbilanzdefizit auf Liquiditätsbasis ging im ersten Quartal auf 600 Millionen Dollar zurück, nachdem es sich im Schlußquartal 1967 auf 1 850 Millionen Dollar gestellt hatte. Auf der Basis der amtlichen Reservetransaktionen betrug das Defizit des ersten Quartals 520 Millionen Dollar, verglichen mit 1 205 Millionen Dollar im Schlußquartal 1967. Wenn man die Defizite auf Jahreswerte umrechnet, sind sie mit 2,4 Milliarden Dollar (Liquiditätsbasis) und 2,1 Milliarden Dollar (Basis amtliche Reservetransaktionen) zwar kleiner als diejenigen von 1967, aber immer noch beträchtlich.

Über die Resultate der neuen Zahlungsbilanzmaßnahmen kann jetzt noch nicht viel gesagt werden. Die Bestimmungen über die Ausgaben im Reiseverkehr werden noch vom Kongreß behandelt, und die Aussichten auf die erwartete Steigerung des Exportüberschusses scheinen für dieses Jahr nicht allzu vielversprechend zu sein. Was die Kapitalverkehrskontrolle betrifft, so sind einige Erläuterungen und Ausnahmeregelungen bekanntgegeben worden, darunter die völlige Freistellung Kanadas, das allerdings dafür zu sorgen hat, daß andere Länder seinen Kapitalmarkt nicht als „Zwischenträger“ benutzen. Es bestehen Anzeichen dafür, daß die US-Banken die Auflage, ihre ausstehenden Auslandskredite um 400 Millionen Dollar zu verringern, demnächst erfüllt haben werden, und die massive Kapitalnachfrage der US-Gesellschaften im Ausland läßt vermuten, daß der Kapitalabfluß für Zwecke der Direktinvestition bereits nachläßt. Auch könnten die höheren US-Zinssätze einige Mittel ins Land bringen. Jedenfalls war der Dollar an den Devisenmärkten seit der Stilllegung des Goldpools ziemlich fest.

Im Mai begannen in Paris Gespräche, die zu einer Beilegung des Vietnamkrieges führen könnten. Ein positives Ergebnis in dieser Sache hätte natürlich bedeutende Auswirkungen auf die Lage sowohl im binnenwirtschaftlichen wie im außenwirtschaftlichen Bereich.

## **Gold**

Die hauptsächlichen Faktoren, die zur Goldkrise von 1967/68 führten, waren die Verschlechterung der Zahlungs- und Reserveposition des Vereinigten Königreichs und der Vereinigten Staaten und insbesondere die Auswirkungen der

Pfundabwertung. Aber auch hier können die Ereignisse des letzten Jahres nur im größeren Zusammenhang der Entwicklung in den vorangegangenen Jahren verstanden werden.

Als die Flucht aus dem Pfund im vierten Quartal 1967 answoll und noch durch eine beträchtliche Spekulation gegen das Pfund verstärkt wurde, wuchs auch die Nachfrage des Marktes nach Gold. Während die Nettoverkäufe am Markt normalerweise drei bis vier Tonnen täglich betragen, waren sie in den Wochen vor der Abwertung oft doppelt so hoch. In der Woche nach dem 18. November erreichte die Nachfrage ein noch nie dagewesenes Ausmaß, und es kam auch zu Bewegungen aus dem Dollar in andere Währungen. Spekulationsverschärfend wirkte das Bekanntwerden der Tatsache, daß Frankreich seit dem Juni nicht mehr an der Goldversorgung des Marktes durch den Goldpool beteiligt war. Am 26. November 1967 kamen die aktiven Mitglieder des Goldpools in Frankfurt zusammen, um die Lage zu erörtern. Sie teilten ihre Absicht mit, den Goldmarkt weiterhin auf der Basis des amtlichen Preises zu stabilisieren und die bestehenden Währungsparitäten beizubehalten, und vereinbarten mehrere Maßnahmen zur Verringerung der Marktspannungen. Dazu gehörten Schritte, um die Liquidität am Eurodollarmarkt aufrechtzuerhalten, Goldkäufe per Termin zu erschweren, der Finanzierung von Goldkäufen durch Bankkredite einen Riegel vorzuschieben und die amtlichen Stellen zu veranlassen, am Markt nicht zu kaufen.

Danach wurden die Verhältnisse am Goldmarkt eine Zeitlang ruhiger. Mitte Dezember kam es indessen abermals zu umfangreichen Goldkäufen im Zusammenhang mit Befürchtungen, der Londoner Goldmarkt könne geschlossen werden. Gegen Ende Dezember entspannte sich die Lage jedoch wieder, nachdem die zuständigen Stellen erneut die Beibehaltung des Goldpreises und der Marktregelungen bekräftigt hatten. Was es den Goldpool gekostet hat, den Marktpreis bei etwa 35,20 Dollar zu halten, kann man sich ungefähr vorstellen, wenn man bedenkt, daß der Bestand an monetärem Gold in der westlichen Welt (einschließlich der internationalen Institutionen) im letzten Quartal 1967 um 1,4 Milliarden Dollar zurückging.

Das Jahr 1968 begann mit der Bekanntgabe eines neuen Zahlungsbilanzprogramms durch die Vereinigten Staaten. Daraufhin ließen die Marktspannungen weiter nach, und der Goldpreis sank vorübergehend auf unter 35,14 Dollar je Unze. Da die Nachfrage sich bereits ziemlich übernommen hatte, herrschte den ganzen Februar hindurch relative Ruhe, aber im März setzte schon bald eine erneute Kaufwelle ein. Eine abermalige Erklärung der Goldpool-Länder zur Zeit der regulären Basler Zusammenkunft der Notenbankleiter am 10. März vermochte den Markt nicht zu beruhigen; ganz im Gegenteil nahm der spekulative Druck in den Tagen danach so sehr zu, daß beschlossen wurde, den Londoner Goldmarkt am Freitag, dem 15. März, zu schließen. In Zürich wurde Gold an jenem Tage nicht gehandelt, aber der Pariser Markt verzeichnete beträchtliche Umsätze, und der Preis stieg auf über 44 Dollar je Unze.

Am folgenden Wochenende kamen die Notenbankleiter der aktiven Goldpool-Mitglieder in Washington zu einer Lagebesprechung zusammen. In dem

danach herausgegebenen Kommuniqué nahmen die Notenbankgouverneure zur Kenntnis, „daß die US-Regierung fortfahren wird, in Transaktionen mit anderen Währungsbehörden Gold zum bestehenden Preis von 35 Dollar je Unze zu kaufen und zu verkaufen. Die Notenbankgouverneure unterstützen diese Politik und sind der Meinung, daß sie zur Aufrechterhaltung der Devisenstabilität beiträgt.“ Ferner brachten die Notenbankleiter ihre Überzeugung zum Ausdruck, „daß in Zukunft offizielles Währungsgold nur noch zum Transfer zwischen Währungsbehörden verwendet werden sollte“, und sie beschlossen daher, „daß sie nicht länger Gold an den Londoner Goldmarkt oder irgendeinen anderen Goldmarkt abgeben werden“. Sie waren der Ansicht, „daß es nicht länger notwendig ist, Gold vom freien Markt zu kaufen, da der bestehende Vorrat an offiziellen Goldreserven ausreichend erscheint, insbesondere im Hinblick auf die erwartete Verabschiedung des Plans der Sonderziehungsrechte. Schließlich vereinbarten sie, daß sie von nun an kein Gold mehr an andere Währungsbehörden verkaufen werden, sofern diese dadurch Gold ersetzen wollen, das sie an privaten Märkten verkauft haben.“ In dem Kommuniqué ersuchten sie auch um die „Mitarbeit anderer Zentralbanken in der vorstehend dargelegten Politik“.

Damit war die Goldpool-Konzeption einer oberen Begrenzung des Marktpreises suspendiert; während für Goldtransaktionen amtlicher Stellen weiterhin der Preis von 35 Dollar je Unze galt, sollte sich am Markt frei der Preis bilden, bei dem Angebot und Nachfrage einander ausglich. Die Bank von England beschloß, den Londoner Markt zwei Wochen geschlossen zu halten. Als er am 1. April wieder eröffnet wurde, ergab sich ein Preis von 38 Dollar je Unze. In der Zwischenzeit war das Gold an anderen Märkten zwischen 37 und 40 Dollar notiert worden. Obgleich der spekulative Überhang am Markt vielleicht rund 1,5 Milliarden Dollar betrug, war der Marktpreis in der zweiten Maihälfte auf mehr als 42 Dollar gestiegen.

Vor den spekulativen Käufen, die dann zu den Washingtoner Beschlüssen führten, war das Verhältnis zwischen Goldangebot und Goldnachfrage das ganze Jahr 1967 hindurch ungünstig gewesen. Auf der Angebotsseite ging die Produktion der westlichen Länder (erstmal seit 1953) ein wenig zurück, nämlich von 1 440 auf 1 410 Millionen Dollar; außerdem blieben wie schon im Vorjahr sowjetische Verkäufe aus. Das gesamte Angebot von neuem Gold war daher das niedrigste aller Jahre seit 1960. Auch kam in der zweiten Jahreshälfte weniger neues Gold an den Markt, als laufend produziert wurde, da die südafrikanische Zahlungsbilanz aktiv war. Der Menge nach sank die westliche Produktion gegenüber 1966 um rund 1 Million Unzen; in jedem der drei größten Produzentenländer — Südafrika, Kanada und Vereinigte Staaten — betrug die Einbuße mehr als 300 000 Unzen.

In allen Quartalen des Jahres 1967 waren die Goldkäufe, die nicht von westlichen Währungsbehörden vorgenommen wurden, größer als das Angebot von neuem Gold. Ende September waren die westlichen amtlichen Goldbestände um 225 Millionen Dollar niedriger als im Dezember 1966, und durch den Rückgang dieser Bestände um 1,4 Milliarden Dollar im letzten Quartal erweiterte sich für das gesamte Jahr die Lücke zwischen der sogenannten „Marktnachfrage“ und dem



**Goldversorgung und Goldverwendung**

	1965	1966	1967
	Millionen US-Dollar		
Goldgewinnung . . . . .	1 440	1 440	1 410
Goldverkäufe der Sowjetunion . . . . .	550	—	—
Zusammen . . . . .	1 990	1 440	1 410
Veränderung der westlichen amtlichen Goldbestände . . . . .	215	— 50	— 1 600
Verwendung zu anderen Zwecken . . . . .	1 775 <sup>1</sup>	1 490 <sup>2</sup>	3 010 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Einschließlich geschätzter chinesischer Käufe in Höhe von 150 Millionen Dollar. <sup>2</sup> Einschließlich geschätzter chinesischer Käufe in Höhe von 75 Millionen Dollar. <sup>3</sup> Einschließlich geschätzter Käufe durch nichtwestliche Länder in Höhe von 200 Millionen Dollar.

Neuangebot auf 1,6 Milliarden Dollar. Die gesamte Goldnachfrage des Marktes betrug im Laufe des Jahres 3 Milliarden Dollar und damit etwa doppelt soviel wie 1966. Zieht man davon für beide Jahre das von Ostblockländern gekaufte Gold ab, so verbleibt für die nichtmonetäre westliche Nachfrage ein Schätzwert von 1,4 Milliarden Dollar für 1966 und von 2,8 Milliarden Dollar für 1967.

Daß die Goldmarktkrise sich ausgerechnet im März 1968 zuspitzte, hing mit der Pfundabwertung und mit der Verschlechterung der US-Zahlungsbilanz zusammen; aber das grundlegende Verhältnis zwischen der Versorgung mit neuem Gold und der Gesamtnachfrage hatte sich schon die ganzen sechziger Jahre hindurch geändert. Infolgedessen war damit zu rechnen, daß die Position des Goldpools früher oder später unhaltbar werden würde. Der Ursprung des Goldpools geht auf die Goldkrise vom Oktober 1960 zurück, als die Goldnachfrage sowohl von privater wie von amtlicher Seite sehr stark war. Da es damals keinen Mechanismus zum Ausgleich eines vorübergehenden Ungleichgewichts zwischen der Nachfrage und dem Angebot am Markt gab, stieg der Preis am Londoner Markt beträchtlich über den amtlichen Preis, wobei einzelne Abschlüsse zu nicht weniger als 40 Dollar je Unze zustande kamen. Die unmittelbare Ursache der Krise war das seit 1958 verzeichnete hohe US-Zahlungsbilanzdefizit in Verbindung mit der Ungewißheit über die künftige Goldpolitik der Vereinigten Staaten. Aber damals konnte man immerhin davon ausgehen, daß Jahr für Jahr ein Teil des neuen Goldes für die Währungsreserven übrigblieb. Das läßt sich daran erkennen, daß die amtlichen westlichen Goldreserven 1960 trotz der Krise vom Oktober um 310 Millionen Dollar zunahmen. Die eigentliche Grundlage des Goldpools war daher die Vorstellung, daß er in Erfüllung seiner Aufgabe, vorübergehende Marktstörungen auszugleichen, im Laufe der Zeit insgesamt mehr Gold kaufen als verkaufen werde. Bis 1967 war die Basis für diese Annahme sehr schmal geworden, selbst wenn die besondere Situation jenes Jahres außer Betracht bleibt.

Die Krise von 1960 war nach einer Reihe von Jahren gekommen, in denen für monetäre Zwecke ein nicht unbeträchtlicher Überhang an neuem Gold zur Verfügung gestanden hatte. In den Jahren 1954–1959 erhöhten sich die Weltgoldreserven jahresdurchschnittlich um rund 650 Millionen Dollar und damit fast doppelt so rasch wie in den sechs Jahren davor. Ermöglicht wurde dies durch die Erschließung der Goldfelder des Oranjefreistaats und durch regelmäßige Goldverkäufe der Sowjetunion. Beide Faktoren traten erstmals 1953 in Erscheinung

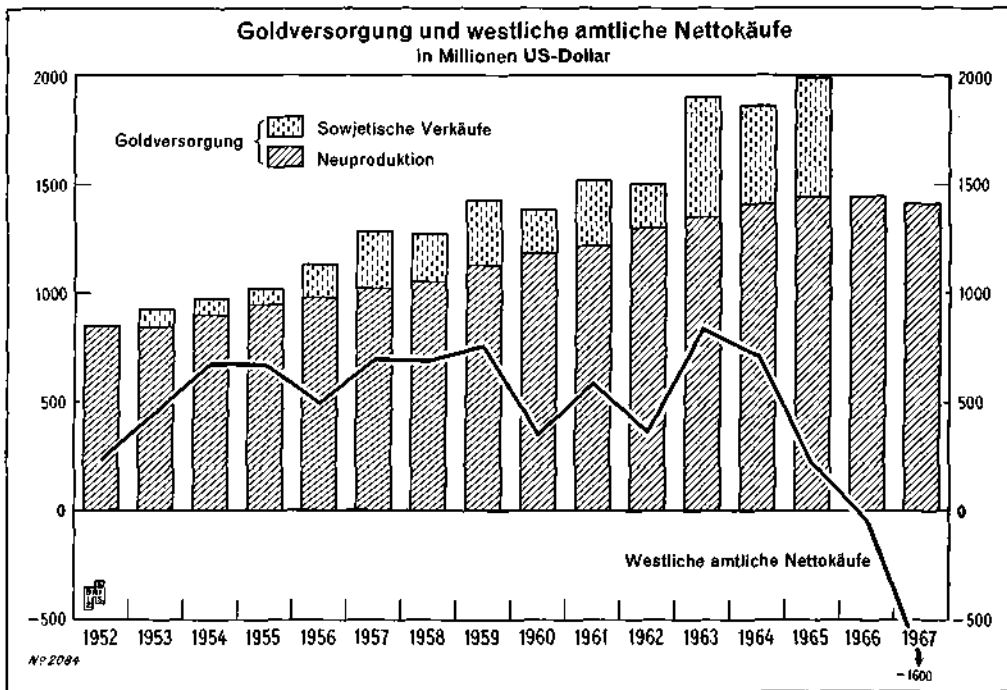
und wirkten dann weiter, so daß die gesamte Versorgung mit neuem Gold 1959 schließlich 1 425 Millionen Dollar betrug, verglichen mit 925 Millionen Dollar sechs Jahre vorher. Das war eine Zunahme um 55 Prozent. In ungefähr derselben Zeit stieg aber die nichtmonetäre Nachfrage um 125 Prozent. Besonders groß war die Steigerung im Jahre 1956 — dem Jahr der Suezkrise —, nämlich von 350 auf 640 Millionen Dollar; aber noch bedeutsamer war, daß die nichtmonetäre Nachfrage in den drei darauffolgenden Jahren, in denen es keine derartige massive politische Störung gab, durchschnittlich etwas über 600 Millionen Dollar pro Jahr betrug. Das deutete auf einen starken grundlegenden Aufwärtstrend hin und legte auch die Vermutung nahe, daß sich das während der Suezkrise gekaufte Gold meistens in festen Händen befand.

1960, im Jahr der Goldkrise, schwoll die nichtmonetäre Nachfrage wiederum kräftig an, nämlich auf 1 070 Millionen Dollar. Und auch diesmal ging, wie schon in den Jahren nach der Suezkrise, die Nachfrage anschließend nicht mehr wesentlich zurück; in den vier Jahren 1961–1964 betrug sie im Durchschnitt 1 065 Millionen Dollar. In diese Periode fällt das Jahr der Kubakrise: 1962; aber selbst das niedrigste Jahresergebnis jener vier Jahre — 910 Millionen Dollar — lag um mehr als ein Drittel über dem höchsten Jahresergebnis der Zeit vor 1960.

Trotz dem durchschnittlich viel größeren Umfang, den die nichtmonetäre Nachfrage von 1960 an aufwies, wurden den monetären Goldreserven in den Jahren 1960–1964 im Jahresmittel rund 550 Millionen Dollar zugeführt, also nur 100 Millionen Dollar weniger als 1953–1959. Die westliche Produktion nahm mit der Inbetriebsetzung neuer südafrikanischer Minen ständig zu. Außerdem stiegen die sowjetischen Verkäufe auf rund 500 Millionen Dollar sowohl 1963 wie 1964, als es zu den außergewöhnlichen Weizenkäufen im Ausland kam. Die gesamte Versorgung stellte sich 1964 auf 1 855 Millionen Dollar und damit auf einen Wert, der um 30 Prozent höher war als 1959; in derselben Zeit erhöhte sich die nichtmonetäre Nachfrage um 70 Prozent, und 1964 war ein Jahr, in dem es kaum Anzeichen für spekulative Käufe am Markt gab.

1965 erreichte die Versorgung einen neuen Höchststand von knapp 2 Milliarden Dollar, worunter sich sowjetische Verkäufe im Rekordbetrag von 550 Millionen Dollar befanden. Aber dieses Ergebnis trat in den Hintergrund gegenüber dem Anstieg der nichtmonetären Nachfrage um mehr als 600 auf 1 775 Millionen Dollar (darunter chinesische Käufe in Höhe von 150 Millionen Dollar), so daß für die Währungsreserven nur 215 Millionen Dollar verblieben. Angesichts der defizitären Zahlungsbilanz gleich beider Reservewährungsländer reagierte die private Nachfrage bald nach Jahresbeginn deutlich auf die Meldung, daß Frankreich seine Zahlungsüberschüsse künftig in Gold anlegen werde, und auf das Eintreten der französischen Regierung für eine Rückkehr zum Goldstandard. Im weiteren Verlauf des Jahres erhielt die private Nachfrage zusätzlichen Auftrieb durch den Konflikt zwischen Indien und Pakistan und durch den Vietnamkrieg.

1966 kam es auf der Angebotsseite zu einem völligen Wandel. Erstmals seit Ende 1952 gab es keine sowjetischen Verkäufe, und außerdem nahm die westliche Produktion, deren Aufwärtstrend sich bereits seit ein bis zwei Jahren abgeflacht hatte, überhaupt nicht mehr zu. Infolgedessen sank das gesamte neue



Angebot von 1 990 auf 1 440 Millionen Dollar. Die nichtmonetäre Nachfrage war zwar ebenfalls geringer als 1965, aber doch so hoch, daß die westlichen Goldreserven um einen kleinen Betrag, nämlich um 50 Millionen Dollar, schrumpften.

Somit war die Goldsituation bis 1967 prekär geworden. Verglichen mit der Lage ein bis zwei Jahre vorher hatte sich vor allem die Versorgungsseite gewandelt, nämlich durch die Stagnation der westlichen Erzeugung und das Ausbleiben sowjetischer Verkäufe. In einem größeren zeitlichen Zusammenhang war der Hauptfaktor jedoch der gewaltige Anstieg der nichtmonetären Goldnachfrage: Seit 1956 hatte sie sich mehr als verdoppelt und seit 1960 fast um die Hälfte erhöht.

Rein begrifflich läßt sich die private Nachfrage in drei Kategorien unterteilen: gewerblicher Verbrauch; Ersparnis oder Anlage in Gold aus den traditionellen Sparmotiven und daneben unter Umständen in erheblichem Umfang auch zur Sicherung gegen ein bestimmtes Währungsrisiko; und auf kürzere Sicht die Spekulation auf eine mögliche Preiserhöhung bzw. Angebotsverknappung oder die Vorsorge für einen solchen Fall. Statistisch kann man aber nur zwischen dem gemeldeten gewerblichen Verbrauch in bestimmten Ländern und der ganzen restlichen nichtmonetären Nachfrage unterscheiden. Beim gewerblichen Verbrauch beziehen sich die am wenigsten unbefriedigenden Angaben auf zwölf Länder mit hohem Pro-Kopf-Einkommen. Sie zeigen für 1966 gegenüber 1956 grob gerechnet eine Verdreifachung, nämlich von jährlich rund 170 Millionen Dollar auf etwas über 500 Millionen Dollar. Das läßt sich teils (besonders bei Schmuck) mit dem Einkommensanstieg, teils durch neue Verwendungszwecke in der Elektronik- und der Raumfahrtindustrie erklären. Aber die Größe des Zuwachses legt doch die Vermutung nahe, daß auch der feste Goldpreis bei sonst generell steigenden

Preisen nachfragestimulierend gewirkt hat. Grob geschätzt dürfte die gesamte gewerbliche Verwendung der westlichen Welt in dieser Periode von 250 auf 750 Millionen Dollar gestiegen sein.

Wenn man für die gesamte gewerbliche Verwendung eine solche ungefähre Verdreifachung von 1956 bis 1966 annimmt, bleibt für die nichtgewerbliche private Nachfrage von 1955 bis 1966 ein Anstieg um rund das Fünffache von etwa 150 auf 750 Millionen Dollar. Dieser Anstieg erfolgte zum größten Teil in vier Wellen. Die erste ergab sich 1956 zur Zeit der Suezkrise; die zweite 1960, als der Marktpreis aus den Fugen geriet; die dritte 1962, dem Jahr der Kubakrise; und die vierte 1965. Alle diese Wellen hingen mit bedeutenden politischen oder finanziellen Ereignissen zusammen. Und in jedem dieser Fälle verhartete die Nachfrage anschließend, auch wenn sich stets eine gewisse Gegenreaktion zeigte, auf einem wesentlich höheren Niveau als vorher. Dementsprechend wäre das in den einzelnen Krisen gekaufte Gold zu einem guten Teil ziemlich fest als Ersparnis beibehalten und das Sparen bzw. die Vorsorge in Form von Gold durch jede Krise offensichtlich auf ein endgültig höheres Niveau gehoben worden.

Alles in allem spielte also bei dem Anstieg der nichtmonetären Goldnachfrage in der Zeit von der Mitte der fünfziger bis zur Mitte der sechziger Jahre die kurzfristige Spekulation keine sehr große Rolle; es handelte sich weitgehend um einen Anstieg der Goldnachfrage für Zwecke der gewerblichen Verwendung und des Sparens. 1966 war es dann soweit, daß diese Nachfrage — gewiß auch unter der Wirkung der Stabilität des Goldpreises und der ständigen Schrumpfung des US-Goldbestandes — ungefähr die gesamte laufende westliche Produktion absorbierte. Infolgedessen mußte die spekulative Nachfrage, die sich gegen Ende 1967 und im ersten Quartal 1968 so kräftig erhob, ausschließlich aus den Reserven der Goldpool-Länder gedeckt werden. Da es kein praktikables Mittel gab, um den Marktpreis zu halten und zugleich den freien Zugang zum Markt auf ewig zu gewährleisten, gab es auch kein praktikables Mittel, um die Nachfrage des Marktes auf die Vorkrisennorm zurückzuführen. So gesehen ist es verständlich, daß der Goldpool beschloß, seine Operationen einzustellen.

\* \* \*

Seit diesen dramatischen Umwälzungen im Bereich des internationalen Zahlungsverkehrs und des Weltwährungssystems ist noch nicht so viel Zeit vergangen, daß man sich bereits ein klares Bild über die Aussichten für das vor uns liegende Jahr machen könnte. Dies um so mehr, als die bedeutende Neuerung, die der Plan für Sonderziehungsrechte im IWF darstellt, vor kurzem abgeschlossen und den Regierungen zur Ratifizierung unterbreitet worden ist. Dieses neue internationale Reservemittel, das in Kapitel IV dieses Berichts besprochen wird, gibt Anlaß zu beträchtlichen Hoffnungen auf eine gesteigerte Flexibilität des internationalen Währungssystems. Ein Erfolg auf längere Sicht setzt allerdings voraus, daß die Sonderziehungsrechte auf eine Weise verwendet werden, die sie für alle Seiten akzeptierbar macht.

## II. DIE ENTWICKLUNG IN KONTINENTALEUROPA, KANADA UND JAPAN

Im westlichen Kontinentaleuropa ging das Wachstum der realen Produktion 1967 wie schon in den beiden Vorjahren zurück. Genau wie in den Vereinigten Staaten beruhte diese Verlangsamung auf wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die im Vorjahr ergriffen worden waren, um inflatorische Übersteigerungen hauptsächlich durch monetäre Restriktion zu dämpfen. Zahlungsbilanzermäßigungen spielten hingegen keine große Rolle — außer in einigen wenigen Ländern, zu denen Schweden, Dänemark und vielleicht bis zu einem gewissen Grade auch die Bundesrepublik Deutschland und die Niederlande gehörten. Im allgemeinen war das Problem der Inflation, wenn man von Italien und Frankreich absieht, ziemlich akut, und am stärksten war die Reaktion darauf in der Bundesrepublik. Erstmals in der Nachkriegszeit erlebte dieses Land im vergangenen Jahr eine ernste Rezession.

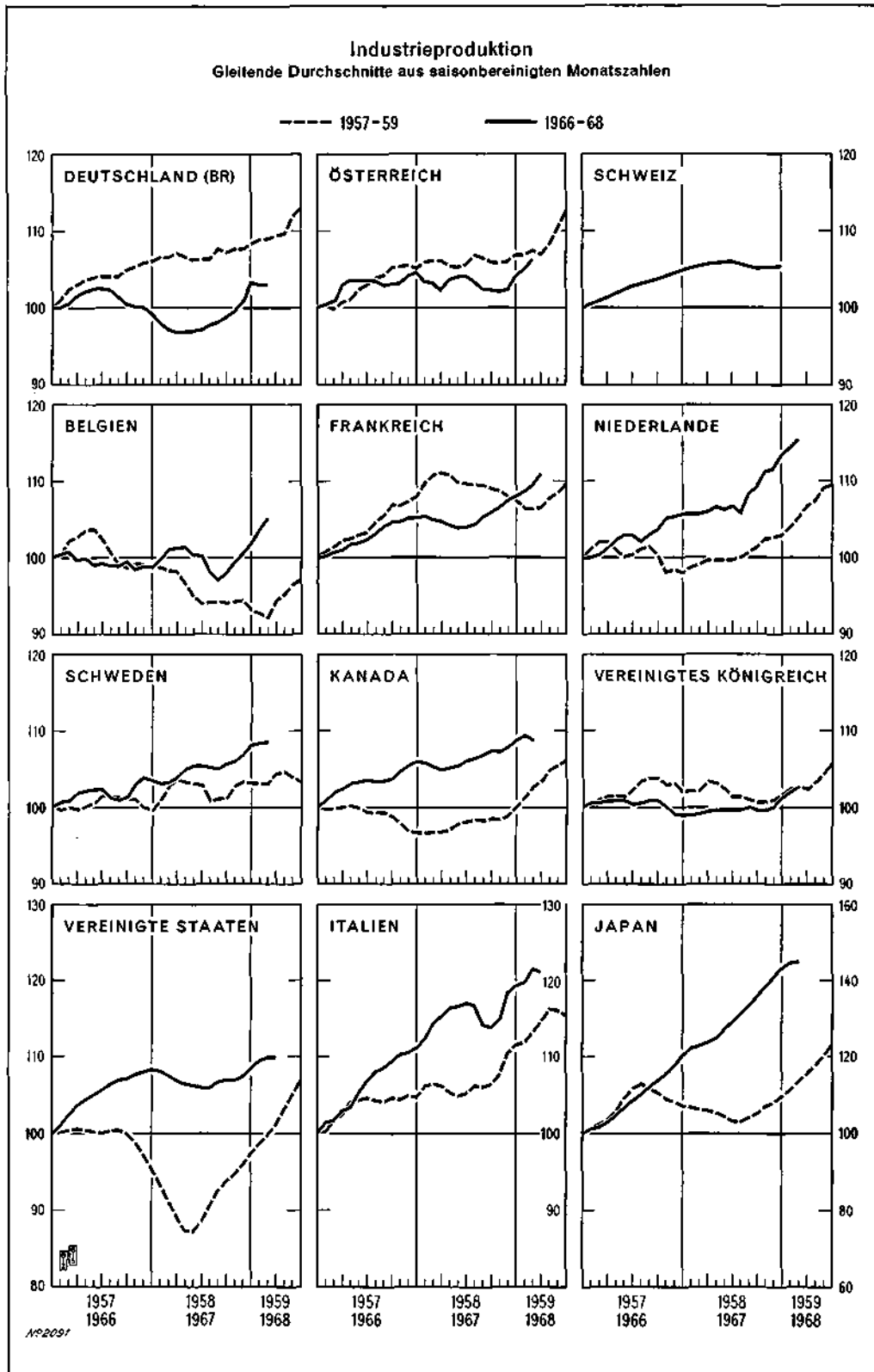
Im Laufe des Jahres 1967 wurde die Geld- und Kreditpolitik überall im westlichen Kontinentaleuropa wieder gelockert, und eine Reihe von Ländern suchte die Konjunktur auch durch fiskalpolitische Maßnahmen zu beleben. Eine führende Rolle spielte dabei die Bundesrepublik, wo der Konjunkturaufschwung im Herbst etwas kräftiger wurde. Seit der Jahreswende ist die Entwicklung in fast allen Ländern wieder ziemlich expansiv, woran die konsequent verfolgte Politik des leichten Geldes einen nicht geringen Anteil hat.

In den osteuropäischen Ländern (siehe Seite 84-87) ist der Verlangsamungstendenz des Wachstums aus den ersten sechziger Jahren jetzt offenbar Einhalt geboten worden, und in der Industrie waren die Ergebnisse von 1967 besonders gut. In Jugoslawien jedoch kam die Expansion durch kreditpolitische Maßnahmen zum Stillstand, die dem Zweck dienten, die übermäßige Zunahme der Geldeinkommen abzuschwächen.

In Kanada war das Wachstum der Produktion seit Anfang 1967 nicht ausreichend, um das zunehmende Arbeitskräftepotential zu absorbieren. Dennoch hielt der übermäßige Preis- und Lohnanstieg an, so daß eine Straffung der Geld- und Fiskalpolitik erforderlich wurde. Zur Restriktion zurückkehren mußte auch Japan, wo bei zunehmender Überhitzung der Inlandskonjunktur die Zahlungsbilanz stark defizitär wurde.

### **Produktion, Löhne und Preise**

Im Bereich der Produktion und der Beschäftigung gab es auf dem Kontinent im letzten Jahr zwei deutlich unterscheidbare Phasen: eine Verlangsamung oder sogar Schrumpfung bis zum Sommer und danach einen allmählichen Aufschwung, der sich etwa um die Jahreswende intensivierte.



Die Verlangsamung in der ersten Phase war die stärkste seit der Rezession von 1957/58. Es ist daher aufschlußreich, die Entwicklung der Produktion in den einzelnen Ländern während dieser beiden Perioden zu vergleichen. In dem nebenstehenden Diagramm geschieht das für die Industrieproduktion in den Jahren 1966–1968 und 1957–1959.

Die Produktionsabflachung von 1966–1967 war im allgemeinen nicht so ausgeprägt und auch geographisch nicht so umfassend wie in der ersten Periode. Die große Ausnahme war die Bundesrepublik, wo die Expansionsrate 1957–1958 nur mäßig zurückgegangen war. In Österreich und wahrscheinlich auch in der Schweiz war die Verlangsamung in der zweiten Periode ebenfalls ausgeprägter als in der ersten.

In Frankreich dagegen war das Produktionstal viel flacher als 1958; damals war es im Anschluß an die kräftige inflatorische Expansion der Jahre 1956–1957 zu einer rezessiven Entwicklung gekommen. Auch in Belgien war der Produktionsrückgang, der von Anfang 1966 bis zum Sommer 1967 dauerte, ein gutes Stück schwächer als 1957–1958. In Italien, wo die industrielle Produktion 1957–1958 nur noch langsam zugenommen hatte, und in den Niederlanden, wo sie das ganze Jahr 1957 hindurch gesunken war, ging das Wirtschaftswachstum 1966–1967 ziemlich rasch weiter. In Schweden hielt die Produktion in beiden Anpassungsperioden ihren Aufwärtstrend einigermaßen geradlinig ein.

In Kanada war die Produktion ab April 1967 wieder expansiv, nachdem sie sich im Winter etwas abgeschwächt hatte. In Japan nahm sie die ganze Periode hindurch kräftig zu.

Auf dem Kontinent kam die Wende im Sommer 1967. Zu dieser Zeit, als sich die Konjunktur auch in den Vereinigten Staaten und in Kanada schon wieder belebte, setzte der Aufschwung in der Bundesrepublik Deutschland ein. In Frankreich begann die Erzeugung ebenfalls wieder zu expandieren, und in den Niederlanden wurde ihr Anstieg viel steiler. In anderen Ländern folgte die Produktionsbelebung mit einem gewissen zeitlichen Abstand. Gegen Ende 1967 und Anfang 1968 war die Industrieproduktion in den meisten Ländern um einiges höher als ein Jahr vorher.

Die unterschiedliche Entwicklung der Produktion während des Jahres 1967 kam im allgemeinen auch in dem Verhalten der Löhne und Preise zum Ausdruck. In den Ländern, in denen das Wachstum der Produktion sich am meisten verlangsamte, scheint der Lohn- und Preisauftrieb merklich nachgelassen zu haben, obwohl ein endgültiges Urteil dadurch erschwert wird, daß nicht alle Zahlen miteinander vergleichbar sind. In der Bundesrepublik und in Österreich nahmen die Stundenverdienste von der Jahreswende 1966/67 an eindeutig nicht mehr so stark zu, und eine Verlangsamung war auch in Belgien und Schweden zu erkennen. Für andere Länder sind regelmäßige Angaben nur über die Lohnsätze erhältlich, die weniger konjunkturreegibel sind als die Verdienste. In der Schweiz stiegen die Lohnsätze 1967 etwas langsamer; dagegen erhöhten sie sich in Frankreich trotz dem Produktionstal unvermindert weiter. In Italien und den Niederlanden,

Arbeitsmarkt, Löhne und Preise

	Arbeitslosigkeit <sup>1</sup>			Löhne <sup>2</sup>			Verbraucherpreise		
	Juni 1966	Juni 1967	Dez. 1967	Juni 1966	Juni 1967	Dez. 1967	Juni 1966	Juni 1967	März 1968
	Tausend			Prozentuale Veränderung in 12 Monaten					
Belgien . . . . .	61	88	96	10,3	6,3	6,1	5,0	2,1	2,9
Dänemark . . . . .	19	32	26	12,0	8,6	8,9	5,9	4,9	10,4
Deutschland (BR) . . . . .	157	624	408	6,6	2,1	2,4 <sup>3</sup>	3,4	1,5	1,2
Finnland . . . . .	43	48	54	7,3	8,5	.	3,6	4,8	7,3 <sup>4</sup>
Frankreich . . . . .	145	198	226	5,9	5,9	6,1	1,2	2,4	3,8
Italien . . . . .	790	631	654	2,8	4,3	3,4	2,0	2,0	1,7
Niederlande . . . . .	40	98	80	11,0	5,5	7,1	5,7	3,8	4,6
Norwegen . . . . .	10	13	12	4,7	8,3	7,1	2,4	5,4	4,4
Österreich . . . . .	71	73	72	6,2	7,1	3,8	— 1,1	1,3	3,1
Portugal . . . . .	—	.	.	6,4	10,0	14,8	3,6	3,3	6,7
Schweden . . . . .	23	40	40	5,8	12,8	7,3	7,7	4,2	2,1
Schweiz . . . . .	—	—	—	6,1	5,4	5,2	4,8	4,3	3,4
Spanien . . . . .	103	128	179	15,3	13,2	.	7,4	5,0	6,4 <sup>4</sup>
Japan . . . . .	410	450	640	10,3	12,2	12,2	5,3	2,4	5,2
Kanada . . . . .	259	326	363	5,7	7,2	8,2	3,4	3,5	4,6
Vereinigtes Königreich . . . . .	341	627	584	5,1	2,7	5,1	3,9	2,4	3,4
Vereinigte Staaten . . . . .	2 938	3 090	2 901	3,8	4,1	5,1	2,5	2,7	3,9

<sup>1</sup> Saisonbereinigt (außer für Finnland und Spanien). <sup>2</sup> Verdienste. Für Frankreich, Italien, die Niederlande, die Schweiz und das Vereinigte Königreich: Lohnsätze. <sup>3</sup> Oktober. <sup>4</sup> Februar.

wo die Produktion den größten Teil des Jahres hindurch rege war, tendierten die Lohnsätze im großen und ganzen ebenso rasch aufwärts wie vorher. In Kanada und Japan zogen die Verdienste während des ganzen Jahres übermäßig stark an.

Die Verbraucherpreise stiegen im vergangenen Jahr in einer bestimmten Anzahl von Ländern des europäischen Kontinents etwa ebenso schnell oder sogar noch schneller als in den zwölf Monaten bis Juni 1966. Eine deutliche Ausnahme bildete die Bundesrepublik, wo der Preisindex im Dezember 1967 den Vorjahresstand nur um weniger als 1 Prozent überstieg. In der Schweiz und in Schweden war die Teuerung in den zwölf Monaten bis März 1968 ebenfalls schwächer als vorher. In Frankreich beschleunigte sich der Anstieg der Verbraucherpreise im zweiten Halbjahr 1967 infolge der Erhöhung der Sozialversicherungsbeiträge und verschiedener Preise im Bereich der öffentlichen Dienste. Auch die Einbeziehung der Einzelhandelsumsätze in das Mehrwertsteuersystem ließ den Index an der Jahreswende 1967/68 steigen. Die gleiche Wirkung zeigte sich in der Bundesrepublik, als dort Anfang 1968 die Bruttoumsatzsteuer durch die Mehrwertsteuer ersetzt wurde. In Dänemark beruhte der in den zwölf Monaten bis März 1968 verzeichnete Preisanstieg von 10 Prozent etwa zur Hälfte auf der Erhöhung indirekter Steuern.

In Japan beschleunigte sich mit der zunehmenden Auslastung der volkswirtschaftlichen Kapazitäten die Teuerung auf über 5 Prozent. In Kanada stiegen die Preise trotz der Konjunkturabschwächung ebenfalls etwas rascher als 1966.



### Der Wandel der Nachfragestruktur

Das reale Bruttosozialprodukt der wichtigsten Länder des europäischen Kontinents hat sich 1967 um schätzungsweise 2,9 Prozent vergrößert, verglichen mit einem Anstieg von 3,7 Prozent 1966 und von 4,5 Prozent 1965. Mit der Verlangsamung des Wachstums verbesserte sich die Leistungsbilanz, was darauf schließen läßt, daß sich der Nachfragedruck innerhalb des Bereichs dieser Länder stärker abgeschwächt hat als außerhalb. Bei der binnenwirtschaftlichen Nachfrage zeigte den stärksten Rückgang das Wachstum der Anlageinvestitionen, insbesondere der produktiven. Auch beim privaten Konsum ging die Expansion zurück, und zwar sogar mehr als beim öffentlichen Verbrauch, der in einigen Ländern als Puffer zur Stützung oder Wiederbelebung der Nachfrage diente.

Die Abschwächung des Wachstums auf dem europäischen Kontinent im Jahre 1967 beruhte, wie schon angedeutet worden ist, weitgehend auf der Rezession in der Bundesrepublik. In drei kleineren Nachbarländern Deutschlands — nämlich in Belgien, Österreich und der Schweiz — stieg das Realprodukt um nicht mehr als  $1\frac{1}{2}$ – $2\frac{1}{2}$  Prozent. Allen vier Ländern gemeinsam war die Entwicklung der Anlageinvestitionen, die in der Bundesrepublik kräftig zurückgingen und in den anderen Ländern praktisch stagnierten. In Frankreich dagegen lag die Gesamtwachstumsrate mit 4,2 Prozent nur wenig unter dem Ergebnis von 1966; zwar schwächten sich der Export und der private Verbrauch ab, doch dafür beschleunigten sich die Anlageinvestitionen und der öffentliche Verbrauch.

In Italien, den Niederlanden und den skandinavischen Ländern war der Anstieg des Realprodukts im vergangenen Jahr größer als 1966 — in einigen Fällen sogar beträchtlich. Einer der Hauptgründe hierfür war die kräftige Ausweitung des Wohnungsbaus, außer in Italien, wo die produktiven Anlageinvestitionen der ausschlaggebende Faktor waren, und in Finnland, wo sich die Ausfuhr beträchtlich erhöhte. Ein anderes dynamisches Nachfrageelement war, wieder mit Ausnahme Italiens, die Beschleunigung des öffentlichen Verbrauchs. Der private Verbrauch spielte eine ziemlich passive Rolle, und in den Niederlanden, Norwegen und Schweden blieb er hinter dem Wachstum des Realprodukts zurück.

In Kanada verlangsamte sich die Expansion des realen Sozialprodukts fast im gleichen Maße wie in den Vereinigten Staaten, nämlich von 6,5 Prozent 1966 auf 2,8 Prozent 1967. Aber im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten stieg der öffentliche Verbrauch nur wenig, und die produktiven Anlageinvestitionen gingen sogar zurück. Gestützt wurde die Nachfrage hier durch den größeren Umfang der Exporte und durch eine nicht unbeträchtliche Ausweitung des privaten Verbrauchs.

In Japan erhöhte sich das Realprodukt 1967 unter der Wirkung eines großen Investitionszuwachses stärker als zuvor. Da dies die Einfuhr rascher steigen ließ, während zugleich die Auslandsmärkte weniger aufnahmefähig wurden, kam es zu einer kräftigen Verschlechterung in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz.

Bei den Veränderungen in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanzen der westeuropäischen Länder dürfte 1967 der wichtigste Einzelfaktor die unterschiedliche Entwicklung der Inlandsinvestitionen gewesen sein. Das scheint

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	Öffentlich	Insgesamt	Bauten <sup>1</sup> und Aus-rüstungen	Wohnungs-bau			
Prozent									
Belgien . . . . .	1965	4,1	6,9	3,3	4,6	0,6	8,2	7,5	3,5
	1966	2,9	6,7	5,6	10,4	- 7,8	3,8	7,9	2,7
	1967	1,8	6,0	1,2	.	.	5,5	2,5	2,7
Dänemark <sup>2</sup> . . . . .	1965	4,0	4,1	4,8	4,2	7,6	8,1	7,3	4,5
	1966	2,9	5,4	3,0	3,3	1,8	3,5	5,5	1,9
	1967	3,4	5,8	7,1	5,9	13,0	5,6	6,6	3,4
Deutschland (BR) . . . . .	1965	6,4	6,9	6,6	7,7	0,1	7,7	15,2	5,6
	1966	3,5	1,0	0,2	- 0,1	2,5	10,9	2,7	2,3
	1967	0,6	3,2	- 7,7	- 7,2	-10,0	9,2	- 0,4	- 0,1
Finnland . . . . .	1965	5,4	5,3	10,7	11,2	8,9	4,4	8,2	5,2
	1966	4,2	3,9	1,0	- 0,2	5,1	7,4	4,6	2,4
	1967	4,0	4,0	- 2,0	- 2,3	- 1,5	5,0	- 2,0	3,0
Frankreich . . . . .	1965	4,0	3,7	6,8	4,1	9,9	11,3	3,6	4,2
	1966	4,7	3,5	5,8	8,6	0,1	7,0	11,1	4,9
	1967	4,0	4,5	6,9	.	.	3,4	5,4	4,2
Italien . . . . .	1965	2,2	3,6	- 8,4	- 9,5	- 6,2	20,8	1,9	3,5
	1966	5,9	3,5	3,4	5,9	- 1,3	13,2	13,7	5,7
	1967	6,1	2,7	10,1	13,1	4,1	6,0	10,5	5,9
Niederlande . . . . .	1965	7,2	- 0,1	5,1	3,6	11,5	7,7	6,6	4,7
	1966	2,7	2,8	6,8	6,6	7,3	5,8	7,7	2,5
	1967	4,3	5,0	6,8	5,3	12,8	6,5	4,2	4,8
Norwegen <sup>2</sup> . . . . .	1965	3,5	8,0	10,3	11,1	5,5	7,1	9,4	6,2
	1966	4,2	3,0	5,9	6,1	4,5	7,7	8,9	3,9
	1967	4,1	4,9	8,6	8,4	9,9	11,1	12,0	4,3
Österreich . . . . .	1965	5,0	- 1,2	5,0	5,8	1,0	6,4	11,6	2,3
	1966	4,7	3,6	7,1	8,3	0,7	6,6	10,6	4,8
	1967	3,3	3,3	0,4	0,7	- 1,5	5,7	2,7	2,5
Schweden <sup>2</sup> . . . . .	1965	4,5	6,4	3,5	3,6	3,2	4,0	11,5	3,7
	1966	1,7	5,9	5,9	8,5	- 2,0	5,4	2,9	2,9
	1967	2,8	6,5	6,7	4,1	15,6	6,4	4,6	3,6
Schweiz . . . . .	1965	3,7	0,8	- 1,6	- 1,4	- 4,5	12,0	3,1	4,3
	1966	2,3	5,4	- 0,4	- 0,2	- 4,8	6,2	3,5	2,8
	1967	2,0	2,5	- 1,4	- 1,2	- 2,0	3,3	2,2	1,6
Zusammen . . . . .	1965	4,5	5,3	3,5	3,8	2,6	9,6	8,2	4,5
	1966	4,0	3,2	3,2	4,0	0,6	8,4	6,9	3,7
	1967	3,0	4,0	1,4	1,8	0,0	6,6	3,9	2,9
Vereinigtes Königreich . . . . .	1965	1,7	3,4	4,0	4,4	2,1	6,0	2,8	2,3
	1966	1,9	3,7	1,5	2,6	- 3,2	3,0	2,6	1,6
	1967	2,0	4,4	5,4	4,5	8,9	- 2,0	4,1	1,0
Vereinigte Staaten . . . . .	1965	6,6	1,8	8,7	13,2	- 4,8	2,7	11,7	6,1
	1966	4,9	9,8	4,4	9,2	-12,7	8,8	15,6	5,8
	1967	2,9	13,3	- 0,6	0,3	- 4,8	4,2	6,9	2,8
Kanada . . . . .	1965	6,0	3,4	12,2	14,7	0,3	5,7	13,0	6,9
	1966	5,1	10,4	13,0	16,1	- 3,9	12,3	12,9	6,5
	1967	4,8	2,3	- 1,7	- 2,0	0,5	9,9	4,9	2,8
Japan . . . . .	1965	6,2	1,6	2,2	- 0,5	17,1	23,6	7,1	3,7
	1966	8,4	7,8	9,5	9,9	7,2	16,0	12,1	10,7
	1967	9,4	10,1	21,7	22,6	17,3	7,8	23,6	13,7

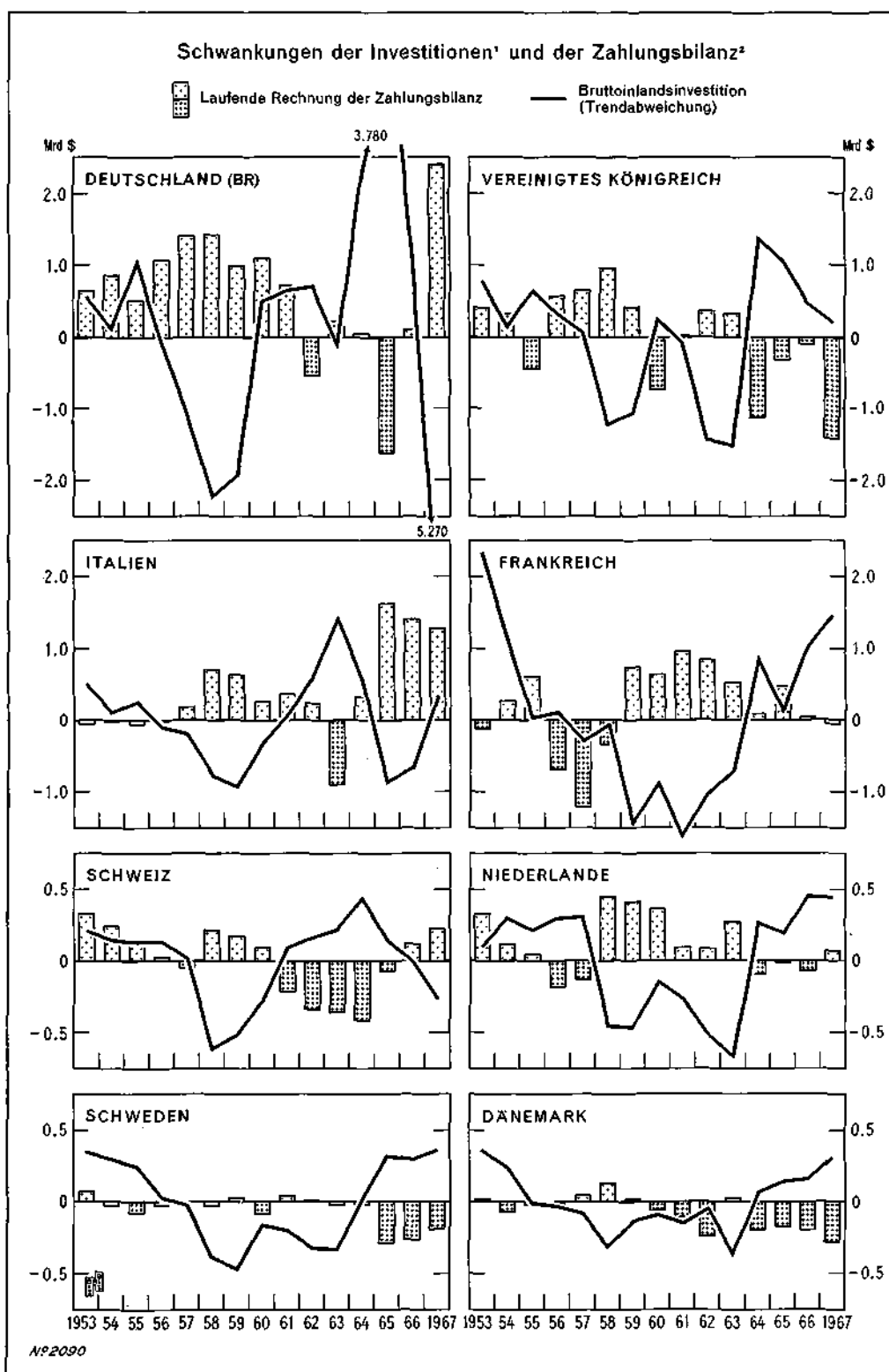
<sup>1</sup> Ohne Wohnungsbau. <sup>2</sup> In den amtlichen Zahlen für die Inlandsinvestition sind die Erhaltungs- und Instandsetzungsaufwendungen inbegriffen; diese Aufwendungen wurden aus den obenstehenden Werten ausgeschieden.

überhaupt für praktisch die ganzen letzten eineinhalb Jahrzehnte zu gelten. Der Grund liegt vor allem in der unbeständigen Natur der Investitionen — sowohl in Anlagen wie in Vorräten —, die ja der Tendenz nach stärker fluktuieren als andere Elemente der Inlandsnachfrage und somit auch stärker als die volkswirtschaftliche Ersparnisbildung. So geht eine Beschleunigung der Inlandsinvestitionen gewöhnlich mit einer Importsteigerung und einer Exportabschwächung einher. Natürlich sind die Zusammenhänge nicht immer so einfach, und es gibt auch Situationen, in denen das außenwirtschaftliche Ergebnis mehr davon abhängen kann, wie stark die Auslandsnachfrage ist und wie sie sich zusammensetzt, welche Einflüsse von der Finanzgebarung des öffentlichen Sektors ausgehen, wie sich die Einkommensverteilung im Inland verändert und ob der Wechselkurs angemessen ist.

Aus dem folgenden Diagramm ist zu ersehen, daß die Investitionsveränderungen in der Bundesrepublik Deutschland und im Vereinigten Königreich einander zeitlich, aber nicht dem Umfang nach ziemlich ähnlich waren. In der Periode 1956–1958, in der sich die Investitionsrate in beiden Ländern verringerte, ergaben sich in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz erhebliche Überschüsse. In den Jahren 1959 und 1960, in denen sich die Investitionstätigkeit in beiden Ländern beschleunigte, blieb in der Bundesrepublik der Überschuß bestehen, während im Vereinigten Königreich die laufende Rechnung defizitär wurde. Nachdem jedoch 1961 die Deutsche Mark aufgewertet worden und im Vereinigten Königreich in den Jahren 1961–1963 die Investitionstätigkeit erheblich eingeschränkt worden war, hatten etwa um das Jahr 1963 beide Länder in ihrer laufenden Rechnung wieder eine ähnliche Position. Von 1963 auf 1964 beschleunigten sich die Investitionen im Vereinigten Königreich kräftig, wobei sich in der laufenden Rechnung ein hohes Defizit ergab, während sich in der Bundesrepublik die Belebung der Investitionstätigkeit über zwei Jahre verteilte, so daß hier die laufende Rechnung erst 1965 defizitär wurde. Seit 1965 haben sich die Investitionen in der Bundesrepublik viel stärker abgeschwächt als im Vereinigten Königreich, und der hohe deutsche Überschuß hängt sicher damit zusammen. Im Vereinigten Königreich blieben die Investitionen 1967 trotz den vorher eingeführten allgemeinen Restriktionsmaßnahmen relativ hoch, woran insbesondere die Investitionen des öffentlichen Sektors beteiligt waren.

In Italien und der Schweiz verlief die Entwicklung ähnlich wie in der Bundesrepublik. In den Jahren 1958–1960, in denen die Investitionsrate unterhalb des langfristigen Trends lag, ergaben sich in der laufenden Rechnung Überschüsse. Als aber die Investitionen sich rascher erhöhten, wurden die Überschüsse kleiner und machten schließlich erheblichen Defiziten Platz. Etwa ab 1964 wurde die Investitionsrate in beiden Ländern merklich kleiner, so daß sich die laufende Rechnung wieder stark aktivierte. In Italien kam es 1965 abermals zu einem Umschwung, und 1967 befand sich die Investitionstätigkeit wieder auf der Höhe ihres langfristigen Trends.

In Frankreich ergaben sich in den Jahren 1959–1963 in der laufenden Rechnung erhebliche Überschüsse, während die Investitionstätigkeit weit unter ihrem langfristigen Trend lag. Ab 1964 war — mit Ausnahme von 1965 — die Investitionsrate höher und die laufende Rechnung wieder ungefähr ausgeglichen. In dieser Periode wurden die öffentlichen Investitionen gefördert, um die



<sup>1</sup> Bruttoinlandsinvestitionen in jeweiligen Preisen als Abweichungen vom Trend 1953-1967, der als Null-Linie erscheint.  
<sup>2</sup> Absolute Werte der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz.

daniederliegende private Investitionstätigkeit zu kompensieren, und die eigentliche Sparrate wurde durch Sparmaßnahmen im Etat noch erhöht. Ebenso erzielten die Niederlande in den Jahren 1958–1963 außenwirtschaftliche Überschüsse, während sich die Investitionen unterhalb des Trends befanden. Die gesteigerte Investitionstätigkeit seit 1964 war meist mit einer defizitären laufenden Rechnung verbunden, obwohl die verantwortlichen Stellen bestrebt waren, stets einen Überschuß zu erzielen.

In Schweden und Dänemark lag die Investitionstätigkeit genauso wie in Frankreich und den Niederlanden seit 1964 über dem langfristigen Trend. In Dänemark erfolgte der Übergang zu einer höheren Investitionsrate, wenn man von dem Jahr 1963 absieht, im Zuge einer kontinuierlichen Entwicklung, deren Anfang im Jahr 1958 lag. Ab 1960 ergaben sich in sieben von acht Jahren Defizite in der laufenden Rechnung. In Schweden begann die Serie der hohen Defizite 1965 im Zusammenhang mit einer kräftigen Beschleunigung der Investitionstätigkeit, die 1964 einsetzte.

Aber auch wenn zwischen den Inlandsinvestitionen und der Leistungsbilanz oft eine enge Wechselbeziehung zu bestehen scheint, so sind deren wirtschaftspolitische Konsequenzen doch nicht so offenkundig. Erstens einmal gehört zu den Investitionen ja nicht nur die Anlagekapitalbildung, sondern auch die Vorratsbildung, die bedeutend stärker an Veränderungen der Gesamtnachfrage gebunden ist. Zweitens kann man aus der bestehenden Wechselbeziehung nicht unbedingt folgern, daß ein Zahlungsbilanzdefizit einfach durch Drosselung des Wachstums der Anlageinvestitionen zu beseitigen sei. Zum Beispiel steigerte Frankreich, indem es in der Zeit von Ende 1963 bis 1965 seinen Staatshaushalt verbesserte, sowohl die volkswirtschaftliche Ersparnis wie auch die Investitionstätigkeit, ohne ins außenwirtschaftliche Ungleichgewicht zurückzufallen. Ebenso ist aus einer zu raschen Beschleunigung der Investitionstätigkeit nicht unbedingt zu folgern, daß das Hauptgewicht der Restriktion auf monetäre statt auf fiskalische Maßnahmen zu legen sei. Die Fiskalpolitik kann, indem sie die Gesamtnachfrage dämpft und zugleich der volkswirtschaftlichen Ersparnisbildung dient, auf lange Sicht zu einer höheren Investitionsrate beitragen. Hingegen läßt sich der erwähnten Wechselbeziehung entnehmen, daß man sich in den einzelnen Ländern darum bemühen muß, die Investitionstätigkeit besser innerhalb der Grenzen der vorhandenen Ersparnis zu halten.

### **Zinssätze und Finanzierungsströme**

Auf dem Kontinent begann die aktive geldpolitische Lockerung erst, nachdem die Bundesrepublik Deutschland Anfang 1967 vorangegangen war. In den Monaten Januar–Mai senkte die Bundesbank ihren Diskontsatz etappenweise um insgesamt 2 Prozent, was ihr dadurch erleichtert wurde, daß auch die Vereinigten Staaten, Kanada und das Vereinigte Königreich ihren Diskontsatz zurücknahmen. In der Zeit von Januar bis zum Herbst ermäßigte man den amtlichen Diskontsatz in Belgien um  $1\frac{1}{4}$  Prozent, in Schweden um 1 Prozent, in Österreich um  $\frac{3}{4}$  Prozent und in den Niederlanden sowie in der Schweiz um  $\frac{1}{2}$  Prozent. In Frankreich und Italien wurde die schon vorher bestehende relativ leichte Geldpolitik weitergeführt.

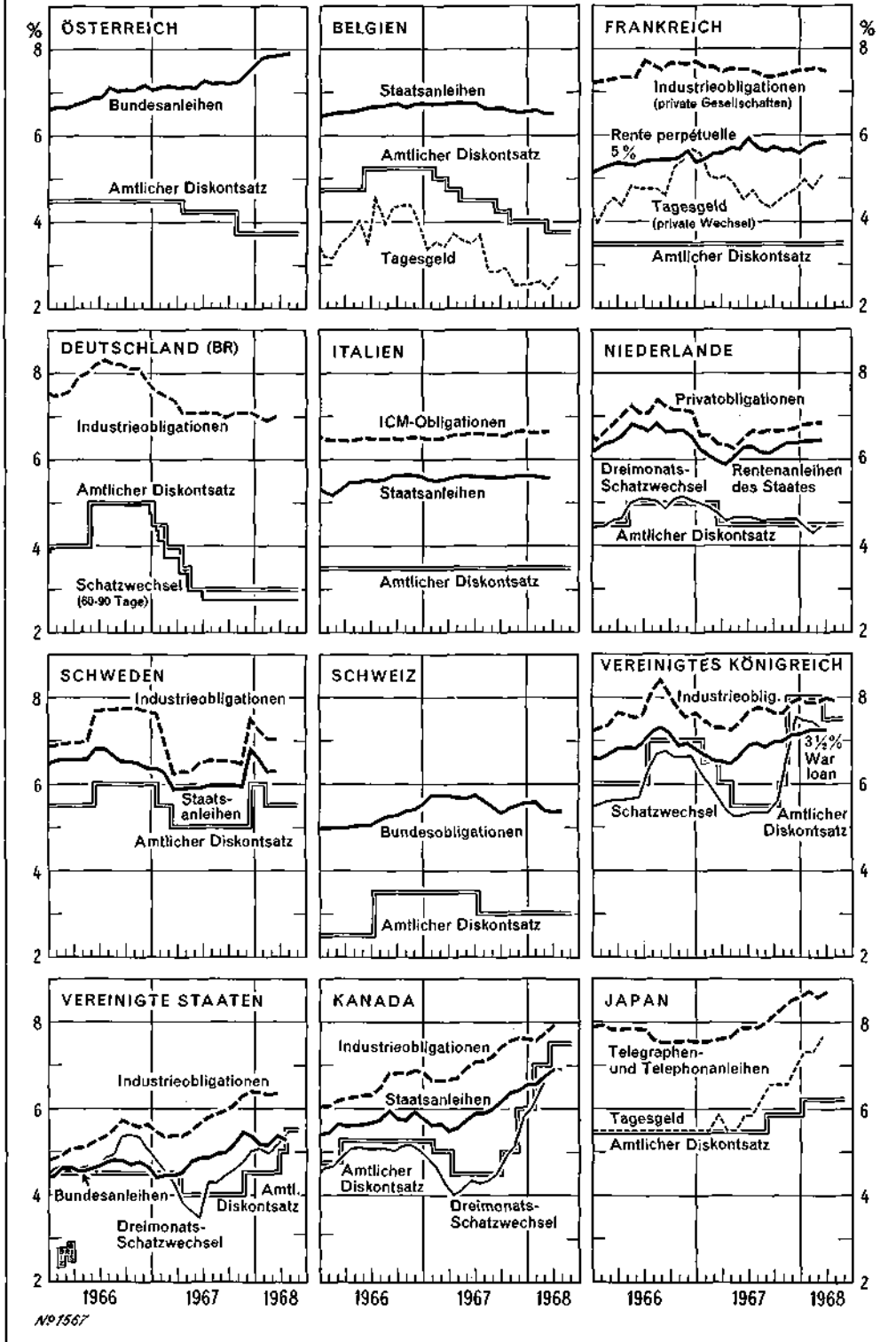
Änderungen der amtlichen Diskontsätze seit 1965

Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz
	Prozent		Prozent		Prozent
<b>Belgien</b>		<b>Japan</b>		<b>Schweden</b>	
3. Juli 1964 . . . . .	4%	18. März 1964 . . . . .	6,57	6. November 1964 . . .	5
2. Juni 1966 . . . . .	5½	9. Januar 1965 . . . . .	6,205	9. April 1965 . . . . .	5½
2. Februar 1967 . . . . .	5	3. April 1965 . . . . .	5,84	10. Juni 1968 . . . . .	6
23. März 1967 . . . . .	4%	26. Juni 1965 . . . . .	5,475	3. Februar 1967 . . . . .	5½
11. Mai 1967 . . . . .	4½	1. September 1967 . . . . .	5,84	10. März 1967 . . . . .	5
14. September 1967 . . . . .	4½	6. Januar 1968 . . . . .	6,205	15. Dezember 1967 . . . . .	6
26. Oktober 1967 . . . . .	4			9. Februar 1968 . . . . .	5½
7. März 1968 . . . . .	3%	<b>Kanada</b>		<b>Schweiz</b>	
<b>Dänemark</b>		24. November 1964 . . . . .	4½	3. Juli 1964 . . . . .	2½
11. Juni 1964 . . . . .	6½	6. Dezember 1965 . . . . .	4½	6. Juli 1966 . . . . .	3½
19. Dezember 1967 . . . . .	7½	14. März 1966 . . . . .	5¼	10. Juli 1967 . . . . .	3
19. März 1968 . . . . .	7	30. Januar 1967 . . . . .	5	<b>Spanien</b>	
<b>Deutschland (BR)</b>		7. April 1967 . . . . .	4½	9. Juni 1961 . . . . .	5
5. Mai 1961 . . . . .	3	27. September 1967 . . . . .	5	27. November 1967 . . . . .	5%
22. Januar 1965 . . . . .	3½	20. November 1967 . . . . .	6	<b>Vereinigtes Königreich</b>	
13. August 1965 . . . . .	4	22. Januar 1968 . . . . .	7	23. November 1964 . . . . .	7
27. Mai 1966 . . . . .	5	15. März 1968 . . . . .	7½	3. Juni 1965 . . . . .	6
6. Januar 1967 . . . . .	4½	<b>Niederlande</b>		14. Juli 1966 . . . . .	7
17. Februar 1967 . . . . .	4	4. Juni 1964 . . . . .	4½	26. Januar 1967 . . . . .	6½
14. April 1967 . . . . .	3½	2. Mai 1966 . . . . .	5	16. März 1967 . . . . .	6
12. Mai 1967 . . . . .	3	15. März 1967 . . . . .	4½	4. Mai 1967 . . . . .	5½
<b>Frankreich</b>		<b>Österreich</b>		19. Oktober 1967 . . . . .	6
14. November 1963 . . . . .	4	27. Juni 1963 . . . . .	4½	9. November 1967 . . . . .	6½
8. April 1965 . . . . .	3½	18. April 1967 . . . . .	4¼	20. November 1967 . . . . .	8
<b>Griechenland</b>		26. Oktober 1967 . . . . .	3%	21. März 1968 . . . . .	7½
17. Januar 1963 . . . . .	5½	<b>Portugal</b>		<b>Vereinigte Staaten</b>	
25. Juli 1967 . . . . .	4%	12. Januar 1944 . . . . .	2½	24. November 1964 . . . . .	4
<b>Island</b>		1. September 1965 . . . . .	3	6. Dezember 1965 . . . . .	4½
29. Dezember 1960 . . . . .	9			7. April 1967 . . . . .	4
1. Januar 1965 . . . . .	8			20. November 1967 . . . . .	4½
1. Januar 1966 . . . . .	9			22. März 1968 . . . . .	5
				19. April 1968 . . . . .	5½

Diese Veränderungen, zu denen noch andere liquiditätspolitische Förderungsmaßnahmen kamen, kennzeichneten eine allgemeine Rückkehr zu einer reichlichen Geld- und Kreditversorgung auf dem europäischen Kontinent. Später, gegen Ende 1967 und anfangs 1968, wurde der amtliche Diskontsatz — weitgehend im Zusammenhang mit der Pfundabwertung und ihren Auswirkungen auf die Gold- und Devisenmärkte — im Vereinigten Königreich, in den Vereinigten Staaten, in Kanada und in Japan kräftig heraufgesetzt. Aber selbst in dieser Zeit sah sich auf dem europäischen Kontinent mit Ausnahme von Schweden kein Land, das seine alte Währungsparität beibehalten hatte, veranlaßt, seinen Diskontsatz anzuheben. Im März 1968 ermäßigte Belgien seinen Diskontsatz abermals.

Hingegen reagierten die langfristigen Zinssätze auf die entspannte Geld- und Kreditlage nicht sehr, obwohl die Gesamtnachfrage auf dem Kontinent fast das ganze Jahr 1967 hindurch gedämpft blieb. In der Bundesrepublik Deutschland hörte der Rückgang der Renditen von Bundesanleihen, die im Sommer 1966 einen ungewöhnlich hohen Stand erreicht hatten, im Frühjahr 1967 bei knapp 7 Prozent schon wieder auf, und später mußten die öffentlichen Stellen intervenieren, um einen erneuten Anstieg zu verhindern. In den Niederlanden — einstmals

**Zinssätze**



ein Niedrigzinsland — sank die Rendite der Staatsanleihen im Frühjahr kurze Zeit auf unter 6 Prozent, aber danach hielt sie sich bei rund  $6\frac{1}{4}$ - $6\frac{1}{2}$  Prozent. In Belgien gab die Rendite von Staatspapieren vom Sommer an nur zögernd nach, obwohl der Diskontsatz mehrmals gesenkt wurde. Noch mehr als in Belgien waren in der Schweiz die langfristigen Renditen im Sommer 1967 höher als ein Jahr vorher, und durch die Diskontsatzsenkung vom Juli gingen sie nur vorübergehend herunter. In Italien und Frankreich blieben die Renditen 1967 und Anfang 1968 ziemlich stabil.

Drei Faktoren erklären, warum die langfristigen Zinssätze 1967 nach unten unelastisch waren: 1. die starke Liquiditätspräferenz, 2. die Nachfrage nach langfristigen Mitteln, insbesondere von seiten der öffentlichen Haushalte, und 3. in einigen Ländern der Abfluß von Mitteln zum internationalen Anleihemarkt.

1. *Liquiditätsbildung.* In den meisten Ländern expandierte das Volumen an Geld und Quasigeld, insbesondere das zweitgenannte, 1967 rascher als im Jahr vorher. Darin kam zunächst einmal der normalerweise mit einer Konjunkturverlangsamung einhergehende Liquidisierungsprozeß zum Ausdruck, der durch die expansivere Geldpolitik, meist in Verbindung mit Zahlungsbilanzüberschüssen, erleichtert wurde. Ein weiterer Grund war, daß die Wirtschaft einen eventuellen

Liquide Inlandsforderungen

	Jahr	Geld und Quasigeld, jährliche Veränderung <sup>1</sup>	Geld und Quasigeld <sup>2</sup> in Prozent des Brutto-sozialprodukts		Jahr	Geld und Quasigeld, jährliche Veränderung <sup>1</sup>	Geld und Quasigeld <sup>2</sup> in Prozent des Brutto-sozialprodukts
Belgien . . . . .	1965	32,70	45,4	Österreich . . . . .	1965	14,53	53,5
	1966	33,90	45,9		1966	13,72	54,7
	1967	33,20	47,0		1967	14,03	56,4
Dänemark . . . . .	1965	3,02	47,1	Schweden . . . . .	1965	3,02	66,7
	1966	4,16	48,1		1966	5,95	65,9
	1967	3,63	48,8		1967	8,94	67,1
Deutschland (BR) . . . . .	1965	22,40	40,0	Schweiz . . . . .	1965	6,01	129,3
	1966	21,20	42,0		1966	5,47	128,9
	1967	29,40	46,8		1967	8,51	132,3
Finnland . . . . .	1965	1 060	40,7	Spanien . . . . .	1965	144,70	66,4
	1966	1 352	42,1		1966	130,70	66,9
	1967	1 020	42,6		1967	174,50	68,7
Frankreich . . . . .	1965	18,04	37,4	Vereinigtes Königreich . . . . .	1965	896	34,0
	1966	18,86	38,6		1966	528	34,1
	1967	24,48	39,7		1967	1 410	35,0
Italien . . . . .	1965	3 490	65,0	Vereinigte Staaten . . . . .	1965	28,00	43,1
	1966	3 658	69,6		1966	16,70	42,7
	1967	4 128	73,1		1967	35,30	44,0
Niederlande . . . . .	1965	4,20	59,1	Kanada . . . . .	1965	1,98	35,8
	1966	3,61	58,9		1966	1,24	34,6
	1967	5,83	60,1		1967	3,10	36,6
Norwegen . . . . .	1965	2,54	51,1	Japan . . . . .	1965	3 872	76,1
	1966	2,32	51,4		1966	4 128	77,7
	1967	2,81	51,9		1967	4 575	75,7

<sup>1</sup> In Milliarden (bei Finnland und dem Vereinigten Königreich: Millionen) Einheiten der Landeswährung. <sup>2</sup> Jahresdurchschnitte.  
Quelle: IWF, „International Financial Statistics“.



erneuten Zinsauftrieb erwartete, da man mit einer neuerlichen Expansion rechnete und die Kreditknappheit von 1966 noch gut in Erinnerung hatte.

Eben diese Bedingungen ließen die Nachfrage nach Bankkrediten steigen, zumal langfristiges Kapital verhältnismäßig teuer war. Die Kreditgewährung an den privaten Sektor beschleunigte sich in Belgien, Finnland, Frankreich, den Niederlanden und Schweden, während sie in der Bundesrepublik langsamer wuchs als vorher und in Italien und der Schweiz ihren vorherigen Trend beibehielt. Die Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor intensivierte sich in Dänemark, Deutschland, Frankreich und Österreich. Auf alle Fälle ließ der große Umfang der Kreditgewährung an die heimische Wirtschaft in Verbindung mit der starken Liquiditätsvorliebe die liquiden Forderungen gegen das Bankensystem stark steigen.

In Kanada hing die beträchtliche Ausweitung der Bankeinlagen im Jahre 1967 zum Teil mit der stärkeren Kreditnachfrage zusammen, zum Teil beruhte sie aber auch darauf, daß das neue Bankengesetz vom Frühjahr 1967 die Wettbewerbsposition der Banken verbesserte. In Japan wurde die Ausweitung des Volumens der Bankeinlagen bis zu einem gewissen Grade dadurch begrenzt, daß die Zahlungsbilanz defizitär war und die Geldpolitik wieder restriktiv wurde.

2. *Inländische Emissionen.* Trotz der entspannten Kreditlage war die Emissionstätigkeit 1967 bis zu einem gewissen Grade durch die anhaltend starke Liquiditätsvorliebe des privaten Sektors behindert. Zwar nahm die Emissionstätigkeit in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern zu, doch war der Zuwachs im allgemeinen gering, wenn man ihn mit der Zunahme entweder des Bruttosozialprodukts oder der liquiden Forderungen gegen Banken vergleicht.

In der Bundesrepublik Deutschland zeigte der Kapitalmarkt im vergangenen Jahr eine gewisse Erholung; der Nettoabsatz von Wertpapieren erreichte, nachdem er 1966 stark zurückgegangen war, wieder ungefähr seinen Umfang von 1965. Jedoch entfiel der Zuwachs zum größten Teil auf die Ausgabe von Bankschuldverschreibungen, die von anderen Banken übernommen wurden; daneben weiteten auch die öffentlichen Stellen ihre Emissionstätigkeit aus. Der Wertpapiererwerb des privaten Sektors blieb hingegen gedrückt. In Frankreich und Italien ging der Nettoabsatz von Wertpapieren zurück, was in beiden Fällen zum Teil daran lag, daß der Staat die Aufnahme langfristiger Schulden verringerte. In Dänemark weitete sich der Nettoabsatz zwar etwas aus, aber er war noch nicht wieder so hoch wie zwei Jahre vorher. In den Niederlanden nahmen die zentralen und nichtzentralen öffentlichen Haushalte den Markt vermehrt in Anspruch, aber die übrigen Emittenten hielten sich stärker zurück. In der Schweiz entfiel der leichte Anstieg des Emissionsvolumens hauptsächlich auf die Auslandsanleihen, die weitgehend vom Ausland gekauft wurden.

Auf der anderen Seite war in Belgien und Schweden die Vergrößerung des Emissionsvolumens 1967 ziemlich beträchtlich. In Belgien, wo die Zahlungsbilanz aktiv und die Kreditsituation entspannt war, deckte der öffentliche Sektor einen größeren Teil seines Finanzbedarfs am Kapitalmarkt. In Schweden nahmen sowohl der öffentliche wie der private Sektor mehr Kapital auf.

Nettoabsatz von Wertpapieren an nationalen Kapitalmärkten

	Jahr	Öffentlicher Sektor		Privater Sektor <sup>1</sup>		Ausländische Emissionen	Insgesamt	Private und ausländische Emissionen	Nettoabsatz insgesamt
		Staat	Sonstige Stellen	Aktien	Obligationen				
		Milliarden Einheiten der Landeswährung							
Belgien . . . . .	1965	17,21	12,09	11,46	15,30	0,26	56,32	3,2	6,6
	1966	12,97	12,24	13,95	14,12	0,46	53,74	3,1	5,9
	1967	12,17	24,09	11,96	22,10	.	70,32	3,5	7,2
Dänemark . . . . .	1965	-0,14	—	0,30	4,82	—	4,99	7,3	7,1
	1966	-0,16	—	0,23	4,20	—	4,27	5,8	5,6
	1967	-0,16	—	0,28	4,37	—	4,50	5,5	5,4
Deutschland (BR) . . . . .	1965	1,15 <sup>2</sup>	1,96	3,96	9,36	1,36 <sup>3</sup>	17,79	3,2	3,9
	1966	0,36 <sup>2</sup>	0,06	2,71	5,10	1,34 <sup>3</sup>	9,58	1,9	2,0
	1967	2,11 <sup>2</sup>	2,98	1,91	10,23	0,82 <sup>3</sup>	18,05	2,7	3,7
Frankreich . . . . .	1965	0,11	0,69	5,02	6,27	0,12	12,16	2,4	2,6
	1966	0,56	0,84	3,66	7,13	0,20	12,39	2,2	2,5
	1967	0,30	0,85	3,35	6,92	0,20	11,62	2,0	2,2
Italien . . . . .	1965	161	501 <sup>4</sup>	406	1 295	14	2 377	4,8	6,7
	1966	719	832 <sup>4</sup>	470	1 198	72	3 291	4,5	8,5
	1967	1 006 <sup>4</sup>		396	1 389	20	2 811	4,3	6,7
Niederlande . . . . .	1965	-0,03	0,59	0,11	0,71	0,04	1,41	1,2	2,0
	1966	-0,02	0,66	0,06	0,80	-0,07	1,43	1,1	1,9
	1967	0,32	0,76	0,06	0,26	-0,04	1,37	0,4	1,7
Schweden . . . . .	1965	-0,29	0,29	0,93	2,73	—	3,66	3,7	3,7
	1966	-0,14	0,37	0,72	4,60	—	5,55	4,9	5,1
	1967	1,20	0,52	0,56	5,62	—	7,89	5,2	6,6
Schweiz <sup>5</sup> . . . . .	1965	-0,22	0,75	1,54	1,81	0,26	4,15	6,0	6,9
	1966	0,00	0,90	1,21	1,59	0,42	4,11	5,0	6,4
	1967	0,06	0,89	1,20	1,60	0,71	4,46	5,1	6,5
Spanien . . . . .	1965	26,51	8,91	34,76	25,93	—	96,11	4,7	7,5
	1966	24,44	6,75	40,08	26,19	—	97,48	4,5	6,6
	1967	27,80	10,09	46,55	28,71	—	113,16	4,5	6,8
Vereinigtes Königreich . . . . .	1965	0,22 <sup>6</sup>	0,21	0,07	0,37	0,02	0,90	1,3	2,5
	1966	0,23 <sup>6</sup>	0,19	0,19	0,51	-0,02	1,11	1,8	2,9
	1967	0,53 <sup>6</sup>	0,22	0,07	0,41	0,11	1,33	1,5	3,4
Vereinigte Staaten <sup>7</sup>	1965	3,60 <sup>8</sup>	6,10	3,00	8,10	1,60 <sup>9</sup>	22,40	1,9	3,3
	1966	6,30 <sup>8</sup>	5,50	5,00	11,10	1,50 <sup>9</sup>	29,40	2,4	4,0
	1967	12,70 <sup>8</sup>	9,40	5,00	15,90	1,90 <sup>9</sup>	44,80	2,9	5,7
Kanada . . . . .	1965	-0,06	0,73	0,46	0,99	0,02 <sup>9</sup>	2,15	2,8	4,1
	1966	0,42	1,41	0,58	0,53	0,04 <sup>9</sup>	2,98	2,0	5,1
	1967	0,82	1,57	0,47	0,68	—	3,54	1,8	5,7
Japan . . . . .	1965	— 10	151	277	1 391 <sup>10</sup>	—	1 809	5,5	5,9
	1966	797	205	433	1 576 <sup>10</sup>	—	3 011	5,7	8,6
	1967	645	177	398	1 699 <sup>10</sup>	—	2 919	5,0	7,0

<sup>1</sup> Auch Emissionen halböffentlicher Kreditinstitute und verstaatlichter Unternehmen. <sup>2</sup> Veränderung des Umlaufs an Anleihen und Kassenobligationen. <sup>3</sup> Auch Absatz an Ausländer. <sup>4</sup> Einschließlich indirekter Kapitalaufnahme der Staatskasse. <sup>5</sup> Auch nichtöffentlich begebene Emissionen. <sup>6</sup> Veränderung der umlaufenden Staatsschuld (ohne Schatzwechsel). <sup>7</sup> Auf Grund von Angaben der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung des Federal Reserve System, ohne Hypothekendarlehen. <sup>8</sup> Direktemissionen einschließlich „agency issues“ und Beteiligungszertifikate. <sup>9</sup> Brutto. <sup>10</sup> Auch Obligationen öffentlicher Gesellschaften.

In Kanada, in den Vereinigten Staaten und in geringerem Maße im Vereinigten Königreich weitete sich das Emissionsvolumen im vergangenen Jahr aus. Während der Anstieg in Kanada und im Vereinigten Königreich vor allem auf den öffentlichen Sektor entfiel, nahmen in den Vereinigten Staaten auch die

Emissionen der Gesellschaften wesentlich zu. In Japan ging das gesamte Emissionsvolumen bei der angespannten Kreditlage leicht zurück.

3. *Der internationale Anleihemarkt.* Die Anziehungskraft des internationalen Anleihemarktes für langfristiges Kapital war der dritte Faktor, der in bestimmten kontinentaleuropäischen Ländern die heimischen Zinssätze tendenziell hoch hielt, während allerdings andere Länder per Saldo Gelder erhielten. In den meisten Ländern, außer in Skandinavien, ist Inländern der Erwerb von Anleihen des internationalen Marktes (sogenannten Eurobonds) gestattet, die häufig bedeutend günstigere Nettorenditen aufweisen, als sie an den nationalen Märkten zu erzielen sind. Aus Ländern wie der Bundesrepublik, den Niederlanden, Belgien, Italien und der Schweiz scheinen diesem Markt im vergangenen Jahr per Saldo in beträchtlichem Umfang Mittel zugeflossen zu sein, obgleich hierüber keine genauen Angaben verfügbar sind. Bedeutende Käufer auf diesem Markt sind beispielsweise auch der Nahe Osten und Lateinamerika. Auf der anderen Seite sind in den Vereinigten Staaten die Käufe von Inländern der Zinsausgleichssteuer unterstellt, und im Vereinigten Königreich sind die Käufe von Inländern durch den Spielraum begrenzt, der für die Konvertierung von Sterling in Investmentdollar — unter Zahlung eines Aufgeldes — besteht.

Nach Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist das gesamte Emissionsvolumen an Auslandsanleihen und internationalen Anleihen von rund 1 940 Millionen Dollar 1963 auf 4 210 Millionen Dollar 1967 gestiegen. Der Zuwachs beruhte zum größten Teil auf der raschen Ausweitung der internationalen Anleihen, das heißt derjenigen Anleihen, die von internationalen Konsortien für den Verkauf in mehreren Ländern übernommen werden. So entfielen 1967 auf die internationalen Anleihen 44 Prozent der gesamten im Ausland begebenen Anleihen, gegenüber nur 7 Prozent im Jahre 1963, in dem in den Vereinigten Staaten die Zinsausgleichssteuer eingeführt wurde. Rund 90 Prozent dieser Anleihen lauteten auf US-Dollar, gegenüber rund 60 Prozent vier Jahre vorher. Demgegenüber haben sich die „klassischen“ Auslandsanleihen, die auf einem einzelnen nationalen Markt in der Währung dieses Marktes begeben werden, in den Jahren 1963–1967 verhältnismäßig wenig erhöht. Außerdem entfielen in dieser Kategorie ungefähr vier Fünftel des gesamten Zuwachses auf Anleihen, die in den Vereinigten Staaten von Emittenten aus Kanada begeben wurden, das von der Zinsausgleichssteuer ausgenommen ist.

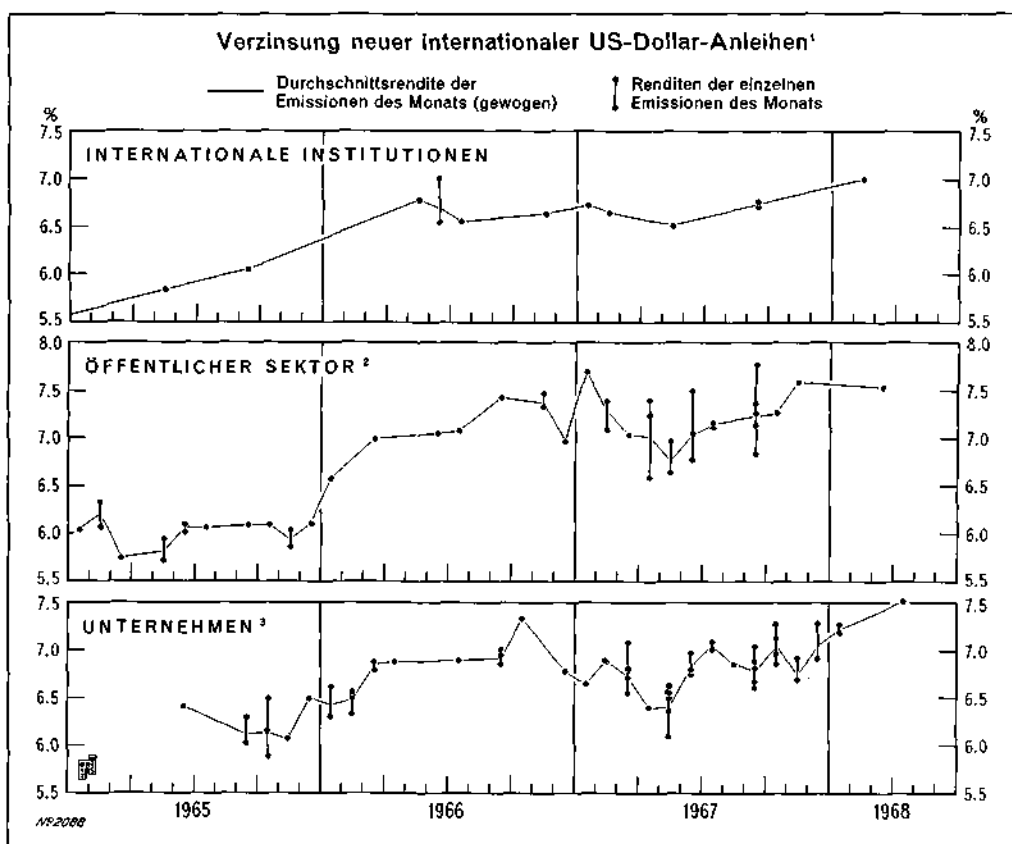
Die internationalen Emissionen erhöhten sich von 1 105 Millionen Dollar 1966 auf 1 860 Millionen Dollar 1967. Ein Grund für diesen kräftigen Anstieg war, daß anlagebereites Kapital reichlicher zur Verfügung stand, nachdem die Kreditpolitik auf dem Kontinent gelockert worden war und im Zusammenhang damit die langfristigen Zinssätze in einigen Ländern nach ihren 1966 verzeichneten Höhepunkten sanken. Insbesondere die ausländischen Inhaber deutscher Papiere, für welche die 25prozentige Kuponsteuer gilt, reduzierten ihre Bestände an solchen Papieren stark und dürften dafür teilweise internationale Anleihen erworben haben. Auf der Nachfrageseite war ein wichtiger Faktor die Verdoppelung des Volumens der internationalen Anleihen von kontinentaleuropäischen Emittenten, vorwiegend aus Belgien, Frankreich, Österreich und den skandinavischen Ländern.

Die Emissionen von US-Unternehmen und ihren Tochtergesellschaften stiegen von rund 440 Millionen Dollar 1966 auf über 525 Millionen Dollar 1967.

Auslandsanleihen und internationale Anleihen<sup>1</sup>

Emittierendes Land bzw. Gebiet	Jahr	Auslandsanleihen: Emissionsmarkt					Internationale Anleihen <sup>2</sup>	Anleihen im Ausland insgesamt
		Kontinental-europa <sup>3</sup>	Vereinigtes Königreich	Kanada	Vereinigte Staaten	Ins-gesamt		
Millionen US-Dollar								
Kontinentaleuropa . . . . .	1963	159	—	—	307	466	88	553
	1964	81	4	—	35	120	408	528
	1965	75	4	—	25	104	456	559
	1966	90	14	—	—	104	426	531
	1967	58	—	—	15	73	859	931
Vereinigtes Königreich . . .	1963	16	—	—	40	56	—	56
	1964	15	—	—	6	20	—	20
	1965	23	—	—	60	103	25	128
	1966	12	—	—	—	12	40	52
	1967	23	—	—	—	23	51	74
Kanada . . . . .	1963	—	—	—	748	748	—	748
	1964	—	—	—	777	777	—	777
	1965	—	—	—	1 034	1 034	—	1 034
	1966	—	—	—	1 070	1 070	—	1 070
	1967	—	—	—	1 172	1 172	—	1 172
Vereinigte Staaten . . . . .	1963	9	—	—	—	9	—	9
	1964	—	—	—	—	—	—	—
	1965	10	—	—	—	10	331	341
	1966	190 <sup>3</sup>	—	—	—	190	439	629
	1967	71	—	—	—	71	527	598
Japan . . . . .	1963	25	14	—	138	177	20	197
	1964	37	—	—	—	37	162	199
	1965	10	—	—	63	73	25	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—
	1967	—	—	—	15	15	—	15
Übrige Welt . . . . .	1963	28	129	—	123	280	25	305
	1964	45	53	—	216	316	5	321
	1965	—	59	—	215	275	83	357
	1966	—	42	—	204	246	101	347
	1967	31	102	—	237	370	305	675
Internationale Institutionen .	1963	68	—	—	—	68	5	73
	1964	95	8	—	150	253	121	373
	1965	70	—	23	200	293	128	421
	1966	182	—	37	175	394	101	495
	1967	114	—	—	510	624	120	744
Placierte Anleihen insgesamt . . . . .	1963	306	143	—	1 356	1 805	137	1 942
	1964	272	58	—	1 184	1 523	696	2 219
	1965	188	63	23	1 617	1 892	1 046	2 938
	1966	474	56	37	1 448	2 015	1 107	3 123
	1967	286	102	—	1 948	2 347	1 861	4 208

<sup>1</sup> Mit einer Laufzeit von fünf Jahren oder mehr. Auch nichtöffentlich begebene Emissionen, soweit erfaßbar. Anleihen, die Unternehmen über ihre Tochtergesellschaften begeben, werden normalerweise als Anleihen des Landes behandelt, in dem die Muttergesellschaft ihren Sitz hat. <sup>2</sup> Anleihen von Gebietsfremden, die in der Bundesrepublik Deutschland in der Zeit von März 1964 bis Ende 1967 begeben wurden, werden im allgemeinen als internationale Anleihen behandelt. Im März 1964 wurde die 25prozentige Kuponsteuer auf Zinszahlungen für deutsche Anleihen im Besitz von Gebietsfremden eingeführt. In der Folge wurden Anleihen von Gebietsfremden, da sie dieser Steuer nicht unterstellt sind, bis in die letzte Zeit hinein hauptsächlich an Gebietsfremde verkauft und mit Zinssätzen ausgestattet, die unter denen des deutschen Marktes liegen. <sup>3</sup> Hauptsächlich Emission einer US-Gesellschaft zum Austausch für Aktien einer deutschen Gesellschaft (Texaco/Deutsche Erdöl).



<sup>1</sup> Emissionsrenditen unter Zugrundelegung der Gesamtlaufzeit für öffentlich begebene langfristige Anleihen. <sup>2</sup> Auch staatlich garantierte Anleihen. <sup>3</sup> Auch Anleihen der verstaatlichten Wirtschaft, aber ohne Wandelanleihen.

Die Renditen neuemittierter internationaler US-Dollar-Anleihen, die von 1965 bis gegen Ende 1966 gestiegen waren, gingen 1967 mit dem allgemeinen Nachlassen der weltweiten monetären Anspannungen zunächst beträchtlich zurück. Im Spätfrühjahr und Frühsommer zogen sie jedoch wieder an und stabilisierten sich — je nach Schuldnerkategorie — etwa im Bereich zwischen  $6\frac{3}{4}$  und  $7\frac{1}{4}$  Prozent. Gegen Ende 1967 und Anfang 1968 stiegen die Renditen weiter, da sich der Dollar unter Druck befand, die amerikanische Geldpolitik gestrafft wurde und das neue US-Zahlungsbilanzprogramm in Kraft trat.

In den letzten drei Jahren waren die Schwankungen in den Emissionsrenditen bei Unternehmensanleihen geringer als bei Anleihen der öffentlichen Hand. Dies liegt unter anderem daran, daß die Unternehmen, sobald die Renditen über ein bestimmtes Niveau steigen, zu Wandelanleihen überzugehen pflegen. Das war Anfang 1966 und dann wieder Anfang 1968 der Fall. Auch waren die Renditen von Unternehmensanleihen gewöhnlich weniger weit gestreut und durchschnittlich niedriger als diejenigen des öffentlichen Sektors — vor allem deshalb, weil es sich bei den betreffenden Unternehmen im allgemeinen um eine homogene Gruppe von Emittenten mit hohem internationalem Standing handelte.

In den ersten vier Monaten des Jahres 1968 betrug die gesamten öffentlichen Begebungen (also ohne die privaten Placierungen) von Auslandsanleihen

und internationalen Anleihen 1 630 Millionen Dollar, verglichen mit 1 145 Millionen Dollar in der entsprechenden Periode des Jahres 1967. Die wichtigste Veränderung ergab sich bei den internationalen Emissionen von US-Unternehmen und ihren Tochtergesellschaften, die von 165 Millionen Dollar in den ersten vier Monaten 1967 — als direkte Folge der Verschärfung des US-Zahlungsbilanzprogramms Anfang 1968 — auf rund 740 Millionen Dollar im entsprechenden Zeitraum von 1968 answollen. Von diesem Gesamtvolumen entfielen rund 85 Prozent auf Wandelanleihen.

Im Jahre 1967 stellte das Paradoxon einer lockeren Geldpolitik und hoher langfristiger Zinssätze die Währungsbehörden auf dem Kontinent vor ein neues Problem. Eine entspanntere Kapitalmarktlage könnte nämlich nicht nur zu einer Wiederbelebung der Investitionstätigkeit in der Industrie beitragen, sondern auch den Kapitalabfluß und die außenwirtschaftliche Anpassung erleichtern. In diesem Sinne haben die Behörden in mehreren Ländern ihre Politik so gestaltet, daß Auftriebstendenzen bei den langfristigen Zinssätzen gemildert wurden. Dies wird nachstehend im Zusammenhang mit der Entwicklung in den einzelnen Ländern erörtert.

### **Westeuropäischer Kontinent**

*Bundesrepublik Deutschland.* Obwohl die Investitionstätigkeit und die Produktion schon seit dem vorangegangenen Sommer rückläufig waren, wurde die Geld- und Kreditpolitik erst um die Jahreswende 1966/67 aktiv gelockert, das heißt zu einer Zeit, als die öffentlichen Finanzen auf eine gesündere Grundlage gestellt worden waren und die Preisinflation sich abgeschwächt hatte. Nachdem die Lockerung aber in die Wege geleitet war, machte sie rasche Fortschritte. Der Diskontsatz wurde in der Zeit von Januar bis Mai in vier Etappen von 5 auf 3 Prozent gesenkt und der Lombardsatz im August zusätzlich um  $\frac{1}{2}$  Prozent zurückgenommen. Außerdem wurden die Mindestreserveanforderungen bis zum September zunehmend ermäßigt, wodurch bis zu diesem Zeitpunkt Liquidität im Betrage von 6 Milliarden DM freigesetzt wurde. Jedoch benützten die Kreditinstitute diesen Liquiditätszuwachs weitgehend zu kurzfristigen Auslandsanlagen, da einmal die private Kreditnachfrage bis zum Sommer gedämpft blieb und andererseits die Arbitragesätze attraktiv waren. Dieser Abfluß bot, auch wenn er dahin tendierte, den Rückgang der inländischen Zinssätze zu begrenzen, einen Ausgleich für den hohen Überschuß in der außenwirtschaftlichen Grundbilanz.

Auch die Fiskalpolitik wurde zur Konjunkturförderung eingesetzt. Obwohl im Haushaltsplan für 1967 bestimmte Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen für notwendig gehalten worden waren, beschloß man im Januar, den konjunkturbedingten Einnahmerückgang sich voll auf das Defizit auswirken zu lassen. Außerdem wurde ein „Eventualhaushalt“ beschlossen, in dem kreditfinanzierte Investitionsausgaben von 2,5 Milliarden DM vorgesehen waren. Die Bundesbank unterstützte die Defizitfinanzierung durch Erweiterung ihrer Geldmarktoperationen und durch reichliche Bereitstellung von Liquidität. Ferner bestanden zur Förderung der privaten Investitionstätigkeit bis Oktober besondere Abschreibungsvergünstigungen für neue Investitionen.

Im Sommer war die Sohle des Konjunkturtales erreicht, und allmählich setzte die Erholung ein. Die Verbesserung ging hauptsächlich vom Investitionsgütersektor aus, der wieder einen guten Auftragseingang sowohl aus dem Inland wie aus dem Ausland verzeichnen konnte. Der Investitionstätigkeit kam nicht nur die Expansionspolitik zugute, sondern auch die durch den Produktivitätsfortschritt bedingte Vergrößerung der Gewinnspannen. Gedämpft blieben jedoch die Investitionen des öffentlichen Sektors sowie der Konsum und die Vorratsbildung. Um die Erholung rascher voranzutreiben, wurde im Juli ein zweites Konjunkturförderungsprogramm beschlossen. Es sah öffentliche Investitionen in Höhe von 5,3 Milliarden DM vor, die hauptsächlich vom Bund finanziert und vorwiegend von den Gemeinden ausgeführt werden sollten.

Im Frühjahr und Frühsommer zeigten sich am Kapitalmarkt Anzeichen einer erneuten Überbelastung. Bei dem Anstieg der langfristigen Renditen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten und am internationalen Anleihe- markt, begannen Ausländer deutsche Wertpapiere abzustoßen, von deren Ertrag sie eine 25prozentige Kuponsteuer entrichten müssen. Die Anspannungen am Markt wurden auch dadurch verschärft, daß die Sozialversicherungsträger einen Teil ihrer Wertpapierbestände abbauen mußten. Außerdem waren bei der Ausweitung der Emissionstätigkeit und der zunehmenden Konjunkturbelebung die Banken nicht mehr im gleichen Maße wie früher bereit, neue Wertpapiere zu übernehmen. Unter diesen Umständen begann die Bundesbank, um die Wirkung ihrer Expansionspolitik zu erhöhen, im August erstmals mit Offenmarktkäufen von langfristigen öffentlichen Papieren. Bis zum Jahresende hatte sie solche Papiere im Betrage von etwa 1,3 Milliarden DM erworben, und die Rendite von Staatsschuldverschreibungen sank von 6,9 Prozent im vergangenen Sommer auf 6,7 Prozent in der ersten Zeit des Jahres 1968. Andere Renditen stiegen, aber nur wenig.

Die Politik des leichten Geldes ließ in Verbindung mit dem anhaltenden Überschuß in der außenwirtschaftlichen Grundbilanz die freien Liquiditätsreserven der Banken im Laufe des Jahres um nahezu 15 Milliarden DM auf fast 35 Milliarden DM steigen. Da außerdem auch die langfristigen Mittel der Banken stark zunahmen, konnten sie den Kreditwünschen der inländischen Wirtschaft ohne Schwierigkeiten entsprechen. Jedoch belebte sich die Kreditgewährung an den privaten Sektor erst im Sommer, und der Gesamtbetrag für das Jahr war mit 15,4 Milliarden DM beachtlich niedriger als 1966 (19,1 Milliarden DM). Dagegen erweiterte der öffentliche Sektor seine Kreditaufnahme im Zuge des Deficit spending auf 11,7 Milliarden DM (im Vorjahr: 6,4 Milliarden DM). Außerdem steigerten die Banken ihre Kreditgewährung an das Ausland, so daß sie wesentlich an dem kräftigen Anstieg der Nettoausfuhr langfristigen Kapitals beteiligt waren.

Der Nettoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren deutscher Emittenten erhöhte sich 1967 auf 15 Milliarden DM, hauptsächlich als Folge der Emissionen des öffentlichen Sektors. Ermöglicht wurde dieses Ergebnis durch die einmalig hohen Käufe der Kreditinstitute in Höhe von 11,6 Milliarden DM. Die Käufe der privaten Haushalte waren mit 2,6 Milliarden DM nur ungefähr halb so groß wie in den Jahren vor der Rentenmarktkrise von 1966.

Ein ermutigendes Resultat der letzten Zeit war, daß man im Rahmen der Stabilisierungspolitik erstmals auch mit dem Mittel einer flexiblen Budgetgestaltung arbeitete. Nach dem im Juni 1967 erlassenen Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft muß die Finanzpolitik den konjunkturellen Verhältnissen angepaßt werden. Die Behörden sind nicht nur zu den erforderlichen Maßnahmen ermächtigt, sondern sie sind auch verpflichtet, die Finanzen über einen Zeitraum von fünf Jahren so zu planen, daß die Stabilität der Wirtschaft nicht gefährdet wird. Vorgesehen ist ferner eine „konzertierte Aktion“ der Sozialpartner bei einer Beeinträchtigung des Gleichgewichts durch die Einkommens- und Preisentwicklung. Aus mehr strukturellen Gründen sind im Bundeshaushalt von 1968 bestimmte Steuererhöhungen in Verbindung mit der Kürzung von Verbrauchsausgaben und der Steigerung von Investitionsausgaben geplant. Per Saldo bleibt der Haushalt jedoch expansiv, und es wird geschätzt, daß das gesamte Deficit spending knapp 8 Milliarden DM und damit etwa den Vorjahresbetrag erreicht.

Im Frühjahr 1968 weitete sich die Gesamtnachfrage ziemlich rasch aus, wobei auch der lange hinausgeschobene Aufbau der Lagerbestände wieder eine Rolle spielte.

*Frankreich.* Aus der in der zweiten Hälfte des Jahres 1966 erkennbaren Verlangsamung des Wachstums entwickelte sich im ersten Halbjahr 1967 ein flaches Konjunkturtal. Bestimmend hierfür waren vor allem eine Abschwächung der Exporte und das verlangsamte Wachstum des Verbrauchs; aber auch die private Bautätigkeit ließ nach, und die für den 1. Januar 1968 bevorstehende Einbeziehung der Einzelhandelsumsätze in den Geltungsbereich der Mehrwertsteuer führte zu einem gewissen Lagerabbau. Der Zuwachs der Investitionen reichte demgegenüber nicht aus, um die depressiven Einflüsse zu kompensieren, obwohl er im vergangenen Jahr die Ziele des Fünften Plans überschritt. Da die rezessiven Faktoren jedoch zum Teil außenwirtschaftlich bedingt oder vorübergehender Natur waren, hielten sich die zuständigen Stellen mit expansiveren Maßnahmen zurück.

Der Staatshaushalt war bereits 1966 defizitär geworden, zum Teil infolge von Maßnahmen zur Förderung der öffentlichen und in zweiter Linie auch der privaten Investitionen. Ab Juni 1967 wurde die stimulierende Wirkung des Etats gesteigert und erweitert. So sorgte man im Laufe des Sommers für eine raschere Zunahme der Ausgaben in der verstaatlichten Wirtschaft sowie für eine reichlichere Kreditversorgung zugunsten der Bauwirtschaft und der öffentlichen Investitionen. Der Anregung des Verbrauchs dienten die Erhöhung der Mindestlöhne in der Industrie und in der Landwirtschaft, die Verbesserung des Systems der Familienzulagen und der Arbeitslosengelder, die Lockerung der Konsumkreditbestimmungen und die Senkung der Einkommenssteuer für die unteren Einkommensgruppen. Diese Maßnahmen wurden jedoch zum großen Teil dadurch kompensiert, daß in der Zeit von Juni bis Oktober 1967 die Leistungen der öffentlichen Dienste verteuert sowie im Rahmen einer Sozialversicherungsreform die Arbeitnehmerbeiträge erhöht und die Sozialleistungen verringert wurden.

Die kumulative Wirkung der wirtschaftspolitischen Lockerungsmaßnahmen ließ in Verbindung mit einem erneuten Wachstum der Exporte die Konjunktur



im Herbst wieder lebhafter werden. Aber die Erholung war weder umfassend noch intensiv, und die Arbeitslosigkeit nahm noch zu. In der Erwartung einer baldigen weiteren Besserung wurde im Budget für 1968 ein Defizit von nur 1,9 Milliarden Franken veranschlagt, doch wurden für den Fall, daß sich diese Erwartung als falsch erweisen sollte, Eventualmaßnahmen vorgesehen.

Für das gesamte Jahr 1967 stellte sich das Haushaltsdefizit des Staates auf 7,2 Milliarden Franken (1966: 2,0 Milliarden). Wiederum wurde es teils durch Ausgabe einer Nationalen Investitionsanleihe (1,25 Milliarden Franken, verglichen mit 1,5 Milliarden 1966), teils aus dem Postsparaufkommen und mit Geldern der Korrespondenten der Staatskasse finanziert. Während die Kassentransaktionen des Staates jedoch 1966 Liquidität im Betrage von etwa 1,7 Milliarden Franken absorbiert hatten, trugen sie im vergangenen Jahr im Betrage von 2,7 Milliarden Franken zur Liquiditätsschöpfung bei.

Die vom Bankensystem (einschließlich der Zentralbank) gewährten Kredite an den privaten Sektor erhöhten sich im vergangenen Jahr um 24,1 Milliarden Franken (1966: 17,4 Milliarden). Diese hohe Expansionsrate hing hauptsächlich damit zusammen, daß sich die Gewinnsituation der Unternehmen verschlechterte, während zugleich vermehrt investiert wurde. Auf der anderen Seite betrug der Liquidisierungseffekt der außenwirtschaftlichen Transaktionen nur noch 1,4 Milliarden Franken (1966: 2,35 Milliarden), da die Zahlungsbilanz von der Jahresmitte an defizitär war. Außerdem erfolgte diese Liquidisierung in Verbindung mit einer kräftigen Verschlechterung der Nettoauslandsposition der Banken. Insgesamt stieg das vom Bankensystem bereitgestellte Volumen an Geld und Quasigeld um 25,3 Milliarden Franken und damit um 11,7 Prozent (1966: 9,6 Prozent).

Die Ausweitung des Geldvolumens verringerte sich von 7,6 Prozent 1966 auf 4,7 Prozent 1967. Gleichzeitig stieg das Quasigeldvolumen beim Bankensystem um fast zwei Drittel, während die kurzfristigen Ersparnisse bei den Sparkassen, bei der Staatskasse und bei der Nationalen Agrarkreditkasse um 13,0 Prozent zunahmen (1966: 10,8 Prozent). Dieser Wandel der Finanzierungsströme beruhte hauptsächlich auf den Sparförderungsmaßnahmen vom Juni: dem Verzinsungsverbot für Sichteinlagen, der Freigabe der Habenzinsen für Bankeinlagen von mindestens 250 000 Franken oder mit mehr als zweijähriger Laufzeit und der Abschaffung der betragslichen Begrenzung für die meisten Arten von Sparbuchguthaben. Da die Banken dadurch vermehrt Mittel erhielten und da sie sich ferner viel stärker bei der Zentralbank refinanzierten, konnten sie ihre Kreditgewährung an die Wirtschaft um 24,4 Milliarden Franken bzw. 19,3 Prozent steigern (im Vorjahr: 15,3 Prozent) und gleichzeitig auch dem Staat per Saldo Mittel zur Verfügung stellen.

Nicht zuletzt diese kräftige Ausweitung der Bankkreditgewährung erklärt, warum die Ausleihungen der Sonderkreditinstitute, der Finanzierungsgesellschaften und des Staates an die Wirtschaft nicht mehr ganz so rasch wuchsen, nämlich nur noch um 14,7 Prozent, verglichen mit 16,3 Prozent 1966.

Die Nettowertpapieremissionen gingen 1967 geringfügig auf 11,6 Milliarden Franken zurück (1966: 12,4 Milliarden). Da der Trend am Markt der Dividendepapiere nach wie vor ungünstig war, entfielen von den Bruttoemissionen nur

21,4 Prozent auf Aktien (1964: 35 Prozent). Die Renditen der Neuemissionen blieben im allgemeinen stabil.

Am Geldmarkt verzeichneten die Tagesgeldsätze, trotz ihrem Anstieg zum Jahresende, für das gesamte Jahr einen Rückgang um etwa 1 Punkt auf durchschnittlich 4,76 Prozent im Dezember. Die Geldmarktsätze wurden weitgehend von der Banque de France beeinflusst, die am Markt auf der Angebots- und auf der Nachfrageseite intervenierte. Das Ziel dieser Operationen war mehr die Minimierung der Nettozuflüsse und -abflüsse von Geldern als die Minderung von Anspannungen, die bei der hohen Bankenliquidität nicht bedeutend waren.

1967 ging die Einführung des Systems der Pflichtreserven plangemäß vonstatten. Am 21. Oktober erhöhten die Behörden den Satz für Sichteinlagen auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent und den Satz für Einlagen mit bis zu dreijähriger Laufzeit auf 2 Prozent. Der übergangsweise geltende Mindestsatz für Bestände an mittelfristigen Papieren, der im Januar 1967 auf 20 Prozent festgelegt worden war, wurde bis zum Jahresende nach und nach auf 16 Prozent zurückgenommen und wird im Laufe der nächsten Jahre auf Null reduziert werden. Außerdem wurde die den Banken vorgeschriebene Mindestübernahmequote für Schatzwechsel, die ein Teil des früheren „coefficient de trésorerie“ war, in der Zeit von Januar bis September 1967 von 5 Prozent schrittweise auf schließlich Null gesenkt. Ferner gewährte die Banque de France ab 21. Dezember keine Lombardkredite gegen Hinterlegung von kurzfristigen Staatspapieren mehr; solche Kredite waren zum Diskontsatz verzinslich gewesen. Gleichzeitig führte sie für ihre Diskontkredite, insoweit sie die gesetzten Obergrenzen überschritten, einen einheitlichen Zinssatz ein, der um  $2\frac{1}{2}$  Prozent über dem Diskontsatz lag.

Anfang 1968 begannen die zuständigen Stellen, da die Konjunktur sich nicht so günstig entwickelte, wie man erwartet hatte, mit einem neuen Expansionsprogramm, um das für das Jahr gesetzte Wachstumsziel von 5 Prozent zu erreichen. Die Kosten werden auf rund 3,4 Milliarden Franken veranschlagt, wodurch sich das Haushaltsdefizit für 1968 auf schätzungsweise 5,3 Milliarden Franken erhöhen würde. Es wurde vorgesehen, den privaten Verbrauch durch eine Ermäßigung der Einkommenssteuer und durch eine Erhöhung der Altersrenten und Familienzulagen anzuregen und die Investitionstätigkeit durch bestimmte Steuerzugeständnisse und durch höhere Kredite für den Wohnungsbau, die verstaatlichte Industrie und die regionale Entwicklung zu fördern. Im beginnenden Frühjahr 1968 schien sich der Aufwärtstrend in der Wirtschaft bereits ziemlich fest durchgesetzt zu haben.

*Italien.* Bei der nach wie vor entspannten monetären Lage nahm das Wachstum der Bruttoinvestitionen 1967 wie schon im Vorjahr zu, und zwar in jeweiligen Preisen ausgedrückt um 14,3 Prozent. Ihr Anteil am Bruttosozialprodukt erhöhte sich von 19,6 auf 20,6 Prozent; er liegt damit immer noch wesentlich unter dem Durchschnitt der Jahre 1961–1963 (24,8 Prozent). Andererseits konzentriert sich die Ersparnisbildung infolge eines Wandels der Einkommensverteilung jetzt mehr auf den Sektor der privaten Haushalte, dessen Sparquote gewöhnlich relativ niedrig ist. So scheint sich die Wirtschaft einem Gleichgewicht zu nähern, bei dem die Investitionsquote niedriger liegt als in den ersten sechziger Jahren.

Die Budgetpolitik erleichterte den weiteren Aufschwung der Investitionstätigkeit, und zwar direkt durch eine selektive Erhöhung der Mittel für öffentliche Investitionsvorhaben und indirekt durch die allmähliche Beschränkung der Verbrauchsausgaben. Der konjunkturbedingte Einnahmestieg und die im November 1966 im Zusammenhang mit den Überschwemmungsschäden eingeführten zusätzlichen Steuern machten sich in den Ergebnissen des Gesamthaushalts deutlich bemerkbar. Budgetverbessernd, aber zugleich investitionsdämpfend wirkte, daß die Arbeitgeber wieder die Sozialversicherungslasten zu tragen hatten, die der Staat ihnen aus Gründen der Gewinnsicherung vorübergehend abgenommen hatte. Der Überschuß im ordentlichen Haushalt der Regierung erhöhte sich (nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung) von 445 Milliarden Lire 1966 auf 1 430 Milliarden Lire 1967. Im Gesamtbudget, in dem auch die Vermögensausgaben und -übertragungen berücksichtigt sind, wandelte sich das Defizit von 785 Milliarden Lire in einen Überschuß von 195 Milliarden Lire. Der Nettokreditbedarf des Staates, einschließlich seines Bedarfs für eigene Investitionskredite, ging von rund 1 850 Milliarden Lire 1966 auf 1 280 Milliarden Lire 1967 zurück.

Im Zusammenhang mit seinem niedrigeren Kreditbedarf schränkte der Staat 1967 hauptsächlich seine Nettoemissionen mittel- und langfristiger Anleihen ein, und zwar auf 1 010 Milliarden Lire (1966: 1 565 Milliarden). Gleichzeitig verringerten die Kreditinstitute ihren Erwerb von Staatspapieren um fast den gleichen Betrag, nämlich von 800 Milliarden Lire 1966 auf rund 300 Milliarden Lire 1967.

Die Ausleihungen der Kreditinstitute an die Wirtschaft stiegen 1967 um rund 16 Prozent (1966 und 1965: 14 bzw. 7 Prozent). Gleichzeitig erhöhten sich die Einlagenverbindlichkeiten um 15 Prozent und damit genauso stark wie 1966. Die vermehrte Kreditgewährung wurde demnach durch die obenerwähnte Verringerung des Erwerbs von Staatspapieren erleichtert. An Wertpapieren (einschließlich der Anleihen halböffentlicher Institute, aber ohne die Anleihen des Staates) erwarben die Kreditinstitute im letzten Jahr per Saldo 700 Milliarden Lire (1966: 630 Milliarden).

Die Bankenliquidität verknappte sich im vergangenen Jahr sowohl durch die Reduktion des staatlichen Kassendefizits wie durch den weiteren Rückgang des Zahlungsbilanzüberschusses. Insgesamt waren die Liquiditätszugänge aus diesen beiden Quellen nicht groß genug, um den Liquiditätsverlust auszugleichen, der sich aus der Zunahme des Bargeldumlaufs und aus der Erhöhung der Pflichtreserven der Banken ergab. Entspannend wirkte aber natürlich die Verringerung des staatlichen Nettowertpapierabsatzes sowie die — allerdings mäßige — Einschränkung der Offenmarktverkäufe. Nichtsdestoweniger mußten sich die Kreditinstitute, um ihre eigene Kreditfähigkeit beschleunigt ausweiten zu können, in erheblichem Umfang bei der Zentralbank verschulden. Ihre Schuldenaufnahme in Form von Diskont- und Lombardkrediten stieg, nachdem sie schon 1966 um den hohen Betrag von 570 Milliarden Lire zugenommen hatte, im vergangenen Jahr um 850 Milliarden Lire.

Die Ausleihungen der Sonderkreditinstitute an den privaten Sektor, bei denen es sich hauptsächlich um längerfristige Investitionskredite für die Industrie,

die Bauwirtschaft und die Landwirtschaft handelte, stiegen 1967 um rund 16 Prozent und damit etwas stärker als im Vorjahr.

Während der beiden letzten Jahre war ein wesentliches Ziel der Kreditpolitik die Stabilisierung der Effektivverzinsung für langfristige Staatsschuldverschreibungen und somit der Verhältnisse am Kapitalmarkt. Im vergangenen Jahr ging der Nettoabsatz von Wertpapieren auf 2 810 Milliarden Lire zurück (1966: 3 300 Milliarden). Aber da dieser Rückgang vor allem durch die Verringerung des staatlichen Kapitalbedarfs bedingt war, konnten die Währungsbehörden ihre indirekte Stützung des Marktes über das Bankensystem entsprechend reduzieren. Bei der Stabilität der Obligationenkurse hielten währenddessen die Käufe von Nichtbanken ungefähr im gleichen großen Umfang an wie vorher. Neben den Anleihen des Staates beherrschten den Markt größtenteils die Emissionen der Sonderkreditinstitute und der halböffentlichen Industriegruppen. Das Volumen der von privaten Gesellschaften begebenen Obligationen und Aktien blieb sehr gering.

*Niederlande.* Die Nachfrage stagnierte im ersten Halbjahr 1967 auf einem hohen Niveau, wobei ein Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen und eine Abschwächung des Wachstums der Verbrauchsausgaben bis zu einem gewissen Grade durch die Ausweitung des Wohnungsbaus kompensiert wurden. Angesichts dessen wurde die Kreditpolitik gelockert, zumal auch der Außenhandel sich gebessert hatte. Im März wurde der Diskontsatz von 5 auf 4½ Prozent gesenkt und für die Banken, die bei der Gewährung kurzfristiger Kredite an den privaten Sektor ihren Plafond überschritten, die Pflicht zur Unterhaltung unverzinslicher Einlagen bei der Zentralbank aufgehoben. Im Juni wurden die quantitativen Beschränkungen für die Gewährung kurz- und langfristiger Bankkredite an den privaten Sektor ganz abgeschafft.

Auf Grund der Tatsache, daß Arbeitslosigkeit nur in bestimmten Sektoren der Wirtschaft auftrat, nahm die Regierung davon Abstand, im Staatshaushalt allgemeine Maßnahmen zur Konjunkturförderung vorzusehen. Da die Einnahmen nicht so rasch wuchsen wie erwartet, vergrößerte sich das Etatdefizit aber dennoch, und die Regierung finanzierte es in begrenztem Umfang durch Kreditaufnahme bei den Banken. Der Bekämpfung örtlicher Arbeitslosigkeit dienten im Laufe des Jahres sechs Sonderprogramme mit einem gesamten Ausgabenvolumen von 613 Millionen Gulden. Nur ein Teil dieser Summe mußte durch neue Kredite finanziert werden, da den Kosten dieser Programme bis zu einem gewissen Grade Ausgabenkürzungen in Vollbeschäftigungsgebieten gegenüberstanden. Die Regierung liberalisierte ferner das Baugenehmigungsverfahren, und sie gewährte Kreditbürgschaften, Zinssubventionen und besondere Investitionsanreize zugunsten bestimmter Wirtschaftszweige oder Regionen.

Ab Mitte 1967 wurde die Konjunktur sehr viel lebhafter. Bei kräftig steigendem Export und deutlichen Erholungstendenzen im Bereich der öffentlichen Investitionen und des Wohnungsbaus wurde die Belebung bald allgemeiner; der Verbrauch zog nach, und es wurden wieder Vorräte gebildet. Im Dezember war die Industrieproduktion um 9½ Prozent höher als ein Jahr vorher.

Die Gewährung kurz- und mittelfristiger Bankkredite an den privaten Sektor weitete sich vom Frühjahr an kräftig aus. Für das gesamte Jahr betrug der Anstieg 2,1 Milliarden Gulden und damit knapp 23 Prozent; er war also fast zweimal so stark wie 1966. Da sich gleichzeitig auch die Gewährung langfristiger Kredite und die Kreditgewährung an den öffentlichen Sektor beschleunigte, expandierte das gesamte Kreditvolumen der Geschäftsbanken um 2,9 Milliarden Gulden (1966: 1,5 Milliarden). Demgegenüber erhöhte sich das Einlagenvolumen nur um 2,5 Milliarden Gulden, was freilich immer noch beachtlich war (1966: 0,6 Milliarden). Unter diesen Umständen sahen die Banken erneut von Wertpapierkäufen ab, und auch ihre Nettoauslandsforderungen verringerten sich im Laufe des Jahres abermals, nämlich von 630 auf 300 Millionen Gulden.

Am Kapitalmarkt stieg die Beanspruchung durch inländische Kreditnehmer — wie üblich vorwiegend in Form von Direktkrediten — auf 7,9 Milliarden Gulden (1966: 7,1 Milliarden Gulden). Den Zuwachs bestritt einzig und allein die Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors. Der Staat, dessen Kassendefizit sich auf 2,1 Milliarden Gulden erhöhte (1966: 1,6 Milliarden), deckte davon mehr als drei Viertel auf dem Kapitalmarkt. Der Kreditbedarf der nichtzentralen öffentlichen Haushalte war mit über 1,7 Milliarden Gulden ungefähr ebenso groß wie im Vorjahr, aber im Gegensatz zu jenem Jahr wurde er fast gänzlich durch langfristige Mittel gedeckt. Maßgeblich hierfür war unter anderem, daß diese Stellen ihre Bankkredite nicht über 105 Prozent des Standes von Ende Juli 1966 steigen lassen durften und daß ihre Kreditaufnahme am Kapitalmarkt über öffentliche Kreditinstitute zentralisiert ist. Die Mittelnachfrage des privaten Sektors verlagerte sich im vergangenen Jahr teilweise vom Kapitalmarkt zu den Banken. Was die Angebotsseite betrifft, so stammte das vermehrte Aufkommen langfristiger Mittel zu einem sehr großen Teil von den Kapitalsammelstellen, die von der verstärkten Ersparnisbildung profitierten.

Das gesteigerte Aufkommen von Kapitalmarktmitteln verhinderte nicht, daß die Zinssätze wieder stiegen, sondern hing vielmehr teilweise damit zusammen. Die Rendite langfristiger Staatsschuldverschreibungen, die im Frühjahr 1967 auf unter 6 Prozent gesunken war, begann wieder anzuziehen und erreichte an der Jahreswende rund 6½ Prozent. Die feste Zinstendenz in den Niederlanden war nicht zuletzt auch durch die hohen Renditen am internationalen Anleihemarkt bestimmt.

Im Frühjahr 1968 expandierten die Nachfrage und die Produktion weiterhin lebhaft, wobei allerdings die Arbeitslosigkeit noch nicht ganz überwunden und die Zahlungsbilanzposition nicht so stark war, wie man es wünschte. Für die Löhne, die 1967 in erheblichem Umfang weitergestiegen waren, wurde im Januar 1968 die Überwachung aufgehoben. Unter solchen Umständen wurde die Fiskalpolitik zurückhaltender. Durch Erhöhung bestimmter Steuern, vor allem von Verbrauchssteuern, soll das Etatdefizit von 1968 ungefähr auf dem Umfang von 1967 gehalten, zugleich aber vermehrt durch kurzfristige Verschuldung finanziert werden. Außerdem sollen die Sonderprogramme zur Bekämpfung örtlicher Arbeitslosigkeit fortgesetzt werden.

*Belgien.* Die Industrieproduktion erreichte, nachdem sie das ganze Jahr 1966 hindurch stagniert hatte, in den ersten Monaten des Jahres 1967 ein etwas höheres Niveau. Aber diese Entwicklung, in der Anzeichen der Stärke im Export und bei den Investitionen zum Ausdruck kamen, erwies sich als von kurzer Dauer. Ein erneuter Exportrückgang in Verbindung mit einer allgemeinen Abschwächung der Inlandsnachfrage ließ die Produktion im Spätfrühjahr und Frühsommer sinken. Die Arbeitslosigkeit, die 1966 geringfügig zugenommen hatte, stieg bis Oktober 1967 in beträchtlichem Maße. Auch im vierten Quartal blieb sie hoch, obwohl die Exporte wieder kräftig expandierten und die Produktion über das Vorjahresniveau stieg.

Im letzten Teil des Jahres 1966 hatte die Fortsetzung des Kosten- und Preis-  
auftriebs die Behörden veranlaßt, die konjunkturpolitische Lockerung nicht zu  
übereilen. In dem im Frühherbst vorgelegten Haushaltsvoranschlag für 1967 war  
eine beträchtliche Verringerung des Defizits vorgesehen gewesen, allerdings auch  
eine Erhöhung der außerordentlichen Ausgaben für den Fall, daß die Lage dies  
rechtfertigen sollte. Außerdem war die Plafondierung der Bankkredite Ende 1966  
auf sechs Monate verlängert worden, wobei freilich die Ausnahmeregelung für  
Investitionskredite auch auf Exportkredite ausgedehnt wurde.

Als jedoch bald nach Beginn des Jahres 1967 die Arbeitslosigkeit stieg und  
die Zahlungsbilanz wieder einen Überschuß aufwies, wandten sich die Behörden  
einem Programm aktiverer Konjunkturförderung zu.

Der monetäre Bereich stand das ganze Jahr hindurch im Zeichen einer all-  
mählichen Lockerung. In den Monaten Februar–Oktober reduzierte die National-  
bank ihren Diskontsatz in fünf Etappen um jeweils  $\frac{1}{4}$  Punkt von  $5\frac{1}{4}$  auf 4 Pro-  
zent. Dabei wurden aber die Zinsen für Einlagen mit weniger als einjähriger  
Laufzeit nur ganz geringfügig gesenkt, da die Zinsen im Ausland vom Frühjahr  
an nach oben tendierten. Um die Jahresmitte wurde die Bankkreditgewährung  
ganz freigegeben, wobei die Banken aber aufgefordert wurden, sich Zurückhaltung  
aufzuerlegen. Im Juli wurden die Bestimmungen für den Teilzahlungskredit  
gelockert.

Weitere Maßnahmen — konjunktureller und struktureller Art — erfolgten  
vor allem im Rahmen des Gesetzes vom 31. März 1967, das erlassen worden war,  
um die Regierung mit besonderen Vollmachten zur Belebung der Konjunktur aus-  
zustatten. Der erste Komplex von Maßnahmen, der im April in Kraft trat, diente  
der Investitionsförderung durch Errichtung eines Fonds für wirtschaftliche Expan-  
sion und regionale Reorganisation, der mit 5 Milliarden belgischen Franken  
dotiert wurde, sowie durch Gewährung bestimmter Steuervergünstigungen und  
durch Schaffung von Anreizen für Investitionen des Auslands. Damit einher gingen  
Änderungen im fiskalischen Bereich — hauptsächlich bei den indirekten Steuern —,  
von denen man für 1967 einen Ertrag von 1,5 Milliarden Franken erwartete.  
Im Mai trat ein zweiter Komplex von Maßnahmen in Kraft. Bestimmten öffent-  
lichen Kreditinstituten wurden nun zusätzliche Wertpapier- und Anlage-  
geschäfte gestattet, der Spielraum für staatlich garantierte Investitionskredite  
wurde erweitert, und die Abschreibungsbestimmungen wurden verbessert. Im

Herbst führte man dann neue kurzfristige Finanzierungsmethoden für den Straßenfonds ein; fiskalische Anreize sollten Kapitalerhöhungen von Gesellschaften fördern; und die Börse erhielt Steuerermäßigungen zugestanden.

Die expansive Budgetpolitik des Staates und das raschere Wachstum der Ausgaben des Straßenfonds ließen den Nettofinanzierungsbedarf des Staates 1967 auf rund 22 Milliarden Franken steigen (1966: 17 Milliarden). Infolge der beschleunigten heimischen Sparkapitalbildung konnte die Staatskasse im vergangenen Jahr am inländischen Markt über 25 Milliarden Franken — größtenteils langfristig — aufnehmen und dadurch rund 3 Milliarden Franken an Auslandsschulden zurückzahlen. Auf der anderen Seite hatte das große Volumen der Emissionen des Staates und der halböffentlichen Institute zur Folge, daß die langfristigen Zinssätze hoch blieben. Die durchschnittliche Rendite langfristiger Staatspapiere befand sich, nachdem sie allmählich von 6,45 Prozent Ende 1965 auf 6,77 Prozent im Frühjahr 1967 gestiegen war, am Schluß des Jahres bei 6,58 Prozent.

Die Geld- und Quasigeldverbindlichkeiten des Bankensystems stiegen 1967 um über 33 Milliarden Franken bzw. um 7,7 Prozent (1966: 8 ½ Prozent). Innerhalb des Gesamtanstiegs kam es in beträchtlichem Umfang zu einer Verlagerung zum Quasigeld hin. Die Kreditgewährung an den privaten Sektor stellte sich auf 26 Milliarden Franken (1966: 20 Milliarden), während sich die Nettoauslandsforderungen des Bankensystems um 18 Milliarden erhöhten, nachdem sie im Jahr vorher um 4 Milliarden Franken zurückgegangen waren. Die Gewährung von Bankkrediten an den öffentlichen Sektor, die sich 1966 auf 15 Milliarden Franken gestellt hatte, machte im vergangenen Jahr nur noch einen geringfügigen Betrag aus.

Im Januar und Februar 1968 beschloß die Regierung weitere Anregungsmaßnahmen; sie lockerte die Teilzahlungskreditbestimmungen, stellte ein Programm für öffentliche Arbeiten und für den Wohnungsbau auf und sorgte für reichlichere und billigere Investitionskredite, besonders zugunsten von kleineren Firmen und Förderungsgebieten. Im März wurde der amtliche Diskontsatz von 4 auf 3¾ Prozent gesenkt. Im Frühjahr war die Konjunktur unter der Einwirkung sowohl der Auslandsnachfrage wie der Inlandsnachfrage recht lebhaft.

*Schweiz.* Das Wachstum der Gesamtnachfrage und der Produktion schwächte sich 1967 weiter ab, vor allem im Zusammenhang mit einem Nachlassen der Investitionstätigkeit. Der Arbeitsmarkt blieb jedoch angespannt, und der Anstieg der Verbraucherpreise war nicht viel geringer als 1966. In der eidgenössischen Finanzrechnung, die vorher einigermaßen ausgeglichen gewesen war, ergab sich ein Defizit, das jedoch nicht so groß ausfiel, wie man ursprünglich angenommen hatte. Im übrigen konzentrierten sich die konjunkturpolitischen Bemühungen darauf, den Auftrieb bei den Zinsen und damit indirekt auch bei den Mieten, den Löhnen sowie bei den Kosten und Preisen in der Landwirtschaft zu mildern.

Bis zu einem gewissen Grade erleichterte sich die monetäre Situation Anfang 1967 mit dem Auslaufen des zeitlich begrenzten Programms zur Teuerungskämpfung von 1964. Die verbindliche Plafondierung der Kreditausweitung war bereits

gegen Ende 1966 durch Richtlinien ersetzt worden, und im März 1967 endeten das Verbot der Verzinsung ausländischer Frankenguthaben und die Verpflichtung der Banken, jeden Nettozuwachs von Auslandsgeldern im Ausland anzulegen. Die Kontrolle der Inlandsemissionen wurde durch eine freiwillige Vereinbarung zwischen den Banken und der Nationalbank ersetzt.

In den ersten Monaten des Jahres 1967 war die Bankenliquidität ziemlich angespannt, und die Zinssätze blieben trotz rückläufigen Auslandszinsen hoch. Zur Erleichterung dieser Situation gab die Nationalbank im April ein Drittel (345 Millionen Franken) der von den Banken unterhaltenen Zentralbankguthaben frei, die 1961 nach einem massiven Geldzufluß aus dem Ausland auf einem Sperrkonto stillgelegt worden waren. Die monetäre Lage entspannte sich im Frühsommer, als im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten hohe Beträge — hauptsächlich schweizerische Gelder — in die Schweiz transferiert wurden. Im Juli, nachdem die Marktsätze gesunken waren, ermäßigte die Nationalbank ihren Diskontsatz von  $3\frac{1}{2}$  auf 3 Prozent. Der Tagesgeldsatz fiel von über 4 Prozent im Mai auf weniger als 1 Prozent im September. Mit dem Zinsauftrieb im Ausland kam es im Herbst wieder zu einer Verknappung. Da zudem eine Gruppe Schweizer Banken dem Vereinigten Königreich einen Kredit von 450 Millionen Franken gewährte, wurden im Dezember die restlichen bei der Nationalbank blockierten Bankenguthaben im Betrage von 690 Millionen Schweizer Franken freigegeben. Etwa um diese Zeit führte die Unruhe an den Gold- und Devisenmärkten auch zu einem erneuten Zufluß von Geldern aus dem Ausland.

Erhöht wurde die Bankenliquidität im Laufe des Jahres ferner dadurch, daß der Ertragsbilanzüberschuß stieg und daß in großem Umfang Bankguthaben gebildet wurden — insbesondere langfristige. Zum Teil dank der günstigeren Verzinsung der Kassenobligationen stiegen die Verbindlichkeiten von 75 repräsentativen Banken um 10,9 Milliarden Franken und damit um 13 Prozent (1966: 8 Prozent). Das Kreditvolumen dieser Banken weitete sich jedoch nur um 5,2 Milliarden Franken und damit um 9,1 Prozent aus, also etwa ebenso rasch wie 1966. Von dem Zuwachs entfiel überdies ein größerer Teil als im Jahr vorher auf Kredite an das Ausland. Die Banken benützten ihre Liquiditätsgewinne in beträchtlichem Umfang zur Erhöhung ihrer Auslandsanlagen, die in den zwölf Monaten bis September 1967 auf Nettobasis von 0,9 auf 2,1 Milliarden Franken stiegen. Die anhaltende Schwäche der heimischen Kreditnachfrage veranlaßte die Nationalbank, im September ihre Richtlinien über die höchstzulässige Kreditausweitung außer Kraft zu setzen.

Der Nettoabsatz von Wertpapieren am Kapitalmarkt war 1967, unter dem Regime der freiwilligen Beschränkung, ungefähr ebenso groß wie 1966. Die Nettoanleiheemissionen des Inlands stellten sich auf 2 545 Millionen Franken (1966: 2 485 Millionen). Emissionen des Auslands, die nach wie vor genehmigungspflichtig sind, wurden dagegen in größerem Umfang zugelassen; sie stiegen von 425 Millionen Franken 1966 auf 710 Millionen Franken 1967 (von denen 300 Millionen Franken auf die von einem schweizerischen Bankenkonsortium übernommenen Teile internationaler Anleihen entfielen). Rund die Hälfte dieses Betrages wurde jedoch vom Ausland erworben und zog somit keinen Export schweizerischen Kapitals nach sich. Infolge der gesteigerten Ersparnisbildung in Verbindung



mit der Fortsetzung der Rationierung neuer Emissionen kam es 1967 am Anleihemarkt erstmals nach einer Reihe von Jahren zu einer leichten Entspannung. Die Zinssätze sanken im Laufe des Jahres um ungefähr  $\frac{1}{4}$  Punkt auf 5 Prozent für kantonale Anleihen und auf rund  $5\frac{1}{4}$ – $5\frac{1}{2}$  Prozent für Kraftwerksanleihen.

Im März 1968, in einer Situation, in der man mit einem langsamen Wachstum und mit einem anhaltenden Mangel an Arbeitskräften rechnete, wurden neue den Arbeitsmarkt betreffende Maßnahmen ergriffen mit dem Ziel, für einen Teil der ausländischen Arbeitskräfte eine größere Mobilität zu gewährleisten, jedoch ihre Gesamtzahl auf dem bisherigen Stand zu halten.

*Österreich.* Die Industrieproduktion, die 1966 im großen und ganzen stationär geblieben war, ging im Laufe des Jahres 1967 leicht zurück. Zwar hatten die Exporte nach einer viele Monate dauernden Stagnation schon gegen Ende 1966 wieder zu steigen begonnen; aber damals waren bereits die gewerblichen Investitionen und der Wohnungsbau in eine Flaute geraten, und außerdem schwächte sich das Wachstum des Verbrauchs ab.

Unter diesen Umständen erhielt die Konjunktur gewisse Impulse durch eine zunehmend expansive Budgetpolitik. Im ursprünglichen Etat von 1967 war jedenfalls eine 11prozentige Ausgabensteigerung und eine geringe Ermäßigung der Einkommenssteuer vorgesehen gewesen. Aus konjunkturellen Gründen blieben jedoch die Einnahmen hinter den Erwartungen zurück, und zusätzlich wurde dann noch beschlossen, im Oktober eine zweite Einkommenssteuersenkung vorzunehmen. Außerdem konnten die Ausgaben nicht im Rahmen des ursprünglichen Voranschlags gehalten werden, was teilweise mit der Erhöhung der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst zusammenhing. Infolgedessen stieg in der Haushaltsrechnung das Defizit (ohne Schuldentrückzahlung und Auslandstransaktionen) im vergangenen Jahr auf 4,3 Milliarden Schilling (1966: 0,9 Milliarden Schilling).

1967 entspannte sich die monetäre Lage ganz beträchtlich. Liquidisierend wirkten nicht nur das Etatdefizit und die verbesserte Leistungsbilanz; hinzu kam, daß sowohl der öffentliche wie der private Sektor in wesentlich höherem Maße langfristige Auslandskredite aufnahmen. Im April wurde der Diskontsatz von  $4\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{1}{4}$  Prozent und der Lombardsatz für Darlehen auf Schuldverschreibungen des Bundes von  $5\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{3}{4}$  Prozent gesenkt. Außerdem reduzierte die Nationalbank die Mindesteinlagensätze um 1 Prozentpunkt, wodurch rund 1,5 Milliarden Schilling freigegeben wurden. Ferner erweiterte sie den Rahmen für Operationen mit Geldmarktpapieren auf 0,5 Milliarden Schilling und dann im Juni nochmals auf 1 Milliarde Schilling. Im Juni wurde auch der Rediskontrahten für Ausfuhrförderungswchsel heraufgesetzt und die Mindestlaufzeit für Lombarddarlehen verkürzt. Weitere Maßnahmen im Oktober dienten unter anderem dem Zweck, den Kreditnehmern einen Anreiz zu bieten, ihre Kreditnachfrage wieder vermehrt auf die inländischen Märkte zurückzuleiten. Der Diskontsatz wurde auf  $3\frac{3}{4}$  Prozent ermäßigt, und andere Zentralbanksätze wurden entsprechend gesenkt. Außerdem reduzierte die Nationalbank abermals die Mindesteinlagensätze und gab damit wiederum 1,5 Milliarden Schilling frei.

Unter dem Einfluß der schwächeren Konjunktur und der verstärkten Kreditaufnahme der Wirtschaft im Ausland expandierte das Volumen der Bankkredite (ohne Wertpapierkäufe) 1967 nur um 9,9 Milliarden Schilling (1966: 14,7 Milliarden). Auf der anderen Seite erhöhten sich die Einlagen bei den Kreditinstituten um 12,2 Milliarden Schilling — etwas stärker als im Vorjahr. Somit konnten die Kreditinstitute ihre Zentralbankschuld verringern, ihre Kassenliquidität verbessern und ihre kurzfristigen Nettoauslandsverbindlichkeiten von rund 3,8 auf 2,4 Milliarden Schilling Ende 1967 reduzieren.

Da die Konjunkturabschwächung das ganze letzte Jahr hindurch anhielt, wurde das Budget für 1968 dazu benutzt, um der Nachfrage, insbesondere der Investitionstätigkeit, neue Impulse zu geben. In der ordentlichen Gebarung wird das Deficit spending, das zum größten Teil wieder mit Auslandskrediten finanziert werden soll, nur wenig kleiner sein als 1967. Außerdem wurde ein kreditfinanzierter Eventualhaushalt von 2,4 Milliarden Schilling beschlossen, von denen die Hälfte bald nach dem Beginn des Jahres 1968 aktiviert wurde.

*Spanien.* In der ersten Zeit des Jahres 1967 war die Entwicklung durch die verschiedenen Stabilisierungsmaßnahmen beeinflusst, die im vorangegangenen Herbst ergriffen worden waren, als die Preisinflation und das Zahlungsbilanzdefizit beunruhigende Ausmaße angenommen hatten. Damals hatten die Behörden unter anderem den öffentlichen Verbrauch eingeschränkt und die öffentlichen Investitionen provisorisch auf den Umfang von 1966 begrenzt, die Aufsicht über die Preise und die Gewinnspannen auf alle Waren und Leistungen ausgedehnt, die Teilzahlungskreditbestimmungen verschärft und die Obergrenze von 17 Prozent pro Jahr, die für die Ausweitung der dem privaten Sektor gewährten Bankkredite zu einem früheren Zeitpunkt des Jahres 1966 eingeführt worden war, beibehalten.

Gegen Ende 1966 und Anfang 1967 wurde die Kurve der Industrieproduktion zunächst flacher und dann abwärtsgerichtet, worin vor allem die Abschwächung der Investitionstätigkeit zum Ausdruck kam. In dieser Zeit blieb die Einfuhr, die im Frühjahr und Sommer 1966 erheblich zurückgegangen war, auf einem ziemlich konstanten, aber hohen Niveau. Die Ausfuhr war lebhafter als im Vorjahr, aber das Defizit in der gesamten Zahlungsbilanz behielt einen beträchtlichen Umfang, und die Reserven sanken weiter.

Im Frühjahr und Frühsommer zeigte die Industrieproduktion eine gewisse Erholung, aber im Herbst schwächte sie sich wieder ab, und am Jahresende war sie ungefähr ebenso groß wie gegen Ende 1966. Die Verbraucherpreise stiegen im gesamten Jahr um 6½ Prozent (1966: 5,3 Prozent), während die Großhandelspreise stabil blieben. Die Löhne scheinen im Verlauf des Jahres erheblich zugenommen zu haben. Im Oktober wurde der für das ganze Land geltende Mindesttagelohn um 14,3 Prozent auf 96 Peseten angehoben, nachdem er im Vorjahr von 60 auf 84 Peseten erhöht worden war.

Der Regierung gelang es, die Ausweitung der Etatausgaben auf rund 13 Prozent zu begrenzen (1966: über 21 Prozent). Nicht zuletzt weil sie größere Zahlungen an die nichtzentralen öffentlichen Haushalte zu leisten hatte, sank ihr Nettokreditbedarf im vergangenen Jahr jedoch nur auf 31,0 Milliarden Peseten

(1966: 33,2 Milliarden). Gleichzeitig war ihr Wertpapierabsatz aber größer als 1966, so daß sie ihre Nettokreditaufnahme bei der Zentralbank auf einen ganz geringfügigen Betrag reduzieren konnte.

Die Kreditgewährung der Kreditinstitute (einschließlich der Zentralbank) an den öffentlichen Sektor, die weitgehend in Form von Wertpapierkäufen erfolgte, erhöhte sich 1967 um 19,4 Prozent und damit ebenso rasch wie 1966. Die Ausweitung der Kredite an den privaten Sektor erreichte fast den Plafond von 17 Prozent. Das Geld- und Quasigeldvolumen expandierte um 16 Prozent (1966: 14 Prozent), was unter anderem darauf zurückzuführen ist, daß der außenwirtschaftlich bedingte Liquiditätsentzug im letzten Jahr geringer war. Im Laufe des Jahres wurde der Satz, zu dem die Banken ihre Einlagen in Staatspapieren anlegen müssen, in zwei Etappen von 17 auf 19 Prozent erhöht, nachdem er 1966 bereits von 15 auf 17 Prozent angehoben worden war. Die Banken nahmen wiederum Kredite bei der Zentralbank auf, jedoch in geringerem Umfang als im Vorjahr.

Im November wurde die Peseta im gleichen Maße abgewertet wie das britische Pfund. Unmittelbar danach wurde eine Reihe von Stabilisierungsmaßnahmen bekanntgegeben, die hauptsächlich den Verbrauch drosseln und dadurch den Preisanstieg dämpfen sollten. Unter anderem wurde die Zahl der öffentlichen Bediensteten herabgesetzt, ein Preis- und Lohnstop für die Zeit bis Ende 1968 beschlossen, eine 10prozentige Gewinnzusatzsteuer für die meisten privaten Gesellschaften eingeführt und die Mindestanzahlung bei Ratenkrediten um 5 Prozent erhöht. Einige Tage danach, am 27. November, hob die Bank von Spanien ihren amtlichen Diskontsatz von 5 auf  $5\frac{5}{8}$  Prozent an; gleichzeitig wurden die Sollzinsen der Banken um  $\frac{1}{2}$  Prozent und die Zinsen für Sparguthaben um 1 Prozent heraufgesetzt.

Das reale Sozialprodukt wuchs 1967 nur um  $3\frac{1}{2}$  Prozent (1966: fast 8 Prozent). Die Industrieproduktion scheint jedoch Anfang 1968 expansiv gewesen zu sein, und die Abwertung sollte eigentlich in dieser Hinsicht in Verbindung mit einer Verbesserung der Zahlungsbilanz einen weiteren Fortschritt bringen. Das wird aber weitgehend davon abhängen, ob es der Regierung gelingt, die Ausweitung der öffentlichen Ausgaben und die Preisinflation unter Kontrolle zu halten.

*Portugal.* Dank einem ausgeprägten Aufschwung der Agrarproduktion und einem anhaltend raschen Wachstum bei den Dienstleistungen beschleunigte sich die Ausdehnung des realen Inlandsprodukts im vergangenen Jahr auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent (1966: 3 Prozent; 1965: 7 Prozent). Andererseits verlangsamte sich die Expansion der industriellen Erzeugung. Obgleich die Bautätigkeit ziemlich lebhaft war, gingen die Bruttoanlageinvestitionen, die sich in den letzten Jahren beträchtlich ausgeweitet hatten, um über 10 Prozent zurück. Dies scheint zum Teil eine Folge der höheren Kosten gewesen zu sein, die mit dem Lohnauftrieb besonders in der Industrie verbunden waren. Der anhaltende Anstieg der Verbraucherpreise wurde bis zu einem gewissen Grade durch die Erholung der Agrarproduktion gedämpft.

Die ordentlichen und außerordentlichen Staatsausgaben erhöhten sich in der Zeit von Januar bis November 1967 um etwa 18 Prozent, verglichen mit einer Zunahme von rund 8 Prozent in der entsprechenden Vorjahresperiode. Gleichzeitig

stiegen jedoch die Steuereinnahmen kräftig, da das Steuereinzugsverfahren verbessert wurde und neue finanzrechtliche Bestimmungen erlassen wurden. Infolgedessen war der Gesamtüberschuß ungefähr ebenso groß wie 1966.

Die Bankkredite an den privaten Sektor — hauptsächlich in Form der Diskontierung von Handelswechseln — weiteten sich 1967 infolge der Verlangsamung der Industrieproduktion nur um  $7\frac{1}{2}$  Prozent aus (1966: 13 Prozent). Auf der anderen Seite expandierte das Geld- und Quasigeldvolumen im Zusammenhang mit dem höheren Zahlungsbilanzüberschuß um 11 Prozent und damit fast ebenso stark wie im Vorjahr. Infolgedessen steigerten die Banken ihre Wertpapierkäufe, und auch ihre Kassenhaltung nahm zu, während sie gleichzeitig ihren Rückgriff auf Zentralbankkredite verminderten.

Im Sommer 1967 wurden mehrere Maßnahmen ergriffen, um die Leistungsfähigkeit des Kreditapparats zu steigern und in größerem Umfang Inlandskredite verfügbar zu machen. Da die Rezession offensichtlich durch den plötzlichen Rückruf kurzfristiger Kredite verstärkt worden war, von denen die Industrie in großem Maße abhängt, wurde die Errichtung zentraler Stellen angekündigt, die sich der Exportkreditversicherung annehmen und als Evidenzzentralen für die Finanzinstitute fungieren sollen. Gleichzeitig wurde der Rahmen für die Exportfinanzierung mit öffentlichen Geldern stark erweitert. Für das gesamte Kredit-system wurden höhere Zinssätze festgelegt, die allerdings im allgemeinen immer noch unter den ausländischen Sätzen liegen. Die Bestimmung, daß sich das Kapital jeder inländischen Gesellschaft zu mindestens 51 Prozent in portugiesischen Händen befinden muß, wurde abgeschafft. Die den Geschäftsbanken vorgeschriebenen Mindestliquiditätssätze für Sichtguthaben sowie für Termineinlagen mit einer Laufzeit bis zu neunzig Tagen wurden um je 1 Prozent auf 14 bzw. 9 Prozent gesenkt, während man den Satz für längerfristige Einlagen von 5 auf 6 Prozent erhöhte.

Im letzten Quartal des Jahres war sowohl bei der Ausfuhr wie bei der Industrieproduktion eine gewisse Erholung zu erkennen. Im Bereich der Investitionstätigkeit fehlt jedoch noch einiges, bis sie in Übereinstimmung mit den Wachstumsplänen gebracht worden ist. Im Hinblick auf dieses Ziel senkte die Regierung Anfang 1968 die Einfuhrzölle für Rohstoffe und Ausrüstungsgüter und führte fiskalische Anreize zur Förderung der gewerblichen Investitionen ein.

*Dänemark.* Im ersten Halbjahr 1967 zeigten die Produktion und die Arbeits-einkommen trotz der Exportabschwächung ein anhaltend starkes Wachstum, da der Wohnungsbau, der private Verbrauch und die öffentlichen Ausgaben expandierten. Der Verbrauchsanstieg beruhte zum Teil auf der Erwartung des für den Monat Juli vorgesehenen Übergangs von der Umsatzsteuer zu der 10prozentigen Mehrwertsteuer. Die neue Steuer erfaßt 80 (statt vorher 40) Prozent des gesamten Verbrauchs, so daß man von ihrer Einführung für ein ganzes Jahr einen fast verdoppelten Ertrag erwartete. Bei einem amtlichen Diskontsatz von  $6\frac{1}{2}$  Prozent blieb die Kreditpolitik restriktiv. Für die Geschäftsbanken und Sparkassen galt nach wie vor die Bestimmung aus dem Jahr 1965, daß sie 20 Prozent ihres Ein-lagenzuwachses auf ein Sonderkonto bei der Nationalbank einzahlen oder zur

Verbesserung ihrer Nettoauslandsposition verwenden mußten. Ab Dezember 1966 konnte diese Verpflichtung auch durch Hinterlegung börsengängiger Schuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von weniger als zehn Jahren bei der Nationalbank erfüllt werden.

Von der Jahresmitte an wurde das Wachstum des Verbrauchs langsamer, und die Investitionstätigkeit schwächte sich ebenfalls ab. Die Gewinne waren zunehmend eingengt worden, aber die Bankkredite, die in der ersten Jahreshälfte stark expandiert hatten, weiteten sich nun sehr viel langsamer aus, was teilweise damit zusammenhing, daß die Banken darauf bedacht waren, ihre Liquidität wiederherzustellen. Die quantitative Begrenzung der Bautätigkeit wurde aufgehoben, aber der Wohnungsbau wuchs nicht mehr so stark. Andererseits begannen die Exporte wieder zu steigen, und die öffentlichen Ausgaben setzten ihren Aufwärtstrend fort. In den Monaten vor der Pfundabwertung scheint die Produktion insgesamt jedoch rückläufig gewesen zu sein, wie aus der zunehmenden Arbeitslosigkeit zu ersehen war.

Im November folgte Dänemark der Pfundabwertung auf etwas mehr als dem halben Wege; die Dollarparität der dänischen Krone wurde um 7,9 Prozent geändert. Dieser Schritt erfolgte zum Teil im Hinblick auf die Bedeutung des britischen Marktes für die dänischen Agrarexporte, war aber auch aus anderen Gründen nicht unwillkommen. In den letzten Jahren war die Kosteninflation ein ernstes Problem geworden. In den fünf Jahren bis 1966 waren die Stundenverdienste um rund 10 Prozent pro Jahr und damit beträchtlich rascher als die Produktivität gestiegen, und der Index der Verbraucherpreise hatte um rund 6 Prozent jährlich angezogen. Nicht zuletzt wegen der bestehenden Erwartungen in bezug auf eine inflatorische Entwicklung hatten die langfristigen Renditen vor der Abwertung bereits mehrere Jahre lang im Bereich zwischen 8 und 10 Prozent gelegen. Unter diesen Umständen erscheint die Abwertung ganz allgemein als ein realistischer Schritt zur Verbesserung der Außenhandelsposition.

Infolge der nach der Jahresmitte 1967 verlangsamten Expansion weiteten sich die Kredite der Geschäftsbanken an die inländische Wirtschaft 1967 nur um 9 Prozent aus (1966: 15 Prozent). Auf der anderen Seite erhöhten sich, obgleich die Zahlungsbilanz defizitär war und die Währungsreserven sanken, die Einlagen um 11 Prozent. Das beruhte weitgehend darauf, daß aus dem staatlichen Kassenüberschuß ein Defizit wurde, welches sich teilweise in der Veränderung der staatlichen Guthaben bei der Zentralbank auswirkte. Außerdem setzte die Zentralbank, um den Zinsauftrieb zu mäßigen, ihre Staatspapierkäufe fort, die sich zusammen mit der staatlichen Schuldentilgung auf 1,5 Milliarden Kronen stellten (1966: 1,0 Milliarden). Die Geschäftsbanken, die 275 Millionen Kronen auf blockierte Reservenkonten einzahlten und ihre Wertpapieranlagen insgesamt kaum veränderten, verbesserten ihre Liquiditätsposition um über 500 Millionen Kronen, nachdem diese sich 1966 um 650 Millionen Kronen verschlechtert hatte.

Ein Restriktionsprogramm zur Absicherung der Abwertung kam erst nach und nach zustande. Fürs erste wurde ein Stop für die Handelsspannen verfügt, der bis zum Juni 1968 gilt. Am 19. Dezember wurde der Diskontsatz von  $6\frac{1}{2}$  auf  $7\frac{1}{2}$  Prozent erhöht und die Stützung des Rentenmarktes durch die

Zentralbank eingestellt. Die Verbraucherpreise stiegen im gesamten Jahr um 10 Prozent — bzw. um 5 Prozent, wenn man den Preiseffekt der Steueränderungen außer Betracht läßt —, und die Rendite der langfristigen Staatsschuldverschreibungen erhöhte sich von rund 9 auf  $9\frac{1}{4}$  Prozent.

Gegen Ende Februar schlug die Regierung Maßnahmen vor, denen zufolge das im April beginnende Haushaltsjahr mit einem Kassenüberschuß von 450 Millionen Kronen abschließen soll, nachdem sich 1967/68 ein Defizit von 360 Millionen Kronen ergeben hatte. Zu diesen Maßnahmen gehörten Ausgabenkürzungen, eine Heraufsetzung der Mehrwertsteuer von 10 auf  $12\frac{1}{2}$  Prozent im April, eine Erhöhung der Agrarsubventionen zwecks Begrenzung des Preisanstiegs und schließlich ein umfassender Preisstopp bis November 1968. Unter solchen Umständen wurde der Diskontsatz, da auch die Investitionstätigkeit in der Industrie wieder etwas angeregt werden sollte, im März 1968 von  $7\frac{1}{2}$  auf 7 Prozent gesenkt.

*Norwegen.* Nach mehrjährigem raschem Wachstum gab es Anfang 1967 Anzeichen dafür, daß die Überbeanspruchung der Produktivkräfte noch zunehmen würde, zumal ein beträchtlicher Anstieg der öffentlichen Ausgaben bevorstand. Die Kreditpolitik hatte 1967 das erklärte Ziel, die Ausweitung der von den Geschäftsbanken und Sparkassen gewährten Kredite auf 1 250 Millionen Kronen und damit auf rund  $6\frac{1}{2}$  Prozent zu begrenzen (1966: etwa  $9\frac{1}{2}$  Prozent). Im März wurden eine Reihe leicht restriktiver Maßnahmen ergriffen; die Behörden stellten Regierungsprojekte zurück, staffelten die Kreditgewährung der Staatsbanken, beschnitten die Bautätigkeit in bestimmten Bereichen, gestalteten die Anlage von Geldern auf Investitionsrücklagekonten bei der Bank von Norwegen attraktiver und verschärfen die Bestimmungen für Teilzahlungskredite.

Im zweiten Quartal ging die Produktion etwas zurück, da sich die Ausweitung der Investitionen und des Verbrauchs verlangsamte, und im dritten Quartal blieb sie gedrückt, weil sich nun auch die Ausfuhr abschwächte. Die Zahlungsbilanz wies jedoch nach wie vor einen Überschuß auf, da sich der Kapitalzufluß erhöhte. Die Lage am Arbeitsmarkt entspannte sich nicht sehr, und der Lohnauftrieb ging weiter.

Vom Frühherbst an war die Produktion wieder expansiv. In dem im Oktober vorgelegten Haushaltsvoranschlag für 1968 ist ein geringeres Wachstum der öffentlichen Ausgaben und eine Ausweitung des Überschusses (vor Berücksichtigung der Kredittransaktionen) vorgesehen. Da jedoch die Staatsbanken erheblich mehr Kredite erhalten sollen, wird der Nettokreditbedarf des Staates auf einen gegenüber 1967 etwas erhöhten Betrag veranschlagt. Im November wurden die Mindestliquiditätssätze für die Geschäftsbanken und die Sparkassen um 1 Prozentpunkt angehoben, um die Kreditexpansion zu zügeln und sie innerhalb der für 1967 festgelegten normativen Grenzen zu halten.

Nach der Pfundabwertung kam die norwegische Krone unter einen gewissen Druck, so daß die Zentralbank eine Zeitlang am Terminmarkt intervenieren mußte. Jedoch begannen die Reserven bald wieder zu steigen, und die Terminengagements wurden allmählich reduziert.

Im Dezember schloß die Bank von Norwegen als Strukturmaßnahme mit den Kreditinstituten ein Abkommen, durch das die inländischen langfristigen Zinssätze von der außenwirtschaftlichen Entwicklung unabhängiger werden sollten. Die Kreditinstitute verpflichteten sich, vor Änderung ihrer Haben- oder Sollzinsen die Bank von Norwegen zu konsultieren, untereinander keine Vereinbarungen zur Bindung dieser Sätze an den Diskontsatz zu treffen, die — bis dahin nach vorheriger Ankündigung veränderlichen — Hypothekenzinssätze auf jeweils fünf bis zehn Jahre zu fixieren und langfristige Investitionen nach Möglichkeit mit langfristigen Krediten zu finanzieren.

Im gesamten Jahr 1967 erhöhten die Geschäftsbanken und Sparkassen ihre Kredite an den privaten Sektor um  $8\frac{1}{2}$  Prozent und überschritten damit beträchtlich den am Jahresanfang festgelegten Plafond. Gleichzeitig ging das Volumen der Bankkredite an den öffentlichen Sektor zurück, was vor allem an der Verbesserung der Zentralbankposition des Staates lag. Jedoch expandierte, im Zusammenhang mit der Erhöhung des Zahlungsbilanzüberschusses, das Geld- und Quasigeldvolumen um rund  $9\frac{1}{2}$  Prozent und damit etwas rascher als vorher. Die empfohlene Obergrenze für die Ausweitung der Kredite der Geschäftsbanken und Sparkassen zusammengenommen wurde für 1968 auf 1 750 Millionen Kronen festgelegt; das entspricht ungefähr der Kreditexpansion von 1967.

*Schweden.* Unter der Wirkung der vorangegangenen Restriktionsmaßnahmen und der Exportabschwächung hatte sich das Wachstum der Nachfrage um die Mitte des Jahres 1966 etwas verlangsamt. Anfang 1967 gab es im Exportgeschäft wieder neue Impulse, aber die gewerblichen Investitionen gingen zurück. In dem im Januar vorgelegten Haushaltsentwurf für das im Juli 1967 beginnende Etatjahr war vorgesehen, selektiv durch Erhöhung indirekter Steuern und der Pensionsbeiträge den Verbrauch zu beschränken und durch eine 25prozentige Investitionssteuer die Bautätigkeit in weniger wichtigen Bereichen zu dämpfen; auf der anderen Seite wurden einem neuen Industrieentwicklungsfonds 500 Millionen Kronen für Rationalisierungs- und Entwicklungsprojekte zur Verfügung gestellt. Unter solchen Umständen wurde die Kreditpolitik gelockert; im Februar und im März senkte die Riksbank den Diskontsatz in zwei Etappen von 6 auf 5 Prozent.

Da die Inlandsnachfrage gedrückt blieb und die Ausfuhr wieder rückläufig wurde, beschlossen die Behörden vom Spätfrühjahr an neue Maßnahmen, um der wachsenden Arbeitslosigkeit entgegenzutreten. Die auf blockierten Riksbankkonten liegenden Investitionsmittel der Industrie wurden in drei Etappen freigegeben — im Mai für Bauprojekte und Käufe von Ausrüstungsgütern, im Oktober für Vorratskäufe und im Dezember abermals für den Erwerb von Ausrüstungsgütern. Die Termine bestimmter öffentlicher Aufträge wurden vorverlegt, und bei Gemeindeaufträgen zahlte der Staat eine Subvention von 20 Prozent. Die Bautätigkeit im öffentlichen Sektor wurde intensiviert und die Förderung des Wohnungsbaus erweitert. Man gewährte Befreiungen von der Investitionsabgabe und bemühte sich verstärkt um die Umschulung von Arbeitskräften. Der darauf beruhende Anstieg der öffentlichen Ausgaben ließ zusammen mit dem konjunkturbedingten Einnahmefall das Haushaltsdefizit für das Finanzjahr 1967/68 steigen; nach den revidierten Schätzungen wird mit einer Lücke von 3,3 Milliarden

Kronen gerechnet, verglichen mit einem Fehlbetrag von 1,6 Milliarden Kronen im Jahr vorher.

Dank diesen Maßnahmen gelang es Schweden im vergangenen Jahr, ein recht befriedigendes Wirtschaftswachstum zu erzielen. Eine ausgeprägte Erholung im Wohnungsbau, eine Steigerung der öffentlichen Ausgaben und ein bescheidener Anstieg des privaten Verbrauchs hatten das Übergewicht gegenüber der Flaute im Export und bei den privaten Investitionen. Die reale Produktion stieg um 3,6 Prozent, was mehr war als 1966 und fast soviel wie 1965. Jedoch erreichte die Arbeitslosigkeit einen Umfang, der gemessen an den früheren Verhältnissen etwas groß ist.

Das volkswirtschaftliche Kreditvolumen in seiner Gesamtheit erweiterte sich 1967 per Saldo um 17,3 Milliarden Kronen (1966: 12,7 Milliarden; 1965: 10,3 Milliarden). Die Kreditaufnahme des Staates erhöhte sich 1967 kräftig auf 3,0 Milliarden Kronen (1966: 1,3 Milliarden), von denen rund die Hälfte von den Banken bereitgestellt wurde, deren Forderungen gegen den Staat zu den Liquiditätsreserven rechnen. Die Kreditgewährung der Zentralbank an die Regierung nahm weniger zu als 1966 und bestand überwiegend aus Käufen langfristiger Obligationen. Die Kreditgewährung an den Wohnungsbau, die hauptsächlich auf der Ausgabe von Hypothekenspfandbriefen beruht, stieg 1967 auf 6,9 Milliarden Kronen (1966: 5,5 Milliarden). Die Kreditaufnahme der Unternehmen, die sich auf 5,8 Milliarden Kronen erhöhte (1966: 4,6 Milliarden), erfolgte wie im Vorjahr zu zwei Dritteln am Kapitalmarkt. Die liquiden Mittel der Banken nahmen 1967 um 3,1 Milliarden Kronen zu (1966: 1,8 Milliarden), worin hauptsächlich zum Ausdruck kam, daß ihre Bestände an Staatspapieren und Hypothekenspfandbriefen wuchsen und ihre Nettoauslandsposition sich verbesserte.

Im November zog die Riksbank die kreditpolitischen Zügel kräftig an, um den Kapitalabflüssen im Gefolge der Pfundabwertung entgegenzutreten. Nachdem sie in einem einzigen Monat Reserven im Betrage von fast 1 Milliarde Kronen verloren hatte, wurde der Diskontsatz von 5 auf 6 Prozent erhöht und für die Zentralbankschulden der Geschäftsbanken, insoweit sie 50 Prozent ihrer eigenen Mittel überschreiten, ein Strafzins von 9 Prozent eingeführt. Außerdem wurde bestimmt, daß die Banken von ihren Auslandsguthaben nur noch die Hälfte auf ihr Liquiditätssoll anrechnen dürfen, dessen Erfüllung sie von der Pflicht zur Zahlung von Zuschlagszinsen für den 25 Prozent ihrer eigenen Mittel übersteigenden Teil ihrer Zentralbankschuld befreit. Zusätzlich erging die befristete Vorschrift, daß die größeren Banken 2 Prozent und die kleineren Banken 1 Prozent ihrer Einlagen auf ein Sperrkonto bei der Zentralbank einzahlen müssen. Durch diese Verschärfung der Bestimmungen gegen Jahresende stiegen die Zentralbankschulden der Geschäftsbanken im gesamten Jahr um 1 Milliarde Kronen. Ein gewisser Kapitalrückfluß gestattete im Februar die Ermäßigung des Diskontsatzes auf 5 1/2 Prozent, und die blockierten Guthaben wurden freigegeben.

Im Frühjahr 1968 blieb die Konjunkturpolitik vorsichtig. Zwar sollen die Arbeitsbeschaffungsprogramme intensiviert werden, doch ist im Staatshaushaltsplan für 1968/69 eine Verringerung des Defizits auf 2,7 Milliarden Kronen veranschlagt. Der Einnahmeneffekt der im Steuersystem vorgesehenen Änderungen,



die hauptsächlich mit der Einführung eines Mehrwertsteuersystems im Januar 1969 zusammenhängen, soll die Ausgabensteigerung ungefähr ausgleichen.

*Finnland.* Die Finnmark wurde im Oktober 1967, knapp 10 Jahre nach ihrer Abwertung um 28 Prozent, abermals um 23,8 Prozent abgewertet. Die Schwierigkeiten, die zu diesem Schritt führten, gehen, auch wenn sie im vergangenen Jahr ihren Höhepunkt erreichten, auf einen längeren Zeitraum zurück. Sie dürften hauptsächlich auf der anhaltenden Kosten-Preis-Inflation beruhen, deren Intensität zum Teil der weiten Verbreitung der Indexbindungen zuzuschreiben war. Das entscheidendste Einzeljahr scheint 1964 gewesen zu sein; von da an sanken die amtlichen Reserven fast ununterbrochen, obwohl in beträchtlichem Umfang Auslandskredite in Anspruch genommen wurden.

In den Jahren 1964–1966 stiegen die Stundenverdienste um durchschnittlich 10 Prozent pro Jahr, wobei sich der größte Zuwachs 1964 mit 13,2 Prozent ergab (einschließlich einer 10prozentigen Teuerungszulage). In denselben drei Jahren stiegen die Verbraucherpreise in einem Jahrestempo von 6 ½ Prozent. Zwar wiesen die Exporte 1964 und 1965 eine recht befriedigende Steigerung auf, die aber das Inflationsproblem möglicherweise noch verschärft hat. Dagegen nahmen die Einfuhren allein 1964 um fast 25 Prozent und in der gesamten Dreijahresperiode um jahresdurchschnittlich 13 Prozent zu. Nach 1965 erhöhte sich die Ausfuhr langsamer, und der in den ersten drei Quartalen des Jahres 1967 verzeichnete Anstieg war ausschließlich auf vermehrte Lieferungen nach der Sowjetunion zurückzuführen.

Im ersten Halbjahr 1967 blieb die Geldpolitik restriktiv. In dieser Periode waren die Banken verpflichtet, ihre Rediskontierungen auf einen bestimmten Umfang zurückzuführen. Außerdem mußten sie bei der Bank von Finnland Sondereinlagen nach Maßgabe ihres Mittelzuwachses bilden; diese Regelung diente dazu, die Wirkung eines Kredits von 300 Millionen Finnmark auszugleichen, den die Zentralbank im Dezember 1966 dem Staat gewährt hatte. Im Juni erhielten die Banken detaillierte Anweisungen über die bei der Kreditgewährung zu beachtenden Prioritäten. Im vorangegangenen Herbst war außerdem die Fiskalpolitik restriktiver gestaltet worden. Das Budget von 1967 sah eine Erhöhung der Kaufsteuer sowie der Einkommens- und Vermögensteuer vor. Unter dem Einfluß der geld- und fiskalpolitischen Beschränkungsmaßnahmen schwächten sich die Produktivinvestitionen und der Wohnungsbau ab, so daß die Produktion im Frühjahr zurückging. Zwar sanken auch die Importe, aber da Arbeitslosigkeit auftrat und der Export stagnierte und zugleich der im vorangegangenen März vereinbarte IWF-Kredit allmählich ausgeschöpft war, wurde die Finnmark im Herbst abgewertet.

Im Zeitpunkt der Abwertung wurde eine Exportabgabe eingeführt, deren Ertrag bis zu seiner Freigabe für spezifizierte Investitionszwecke bei der Zentralbank blockiert wird; die Abgabe betrug ursprünglich 14 Prozent und wurde dann stufenweise gesenkt. Ferner wurde beschlossen, vorzeitig die Zölle auf Importe aus EFTA-Ländern abzuschaffen, die Steuern auf Tabak und Zigaretten zu erhöhen und die Preise aller im Lebenshaltungskostenindex berücksichtigten

Positionen zu blockieren. Die Kreditfähigkeit der Kreditinstitute blieb gedämpft, was auch mit den Liquiditätswirkungen des Zahlungsbilanzdefizits zusammenhing; sie stieg 1967 insgesamt um 8,4 Prozent, verglichen mit 11,6 Prozent in jedem der beiden vorangegangenen Jahre.

Der nach der Abwertung vorgelegte Haushaltsvoranschlag für 1968 war insgesamt ausgeglichen, obwohl er eine wesentliche Steigerung der Kreditgewährung und der Investitionsausgaben vorsah. Von noch größerer Bedeutung war, daß die Regierung im April 1968 ein umfassendes Stabilisierungsprogramm beschloß, in dessen Rahmen die Indexbindungen für Löhne, Bankeinlagen, neue Staatsanleihen und die meisten anderen Verträge beseitigt, dem Anstieg der Löhne und Agrarpreise Obergrenzen gesetzt und die anderen Preise, die Mieten und die Sollzinsen der Banken bis Ende 1969 blockiert wurden. Die öffentlichen Ausgaben sollen gekürzt, die Ergänzungshaushalte abgeschafft, die Steuerregelungen bis Ende 1969 unverändert gelassen und die Emissionen von Staatsanleihen im wesentlichen auf die für die Schuldentilgung benötigten Beträge beschränkt werden. Auf der anderen Seite wurden angesichts der verbesserten Zahlungsbilanzaussichten die direkten Zentralbankkredite an die private Wirtschaft ausgeweitet, um die Investitionstätigkeit anzuregen.

### **Osteuropa**

Das ungewöhnlich gute Wetter des Jahres 1966 hatte in den osteuropäischen Ländern eine weit überdurchschnittliche Ausweitung der Agrarproduktion mit sich gebracht, die wesentlich an dem in jenem Jahr verzeichneten raschen Wachstum der gesamten Güterproduktion beteiligt war. Für 1967 war daher mit einem geringeren Anstieg der Gesamtproduktion zu rechnen. Trotz schwierigeren Bedingungen konnte jedoch der Umfang der Agrarproduktion 1967 gehalten werden, und die Industrieproduktion des gesamten Gebietes stieg um 9½ Prozent, verglichen mit rund 8½ Prozent in jedem der beiden vorangegangenen Jahre. Infolgedessen war die Verlangsamung des Wachstums der materiellen Produktion überraschend gering. Günstig wirkte sich dabei auch aus, daß in der Ausweitung der Industrieproduktion fast allenthalben ein rascherer Produktivitätsfortschritt eine Rolle spielte. Beschleunigt wuchs die Produktion von Verbrauchsgütern, so daß das Niveau des realen Verbrauchs wiederum stark angehoben werden konnte.

Diese Charakterisierung des Fortschritts im gesamten osteuropäischen Raum gilt besonders für die *Sowjetunion*. Hier übertraf die Agrarproduktion sogar noch ein wenig das letztjährige Rekordergebnis, wobei im einzelnen ein 14prozentiger Rückgang bei den pflanzlichen Produkten durch ein vermehrtes Angebot von tierischen Erzeugnissen ausgeglichen wurde. Am bemerkenswertesten war jedoch die 10prozentige Steigerung der Industrieproduktion, die damit die höchste Wachstumsrate der sechziger Jahre verzeichnete; bestimmend hierfür war die Verbesserung der Produktivität um 7 Prozent (1966: 4½ Prozent). Die Engrospreise wurden 1967 so geändert, daß sich eine weniger unvollkommene Entsprechung zwischen der Unternehmensleistung und den Gewinnen ergab. Dergestalt konnte das Prinzip der betrieblichen Unabhängigkeit auf weitere Bereiche der Industrie ausgedehnt

werden, wobei die Leistungsfähigkeit auf der betrieblichen Ebene durch gewinnabhängige Anreize gesteigert wird. Diese Anreize müssen jedoch, wenn sie wirksam sein sollen, als Verbesserung des realen Lebensstandards spürbar werden, und dementsprechend tritt die Versorgung der Verbraucher immer mehr in den Vordergrund. Das kam in der letztjährigen Produktionsstruktur und im diesjährigen Produktionsplan zum Ausdruck, der vorsieht, daß die Erzeugung von Verbrauchsgütern stärker wachsen soll als die Herstellung von Investitionsgütern, womit ein altes Prinzip der sowjetischen Planung durchbrochen wurde.

Osteuropäische Volkswirtschaften:  
Volkseinkommen, Industrie- und Agrarproduktion

	Materielles Nettoprodukt			Industrielle Gesamterzeugung			Landwirtschaftliche Gesamterzeugung		
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	1965	1966	1967
	Prozentualer realer Jahreszuwachs								
Albanien . . . . .	3,0	9,0	7,5	6,4	12,0	12,8	-3,0	15,0	12,0
Bulgarien . . . . .	7,1	11,1	9,0	13,7	12,2	13,4	1,8	14,3	1,0
Deutschland (Ost)	4,4	5,3	5,0	6,2 <sup>1</sup>	6,4 <sup>1</sup>	6,8 <sup>1</sup>	.	.	.
Polen . . . . .	7,0	7,2	6,0	9,0	7,4	7,5	7,7	5,4	2,3
Rumänien . . . . .	9,7	9,8	7,5	13,1	11,7	13,5	6,7	14,0	1,0
Sowjetunion . . . . .	6,9	7,5	7,0	8,7	8,6	10,0	2,0	9,8	1,0
Tschechoslowakei	3,4	10,8	8,0	7,9	7,4	7,1	-3,9	10,5	3,5
Ungarn . . . . .	1,1	8,4	7,0	4,8	6,6	9,1	-5,3	7,9	1,0
Jugoslawien . . . . .	3,4 <sup>2</sup>	8,6 <sup>2</sup>	0,3 <sup>2</sup>	8,0	4,0	0,0	-9,1	16,0	-2,0

<sup>1</sup> Warenproduktion (das heißt ohne Bestandsveränderungen).      <sup>2</sup> Materielles Bruttoprodukt.  
Quelle: UN Economic Commission for Europe, „Economic Survey of Europe in 1967“.

Besonders wichtig ist ein rascherer Produktivitätsfortschritt in *Ostdeutschland*, weil dort die Zahl der Arbeitskräfte in der Industrie nur langsam wächst. Die industrielle Expansion konnte in Ostdeutschland 1967 unvermindert fortgeführt werden. Dasselbe gilt für die *Tschechoslowakei*, wo nach den Schwierigkeiten der ersten sechziger Jahre die industrielle Erzeugung in den letzten drei Jahren um jeweils mehr als 7 Prozent gestiegen ist. In der Tschechoslowakei hängt der künftige Fortschritt ganz besonders von dem Ergebnis der jetzigen Wirtschaftsreformen ab, die weiter reichen als in den meisten anderen osteuropäischen Ländern und die auf eine gegenüber dem Auslandswettbewerb offene Form des marktwirtschaftlichen Sozialismus abzielen. In vielen Sektoren hat die Planung jetzt nicht mehr Weisungs-, sondern Orientierungscharakter, und die Unternehmensleitungen erfreuen sich bei ihren Entscheidungen bereits einer beträchtlichen Unabhängigkeit. Der im Laufe des Jahres 1967 begonnene Übergang zu einer neuen Preisbildungsbasis wird daher sicher nicht ganz glatt vor sich gehen. Aber er ist ein entscheidender Schritt in Richtung auf eine bessere Verteilung der Produktionsfaktoren und auf eine engere wirtschaftliche Integration mit der übrigen Welt.

In *Ungarn*, das seine planwirtschaftlichen Prinzipien in diesem Jahr in vergleichbarer Weise ändert, war die industrielle Entwicklung 1967 ermutigend. Die Produktion stieg um 9 Prozent (1966: 6 ½ Prozent), wobei sowohl die Beschäftigung wie auch die Produktivität über das Plansoll hinaus zunahmen, und die

Produktionsstruktur verbesserte sich mit der Schließung teurer Kohlengruben und mit dem raschen Wachstum der Erzeugung in der Nahrungsmittel- und der Leichtindustrie. Dagegen war in *Polen* die industrielle Entwicklung 1967 etwas enttäuschend und von derjenigen in anderen Ländern deutlich verschieden. Die Verbrauchsgüterproduktion wuchs verlangsamt, und die gesamte industrielle Erzeugung nahm weitgehend nur deshalb im früheren Tempo zu, weil die Zahl der Beschäftigten stieg, während sich die Produktivität nur um 3,5 Prozent und damit weniger verbesserte als im Vorjahr und auch weniger als in den anderen osteuropäischen Ländern (mit Ausnahme Jugoslawiens). Beides trug dazu bei, daß sich die Verknappung an den Konsumentenmärkten im Laufe des Jahres verschärfte.

Unter den weniger industrialisierten Ländern der Gruppe erhöhten *Rumänien* und *Bulgarien* ihre industrielle Erzeugung um je rund 13 ½ Prozent (1966: je rund 12 Prozent). Während der Produktivitätsfortschritt in Rumänien größer war — er betrug 9 ½ Prozent (1966: 8 Prozent) —, nahm er in Bulgarien rascher zu, nämlich von unter 3 Prozent im Vorjahr auf über 8 Prozent 1967. Beschleunigt hat sich die Industrialisierung auch in *Albanien*, wo die Industrieproduktion um 12,8 Prozent stieg; sie scheint nun nach dem bescheideneren Wachstum während der ersten Hälfte der Dekade wieder kräftiger geworden zu sein. Dies könnte zum Teil mit der vermehrten Versorgung mit Agrarrohstoffen zusammenhängen, da die landwirtschaftliche Erzeugung 1967 wiederum stark zunahm, so daß sie um reichlich 25 Prozent über dem Ergebnis von 1965 lag.

Im ganzen östlichen Europa hat die Industrie in den letzten zwei Jahren die Produktionspläne bei weitem übererfüllt. Dies mag damit zusammenhängen, daß jetzt vermehrt materielle Anreize in Verbindung mit erreichbaren Planzielen geboten werden; im Zusammenhang damit ist der längerfristige Verlangsamungstrend des industriellen Wachstums zum Stillstand gekommen. Die Pläne für 1968 sind wiederum insofern maßvoll, als sie im allgemeinen unter den effektiven Expansionsraten des letzten Jahres liegen. Von einer ähnlichen Mäßigung im Vergleich zu früher zeugt die Agrarplanung. Diese Planziele sind jetzt aber als wahrscheinliche Mindestwachstumsraten anzusehen.

In *Jugoslawien* waren die wirtschaftlichen Ergebnisse 1967 nicht so günstig wie in anderen osteuropäischen Ländern. Das materielle Bruttoprodukt weitete sich praktisch nicht aus, wobei im einzelnen die Agrarproduktion hinter ihrem Rekordumfang von 1966 zurückblieb und die Industrieproduktion stagnierte. Die Abschwächung im industriellen Sektor war im wesentlichen wirtschaftspolitisch bedingt: Sie ging auf die einschneidende kreditpolitische Restriktion zurück, die man im zweiten Halbjahr 1966 begonnen und Anfang 1967 verstärkt hatte, um durch Beschränkung der Unternehmensliquidität die Lohndisziplin wiederherzustellen. Diese Politik wurde gelockert, sobald die Spannungen 1967 nachgelassen hatten, und im Frühjahr 1968 wurden weitere Förderungsmaßnahmen beschlossen. Bei dem vorhandenen Kapazitätsspielraum wird für 1968 eine industrielle Expansion von etwa 3–4 Prozent erwartet.

Das übermäßige Wachstum der Geldeinkommen, die fortschreitende Liberalisierung der Einfuhr und die langsamere Ausweitung der westeuropäischen Märkte trugen dazu bei, daß sich im jugoslawischen Außenhandel im letzten

Jahr das Defizit auf 450 Millionen Dollar erhöhte. Da jedoch im Dienstleistungsverkehr und bei den Übertragungen der Überschub zunahm, vergrößerte sich das Defizit in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz nur um 12 Millionen auf 60 Millionen Dollar. Dank einem genügend großen Aktivsaldo in der Kapitalbilanz erhöhten sich die amtlichen Reserven um 19 Millionen Dollar.

### **Kanada**

Obgleich die Geldpolitik im vorangegangenen Sommer etwas gelockert worden war, nahm die Produktion im ersten Quartal 1967 ab, da der Wohnungsbau und die Vorratsbildung rückläufig blieben. Im Frühjahr kam es in diesen beiden Bereichen jedoch zu einer Wiederbelebung, so daß die Produktion erneut stieg. Dämpfend wirkte dabei allerdings, daß die gewerblichen Investitionen um diese Zeit abzunehmen begonnen hatten.

Der Konjunkturaufschwung, der um einiges früher als in den Vereinigten Staaten einsetzte, wurde teils durch die Lebhaftigkeit des Exports, teils durch eine rechtzeitige Lockerung monetärer und fiskalischer Beschränkungen gefördert. Von Januar bis Anfang April senkte die Bank von Kanada ihren Diskontsatz in zwei Etappen von  $5\frac{1}{4}$  auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent, und gleichzeitig stellte sie den Banken reichlich Liquidität zur Verfügung. Außerdem hob die Regierung angesichts der Flaute im Bereich der gewerblichen Investitionen bestimmte Dämpfungsmaßnahmen aus der Haushaltsperiode 1966/67 auf, nämlich die 5prozentige Gewinnsteuer mit Rückvergütungsberechtigung, die Einschränkung der Abschreibungsvergünstigungen und die beim Kauf von neuen Maschinen und Ausrüstungsgütern zu entrichtende Sondersteuer. Ferner wurde vorübergehend die Hypothekarkreditgewährung der öffentlichen Stellen ausgedehnt, und das im Juni vorgelegte Budget war seinem Charakter nach leicht stimulierend.

Bei der rückläufigen Investitionstätigkeit der Unternehmen reichte das Produktionswachstum nicht aus, um das rasch zunehmende Arbeitskräftepotential zu absorbieren. Infolgedessen erhöhte sich die Arbeitslosigkeit im Laufe des Jahres von  $3\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent. Andererseits stiegen die Verdienste bedeutend rascher als die Produktivität; die typische Tariflohnhebung betrug 8–9 Prozent. Die Kosten der Arbeitseinheit erreichten einen Stand, der um 10 Prozent höher war als drei Jahre vorher, und die Verbraucherpreise (ohne Nahrungsmittelpreise) zogen stärker an als 1966.

Dieser Kosten-Preis-Auftrieb führte im Herbst zu neuen Maßnahmen. Von den letzten Septembertagen an wurde die Geldpolitik restriktiver gestaltet, was sich in einem Rückgang der Bankenliquidität auswirkte. Die Bank von Kanada erhöhte ihren Diskontsatz in zwei Etappen — einmal vor und einmal nach der Pfundabwertung — von  $4\frac{1}{2}$  auf 6 Prozent. Ende November legte die Regierung ein Herbstbudget vor, demzufolge durch Einsparungen und durch Vorkehrungen auf der Einnahmenseite der staatliche Kassenbedarf von 1 500 Millionen Dollar im Haushaltsjahr 1967/68 auf einen halb so hohen Betrag in dem im kommenden Juli beginnenden Jahr reduziert werden sollte. Jedoch fanden Teile dieses Programms Anfang 1968 nicht die Billigung des Parlaments, so daß die

Regierung neue Vorschläge unterbreiten mußte; geplant wurden nun ein vorübergehender 3prozentiger Zuschlag zur Einkommens- und Körperschaftssteuer sowie ein beschleunigter Einzug der Körperschaftssteuer.

1967 stiegen die auf kanadische Dollar lautenden Einlagen bei den eingetragenen Banken und der Bargeldumlauf zusammen um 14 Prozent (1966: 6,7 Prozent). Diese beschleunigte Ausweitung beruhte nicht zuletzt darauf, daß im Mai das neue Bankengesetz in Kraft trat, das die Position der Banken gegenüber anderen Instituten bei der Mittelbeschaffung verbesserte. Die obere Grenze der Sollzinsen wurde für den Rest des Jahres 1967 von 6 auf  $7\frac{1}{4}$  Prozent heraufgesetzt und Anfang 1968 ganz beseitigt. Ferner wurden die Banken ermächtigt, Hypothekarkredite zu gewähren und Schuldverschreibungen auszugeben, die nicht den Kassenreservebestimmungen unterliegen. Entsprechend der Ausweitung ihrer Mittel gewährten die Banken mehr neue Kredite, insbesondere Darlehen an die Wirtschaft, und auch ihre Bestände an Staatspapieren stockten sie beträchtlich auf.

Ab Frühjahr 1967 versteifte sich die Lage am Kapitalmarkt zunehmend. Gewiß war hierfür weitgehend die Entwicklung in den Vereinigten Staaten bestimmend, aber auch die hohen Emissionen des Bundes, die mit seinem wachsenden Haushaltsdefizit zusammenhingen, spielten eine bedeutende Rolle. Insgesamt war der Nettoabsatz von Anleihen in kanadischen Dollar 1967 um 20 Prozent größer als 1966. In der Zeit vom Frühjahr bis zum Jahresende stieg die durchschnittliche Rendite langfristiger Staatsanleihen um einen ganzen Prozentpunkt auf über  $6\frac{1}{2}$  Prozent.

Die Bekanntgabe des US-Zahlungsbilanzprogramms im Januar 1968 führte zu einem starken Kapitalabfluß aus Kanada und zu erneuten Anspannungen an den Finanzmärkten. Am 22. Januar wurde der amtliche Diskontsatz von 6 auf 7 Prozent erhöht. Als indirekte Maßnahme, um den Abfluß kurzfristigen Kapitals zu verringern, wurden die eingetragenen Banken später aufgefordert, keine Swapvereinbarungen mehr einzugehen oder zu erneuern, durch die ihre Kunden Einlagen in fremder Währung erhielten. Am 7. März gewährten die Vereinigten Staaten Kanada die völlige Freistellung von den im Januar bekanntgegebenen Zahlungsbilanzmaßnahmen. Mitte März erhöhte die Bank von Kanada, nachdem der US-Diskontsatz heraufgesetzt worden war, ihren Satz auf  $7\frac{1}{2}$  Prozent, und kurz danach stieg die Rendite langfristiger Staatsschuldverschreibungen auf über 6,9 Prozent.

### **Japan**

Der Konjunkturaufschwung, der um die Mitte des Jahres 1965 begonnen hatte, wurde 1966 sehr kräftig und setzte sich das ganze Jahr 1967 hindurch unabgeschwächt fort. In der ersten Jahreshälfte wuchs zwar der Export verlangsamt, die Inlandsnachfrage dafür aber beschleunigt, mit den Investitionen als Spitzenreiter. In dieser Periode verstärkten sich die Anspannungen am Arbeitsmarkt, und die Arbeitseinkommen stiegen rasch weiter. Obwohl das Budget für das im April 1967 beginnende Etatjahr weniger expansiv als sein Vorgänger war, gingen von ihm wiederum beträchtliche Ausgabenimpulse aus. Bis zum

Sommer wurden keine neuen geldpolitischen Maßnahmen ergriffen, aber der mit dem Zahlungsbilanzdefizit verbundene Liquiditätsentzug hatte eine gewisse dämpfende Wirkung.

Ab Juli wurde sowohl die Fiskalpolitik wie die Geldpolitik zunehmend restriktiv. Zu jener Zeit wurden bei immer schneller steigenden Staatseinnahmen die geplanten Emissionen von staatlichen und staatlich garantierten Anleihen um 10 Prozent verringert. Außerdem wurden die Refinanzierungskontingente der Großbanken bei der Zentralbank gekürzt. Am 1. September wurde der amtliche Diskontsatz von 5,475 auf 5,84 Prozent angehoben und die Kreditgewährung der Banken wieder der Mitte 1965 aufgehobenen Plafondierung unterstellt. Die Ausweitung des Volumens der von den Großbanken gewährten Kredite wurde im dritten Quartal auf 95 Prozent und im vierten Quartal auf 85 Prozent des effektiven Betrages aus der entsprechenden Vorjahresperiode begrenzt. Anfang September gab die Regierung die zeitliche Zurückstellung von öffentlichen Ausgaben im Betrage von 310 Milliarden Yen — 7 Prozent der gesamten öffentlichen Ausgaben — bekannt.

Infolge dieser Maßnahmen wurde die monetäre Expansion in den letzten Monaten des Jahres 1967 merklich langsamer. Im gesamten Jahr jedoch erhöhten sich die Geld- und Quasigeldverbindlichkeiten des Bankenapparats um 15,5 Prozent und damit nur wenig schwächer als im Vorjahr (16,3 Prozent). Diese Zahlen stimmen fast genau mit denjenigen für die Veränderung der Kreditgewährung an den privaten Sektor überein. Die Kreditgewährung des Bankenapparats an den öffentlichen Sektor nahm, obwohl sie verhältnismäßig gering war, prozentual abermals erheblich zu, während die Nettoauslandsforderungen zurückgingen.

Um die Jahreswende 1967/68, als die Verbraucherpreise beschleunigt stiegen und das Zahlungsbilanzdefizit größer geworden war, drohten weitere Schwierigkeiten durch die Pfundabwertung und das Zahlungsbilanzprogramm der Vereinigten Staaten. In dieser Situation senkte die Bank von Japan im Dezember den Plafond für die Kreditausweitung des ersten Quartals 1968 auf 71 Prozent des Betrages aus der entsprechenden Periode 1967. Zusätzlich erhöhte sie Anfang Januar den amtlichen Diskontsatz auf 6,205 Prozent. In dem ungefähr um diese Zeit vorgelegten Haushaltsentwurf für 1968/69 ist vorgesehen, die Ausgaben gemessen an dem geschätzten Wachstum des Bruttosozialprodukts etwas weniger steigen zu lassen. Die Zunahme der Ausgaben in der allgemeinen Rechnung soll auf 11,8 Prozent zurückgehen (davor: 16,2 Prozent), während die Ausweitung in der Investitions- und Kreditrechnung nur 7,3 Prozent betragen soll (davor: 18,2 Prozent). Auch die Obergrenze für staatliche Anleiheemissionen wurde entsprechend herabgesetzt.

Daß die Geld- und Kreditlage im beginnenden Frühjahr 1968 angespannter war, kam in den Zinssätzen zum Ausdruck. Die Rendite für Staatsschuldverschreibungen („Telegraphen- und Telephonanleihen“) befand sich bei rund 8,7 Prozent und damit um rund  $1\frac{1}{4}$  Punkte über ihrem entsprechenden Vorjahresstand. Tagesgeld wurde zu fast 7,7 Prozent und damit um rund 1,8 Punkte höher gehandelt als ein Jahr vorher.

### III. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Das Wachstum des Welthandels hat sich im Jahre 1967 verlangsamt. Die Weltausfuhr in jeweiligen Preisen stieg um 5 Prozent, verglichen mit 10 Prozent im vorangegangenen Jahr und ebenfalls 10 Prozent im Jahresdurchschnitt 1963–1966. Die geringere Zuwachsratespiegelte das Nachlassen der Wirtschaftstätigkeit in einigen wichtigen Industriegebieten wider. Die Verlangsamung war am ausgeprägtesten bei den Entwicklungsländern, deren Exporte nur um etwa 1,5 Prozent stiegen, gegenüber einer durchschnittlichen jährlichen Erhöhung um 7,5 Prozent in den vorangegangenen vier Jahren. Die Wachstumsrate der Weltausfuhr verringerte sich auch im Verlauf des Jahres deutlich, und zwar von 7,5 Prozent im ersten Vierteljahr (verglichen mit dem entsprechenden Zeitraum von 1966) auf 2,5 Prozent im vierten Quartal.

Der Welthandel

	Ausfuhr			Einfuhr			Volumenmäßige Veränderung der	
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	Ausfuhr	Einfuhr
							1967 gegenüber 1966	
	Milliarden US-Dollar						Prozent	
<b>Industrialisierte Gebiete</b>								
Westliches Europa								
EWG . . . . .	47,9	52,7	56,2	49,2	53,7	54,9	+ 6,5	+ 3,0
EFTA . . . . .	26,6	28,5	29,1	32,2	33,9	35,8	—	+ 5,0
Sonstige Länder . . . . .	5,1	5,7	6,1	8,8	10,0	10,0	+ 9,0	—
Westliches Europa zusammen . . . . .	79,6	86,9	91,4	90,2	97,6	100,7	+ 5,0	+ 3,0
Vereinigte Staaten . . . . .	27,5	30,4	31,6	23,2	27,7	29,1	+ 3,5	+ 5,0
Kanada . . . . .	8,5	10,0	11,0	8,7	10,2	11,0	+ 7,5	+ 7,0
Japan . . . . .	8,5	9,8	10,5	8,2	9,5	11,7	+ 5,0	+ 26,0
Sonstige Länder <sup>1</sup> . . . . .	5,5	5,9	6,5	7,5	7,3	7,8	+ 13,5	+ 6,0
Industrialisierte Gebiete zusammen . . . . .	129,6	143,0	151,0	137,8	152,3	160,3	+ 5,5	+ 7,0
<b>Entwicklungsgebiete</b>								
Lateinamerika . . . . .	10,4	11,0	11,0	8,8	9,7	10,0	+ 3,5	+ 3,0
Sonstige Gebiete . . . . .	25,4	27,4	28,2	28,5	30,5	31,1	+ 1,0	+ 2,0
Entwicklungsgebiete zusammen . . . . .	35,8	38,4	39,2	37,3	40,2	41,1	+ 1,5	+ 2,0
<b>Insgesamt<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>165,4</b>	<b>181,4</b>	<b>190,2</b>	<b>175,1</b>	<b>192,5</b>	<b>201,4</b>	<b>+ 5,5</b>	<b>+ 6,0</b>

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

Dem Volumen nach hat sich jedoch das Wachstum der Weltausfuhr weniger stark abgeschwächt, als es den absoluten Werten nach erscheint, nämlich von 7,5 Prozent im Jahre 1966 auf 5,5 Prozent. Das geht darauf zurück, daß die Ausfuhrpreise, die 1966 um 2 Prozent gestiegen waren, im vergangenen Jahr um 1 Prozent sanken. Während die Fertigwarenpreise insgesamt stabil blieben, gingen die Rohstoffpreise um 3 Prozent zurück. Die Abnahme hing weitgehend mit



nachgebenden Preisen für Agrarprodukte (ohne Ernährungsgüter) zusammen, und zwar insbesondere von solchen Erzeugnissen, die von entwickelten Ländern exportiert werden. Die Wollpreise gingen um 15 Prozent zurück, die Preise für Öle und Fette um 8 Prozent. Demgegenüber blieben die Preise für Ernährungsgüter sowohl in den entwickelten Ländern als auch in den Entwicklungsgebieten unverändert. Was die Veränderung im Verlaufe des Jahres angeht, so blieben die Warenpreise in den Entwicklungsgebieten gleich, während sie in den entwickelten Gebieten stetig zurückgingen; hierin spiegelte sich die Abschwächung der Preise für Agrarprodukte (ohne Ernährungsgüter) wider. Im letzten Vierteljahr von 1967 waren die Warenpreise um 6 Prozent niedriger als in der vergleichbaren Zeit von 1966. Diese Entwicklung kehrte sich im Frühjahr 1968 um.

Im Gegensatz zum Jahre 1966, in dem die Exporte in jeweiligen Preisen aus Nordamerika und Japan rascher stiegen als die aus Westeuropa, lagen die Zuwachsraten in diesen Gebieten im letzten Jahr näher beieinander. Die Exporte aus Kanada verzeichneten mit einer Zunahme von 10 Prozent die stärkste Beschleunigung. Die Ursache hierfür lag hauptsächlich in den außerordentlich hohen Verkäufen von Automobilen in die Vereinigten Staaten. Die EWG-Länder und Japan standen an nächster Stelle mit Zunahmen von jeweils knapp 7 Prozent. Die Exporte der Vereinigten Staaten und der EFTA-Länder stiegen um 4 bzw. 2 Prozent. Die Einfuhr der meisten Industriegebiete erhöhte sich langsamer als im vorangegangenen Jahr. Am ausgeprägtesten war die Verlangsamung in den Vereinigten Staaten, deren Zuwachsrate, hauptsächlich als Folge einer rezessiven Entwicklung in der ersten Hälfte des Jahres, von 20 auf 5 Prozent fiel. In Japan dagegen trieb eine lebhafte Expansion die Einfuhr um 23 Prozent hoch, verglichen mit 16 Prozent 1966.

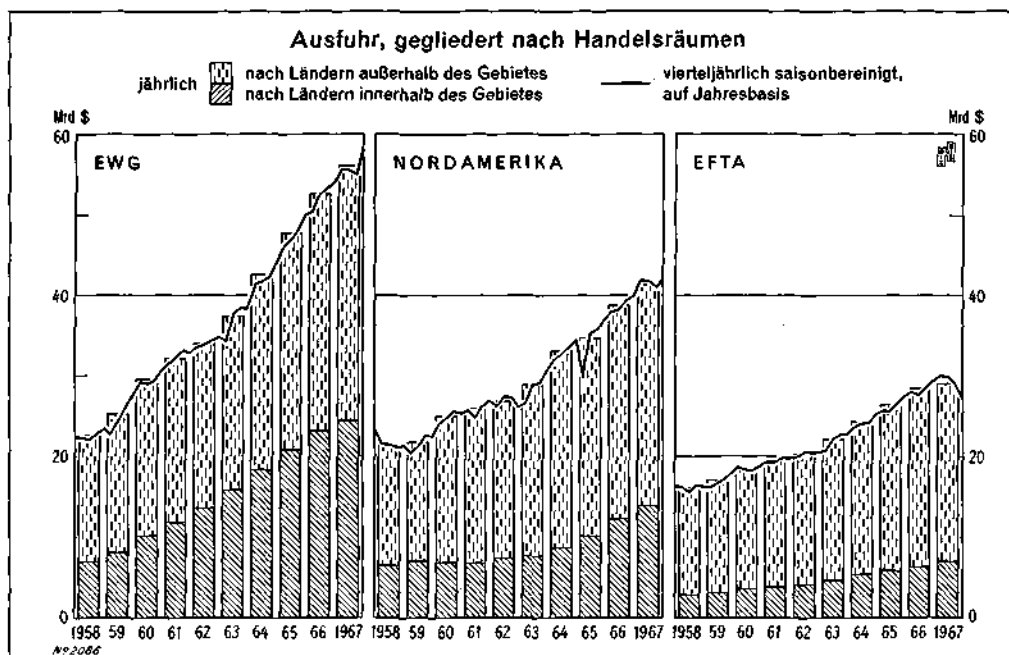
Die Exporte der aus den Ländern Australien, Neuseeland und Südafrika bestehenden Ländergruppe weiteten sich im letzten Jahr um 12 Prozent aus. Während die neuseeländischen Exporte wegen eines scharfen Rückgangs sowohl im Volumen der Wollverkäufe als auch bei den Wollpreisen um 7,5 Prozent abnahmen, stieg die Ausfuhr Australiens um 10 Prozent, da sich das Verkaufsvolumen an Weizen ungefähr verdoppelte. Die Exporte Südafrikas, die eine größere Differenzierung aufweisen als die der beiden anderen Länder, wuchsen um nahezu 15 Prozent.

Der Außenhandel zwischen den EWG-Ländern, der im Jahre 1966 um 11,5 Prozent gestiegen war, dehnte sich im vergangenen Jahr, hauptsächlich als Folge der deutschen Rezession, lediglich um 5,5 Prozent aus. (Die Einfuhr der Bundesrepublik aus den Partnerländern ging leicht zurück, und ihre Gesamtimporte sanken um 3,5 Prozent.) Die EWG-Exporte in Drittländer nahmen um 8 Prozent zu, was praktisch ebensoviel war wie im Vorjahr. Die gesamten Exporte Deutschlands, Italiens und der Niederlande erhöhten sich um etwa 8 Prozent und die Belgien-Luxemburgs und Frankreichs um 3 bzw. 4 Prozent. Die Verlangsamung der Exportzuwachsrate der EFTA-Länder von 7 auf 2 Prozent spiegelte die Abnahme der britischen Verkäufe um 2 Prozent, in Dollar gerechnet, wider. In Pfund Sterling gerechnet blieben sie unverändert. Die Exporte der anderen sechs Länder dehnten sich um etwa 7 Prozent aus, wobei die dänische Ausfuhr die niedrigste Zunahme zeigte.

Ogleich der Außenhandel der OECD-Länder mit den Planwirtschaftsländern dem absoluten Werte nach gering blieb — im Jahre 1967 beliefen sich die Exporte in diese Gebiete auf 6,2 Milliarden Dollar oder weniger als 4,5 Prozent der gesamten Ausfuhr der OECD-Länder —, ist er in den letzten Jahren rasch gewachsen. Infolge umfangreicher kanadischer Getreideexporte in die Sowjetunion und nach China erhöhte er sich im Jahre 1966 um 23 Prozent. Die Getreideverschiffungen nahmen zwar im vergangenen Jahr etwa um die Hälfte ab. Demgegenüber stiegen jedoch die Verkäufe der EWG-Länder um 26 Prozent, darunter diejenigen in die Sowjetunion um nicht weniger als 66 Prozent. Insgesamt erhöhten sich die OECD-Exporte in diese Gebiete 1967 um 7 Prozent. Es wird angenommen, daß der Außenhandel zwischen den Planwirtschaftsländern, der in der Tabelle auf Seite 90 nicht enthalten ist, im letzten Jahr um etwa 8 Prozent und damit etwas mehr als 1966 expandierte, als die Preise für eine Anzahl von Waren, die zwischen diesen Ländern gehandelt werden, ermäßigt wurden.

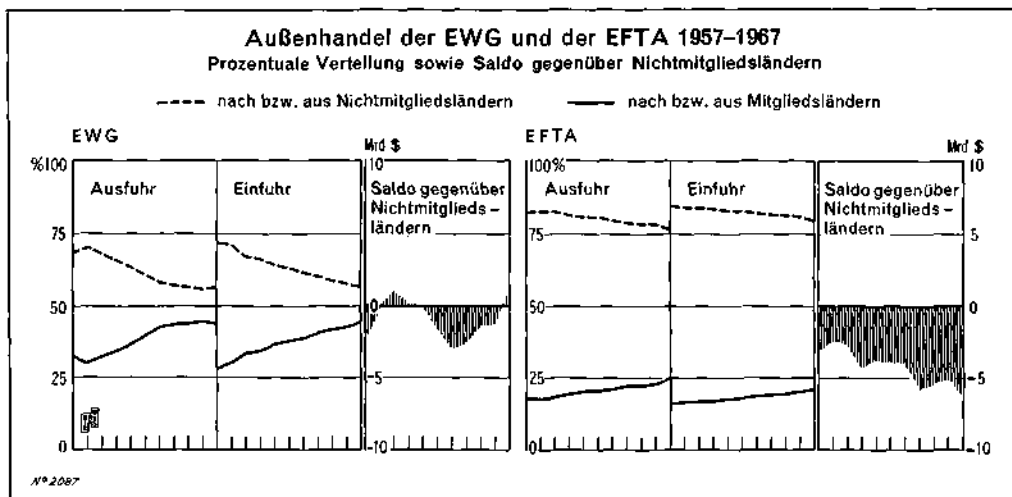
Die Exporte der Entwicklungsländer wiesen zwei auseinanderstrebende Entwicklungen auf: eine Zunahme der Verkäufe der erdölproduzierenden Länder um etwa 10 Prozent und eine Abnahme der Exporte aller übrigen Länder um 2 Prozent. Da die Importe der letzteren um ebenfalls 2 Prozent gestiegen sind, überschritt ihr Einfuhrüberschuß, der sich 1966 auf 7 Milliarden Dollar belief, im vergangenen Jahr vermutlich 8 Milliarden Dollar.

Die folgenden Diagramme ermöglichen einen längerfristigen Überblick über die regionale Entwicklung des Welthandels. Während die Exporte der EWG-Länder und Nordamerikas im Jahre 1958 mit etwa 22 Milliarden Dollar annähernd gleich hoch waren, beliefen sich die erstgenannten im Jahre 1967 auf 56 Milliarden Dollar und die letztgenannten auf 42 Milliarden Dollar, so daß die EWG-Exporte am Ende der Zehnjahresperiode zweieinhalbmal so groß und die der



nordamerikanischen Länder nicht ganz zweimal so groß waren wie am Anfang. Die Ausfuhr der EFTA-Länder stieg um ungefähr vier Fünftel, von 16 auf 29 Milliarden Dollar. In der Zeit von 1958 bis 1967 erhöhte sich der Anteil der EWG-Länder an der Gesamtausfuhr dieser drei Ländergruppen von 38 auf 44 Prozent. Demgegenüber ging der Anteil Nordamerikas von 35 auf 33 Prozent und derjenige der EFTA-Länder von 27 auf 23 Prozent zurück. Der Wachstumstrend, dem saisonbereinigte Vierteljahreszahlen auf Jahresbasis zugrunde liegen, zeigte von 1963 an in allen drei Gebieten eine steilere Aufwärtsentwicklung. Im Jahre 1967 schlug er jedoch in den EFTA-Ländern in eine abwärtsgerichtete Entwicklung um.

Im Jahre 1957, dem Jahr, bevor der Vertrag von Rom in Kraft trat, war der Außenhandel zwischen den EWG-Ländern bereits weit größer als der zwischen den EFTA-Ländern. Er belief sich auf 7 Milliarden Dollar, gegenüber 3 Milliarden Dollar bei den EFTA-Ländern. Bei den EWG-Ländern entfiel etwa ein Drittel der Gesamtausfuhr auf den Warenaustausch innerhalb der Gruppe und bei den EFTA-Ländern weniger als ein Fünftel. Da der Außenhandel zwischen den EWG-Ländern rascher zunahm als der zwischen den EFTA-Ländern, belief er sich zehn Jahre später auf 25 Milliarden Dollar, gegen 7 Milliarden Dollar bei den EFTA-Ländern. Im Jahre 1967 entfielen auf den Warenaustausch zwischen den jeweiligen Mitgliedsländern bei der EWG 45 Prozent und bei der EFTA 25 Prozent des gesamten Exports. Die Einfuhr der EWG aus Nichtmitgliedsländern erhöhte sich in der Berichtsperiode von 18 auf 31 Milliarden Dollar, doch nahm ihr Anteil an den EWG-Gesamtimporten von 70 auf 55 Prozent ab. Die Tatsache, daß die Abhängigkeit der EFTA-Länder von der übrigen Welt weit größer blieb, geht daraus hervor, daß der Anteil der Nichtmitgliedsländer an den Gesamtimporten lediglich von 85 auf 80 Prozent zurückging, obschon die Einfuhr der EFTA aus Nichtmitgliedsländern — von 17 auf 28 Milliarden Dollar — praktisch etwa ebenso stark zunahm wie bei der EWG.



Im Verlauf des Zeitraums 1957-1967 durchlief die Handelsbilanz der EWG gegenüber Nichtmitgliedsländern drei verschiedene Phasen: eine Verbesserung gegen Ende der fünfziger Jahre, als es zu einem Rückgang der Importe kam, eine

Verschlechterung bis 1963 als Folge rasch wachsender Importe und einer Verlangsamung des Exportanstiegs, und danach eine stetige Verbesserung. Im Jahre 1967 wies die Handelsbilanz wieder einen Überschuß auf. Demgegenüber haben die EFTA-Länder ein strukturelles Defizit gegenüber Nichtmitgliedsländern, das die Tendenz zeigte, sich auszuweiten.

In der zusammengefaßten laufenden Rechnung der westeuropäischen Länder ergab sich im vergangenen Jahr an Stelle eines Defizits von 0,55 Milliarden Dollar ein Überschuß von 1,2 Milliarden Dollar. Der Überschuß der EWG-Länder nahm von 1,4 auf 3,9 Milliarden Dollar zu. Demgegenüber ging das Defizit der EFTA-Länder von 0,7 auf 1,7 Milliarden Dollar hinauf.

Der Anstieg des Überschusses der EWG-Länder beruhte hauptsächlich auf einer Zunahme des deutschen Handelsbilanzüberschusses um 2,3 Milliarden Dollar. Außerdem verringerte sich das Defizit der übrigen Mitgliedsländer zusammen um 0,4 Milliarden Dollar. Andererseits sind die Nettoeinnahmen der EWG aus dem Dienstleistungsverkehr um 0,2 Milliarden Dollar zurückgegangen. In der Bilanz der laufenden Posten Belgien-Luxemburgs und der Niederlande trat an die Stelle eines Defizits ein Überschuß, was sich in beiden Fällen vor allem aus einer Verringerung der Passivsalden im Außenhandel erklärte. In Frankreich und Italien hat sich die laufende Rechnung im Vergleich zu 1966 verschlechtert. In Frankreich kam es zu einer Passivierung der Dienstleistungsbilanz, und in Italien erhöhte sich das Handelsbilanzdefizit. Im ersten Quartal von 1968 wurde der Überschuß der laufenden Rechnung der EWG-Länder fast vollständig durch langfristige Kapitalexporte ausgeglichen. Als Folge sehr hoher nichterfaßter Transaktionen ergab sich jedoch in der Gesamtbilanz ein Überschuß von rund 0,5 Milliarden Dollar.

Hinter dem Anstieg des Passivsaldos der EFTA-Länder im Jahre 1967 um 1 Milliarde Dollar steht die Verschlechterung der britischen Handelsbilanz um 1,3 Milliarden Dollar (Einzelheiten hierzu enthält Kapitel I). Sie wurde teilweise durch eine Verringerung des Außenhandelsdefizits der übrigen sechs Länder um 140 Millionen Dollar und einen Zuwachs der Nettoeinnahmen der gesamten Ländergruppe aus dem Dienstleistungsverkehr und den Übertragungen in Höhe von 135 Millionen Dollar ausgeglichen. Höhere Defizite in der laufenden Rechnung hatten im vergangenen Jahr Dänemark und Norwegen zu verzeichnen. Diese Entwicklung hing im Falle Dänemarks in erster Linie mit einem Rückgang der Dienstleistungseinnahmen und bei Norwegen mit dem raschen Einfuhrwachstum zusammen. Die restlichen vier Länder hatten bessere Ergebnisse als im Jahre 1966 aufzuweisen. In Österreich und Schweden nahm das Außenhandelsdefizit ab, und in beiden Ländern war diese Verbesserung größer als der Rückgang bei den Dienstleistungseinnahmen. In der laufenden Rechnung Portugals wurde das Defizit von einem Überschuß abgelöst, eine Entwicklung, die sich vor allem aus höheren Einnahmen auf Grund von Arbeiterüberweisungen ergab. In der Schweiz schließlich ging rund die Hälfte des Überschußzuwachses der laufenden Rechnung auf eine Verbesserung der Handelsbilanz und der Rest auf einen Anstieg des Überschusses bei den unsichtbaren Transaktionen zurück.

**Westeuropäische Länder: Zahlungsbilanzen**

	Jahr	Warenhandel (fob)	Dienstleistungen <sup>1</sup>	Laufende Posten	Nettokapitalleistungen (Kapitalimport +) <sup>2</sup>		Gesamtbilanz <sup>3</sup>
					Langfristig	Kurzfristig	
					Millionen US-Dollar		
<b>Belgien-Luxemburg . . . . .</b>	1966	- 360	+ 265	- 95	- 75	+ 60	- 110
	1967	- 125	+ 340	+ 215	-	+ 40	+ 175
<b>Deutschland (BR) . . . . .</b>	1966	+ 2 885	- 2 780	+ 105	- 195 <sup>4</sup>	+ 540	+ 450
	1967	+ 5 195	- 2 780	+ 2 415	- 900	- 615	+ 900
<b>Frankreich . . . . .</b>	1966	- 30	+ 70	+ 40	+ 10 <sup>4</sup>	+ 290 <sup>5</sup>	+ 340
	1967	+ 155	- 200	- 45	+ 75	- 65 <sup>5</sup>	- 35
<b>Italien . . . . .</b>	1966	- 995 <sup>4</sup>	+ 2 400	+ 1 405	- 825 <sup>4</sup>	- 20	+ 560
	1967	- 1 120 <sup>4</sup>	+ 2 405	+ 1 285	- 925	+ 15	+ 375
<b>Niederlande . . . . .</b>	1966	- 605	+ 520	- 85	+ 50	- 5	- 40
	1967	- 485	+ 555	+ 70	- 165	+ 155	+ 60
<b>EWG zusammen . . . . .</b>	1966	+ 895	+ 475	+ 1 370	- 1 035	+ 865	+ 1 200
	1967	+ 3 620	+ 320	+ 3 940	- 2 465	-	+ 1 475
<b>Dänemark . . . . .</b>	1966	- 265	+ 205	- 60	+ 90	-	+ 30
	1967	- 300	+ 140	- 160	+ 95	-	- 65
<b>Norwegen . . . . .</b>	1966	- 850 <sup>6</sup>	+ 690	- 160	+ 125	+ 40	+ 5
	1967	- 1 020 <sup>6</sup>	+ 830	- 190	+ 345	+ 10	+ 165
<b>Österreich . . . . .</b>	1966	- 870 <sup>6</sup>	+ 480	- 190	+ 35	+ 90	- 65
	1967	- 545 <sup>6</sup>	+ 435	- 110	+ 265	+ 50	+ 205
<b>Portugal . . . . .</b>	1966	- 340	+ 300	- 40	+ 115	+ 40 <sup>7</sup>	+ 115
	1967	- 315	+ 365	+ 50	+ 120	+ 5 <sup>7</sup>	+ 175
<b>Schweden . . . . .</b>	1966	- 315 <sup>6</sup>	+ 50	- 265	+ 360	-	+ 95
	1967	- 175 <sup>6</sup>	- 5	- 180	+ 155	-	- 25
<b>Schweiz . . . . .</b>	1966	- 650 <sup>6</sup>	+ 770	+ 120	- 135	-	- 15 <sup>4</sup>
	1967	- 595 <sup>6</sup>	+ 815	+ 220	- 105	-	+ 115
<b>Vereinigtes Königreich . . . . .</b>	1966	- 410	+ 325	- 85	- 285	- 40	- 410
	1967	- 1 715	+ 375	- 1 340	- 75	+ 550	- 865
<b>EFTA zusammen . . . . .</b>	1966	- 3 500	+ 2 820	- 680	+ 435	-	- 245
	1967	- 4 665	+ 2 955	- 1 710	+ 1 415	-	- 295
<b>Finnland . . . . .</b>	1966	- 240 <sup>4</sup>	+ 30	- 210	+ 50	+ 15	- 145
	1967	- 180 <sup>4</sup>	+ 15	- 165	+ 95	- 10	- 80
<b>Griechenland . . . . .</b>	1966	- 725 <sup>4</sup>	+ 490	- 235	+ 220	+ 40	+ 25
	1967	- 675 <sup>4</sup>	+ 485	- 190	+ 170	+ 35	+ 15
<b>Irland . . . . .</b>	1966	- 360 <sup>4</sup>	+ 315	- 45	+ 120	-	+ 75
	1967	- 295 <sup>4</sup>	+ 325	+ 30	- 10	-	+ 20
<b>Island . . . . .</b>	1966	- 5	- 5	- 10	+ 15	- 5	-
	1967	- 50	-	- 50	+ 20	-	- 30
<b>Spanien . . . . .</b>	1966	- 2 000	+ 1 420	- 580	+ 360	+ 15	- 205
	1967	- 1 900	+ 1 320	- 580	+ 460	- 35	- 155
<b>Türkel . . . . .</b>	1966	- 230 <sup>4</sup>	+ 70	- 160	+ 125	-	- 35
	1967	- 170 <sup>4</sup>	+ 70	- 100	+ 115	-	+ 15
<b>„Übrige“ Länder zusammen . . . . .</b>	1966	- 3 560	+ 2 320	- 1 240	+ 955	-	- 285
	1967	- 3 270	+ 2 215	- 1 055	+ 840	-	- 215
<b>Alle Länder zusammen . . . . .</b>	1966	- 6 165	+ 5 615	- 550	+ 1 220	-	+ 670
	1967	- 4 315	+ 5 490	+ 1 175	- 210	-	+ 965

<sup>1</sup> Einschließlich Übertragungen. <sup>2</sup> Als Differenz zwischen der laufenden Rechnung und der Gesamtbilanz errechnet. Einschließlich der nichterfaßten Posten und statistischen Ermittlungsfehler. <sup>3</sup> Veränderung der zentralen Reserveposition und der Nettodevisenposition der Geschäftsbanken. <sup>4</sup> Einschließlich der amtlichen vorzeitigen Schuldentrückzahlungen. <sup>5</sup> Einschließlich der multilateralen Abrechnungen und des Restpostens. <sup>6</sup> Einfuhr cif. <sup>7</sup> Einschließlich des Saldos der portugiesischen Überseegebiete im Verkehr mit den Ländern außerhalb der Escudo-Zone. <sup>8</sup> Nur zentrale Reserveposition.

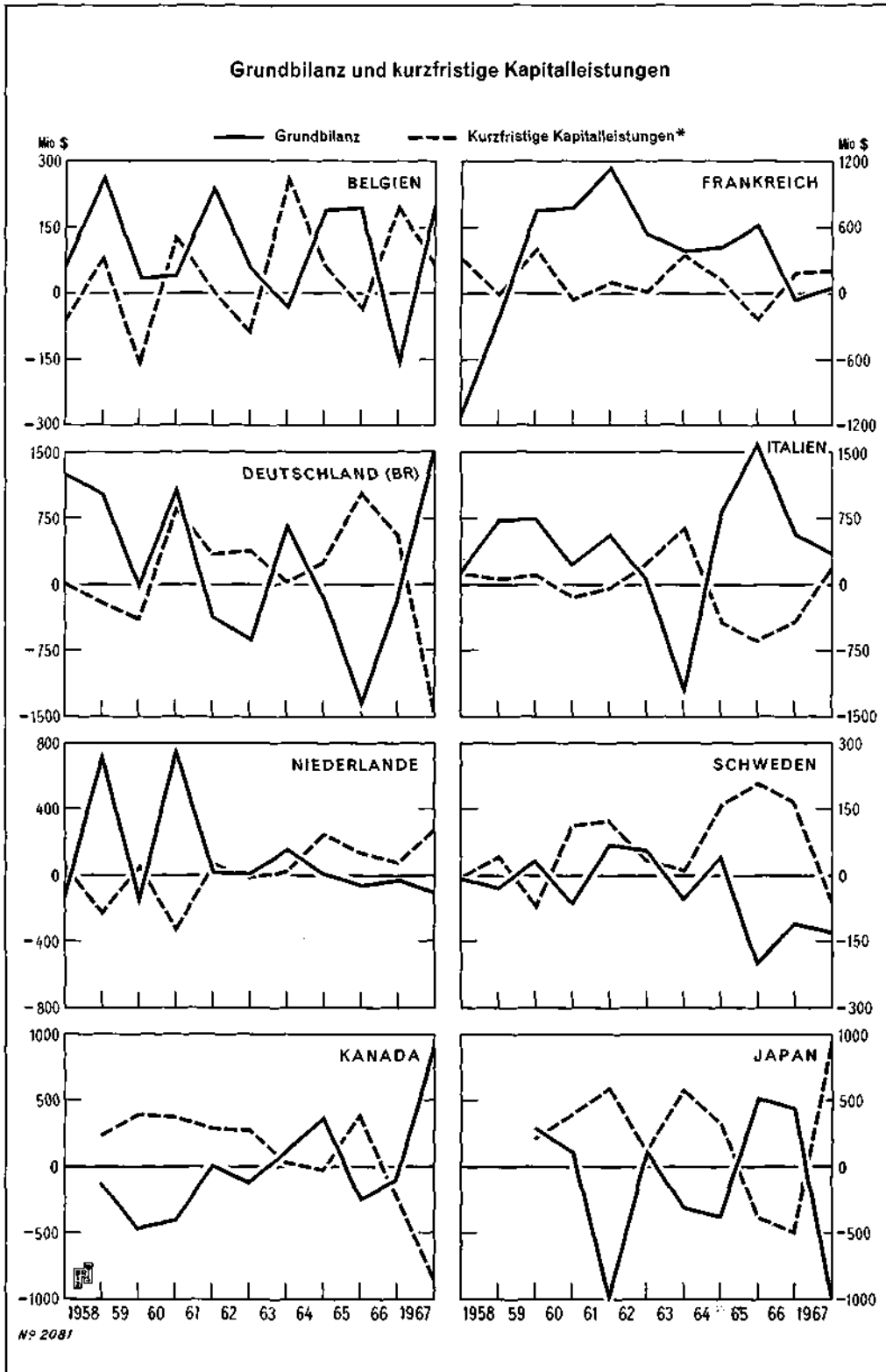
Anmerkung: Bei der Umrechnung in Dollar der in Landeswährung vorliegenden Daten für Dänemark, das Vereinigte Königreich, Finnland, Irland, Island und Spanien wurden Berichtigungen vorgenommen, die die geschätzten Auswirkungen der Paritätsänderungen berücksichtigen.

Der Passivsaldo der zusammengefaßten Bilanz der laufenden Posten der sechs Länder außerhalb der EWG und der EFTA nahm um 200 Millionen Dollar ab. Bei allen Ländern mit Ausnahme Islands vollzog sich eine Verbesserung ihrer Handelsbilanz.

Die Kapitalbewegungen hatten im vergangenen Jahr in den drei Ländergruppen eine ausgleichende Wirkung. In der EWG kam es zu einem Nettokapitalabfluß von 2,5 Milliarden Dollar, der zum größten Teil auf langfristigen Kapitalexporten aus der Bundesrepublik Deutschland und Italien beruhte. Die EFTA-Länder hatten einen Nettokapitalzufluß von 1,4 Milliarden Dollar zu verzeichnen. Die wichtigsten Empfängerländer waren das Vereinigte Königreich, Norwegen und Österreich. Die Nettokapitaleinfuhr der übrigen sechs Länder belief sich auf 0,8 Milliarden Dollar, von denen etwa die Hälfte von Spanien importiert wurde. Insgesamt betrug die Nettokapitalausfuhr der westeuropäischen Länder 210 Millionen Dollar, verglichen mit einer Kapitaleinfuhr von 1 220 Millionen Dollar im vorangegangenen Jahr.

Für acht Länder ergeben sich aus dem nebenstehenden Diagramm weitere Einzelheiten über die Entwicklung des Kapitalverkehrs im Verlauf der vergangenen Dekade. Dieses Diagramm gibt einerseits die Salden der laufenden Rechnung und des langfristigen Kapitalverkehrs, das heißt der Grundbilanzen, und andererseits die Salden des kurzfristigen Kapitalverkehrs einschließlich des Restpostens und der Veränderungen in der Nettodevisenposition der Geschäftsbanken wieder. Im größeren Teil der betrachteten Periode tendierten die kurzfristigen Kapitalbewegungen in den meisten der acht Länder dazu, die Grundbilanz — teilweise in Reaktion auf die Marktkräfte und teilweise als Folge notenbankpolitischer Maßnahmen — auszugleichen. In einigen Jahren zu Anfang des Zeitraums bewegte sich der kurzfristige Kapitalverkehr in Belgien, der Bundesrepublik Deutschland und Italien jedoch ziemlich in der gleichen Richtung wie der Saldo der Grundbilanz. Diese Entwicklung läßt sich aber mit einigen Sonderfaktoren erklären, die zu jener Zeit wirksam waren. So hatte Deutschland im Jahre 1960 gleichzeitig einen sehr hohen Überschuß in der Grundbilanz und beträchtliche kurzfristige Kapitalzuflüsse, in erster Linie zu den deutschen Banken, zu verzeichnen, die auf den verhältnismäßig hohen Zinssätzen an den inländischen Geldmärkten beruhten. Im Verlauf der Dekade nahm der Umfang der kurzfristigen Nettokapitalströme im Verhältnis zu den Salden der Grundbilanzen zu. In den vergangenen Jahren hat der kurzfristige Kapitalverkehr daher mehr als früher eine Ausgleichsfunktion ausgeübt und so dazu beigetragen, die Schwankungen der zentralen Währungsreserven zu begrenzen.

*Frankreich.* Im Verlauf der letzten drei Jahre hat sich die Zahlungsbilanz Frankreichs von einem Überschuß von 960 Millionen Dollar in ein geringes Defizit umgekehrt. Die Veränderung von 1966 gegenüber 1965 ging überwiegend auf eine Verschlechterung der Handelsbilanz sowie auf eine Schrumpfung der langfristigen Nettokapitaleinfuhr zurück. Der Wandel von einem Überschuß von 340 Millionen Dollar 1966 zu einem Defizit von 35 Millionen Dollar 1967 war das Ergebnis eines Wechsels von einem Aktivsaldo zu einem Passivsaldo



\*Einschließlich der Veränderungen in der Netto-Devisenposition der Banken sowie des Restpostens.

Frankreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>  
(Verkehr mit den Ländern außerhalb der Frankenzone)

	1965	1966	1967				
			Ganzes Jahr <sup>2</sup>	I	II	III	IV
Millionen US-Dollar							
<b>Warenhandel (fob)</b>							
Ausfuhr . . . . .	8 265	8 985	10 135	2 355	2 495	2 595	2 650
Einfuhr . . . . .	7 935	9 015	9 980	2 375	2 500	2 440	2 600
Saldo des Warenhandels . . .	+ 330	- 30	+ 155	- 20	- 5	+ 155	+ 50
<b>Dienstleistungen</b>							
Kapitalerträge . . . . .	+ 85	+ 90	+ 110	+ 30	+ 45	+ 5	+ 30
Reiseverkehr . . . . .	- 30	+ 10	- 20	+ 25	+ 75	- 130	- 25
Überweisungen von ausländischen Arbeitskräften . . . . .	- 275	- 330	- 380	- 80	- 90	- 100	- 95
Regierung . . . . .	+ 55	+ 40	- 125	-	- 55	- 30	- 50
Sonstige . . . . .	+ 295	+ 260	+ 195	+ 15	+ 15	+ 70	+ 95
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 130	+ 70	- 200	- 10	- 10	- 185	- 45
Saldo der laufenden Posten . .	+ 460	+ 40	- 45	- 30	- 15	- 30	+ 5
<b>Langfristige Kapitalleistungen</b>							
<b>Privat</b>							
Französische Nettokapitalanlagen im Ausland . . . . .	- 175	- 215	- 390	- 45	- 65	- 90	- 170
Ausländische Nettokapitalanlagen in Frankreich . . . . .	+ 535	+ 370	+ 510	+ 90	+ 60	+ 145	+ 160
Privat insgesamt . . . . .	+ 360	+ 155	+ 120	+ 45	- 5	+ 55	- 10
Öffentlich . . . . .	- 250 <sup>3</sup>	- 145 <sup>4</sup>	- 45	- 5	-	- 10	- 25
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen . . . . .	+ 110	+ 10	+ 75	+ 40	- 5	+ 45	- 35
Saldo der Grundbilanz . . . .	+ 570	+ 50	+ 30	+ 10	- 20	+ 15	- 30
<b>Kurzfristige Kapitalleistungen, multilaterale Abrechnungen und Restposten<sup>5</sup> . . . . .</b>	+ 390	+ 290	- 65	+ 35	+ 150	- 45	- 150
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 960	+ 340	- 35	+ 45	+ 130	- 30	- 180

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Die Summe der Quartalswerte entspricht nicht den Jahresangaben, da letztere Berichtigungen enthalten, die in den Quartalswerten fehlen. <sup>3</sup> Einschließlich einer vorzeitigen Schuldentrückzahlung von 180 Millionen Dollar an die amerikanische Export-Import-Bank. <sup>4</sup> Einschließlich einer vorzeitigen Schuldentrückzahlung von 70 Millionen Dollar an die Vereinigten Staaten. <sup>5</sup> Einschließlich des Transithandels, der früher teilweise unter „Einfuhr“ oder „Ausfuhr“, zum größten Teil aber unter „Übriges Frankengebiet“ erfaßt wurde. Die letztgenannte Position wurde fallengelassen, da die Gesamtbilanz, die vorher die überseeischen Gebiete der Frankenzone mitumfaßte, jetzt auf das französische Territorium beschränkt ist.

im Dienstleistungsverkehr sowie von einem Nettokapitalzufluß zu einem Nettokapitalabfluß im kurzfristigen Kapitalverkehr. Demgegenüber trat in der Handelsbilanz an die Stelle eines geringen Defizits ein Überschuß von 155 Millionen Dollar.

Die Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums in Frankreich und im Ausland legte sowohl der Einfuhr als auch der Ausfuhr Zügel an. Die Importe aus Ländern außerhalb der Frankenzone nahmen (nach den Angaben der Zollstatistik) um 6 Prozent zu, verglichen mit 17 Prozent im vorausgegangenen Jahr. Die Einfuhr von Rohstoffen ging sogar — um 13 Prozent — zurück, während



die Fertigwarenimporte um 11 Prozent stiegen. Die Ausfuhr, die 1966 um 11 Prozent zugenommen hatte, erhöhte sich im letzten Jahr nur um 5 Prozent; die Exporte von Investitionsgütern wuchsen jedoch um 12 Prozent. Das Handelsbilanzdefizit gegenüber den Ländern außerhalb der Frankenzone weitete sich von 905 auf 1 080 Millionen Dollar aus. Während der Einfuhrüberschuß im Verkehr mit den anderen EWG-Ländern um 440 Millionen Dollar stieg, wiesen die Ausfuhrüberschüsse gegenüber den EFTA-Ländern und Osteuropa Zuwächse von 100 bzw. 40 Millionen Dollar auf, was hauptsächlich auf größere Verkäufe nach dem Vereinigten Königreich und der Sowjetunion zurückging. Im Außenhandel mit den Ländern der Frankenzone kam es, teilweise als Folge einer scharfen Einschränkung der Käufe von algerischem Wein, zu einem Wandel von einem Defizit zu einem Überschuß im Ausmaß von 100 Millionen Dollar. Von Mitte 1967 an nahm die Ausfuhr wieder rascher zu als die Einfuhr, und im ersten Vierteljahr von 1968 war die Handelsbilanz dem Gleichgewicht viel näher als zwölf Monate davor.

Der Saldo des Dienstleistungs- und Übertragungsverkehrs, der seit 1959 stets einen Überschuß aufgewiesen hatte, wandelte sich im letzten Jahr zu einem Defizit von 200 Millionen Dollar. Alle größeren Posten mit Ausnahme der Kapitalerträge zeigten eine Verschlechterung. Der Saldo der Regierungstransaktionen, der 1966 einen Überschuß von 40 Millionen Dollar zu verzeichnen hatte, schlug als Folge fallender Einnahmen (im Zusammenhang mit der Verlegung des NATO-Hauptquartiers und dem Abzug von US-Truppen) sowie steigender französischer Ausgaben im Ausland in ein Defizit von 125 Millionen Dollar um. Auch im Reiseverkehr kam es zu einem geringen Defizit, während sich der Passivsaldo bei den Überweisungen der Gastarbeiter, obgleich er langsamer stieg als im vorangegangenen Jahr, auf 360 Millionen Dollar erhöhte.

Die Nettokapitalimporte im privaten Kapitalverkehr waren etwa ebenso hoch wie im Jahre 1966, wobei sich sowohl die französischen Kapitalanlagen im Ausland als auch die ausländischen Kapitalanlagen in Frankreich beträchtlich ausdehnten. Die erstgenannten stiegen, vor allem im Zusammenhang mit höheren Käufen von ausländischen Wertpapieren, von 215 auf 390 Millionen Dollar. Die Wertpapiertransaktionen, die zum ersten Mal die Begebung französischer Anleihen an internationalen Kapitalmärkten enthielten, machten auch einen großen Teil der Zunahme der ausländischen Kapitalanlagen in Frankreich von 370 auf 510 Millionen Dollar aus. Da der Überschuß der Zahlungsbilanz im Jahre 1967 verschwand, wurden in diesem Jahr keine vorzeitigen Schuldentrückzahlungen vorgenommen. Der öffentliche Kapitalverkehr führte daher zu einem Mittelabfluß von nur 45 Millionen Dollar. Der kurzfristige Kapitalverkehr, der in den vorangegangenen Jahren mit erheblichen Kapitalzuflüssen abgeschlossen hatte, wies 1967, vor allem infolge hoher privater Goldkäufe in der zweiten Jahreshälfte, einen Nettokapitalabfluß auf.

*Bundesrepublik Deutschland.* Die Entwicklung der deutschen Zahlungsbilanz wurde im Jahre 1967 vor allem durch zwei Faktoren beeinflusst: die Abschwächung der Inlandsnachfrage und die darauf folgende Lockerung der Geldpolitik. Der erste dieser beiden Faktoren führte zu einem Anstieg des Ausfuhrüberschusses

von 2 auf 4,2 Milliarden Dollar, dem höchsten Aktivsaldo, der je zu verzeichnen war. Da sich das Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz von 1,9 auf 1,8 Milliarden Dollar verringerte, nahm der Überschuß der laufenden Rechnung von 0,1 Milliarden Dollar auf 2,4 Milliarden Dollar zu. Zur gleichen Zeit führte der Wandel in der inländischen Geldpolitik zu einer entgegengesetzten Entwicklung im Kapitalverkehr. Im Bereich der langfristigen Kapitalbewegungen erhöhte sich der Nettokapitalabfluß von 0,2 auf 0,9 Milliarden Dollar, während es bei den kurzfristigen Kapitaltransaktionen zu einer Umkehr kam, und zwar von Zuflüssen im Betrage von 0,4 Milliarden Dollar zu Abflüssen in nahezu der gleichen Größenordnung.

Im Jahre 1967 verringerten sich die Importe um 600 Millionen Dollar bzw. 3,5 Prozent auf 17,5 Milliarden Dollar. Die Abnahme betraf in erster Linie Fertigwaren, insbesondere Verbrauchsgüter, deren Einfuhr um 13 Prozent zurückging. Die Einfuhr von Investitionsgütern fiel um 2 Prozent, doch hat sich ihr Anteil am deutschen Markt weiter erhöht, da sich der Inlandsabsatz an Investitionsgütern um nicht weniger als 7 Prozent verringerte. Gute Ernteergebnisse schmälerten die Einfuhr von Ernährungsgütern um fast 5 Prozent. Auf der anderen Seite zog die Einfuhr von Rohstoffen insgesamt geringfügig an. Schließlich waren die Importe von Verteidigungsgütern um 10 Prozent niedriger als im Vorjahr. Der größte Teil des Einfuhrrückgangs vollzog sich in der ersten Hälfte von 1967; mit der im Herbst einsetzenden Wiederbelebung der Konjunktur begannen die Importe erneut zu steigen. Im vierten Quartal übertrafen sie den entsprechenden Vorjahresstand um 4 Prozent, und im ersten Vierteljahr von 1968 lagen sie um 16 Prozent höher als ein Jahr zuvor, während die Ausfuhr um 12 Prozent zunahm.

Die Ausfuhr stieg im vergangenen Jahr um 1,6 Milliarden Dollar auf 21,8 Milliarden Dollar bzw. um 8 Prozent, gegen 12,5 Prozent im Jahre 1966. Am ausgeprägtesten verlangsamte sich die Zuwachsrate gegenüber den Vereinigten Staaten, nämlich von 25 auf 9,5 Prozent. Im Außenhandel mit den anderen EWG-Ländern ging sie von 16 auf 9 Prozent zurück. Zur größten relativen Zunahme kam es im Verkehr mit den Planwirtschaftsländern. Die Exporte in diese Länder stiegen um 36 Prozent und beliefen sich damit auf 6 Prozent der Gesamtausfuhr. Die Lieferungen an das Vereinigte Königreich weiteten sich um 11 Prozent aus, während die Exporte in die meisten anderen Länder der EFTA-Gruppe abnahmen. Die Zuwachsrate der Fahrzeugausfuhr wies die größte Schrumpfung auf, nämlich von 9,0 auf 0,5 Prozent. Die Exporte von Maschinen und Verbrauchsgütern, die sich im Jahre 1966 um rund 15 Prozent ausgedehnt hatten, erhöhten sich im letzten Jahr um weniger als 10 Prozent.

Das Defizit im Dienstleistungsverkehr nahm von 320 auf 235 Millionen Dollar ab. Die Nettoausgaben im Reiseverkehr waren um 115 Millionen Dollar geringer, was den Einfluß der Rezession auf die deutschen Auslandsreisen widerspiegelte. Das Defizit bei den Kapitalerträgen war um nahezu 100 Millionen Dollar höher als 1966, und die Nettoeinnahmen bei den „sonstigen“ Dienstleistungen stiegen, hauptsächlich im Zusammenhang mit höheren Einnahmen von fremden Truppen und aus dem Transithandel, um 65 Millionen Dollar. Die Einnahmen von fremden Truppen wurden durch Vorauszahlungen für amerikanische Lieferungen von Verteidigungsgütern, die als kurzfristiger Kapitalexport

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

	1966	Ganzes Jahr	1967				1968
			I	II	III	IV	I
Millionen US-Dollar							
<b>Warenhandel</b>							
Ausfuhr (fob) . . . . .	20 155	21 760	5 190	5 475	5 175	5 920	5 835
Einfuhr (cif) . . . . .	18 165	17 545	4 110	4 365	4 225	4 845	4 750
Saldo des Warenhandels . . .	+ 1 990	+ 4 215	+ 1 080	+ 1 110	+ 950	+ 1 075	+ 1 085
<b>Dienstleistungen</b>							
Reiseverkehr . . . . .	- 775	- 660	- 115	- 150	- 340	- 55	.
Kapitalerträge . . . . .	- 405	- 500	- 75	- 115	- 165	- 145	.
Sonstige . . . . .	+ 860	+ 925	+ 165	+ 195	+ 290	+ 275	.
Saldo der Dienstleistungen . .	- 320	- 235	- 25	- 70	- 215	+ 75	+ 75
<b>Übertragungen</b>							
Überweisungen ausländischer Arbeitskräfte . . . . .	- 630	- 645	- 130	- 130	- 145	- 140	- 110
Sonstige . . . . .	- 935	- 1 020	- 260	- 280	- 220	- 260	- 270
Saldo der Übertragungen . . .	- 1 565	- 1 565	- 390	- 410	- 365	- 400	- 380
Saldo der laufenden Posten .	+ 105	+ 2 415	+ 665	+ 630	+ 370	+ 750	+ 780
<b>Langfristige Kapitalleistungen</b>							
Privat							
Deutsche Nettokapitalanlagen im Ausland . . . . .	- 630	- 850	- 185	- 185	- 250	- 230	- 455
Ausländische Nettokapitalanlagen in Deutschland . . . . .	+ 1 055	+ 300	+ 135	+ 25	+ 120	+ 20	+ 40
Privat insgesamt . . . . .	+ 425	- 550	- 50	- 160	- 130	- 210	- 415
Öffentlich . . . . .	- 620 <sup>2</sup>	- 350	- 45	- 90	- 70	- 145	- 45
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen . . . . .	- 195	- 900	- 95	- 250	- 200	- 355	- 460
Saldo der Grundbilanz . . . .	- 90	+ 1 515	+ 570	+ 380	+ 170	+ 395	+ 320
<b>Kurzfristige Kapitalleistungen</b>							
Privat . . . . .	+ 425	- 395	+ 145	- 70	- 115	- 355	+ 10
Öffentlich . . . . .	- 55	+ 45	- 20	- 65	+ 95	+ 35	+ 45
Saldo der kurzfristigen Kapitalleistungen . . . . .	+ 370	- 350	+ 125	- 135	- 20	- 320	+ 55
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler .	+ 170	- 265	+ 225	- 215	+ 25	- 300	+ 470
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 450	+ 900	+ 920	+ 30	+ 175	- 225	+ 845

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich einer vorzeitigen Schuldentrückzahlung von 195 Millionen Dollar an die Vereinigten Staaten.

erfaßt werden, kompensiert. Die Übertragungen beliefen sich auf 1,6 Milliarden Dollar und wiesen damit die gleiche Höhe auf wie 1966. Da die Anzahl der ausländischen Gastarbeiter im Jahre 1967 um mehr als 200 000 zurückging, verringerten sich die Überweisungen um rund 90 Millionen Dollar. Demgegenüber stiegen die öffentlichen Übertragungen um etwa den gleichen Betrag, wobei im

einzelnen die Zahlungen an den EWG-Agrarfonds per Saldo um fast 50 Millionen Dollar höher waren als 1966.

Im privaten langfristigen Kapitalverkehr trat an die Stelle des 1966 verzeichneten Nettokapitalimports von über 400 Millionen Dollar ein Nettokapital-export von 550 Millionen Dollar. Die Hauptursache hierfür war eine Abnahme der ausländischen Kapitaleistungen in der Bundesrepublik um etwa 750 Millionen Dollar. Die Auflockerung der inländischen Geld- und Kapitalmärkte zeigte ihre größte Wirkung im Bereich der Kreditgewährung. Die Nettokreditaufnahme von 335 Millionen Dollar im Jahre 1966 wurde von Nettorückzahlungen in Höhe von 95 Millionen Dollar abgelöst. Im einzelnen zahlten die Kreditinstitute, die 1966 100 Millionen Dollar aufgenommen hatten, im vergangenen Jahr 175 Millionen Dollar zurück. Die Auflösung ausländischer Portfolioanlagen in der Bundesrepublik, die 1966 begonnen hatte, beschleunigte sich im vergangenen Jahr von 85 auf 180 Millionen Dollar, da die Rendite deutscher festverzinslicher Wertpapiere deutlich unter die Sätze fiel, die aus Euro-Anleihen zu erzielen waren. Die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland verringerten sich von 835 Millionen Dollar im Jahre 1966 (einschließlich der 180 Millionen Dollar betragenden Texaco-Transaktion) auf 610 Millionen Dollar. Ein Teil dieses Zuflusses beruhte auf der Reinvestition von Gewinnen und auf der Umwandlung früher gewährter kurzfristiger Kredite. Die deutschen langfristigen Kapitaleistungen im Ausland stiegen im letzten Jahr, weitgehend als Folge eines günstigen Zinsgefälles, per Saldo auf 850 Millionen Dollar, gegen 630 Millionen Dollar im Vorjahr. Der Nettoabfluß von langfristigem öffentlichem Kapital nahm von 620 auf 350 Millionen Dollar ab. Im Jahre 1966 war er durch eine vorfristige Schuldentrückzahlung an die Vereinigten Staaten in Höhe von 195 Millionen Dollar hinaufgetrieben worden. Insgesamt waren im langfristigen Kapitalverkehr per Saldo Kapitalabflüsse von 900 Millionen Dollar zu verzeichnen, verglichen mit fast 200 Millionen Dollar im Jahr zuvor.

Im kurzfristigen Kapitalverkehr wurden die Nettokapitalzuflüsse von 370 Millionen Dollar durch Nettokapitalabflüsse in fast der gleichen Größenordnung abgelöst. Deutsche Wirtschaftsunternehmen, die 1966 Auslandskredite im Betrage von 430 Millionen Dollar aufgenommen hatten, zahlten im vergangenen Jahr 250 Millionen Dollar zurück und gewährten außerdem für 140 Millionen Dollar Kredite an Ausländer. Der Restposten, der zu einem großen Teil Veränderungen in der Gewährung und Inanspruchnahme von Handelskrediten widerspiegelt, kehrte sich von einem beträchtlichen Überschuß in ein Defizit von 265 Millionen Dollar um. Gemessen an der Veränderung der Währungsreserven und der Devisenposition der Geschäftsbanken erreichte der Aktivsaldo der Gesamtbilanz 1967 eine Höhe von 900 Millionen Dollar. Das war zweimal soviel wie 1966.

Im ersten Quartal von 1968 belief sich der Überschuß der Gesamtbilanz auf 845 Millionen Dollar. Das war nicht ganz soviel wie im ersten Vierteljahr von 1967. Der Überschuß der laufenden Rechnung in Höhe von 780 Millionen Dollar wurde teilweise durch langfristige Nettokapitalexporte im Betrage von 460 Millionen Dollar ausgeglichen, so daß der Überschuß der Gesamtbilanz zum größeren Teil auf kurzfristige Nettokapitalzuflüsse und den aktiven Restposten, der im ersten Quartal gewöhnlich sehr hoch ist, zurückging.

*Italien.* Nachdem der Überschuß der italienischen Zahlungsbilanz im Jahre 1965 mit 1,6 Milliarden Dollar einen Höhepunkt erreicht hatte, fiel er im Jahre 1966 auf 560 Millionen Dollar und im letzten Jahr weiter auf 375 Millionen Dollar zurück. Das Defizit der Handelsbilanz stieg um 125 Millionen Dollar, und die hohe private Kapitalausfuhr, die das Jahr 1966 gekennzeichnet hatte, gewann noch mehr an Gewicht. Im ersten Quartal von 1968 betrug die Kapitalausfuhr 440 Millionen Dollar, während sich der Überschuß der laufenden Rechnung auf 265 Millionen Dollar stellte.

Nach den Angaben der Zollstatistik verlangsamte sich die Zuwachsrate der Einfuhr im vergangenen Jahr von 16 auf 13 Prozent und die der Ausfuhr von 12 auf 8 Prozent. Die Importe von Brennstoffen und Investitionsgütern standen mit Zuwächsen von 24 bzw. 19 Prozent an erster Stelle, was im Fall der Investitionsgüter die Ausweitung der Investitionstätigkeit widerspiegelte. Die Einfuhr von Verbrauchsgütern nahm lediglich um 6 Prozent zu. Von Bedeutung war hierfür vor allem der Anstieg der Käufe von Fleisch sowie von Gebrauchsgütern. Das Abflauen der Exporte in die übrigen EWG-Länder, das hauptsächlich auf einer Abnahme der Verkäufe nach Deutschland um 5 Prozent beruhte, wurde teilweise durch den anhaltenden Nachfragesog aus den EFTA-Ländern und aus den außereuropäischen Ländern sowie durch die rasche Zunahme der Verkäufe an die Ostblockstaaten und Jugoslawien ausgeglichen.

Italien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1966	1967				1968	
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	I
Millionen US-Dollar							
<b>Warenhandel</b>							
Einfuhr (cif) . . . . .	8 600	9 290	2 280	2 380	2 245	2 385	2 485
Ausfuhr (fob) . . . . .	7 605	8 170	1 960	2 060	2 070	2 080	2 345
Saldo des Warenhandels . . .	- 995	- 1 120	- 320	- 320	- 175	- 305	- 140
<b>Dienstleistungen</b>							
Reiseverkehr . . . . .	+ 1 200	+ 1 125	+ 145	+ 270	+ 500	+ 210	+ 155
Überweisungen von Arbeitskräften im Ausland . . . . .	+ 730	+ 680	+ 140	+ 185	+ 180	+ 175	+ 145
Transport . . . . .	+ 410	+ 445	+ 95	+ 110	+ 120	+ 120	+ 116
Sonstige . . . . .	+ 60	+ 155	- 45	+ 35	+ 130	+ 35	- 10
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 2 400	+ 2 405	+ 335	+ 600	+ 930	+ 540	+ 405
Saldo der laufenden Posten . .	+ 1 405	+ 1 285	+ 15	+ 280	+ 755	+ 235	+ 265
<b>Kapitalleistungen</b>							
Langfristige Kapitalleistungen							
Privat . . . . .	- 640	- 870	- 290	- 185	- 155	- 240	- 385
Öffentlich . . . . .	- 185 <sup>2</sup>	- 55	+ 5	- 50	- 15	+ 5	- 55
Kurzfristige Kapitalleistungen . . . .	- 20	+ 15	+ 25	- 5	-	- 5	-
Saldo der gesamten Kapitalleistungen . . . . .	- 845	- 910	- 260	- 240	- 170	- 240	- 440
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 560	+ 375	- 245	+ 40	+ 585	- 5	- 175

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich einer vorzeitigen Schuldentrückzahlung an die Vereinigten Staaten in Höhe von 145 Millionen Dollar.

Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr hörten im vergangenen Jahr auf zu steigen. Die Überweisungen der Gastarbeiter und die Einnahmen aus dem Reiseverkehr gingen als Folge der abflauenden Konjunktur im Ausland und der Maßnahmen, die von anderen Ländern ergriffen wurden, um 50 bzw. 75 Millionen Dollar zurück. Diese Verluste wurden jedoch durch größere Erträge in der Transportbilanz und geringere Zins- und Dividendenzahlungen an das Ausland praktisch ausgeglichen.

Was die italienischen privaten Kapitaleistungen anlangt, so kam es zu beträchtlichen Käufen ausländischer Wertpapiere, die darauf beruhten, daß die Wirtschaftspolitik die langfristigen Zinssätze im Inland verhältnismäßig niedrig hielt. Die Direktinvestitionen im Ausland stiegen ebenfalls, während die Kreditgewährung an Ausländer zurückging. Die privaten Kapitaleistungen des Auslands beliefen sich auf insgesamt 215 Millionen Dollar. Das waren etwa 45 Millionen Dollar weniger als 1966. Während sich bei den Portfolioanlagen ein Umschwung im Ausmaß von 160 Millionen Dollar von Liquidationen zu Nettokäufen vollzog, kam es bei den langfristigen Krediten als Folge umfangreicher Rückzahlungen durch italienische Kreditnehmer zu einem Wandel in der gleichen Größenordnung, aber in entgegengesetzter Richtung. Die Zuflüsse in Form von Direktinvestitionen und sonstigen Kapitaltransaktionen gingen um 50 Millionen Dollar zurück. Der Nettoabfluß von öffentlichem Kapital, der im Jahre 1966 durch eine vorzeitige Schuldentrückzahlung in Höhe von 145 Millionen Dollar aufgebläht worden war, verringerte sich von 185 auf 55 Millionen Dollar. In den genannten Angaben, die auf Zahlungsbasis ermittelt wurden, sind Handelskredite nicht enthalten, die in den vergangenen Jahren vor allem als Folge des Wachstums der italienischen Exporte, die in der Regel mit der Gewährung von Zahlungszielen verbunden sind, beträchtliche Größenordnungen angenommen haben. In jedem der vergangenen beiden Jahre überschritten die Nettokapitalexporte in Form von Handelskrediten 500 Millionen Dollar.

*Niederlande.* Der Saldo der gesamten Zahlungsbilanz der Niederlande kehrte sich wegen eines geringeren Handelsbilanzdefizits und gestiegener Einnahmen im Dienstleistungsverkehr und bei den Übertragungen von einem Defizit von 40 Millionen Dollar im Jahre 1966 in einen Überschuß von 60 Millionen Dollar im vergangenen Jahr um.

Im Jahre 1967 insgesamt verlangsamte sich das Wachstum der Einfuhr nach den Angaben der Zollstatistik von 7,5 auf 4 Prozent. Die Importe von Rohstoffen nahmen um 10 Prozent ab, und die Einfuhr von Investitionsgütern verlangsamte sich kräftig. Trotz den guten Inlandsernten von Weizen und Zuckerrüben erhöhte sich die Ernährungsgüterimport um 10 Prozent. Die Exporte setzten ihren Anstieg im vergangenen Jahr mit einer Zunahme von 8 Prozent fort; die Verkäufe von Agrarprodukten erholten sich wieder und stiegen um 10 Prozent, während die Ausfuhr von Maschinen und Fahrzeugen lediglich um 2 Prozent zunahm. Nach Verbrauchsländern gegliedert, stiegen die Exporte in die übrigen EWG-Länder um 7 Prozent und damit etwas mehr als im Jahre 1966, während

Niederlande: Zahlungsbilanz\*

	1966	1967				1968	
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	I
	Millionen US-Dollar						
<b>Warenhandel (fob)</b>							
Einfuhr . . . . .	7 050	7 355	1 755	1 845	1 800	1 955	1 950
Ausfuhr . . . . .	6 445	6 870	1 640	1 695	1 700	1 835	1 860
Saldo des Warenhandels . . .	- 605	- 485	- 115	- 150	- 100	- 120	- 90
<b>Dienstleistungen</b>							
Kapitalerträge . . . . .	+ 165	+ 245	+ 45	+ 15	+ 105	+ 80	+ 25
Sonstige . . . . .	+ 355	+ 310	+ 45	+ 80	+ 80	+ 105	+ 60
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 520	+ 555	+ 90	+ 95	+ 185	+ 185	+ 85
Saldo der laufenden Posten .	- 85	+ 70	- 25	- 55	+ 85	+ 65	- 5
<b>Kapitalleistungen</b>							
Langfristig							
Transaktionen in Wertpapieren							
Niederländische Wertpapiere .	+ 95	+ 40	+ 25	- 15	+ 35	- 5	+ 5
Ausländische Wertpapiere . .	+ 85	- 45	+ 5	- 20	- 25	- 5	- 30
Banken . . . . .	-	- 65	-	- 35	- 20	- 10	- 15
Sonstige private Kapitalleistungen	- 75	- 75	- 45	- 5	- 30	+ 5	+ 15
Öffentlich . . . . .	- 25	- 20	- 5	-	- 10	- 5	- 5
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen . . . . .	+ 50	- 165	- 20	- 75	- 50	- 20	- 30
Kurzfristig . . . . .	- 5	+ 155	- 5	+ 50	+ 40	+ 70	-
Saldo der gesamten Kapitalleistungen . . . . .	+ 45	- 10	- 25	- 25	- 10	+ 50	- 30
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	- 40	+ 60	- 50	- 80	+ 75	+ 115	- 35

\* Auf Zahlungsbasis.

die Ausfuhr in die EFTA-Länder eine Zunahme um 8 Prozent aufwies, nachdem sie im Jahr zuvor unverändert geblieben war. Die Erhöhung der Exporte in die Gruppe der EFTA-Länder spiegelte 1967 hauptsächlich einen Anstieg der Verkäufe nach dem Vereinigten Königreich um 16 Prozent wider. Als Folge dieser Entwicklung verringerte sich das Handelsbilanzdefizit auf Zahlungsbasis von 605 auf 485 Millionen Dollar.

Die Nettoeinnahmen aus Kapitalerträgen, die im vorangegangenen Jahr etwas gesunken waren, stiegen im letzten Jahr um 80 Millionen Dollar. Teilweise ging diese Zunahme auf Zinseinnahmen aus Auslandsanleihen, die am niederländischen Kapitalmarkt begeben worden waren, zurück. Zum Teil erklärte sie sich aber auch aus höheren Dividendenerträgen, insbesondere aus den Vereinigten Staaten. Die Einnahmen aus den übrigen unsichtbaren Transaktionen behielten ihren nach unten gerichteten Trend bei. Sie nahmen, unter anderem als Folge eines Rückgangs der Transporteinnahmen, um 45 Millionen Dollar ab. Hierzu trugen aber auch eine weitere Verschlechterung der Reiseverkehrsbilanz und eine Verringerung der Überweisungen bei, deren Ursache darin lag, daß die Anzahl der niederländischen Grenzgänger, die in Deutschland beschäftigt sind, zurückging.

Der Saldo der laufenden Posten kehrte sich, auf Zahlungsbasis ermittelt, von einem Defizit von 85 Millionen Dollar in einen Überschuß von 70 Millionen Dollar um. Auf Transaktionsbasis zeigte sich die Verbesserung demgegenüber in einer Verringerung des Defizits von 200 auf 100 Millionen Dollar. Der Saldo ist damit noch weit von einem Überschuß von 200 Millionen Dollar, der 1 Prozent des Bruttosozialprodukts entspricht, entfernt. Dieses Ziel wird angestrebt, um in einem solchen Ausmaß Entwicklungshilfe gewähren zu können.

Der Nettokapitalexport im langfristigen Kapitalverkehr, der sich im Jahre 1967 auf 165 Millionen Dollar belief, wurde durch kurzfristige Kapitalbewegungen fast vollständig kompensiert. Die Wertpapiertransaktionen, die 1966 einen Zufluß von 150 Millionen Dollar verursacht hatten, waren im letzten Jahr annähernd ausgeglichen, da Niederländer verstärkt ausländische Wertpapiere, insbesondere amerikanische Aktien, kauften. Während sich die Nettoverkäufe von ausländischen Wertpapieren im Jahre 1966 auf 55 Millionen Dollar beliefen, betragen die Nettokäufe im vergangenen Jahr 45 Millionen Dollar. Die Käufe von niederländischen Wertpapieren durch Ausländer verringerten sich, hauptsächlich deshalb, weil sich die belgischen und Schweizer Anleger zurückhielten, von 95 Millionen Dollar auf 40 Millionen Dollar. Während 1966 keine Auslandsanleihen am niederländischen Kapitalmarkt begeben wurden, emittierten die Niederländischen Antillen im vergangenen Jahr eine Anleihe von 50 Millionen Gulden (14 Millionen Dollar). Die niederländischen Direktinvestitionen im Ausland erhöhten sich per Saldo um 85 Millionen Dollar, während die langfristige Nettokreditaufnahme im Ausland um einen ähnlichen Betrag stieg. Die langfristigen Kapitaltransaktionen der Kreditinstitute veränderten sich von einem Gleichgewicht zu einem Kapitalabfluß von 65 Millionen Dollar. Demgegenüber trat bei den gesamten kurzfristigen Kapitaltransaktionen an die Stelle einer ausgeglichenen Bilanz ein Kapitalzufluß von 155 Millionen Dollar.

*Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion.* Die Zahlungsbilanz der Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion kehrte im vergangenen Jahr zum Überschuß zurück, da das Handelsbilanzdefizit sich von 360 auf 125 Millionen Dollar verringerte. Das Importwachstum kam, unter Zugrundelegung der Zollstatistik, 1967 als Folge der Flaute in der belgischen Wirtschaft (insbesondere der hohen Lagervorräte) sowie eines Preisrückgangs zum Stillstand. Die Ausfuhr nahm um 3 Prozent zu, verglichen mit 7 Prozent im vorangegangenen Jahr. Während die Verkäufe nach der Bundesrepublik Deutschland und den Niederlanden sogar zurückgingen, weiteten sich die Exporte nach Frankreich und Italien um 13 bzw. 26 Prozent aus. Die Ausfuhr nach Osteuropa setzte ihren raschen Anstieg mit einer Zunahme von 30 Prozent fort. Die Nettoeinnahmen aus den unsichtbaren Transaktionen erhöhten sich im Jahre 1967 von 265 Millionen auf 340 Millionen Dollar, hauptsächlich wegen des größeren Überschusses in der Transportbilanz und bei den Regierungstransaktionen, der stärker zugenommen hat als das Defizit im Reiseverkehr.

Die privaten Kapitalbewegungen, die 1966 einen geringen Kapitalabfluß aufgewiesen hatten, verzeichneten im vergangenen Jahr einen Nettokapitalzufluß



Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion: Zahlungsbilanz

	1966	1967				
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV
Millionen US-Dollar						
<b>Warenhandel</b>						
Einfuhr . . . . .	5 690	5 800	1 380	1 490	1 370	1 560
Ausfuhr . . . . .	5 330	5 675	1 370	1 465	1 340	1 500
Saldo des Warenhandels . . .	- 360	- 125	- 10	- 25	- 30	- 60
<b>Dienstleistungen</b>						
Transithandel und Veredelung . . .	+ 270	+ 260	+ 70	+ 80	+ 55	+ 55
Reiseverkehr . . . . .	- 90	- 130	- 10	- 35	- 75	- 10
Transport . . . . .	-	+ 35	+ 10	+ 10	+ 5	+ 10
Regierung . . . . .	+ 5	+ 60	+ 5	+ 20	+ 25	+ 30
Sonstige . . . . .	+ 80	+ 95	+ 20	-	+ 40	+ 35
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 265	+ 340	+ 95	+ 75	+ 50	+ 120
Saldo der laufenden Posten . .	- 95	+ 215	+ 85	+ 50	+ 20	+ 60
<b>Kapitalleistungen</b>						
Öffentlich . . . . .	- 50	- 140	- 65	- 50	- 45	+ 20
Halböffentlich* . . . . .	+ 35	+ 30	+ 35	- 15	+ 15	- 5
Privat						
Ausländische Nettokapitalleistungen im Inland . . . . .	+ 145	+ 295	+ 50	+ 45	+ 95	+ 105
Inländische Nettokapitalleistungen im Ausland . . . . .	- 180	- 150	- 55	- 30	- 10	- 55
Sonstige . . . . .	+ 10	+ 10	+ 5	-	-	+ 5
Saldo der Kapitalleistungen . .	- 40	+ 45	- 30	- 50	+ 55	+ 70
Saldo der nichterfaßten Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	+ 25	- 85	- 25	+ 45	- 110	+ 5
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	- 110	+ 175	+ 30	+ 45	- 35	+ 135

\* Öffentliche Unternehmen sowie Finanzinstitute des öffentlichen Sektors ohne Währungsbehörden.

von 155 Millionen Dollar. Diese Umkehr erklärt sich weitgehend aus einem Anstieg der ausländischen Direktinvestitionen in Belgien-Luxemburg von 140 Millionen Dollar auf 230 Millionen Dollar, von denen zwei Drittel auf die zweite Jahreshälfte entfielen. Demgegenüber nahmen die belgischen privaten Kapitalleistungen im Ausland von 180 auf 150 Millionen Dollar ab. Da die Regierung einen Teil ihrer Auslandsschulden zurückzahlte, erhöhte sich der Abfluß von öffentlichem Kapital von 50 Millionen Dollar auf 140 Millionen Dollar. Zusammengekommen trat bei den erfaßten Kapitaltransaktionen an die Stelle eines Nettokapitalabflusses von 40 Millionen Dollar im Jahre 1966 im vergangenen Jahr ein Nettokapitalzufluß in ungefähr der gleichen Größenordnung. Dieser Wandel wurde jedoch durch eine entgegengesetzte Veränderung des Restpostens im Ausmaß von 110 Millionen Dollar ausgeglichen. Im ersten Quartal von 1968 schloß die Zahlungsbilanz, hauptsächlich als Folge einer Verschlechterung der laufenden Rechnung, mit einem Defizit von 70 Millionen Dollar ab, verglichen mit einem Überschuß von 30 Millionen Dollar im entsprechenden Vierteljahr von 1967.

*Österreich.* Das Defizit in der österreichischen Zahlungsbilanz des Jahres 1966 in Höhe von 65 Millionen Dollar wurde im vergangenen Jahr von einem Überschuß von 205 Millionen Dollar abgelöst. Diese Entwicklung ergab sich aus einer beträchtlichen Verringerung des Handelsbilanzdefizits sowie aus umfangreichen Kreditaufnahmen im Ausland.

Der wirtschaftliche Stillstand, der mit guten Inlandsernten zusammentraf, wirkte sich hemmend auf die Einfuhr aus, die um 1 Prozent zurückging, verglichen mit einem Anstieg von 11 Prozent im Jahre 1966. Die Importe von Ernährungsgütern sowie von Rohstoffen verringerten sich um 12 bzw. 9 Prozent, während die Einfuhr von Verbrauchsgütern und chemischen Erzeugnissen um 12 bzw. 10 Prozent expandierte. Zusammengenommen beliefen sich die Importe im vergangenen Jahr auf 2 365 Millionen Dollar. Die Ausfuhr erhöhte sich um 125 Millionen Dollar, oder 7 Prozent, auf 1 820 Millionen Dollar. Mehr als die Hälfte dieses Anstiegs entfiel auf Verkäufe an die übrigen EFTA-Länder, wobei die Exporte nach dem Vereinigten Königreich mit einer Zunahme von mehr als 40 Prozent ein steiles Wachstum aufwiesen. Im Verkehr mit den osteuropäischen Ländern kam es ebenfalls zu einer weiteren Ausdehnung der Exporte. Demgegenüber nahmen die Lieferungen in die EWG-Länder um 2 Prozent ab. Hierin spiegelte sich der Rückgang der Exporte nach Deutschland und Belgien wider. Per Saldo ergab sich aus diesen Veränderungen eine Verringerung des Handelsbilanzdefizits von 670 auf 545 Millionen Dollar.

Die Nettoeinnahmen aus den Dienstleistungen und den unentgeltlichen Leistungen sanken im vergangenen Jahr, hauptsächlich als Folge eines Rückgangs der Fremdenverkehrseinnahmen um 30 Millionen Dollar, von 480 auf 435 Millionen Dollar. Dabei ging die Verschlechterung der Reiseverkehrsbilanz weniger auf eine Verringerung der Einnahmen von ausländischen Touristen in Österreich als vielmehr auf einen raschen Anstieg der Ausgaben österreichischer Reisender im Ausland zurück. Die Kapitalertragszahlungen an das Ausland haben sich ebenfalls etwas erhöht.

Der langfristige Nettokapitalzufluß betrug im vergangenen Jahr 265 Millionen Dollar, verglichen mit 35 Millionen Dollar im Jahre 1966 und einem früheren Höhepunkt von 120 Millionen Dollar im Jahre 1958. Die Nettokreditaufnahme der öffentlichen Stellen belief sich auf insgesamt 115 Millionen Dollar, gegenüber Nettorückzahlungen von 35 Millionen Dollar im Jahre 1966. Zudem kletterte die Kreditaufnahme des privaten Sektors, vor allem für die Elektrizitätswirtschaft und den Straßenbau, auf 150 Millionen Dollar; sie hat sich damit mehr als verdoppelt. Im ersten Vierteljahr von 1968 belief sich die langfristige Nettokapitalzufuhr auf 90 Millionen Dollar und war damit zweimal so hoch wie im entsprechenden Quartal von 1967. Sie ging damit auch über das Defizit der laufenden Rechnung in Höhe von 80 Millionen Dollar hinaus. Da es im kurzfristigen Kapitalverkehr ebenfalls zu Mittelzuflüssen kam, war die Gesamtbilanz mit 50 Millionen Dollar aktiv.

*Schweiz.* Die Verlangsamung des binnenwirtschaftlichen Wachstums, die sich im Jahre 1966 in einem Überschuß der Ertragsbilanz von 120 Millionen Dollar niedergeschlagen hatte, dauerte im vergangenen Jahr an und trieb den Überschuß,

zusammen mit steigenden Einnahmen in der Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen, auf 220 Millionen Dollar hinauf. Der Kapitalverkehr, der erstmals nicht mehr die Devisenposition der Banken enthält, wies einen Nettokapital-export von 105 Millionen Dollar auf, und der Überschuß der Gesamtbilanz belief sich auf 115 Millionen Dollar.

Das Handelsbilanzdefizit, das bereits in den beiden vorangegangenen Jahren gesunken war, verringerte sich nochmals; im Jahre 1967 nahm es von 650 auf 595 Millionen Dollar ab. Die Importe weiteten sich lediglich um 4 Prozent aus, verglichen mit 7 Prozent im Jahre 1966. Während die Käufe von Investitionsgütern unverändert blieben, nachdem sie im Jahre 1966 um 10 Prozent gestiegen waren, erhöhten sich die Importe von Konsumgütern mit 9 Prozent wesentlich mehr als im vorausgegangenem Jahr. Etwa 40 Prozent dieses Anstiegs entfielen auf Bekleidung und Automobile. Die Zuwachsrate der Exporte verringerte sich ebenfalls, und zwar von 10 auf 7 Prozent. Die Ausfuhr in die EWG-Länder verharrte nahezu auf ihrem Vorjahresstand; eine 5prozentige Abnahme der Verkäufe nach Belgien-Luxemburg, Deutschland und den Niederlanden wurde durch erhöhte Lieferungen nach Frankreich und Italien ausgeglichen. Demgegenüber dehnten sich die Exporte in die EFTA-Länder um 18 Prozent aus; dabei erhöhten sich die Exporte in das Vereinigte Königreich um volle 23 Prozent. Im Vergleich zum vorangegangenen Jahr war die saisonbedingte Verringerung des Außenhandelsdefizits im vierten Quartal weit stärker ausgeprägt. Da die Importe fast ganz zu steigen aufgehört hatten, während sich das Ausfuhrwachstum im Gefolge eines Wiederanstiegs der Verkäufe nach Deutschland beschleunigte, belief sich der Passivsaldo lediglich auf 45 Millionen Dollar. Im ersten Vierteljahr von 1968 belebte sich die Einfuhr wieder, und der Importüberschuß nahm auf 150 Millionen Dollar zu, was allerdings immer noch 35 Millionen Dollar weniger waren als in der vergleichbaren Zeit von 1967.

Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr haben nach den vorliegenden Schätzungen von 770 auf 815 Millionen Dollar im Jahre 1967 zugenommen. Von Bedeutung hierfür waren die wachsenden Einnahmen aus dem Reiseverkehr (die weniger einen Anstieg in der Zahl der Übernachtungen als höhere Ausgaben pro Kopf widerspiegeln) und steigende Kapitalertragseinnahmen aus dem Ausland.

Im Kapitalverkehr erhöhten sich die Nettokapitalabflüsse bei den statistisch erfaßten Transaktionen von 170 auf 400 Millionen Dollar. Der Nettoabsatz von am Schweizer Kapitalmarkt begebenen Auslandsanleihen nahm von 100 auf 165 Millionen Dollar zu, und die genehmigten Auslandskredite der Banken stiegen von 70 auf 235 Millionen Dollar. Gleichzeitig kam es jedoch zu Nettodevisenzuflüssen aus nichterfaßten Transaktionen in Höhe von 300 Millionen Dollar. Die hohen Mittelzuflüsse in die Schweiz standen teilweise mit der ungewissen Situation des Pfundes im Zusammenhang.

*Schweden.* Das nach wie vor schwache wirtschaftliche Wachstum schlug sich im Jahre 1967 sowohl in der laufenden Rechnung — wo der Einfuhrüberschuß schrumpfte — als auch im Kapitalverkehr nieder, der einen geringeren Mittelzufluß aufwies. Während es im Jahre 1966 sowohl im privaten als auch im öffentlichen

Bereich zu außerordentlich hohen Kapitalimporten gekommen war, nahmen die privaten Kapitalzuflüsse im vergangenen Jahr von 130 auf 55 Millionen Dollar ab, wobei sich der größte Teil des Rückgangs in der ersten Jahreshälfte vollzog. Obschon der schwedische Kapitalmarkt weiterhin für ausländische Kreditnehmer geschlossen ist, wurden im Jahre 1967 einige Ausnahmen für Kreditnehmer aus anderen skandinavischen Ländern zugelassen, und im Herbst wurde eine 75-Millionen-Schwedenkronen-Anleihe (14,5 Millionen Dollar) der Weltbank begeben. Im öffentlichen Bereich wurden Zuflüsse in Höhe von 25 Millionen Dollar durch Nettorückzahlungen im Betrage von 5 Millionen Dollar abgelöst. Und schließlich verringerte sich der Überschuß im Restposten von 200 auf 100 Millionen Dollar. Von diesem Posten, der einen strukturellen Überschuß aufweist, ist bekannt, daß er den Ausgleichsposten für eine Unterbewertung der Einnahmen aus dem Waren- und Dienstleistungsverkehr, Kreditgewährungen an Werften und sonstige Handelskredite enthält. Der gesamte Rückgang im Jahre 1967 beruhte vermutlich auf diesen sonstigen Handelskrediten, bei denen sich in der zweiten Jahreshälfte, als die Ungewißheit über eine mögliche Abwertung der schwedischen Krone zu beschleunigten Einfuhrzahlungen führte, ein Wandel von Nettozuflüssen zu Nettoabflüssen vollzog. Diese Entwicklung scheint sich im ersten Vierteljahr von 1968 wieder umgekehrt zu haben, als das Defizit der laufenden Rechnung in Höhe von 145 Millionen Dollar fast vollständig durch Kapitalimporte ausgeglichen wurde.

Der Überschuß im Dienstleistungsverkehr, der seit Anfang der sechziger Jahre ständig rasch geschrumpft war und sich 1966 auf 50 Millionen Dollar belaufen hatte, verschwand praktisch im vergangenen Jahr. Dabei hat vor allem eine weitere kräftige Zunahme der Nettoausgaben im Auslandsreiseverkehr, die 180 Millionen Dollar betrug, eine Rolle gespielt. Die Einnahmen aus der Seeschifffahrt und aus Kapitalanlagen im Ausland blieben nahezu unverändert.

Da die Einfuhr, verglichen mit der Ausfuhr, die sich um 6 Prozent erhöhte, lediglich um 2,5 Prozent stieg, nahm der Einfuhrüberschuß von 315 auf 175 Millionen Dollar ab. Die Einfuhr von Rohstoffen sowie von Ernährungsgütern verringerte sich um 11 bzw. um 1,5 Prozent, was im Fall der Rohstoffe eine Verlangsamung des Produktionsanstiegs und im Fall der Ernährungsgüter die guten Inlandsernten widerspiegelte. Die Ausfuhr von Rohstoffen nahm gleichfalls ab, doch dehnten sich die Exporte von Fertigwaren um 9 Prozent aus.

*Norwegen.* Nachdem die Zahlungsbilanz Norwegens im Jahre 1966 ausgeglichen gewesen war, wies sie im Jahre 1967 einen Überschuß von 165 Millionen Dollar auf. Die Veränderung ging auf große Kapitalzuflüsse und wachsende Frachteinnahmen zurück, die die Verschlechterung der Handelsbilanz mehr als ausglich.

Die Einfuhr erhöhte sich um 340 Millionen Dollar auf 2 770 Millionen Dollar. Über die Hälfte des Zuwachses erklärte sich aus höheren Schiffslieferungen, deren Anteil an den Gesamteinfuhren im vergangenen Jahr von einem Siebentel auf ein Fünftel stieg. Gleichzeitig expandierte die Ausfuhr von Schiffen auf 210 Millionen Dollar und damit nahezu auf das Doppelte. Die sonstigen Exporte erhöhten sich um 5 Prozent auf 1 540 Millionen Dollar. Die Verkäufe von Fisch und anderen

wichtigen Erzeugnissen nahmen ab, während die Ausfuhr von Maschinen, Eisen und Stahl sowie von Papier beträchtlich zunahm. Im ersten Vierteljahr von 1968 fiel die Einfuhr von Schiffen auf einen besonders niedrigen Stand, und die laufende Rechnung wies infolgedessen einen Überschuß von 30 Millionen Dollar auf. Außerdem kam es zu einem Kapitalzufluß von 30 Millionen Dollar.

Die Einnahmen aus der Seeschifffahrt erhöhten sich im Zusammenhang mit dem Nahostkrieg von 650 auf 800 Millionen Dollar. Nachdem die Frachtraten im Jahre 1966 und in der ersten Hälfte von 1967 zurückgegangen waren, wurden sie durch die Schließung des Suezkanals Anfang Juni hinaufgetrieben. Die Charterraten für norwegische Tanker waren in der Zeit von Juni bis Oktober dreieinhalbmal so hoch wie in den ersten fünf Monaten des Jahres. Die Aufwärtsbewegung der Trockenfrachtraten war demgegenüber viel weniger scharf ausgeprägt. Beide Gruppen von Frachtraten fielen gegen Ende des Jahres wieder.

Mit 190 Millionen Dollar war das Defizit der laufenden Rechnung im vergangenen Jahr lediglich um 30 Millionen Dollar größer als im Jahre 1966. Es wurde durch einen langfristigen Nettokapitalimport von 345 Millionen Dollar mehr als ausgeglichen. Die Kreditaufnahme des privaten Sektors im Ausland, hauptsächlich der Reedereien, dehnte sich von 160 auf 260 Millionen Dollar aus, und die Direktinvestitionen in Norwegen nahmen um mehr als das Doppelte auf 70 Millionen Dollar (netto) zu. Demgegenüber zahlte die öffentliche Hand in verstärktem Umfang Auslandskredite zurück.

*Finnland.* Die zur Bekämpfung des inflatorischen Drucks ergriffenen Maßnahmen zeigten im Jahre 1966 die ersten Ergebnisse, als der Einfuhrüberschuß mit 240 Millionen Dollar nur ganz geringfügig höher war als im Jahr zuvor. Obgleich das Handelsbilanzdefizit sich in den ersten neun Monaten des Jahres 1967 auf 135 Millionen Dollar ermäßigte, verglichen mit 190 Millionen Dollar in der entsprechenden Vorjahreszeit, hielt das grundlegende Ungleichgewicht der finnischen Handelsbilanz weiter an. Da die bis dahin angewendeten restriktiven Maßnahmen bereits zu einer Verringerung der Investitionen, einer Verlangsamung der Produktionstätigkeit und wachsender Arbeitslosigkeit geführt hatten, erschien eine weitere Verschärfung der Restriktionen nicht annehmbar. Die Finnmark wurde daher am 12. Oktober 1967 um 23,8 Prozent abgewertet. Um einen Auftrieb von Preisen und Kosten zu verhindern und Abwertungsgewinne wegzusteuern, wurde am 21. Oktober eine Exportabgabe eingeführt. Sie soll bis Ende 1969 in Kraft bleiben. Doch wird der Satz von 14 Prozent, der von den finnischen Exporteuren zu zahlen ist, schrittweise ermäßigt. Außerdem wurde beschlossen, die Zollsenkungen gegenüber den EFTA-Ländern zu beschleunigen.

Die Einfuhr blieb in den ersten neun Monaten von 1967 gegenüber dem entsprechenden Zeitraum von 1966 unverändert. Während die Einfuhr von Rohstoffen sowie von Investitionsgütern um 1 bzw. 3 Prozent zurückging, wuchsen die Importe von Brennstoffen sowie von Verbrauchsgütern um 7 bzw. 3 Prozent. Die Ausfuhr stieg um 6 Prozent, hauptsächlich als Folge einer 30prozentigen Zunahme der Verkäufe von Erzeugnissen der Metallindustrie und des Maschinenbaus. Andererseits verharren die Exporte der Papierindustrie auf ihrem Vorjahresstand, während die Ausfuhr der Holzindustrie und von Agrarprodukten um 4,5

Finnland: Zahlungsbilanz

	Januar bis September		Oktober bis Dezember		Ganzes Jahr	
	1966	1967	1966	1967	1966	1967
	Millionen US-Dollar					
<b>Warenhandel</b>						
Einfuhr (cif) . . . . .	1 250	1 250	480	430	1 730	1 680
Ausfuhr (fob) . . . . .	1 060	1 115	430	385	1 490	1 500
Saldo des Warenhandels . . .	- 190	- 135	- 50	- 45	- 240	- 180
<b>Dienstleistungen</b>						
Transport . . . . .	+ 75	+ 90	+ 25	+ 15	+ 100	+ 105
Kapitalerträge . . . . .	- 35	- 50	- 10	- 10	- 45	- 60
Sonstige . . . . .	- 20	- 25	- 5	- 5	- 25	- 30
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 20	+ 15	+ 10	-	+ 30	+ 15
Saldo der laufenden Posten . .	- 170	- 120	- 40	- 45	- 210	- 165
<b>Kapitalleistungen</b>						
Langfristig . . . . .	+ 35	+ 80	+ 15	+ 15	+ 50	+ 95
Kurzfristig . . . . .	+ 60	+ 20	- 45	- 30	+ 15	- 10
Saldo der Kapitalleistungen . .	+ 95	+ 100	- 30	- 15	+ 65	+ 85
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	- 75	- 20	- 70	- 60	- 145	- 80

bzw. 10 Prozent zurückging. Gleichzeitig verschlechterten sich die Terms of trade — im Zusammenhang mit einem Anstieg der Durchschnittswerte der Einfuhr — um 5 Prozent, und im vierten Quartal waren sie um 9 Prozent ungünstiger als in der vergleichbaren Periode von 1966. In den Volumenzahlen des letzten Quartals hat sich der Einfluß der Abwertung noch nicht niedergeschlagen, da die Lieferungen in dieser Periode auf früher abgeschlossenen Verträgen beruhten.

Was die Zahlungsbilanz für das Jahr 1967 insgesamt anlangt, so hat sich das Defizit der Handelsbilanz von 240 auf 180 Millionen Dollar verringert. Auf der anderen Seite verursachten höhere Zinszahlungen an das Ausland eine Schrumpfung des Dienstleistungsüberschusses von 30 auf 15 Millionen Dollar. Mehr als die Hälfte des 165 Millionen Dollar betragenden Defizits in der laufenden Rechnung wurde durch Kreditaufnahmen im Ausland ausgeglichen. Die langfristige Nettokapitaleinfuhr erhöhte sich von 50 auf 95 Millionen Dollar. Fast der ganze Anstieg stand mit der Begebung von drei Anleihen im Gesamtbetrag von 39 Millionen Dollar (davon zwei Regierungsanleihen und eine Anleihe der Hypothekenbank von Finnland) im Zusammenhang. Im Bereich der kurzfristigen Kapitalbewegungen wurden die Nettokapitalimporte von 15 Millionen Dollar durch Nettokapitalexporte in Höhe von 10 Millionen Dollar abgelöst.

*Dänemark.* In der Zahlungsbilanz Dänemarks trat im vergangenen Jahr an die Stelle eines Überschusses von 30 Millionen Dollar ein Fehlbetrag von 65 Millionen Dollar. Der Wandel ging vollständig auf eine Verschlechterung der laufenden Rechnung zurück, deren Defizit sich gegenüber dem Vorjahr von 60 auf 160 Millionen Dollar erhöhte. Zwei Drittel der Verschlechterung erklärten sich aus einem Rückgang der Dienstleistungseinnahmen.

Die Importe stiegen nach den Angaben der Zollstatistik sowohl im Jahre 1966 als auch im Jahre 1967 um 6 Prozent. Demgegenüber verringerte sich die Zuwachsrate der Exporte von 6 auf 4 Prozent. Im Verlauf des letzten Jahres trat jedoch eine Besserung ein. Das Handelsbilanzdefizit der ersten Jahreshälfte wurde von einem geringen Überschuß im zweiten Halbjahr abgelöst. Die Einfuhr, die infolge einer starken Übernachfrage und in Erwartung der Inkraftsetzung der Mehrwertsteuer am 3. Juli rasch expandiert hatte, verlangsamte sich in der zweiten Jahreshälfte. Die Ausfuhr, die im ersten Halbjahr nur wenig gewachsen war, erholte sich dagegen deutlich. Im gesamten Jahr weiteten sich die Exporte von Fertigwaren (ohne Schiffe) um 10 Prozent aus. Die Ausfuhr von Agrarerzeugnissen nahm dagegen im Vergleich zu 1966, teilweise als Folge der weiteren Ausgestaltung der gemeinsamen Agrarpolitik in den EWG-Ländern und teilweise im Zusammenhang mit niedrigeren Exportpreisen, um 5 Prozent ab. Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr und den Übertragungen verringerten sich von 205 auf 140 Millionen Dollar, wobei die Verschlechterung sich auf alle Positionen erstreckte. Die Reiseverkehrsbilanz, die normalerweise mit einem Überschuß abschließt, wies ein Defizit auf, da sich die Ausgaben dänischer Reisender im Ausland wesentlich mehr erhöhten als die Einnahmen von ausländischen Touristen in Dänemark. Der Überschuß in der Transportbilanz und bei den Regierungstransaktionen nahm ab, und die Zins- und Dividendenzahlungen an das Ausland stiegen.

Der Nettokapitalzufluß belief sich in jedem der beiden vorangegangenen Jahre auf nahezu 100 Millionen Dollar. Während im Jahre 1966 die Rückzahlungen des öffentlichen Sektors über seinen neuen Kreditaufnahmen gelegen hatten, überwogen im Jahre 1967 umgekehrt die Mittelaufnahmen mit 15 Millionen Dollar. Die Nettozuflüsse bei den Direktinvestitionen waren etwas geringer als im Jahre 1966, da die dänischen Investitionen im Ausland stärker zunahmen als die ausländischen Investitionen in Dänemark.

Obschon sich die Exportsituation in der zweiten Hälfte von 1967 wieder verbessert hatte, wurde die dänische Krone am 21. November abgewertet. Der Abwertungssatz betrug 7,9 Prozent.

*Irland.* Das irische Handelsbilanzdefizit, das im Jahre 1965 mit 425 Millionen Dollar einen Höchststand erreicht hatte, verringerte sich im Jahre 1966 auf 360 Millionen Dollar und im vergangenen Jahr auf etwa 300 Millionen Dollar. Während die Einfuhr im größten Teil von 1966 durch restriktive binnenwirtschaftliche Maßnahmen gedrosselt worden war, herrschte im letzten Jahr eine expansive Wirtschaftspolitik. Trotzdem erhöhten sich die Importe nur um 5 Prozent, was wohl hauptsächlich darauf zurückzuführen ist, daß die Erholung sich auf den Wohnungsbau und die öffentlichen Investitionen konzentrierte — Sektoren, in denen der Einfuhranteil verhältnismäßig gering ist. Außerdem trug zu dem geringen Importanstieg bei, daß sich die Einfuhrpreise ermäßigten. Demgegenüber hat sich das Wachstum der Exporte von 11 auf 17 Prozent beschleunigt, wobei vor allem eine Zunahme der Verkäufe von Fleisch eine Rolle gespielt hat. Dem absoluten Wert nach beliefen sich 1967 die Importe auf 1 050 Millionen Dollar und die

Exporte auf 755 Millionen Dollar. Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr waren mit 325 Millionen Dollar nur um 10 Millionen Dollar höher als 1966. In der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz trat an die Stelle eines Defizits von 45 Millionen Dollar ein Überschuß von 30 Millionen Dollar. Während es im Jahre 1966 zu einem Nettokapitalimport von 120 Millionen Dollar gekommen war, der zu mehr als der Hälfte auf umfangreichen Kreditaufnahmen der Regierung sowie auf dem Eigentumswechsel bei einer Privatbank beruhte, nahm die öffentliche Hand im vergangenen Jahr keine Auslandskredite auf. Insgesamt schloß die Kapitalbilanz mit einem geringen Nettokapitalexport ab.

Im Zusammenhang mit den sehr engen wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Irland und dem Vereinigten Königreich wurde das irische Pfund am 18. November 1967 im gleichen Maße wie das Pfund Sterling abgewertet.

*Spanien.* Im Jahre 1967 wies die Grundbilanz, wie schon in den beiden vorangegangenen Jahren, ein Defizit auf. Mit 120 Millionen Dollar war es jedoch um 100 Millionen Dollar geringer als im Jahr zuvor. Die Verbesserung hing ausschließlich mit einem Anstieg der langfristigen Nettokapitalzuflüsse auf 460 Millionen Dollar zusammen, der eine Zunahme der Direktinvestitionen, vor allem aus den Vereinigten Staaten, eine beträchtliche Erhöhung der Portfolio-Investitionen und höhere Kredite von der amerikanischen Export-Import-Bank widerspiegelte.

Die Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung im Inland und eine leichte Erhöhung der Exporterlöse haben dazu geführt, daß der Einfuhrüberschuß um 100 auf 1 900 Millionen Dollar abnahm. Diese Verbesserung wurde jedoch vollständig durch geringere Nettoeinnahmen im Dienstleistungsverkehr und bei den Übertragungen wettgemacht. Unter Zugrundelegung der Zollstatistik war die Einfuhr mit 3,5 Milliarden Dollar zweieinhalbmals so groß wie die Ausfuhr. Nachdem sie sich im Jahre 1966 um 19 Prozent ausgeweitet hatte, ging sie im vergangenen Jahr leicht zurück. Die Importe von Rohstoffen sowie von Halbwaren nahmen um 11 bzw. 12 Prozent ab, und die Einfuhr von Ernährungsgütern verringerte sich, teilweise als Folge eines höheren inländischen Angebotes von Fleisch, um 6 Prozent. Die Einfuhr von Investitionsgütern blieb im wesentlichen unverändert, während die Brennstoffimporte um 23 Prozent und die Importe von Verbrauchsgütern um 9 Prozent stiegen. Die Ausfuhr, die sich im Jahre 1966 fast um ein Drittel ausgedehnt hatte, erhöhte sich im vergangenen Jahr um 10,5 Prozent. Abgesehen von einem Rückgang der Verkäufe von Schiffen und Lastkraftwagen waren hieran alle Warengruppen beteiligt.

Die Anzahl der ausländischen Reisenden, die Spanien besuchten, stieg im vergangenen Jahr um 3,5 Prozent, verglichen mit einer Zunahme von 21 Prozent im Jahre 1966. Die Anzahl der französischen Besucher, auf die etwa die Hälfte aller ausländischen Touristen entfällt, sowie die der deutschen Reisenden nahmen ab. Aus allen übrigen Ländern kamen mehr Besucher, darunter aus dem Vereinigten Königreich um 10 Prozent mehr. Doch die Einnahmen aus dem Reiseverkehr, die sich im Jahre 1966 um 13 Prozent erhöht hatten, wiesen eine Abnahme auf, die sich in einem Rückgang der Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr um 70 Millionen Dollar auf 870 Millionen Dollar niederschlug. Die Überweisungen der



im Ausland beschäftigten Spanier nahmen ebenfalls ab, und zwar um 30 Millionen Dollar auf 450 Millionen Dollar. Hierin spiegelte sich die Konjunkturpause in den wichtigsten Beschäftigungsländern wider.

Da das Defizit der laufenden Rechnung anhielt und die spanischen Währungsreserven abnahmen, folgte die Peseta dem Beispiel des englischen Pfundes; sie wurde am 20. November um 14,3 Prozent gegenüber dem Dollar abgewertet. Zur Unterstützung der Abwertung wurde ein Stabilisierungsprogramm bekanntgegeben, das unter anderem aus einem Preis- und Lohnstop bis Ende 1968 und Steuererhöhungen für Luxusgüter um bis zu 50 Prozent bestand. In Auswirkung dieser Maßnahmen hat sich der Einfuhrüberschuß im ersten Quartal von 1968 wesentlich verringert, und das Defizit der Gesamtbilanz ermäßigte sich auf 65 Millionen Dollar, verglichen mit 150 Millionen Dollar im ersten Vierteljahr von 1967.

*Portugal.* Während die langfristigen Kapitalimporte in den letzten beiden Jahren etwa gleich geblieben sind, hat sich die laufende Rechnung Portugals im Jahre 1967 um 90 Millionen Dollar auf einen Überschuß von 50 Millionen Dollar verbessert. Das Außenhandelsdefizit verringerte sich um 25 auf 315 Millionen Dollar, und die Einnahmen aus dem Dienstleistungs- und Übertragungsverkehr stiegen, hauptsächlich als Folge einer 50 Millionen Dollar betragenden Zunahme der privaten Überweisungen, um 65 Millionen Dollar auf 365 Millionen Dollar. Die Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr nahmen lediglich um 10 auf 185 Millionen Dollar zu, obschon sich die Anzahl der ausländischen Besucher um etwa 30 Prozent erhöht hat. Tatsächlich kam es zu einem geringen Rückgang der Bruttoeinnahmen, doch wurde dies durch eine Abnahme der Ausgaben portugiesischer Reisender im Ausland mehr als ausgeglichen.

Da sich die industrielle Aktivität deutlich abschwächte und sich die landwirtschaftliche Erzeugung ausdehnte, blieb die Einfuhr nach den Angaben der Zollstatistik im vergangenen Jahr unverändert. Die Importe von Ländern außerhalb der Escudo-Zone, auf die fast neun Zehntel des Gesamtbetrages entfallen, nahmen sogar um 2 Prozent ab, während sich die Einfuhr aus den überseeischen Territorien um 5 Prozent erhöhte. Die Importe von Maschinen und Transporteinrichtungen nahmen um 6 Prozent und die von Getreide um 23 Prozent ab. Demgegenüber hat sich die Einfuhr von Nutztvieh und tierischen Erzeugnissen ungefähr verdoppelt. Was die Exporte anlangt, so ist die Ausfuhr in Länder außerhalb der Escudo-Zone, auf die drei Viertel der Gesamtexporte entfallen, um 8 Prozent gestiegen. Während sich die Verkäufe in die EFTA-Länder um 25 Prozent ausweiteten, ist die Ausfuhr in die EWG-Länder leicht zurückgegangen. Die Exporte in die überseeischen Territorien haben um nahezu ein Fünftel zugenommen. Das gesamte Ausfuhrwachstum vollzog sich zum größten Teil in der zweiten Jahreshälfte und beruhte teilweise auf höheren Ausfuhrpreisen für eine kleine Anzahl von Erzeugnissen, wie zum Beispiel Tischweine, Baumwollgarne und -stoffe, Wolframerze und Maschinenbauerzeugnisse. Da die Einfuhrpreise stabil blieben, verbesserten sich die Terms of trade gegenüber dem Vorjahr um 8 Prozent.

Der Nettozufluß von mittel- und langfristigem Kapital war im Jahre 1967 mit 120 Millionen Dollar etwas größer als im Jahre 1966. Im öffentlichen Bereich

wurde eine höhere Kreditaufnahme im Ausland, die etwa zur Hälfte zur Finanzierung des Schiffbaus erfolgte, durch gestiegene Rückzahlungen mehr als aufgewogen. Der Nettozufluß an kurzfristigem Kapital, einschließlich des Saldos der überseeischen Territorien im Verkehr mit dritten Ländern, war um 35 Millionen Dollar geringer als im Jahre 1966. Dabei spielten vor allem Vorauszahlungen für Importe eine Rolle.

*Kanada.* Das Nachlassen der Übernachfrage im Inland und die Deviseneinnahmen im Zusammenhang mit der Weltausstellung in Montreal bewirkten gemeinsam, daß das Zahlungsbilanzergebnis des Jahres 1967 zum besten seit dem Krieg wurde. In der Grundbilanz wurde das Defizit des Jahres 1966 in Höhe von 110 Millionen Dollar durch einen Überschuß von 890 Millionen Dollar abgelöst, und der Passivsaldo der laufenden Rechnung verringerte sich von 1 050 auf 390 Millionen Dollar, seinen geringsten Stand seit 1952. Der Überschuß im Warenhandel stieg von 325 auf 550 Millionen Dollar.

Nachdem sowohl die Importe als auch die Exporte in den Jahren 1965 und 1966 rasch gestiegen waren, flachte sich ihre Zunahme in den ersten neun Monaten von 1967 ab. Gegen Ende des Jahres waren allerdings Anzeichen einer Erholung zu beobachten. Der erneute Aufschwung war besonders ausgeprägt bei der Ausfuhr, die von der konjunkturellen Wiederbelebung in der US-Wirtschaft und den Streiks in der amerikanischen Kupfer- und Automobilindustrie begünstigt wurde. Im Jahre 1967 insgesamt nahmen die Exporte um 10 Prozent und die Importe um 8 Prozent zu. Zwar gingen die Weizenlieferungen, hauptsächlich als Folge geringerer Verschiffungen in die Sowjetunion und nach China, um 330 Millionen Dollar zurück, und die Exporte sonstiger landwirtschaftlicher Erzeugnisse sowie von Fischen und forstwirtschaftlichen Produkten erhöhten sich kaum. Doch sind die Exporte von Metallen und Mineralien, vor allem im Zusammenhang mit höheren Verkäufen von Kupfer und Erdöl, um 300 Millionen Dollar gestiegen. Am meisten trug jedoch zu dem Anstieg der gesamten Exporte um 1 005 Millionen Dollar (nach den Angaben der Zollstatistik) eine Zunahme der Lieferungen von Fertigwaren (ohne Metalle und chemische Erzeugnisse) um 925 Millionen Dollar bzw. 40 Prozent bei. Hiervon entfielen etwa 75 Prozent auf die Ausfuhr von Fahrzeugen und Fahrzeugteilen, der die im Jahre 1965 unterzeichnete Vereinbarung zwischen den Vereinigten Staaten und Kanada zugute kam. Von dem gesamten Anstieg der Einfuhr in Höhe von 745 Millionen Dollar entfielen jedoch ebenfalls mehr als 60 Prozent auf diese Erzeugnisse. Die Verringerung des Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen von 1 375 auf 940 Millionen Dollar ging zum überwiegenden Teil auf die Verbesserung der Reiseverkehrsbilanz um 455 Millionen Dollar zurück, die vor allem auf der Weltausstellung 1967 und den zahlreichen anderen Hundertjahrfeierlichkeiten beruhte.

Obschon die ausländischen Nettodirektinvestitionen in Kanada um 185 Millionen Dollar abnahmen und der Nettoabsatz im Ausland begebener kanadischer Anleihen sich leicht verringerte, erhöhten sich die langfristigen Nettokapitalimporte um 340 auf 1 280 Millionen Dollar. Die Verringerung der Mittelzuflüsse bei den Direktinvestitionen und den kanadischen Auslandsanleihen wurde nämlich durch eine Verbesserung im übrigen Wertpapierverkehr um 260 Millionen Dollar

Kanada: Zahlungsbilanz

	1966	Ganzes Jahr	1967 <sup>1</sup>			
			I	II	III	IV
Millionen US-Dollar						
<b>Warenhandel (fob)</b>						
Ausfuhr . . . . .	9 670	10 635	2 700	2 705	2 480	2 750
Einfuhr . . . . .	9 345	10 085	2 520	2 585	2 515	2 465
Saldo des Warenhandels . . .	+ 325	+ 550	+ 180	+ 120	- 35	+ 285
<b>Dienstleistungen</b>						
Kapitalerträge . . . . .	- 750	- 800	- 170	- 220	- 220	- 190
Reiseverkehr . . . . .	- 60	+ 395	- 5	+ 155	+ 215	+ 30
Sonstige . . . . .	- 565	- 535	- 125	- 180	- 100	- 130
Saldo der Dienstleistungen . .	- 1 375	- 940	- 300	- 245	- 105	- 290
Saldo der laufenden Posten . .	- 1 050	- 390	- 120	- 125	- 140	- 5
<b>Langfristige Kapitalleistungen</b>						
Nettoabsatz im Ausland begebener kanadischer Anleihen . . . . .	+ 890	+ 880	+ 255	+ 145	+ 195	+ 285
Transaktionen in umlaufenden kanadischen Wertpapieren . . . .	- 225	- 35	- 55	- 35	+ 20	+ 35
Transaktionen in ausländischen Wertpapieren . . . . .	- 390	- 320	- 50	- 50	- 115	- 105
Direktinvestitionen . . . . .	+ 635	+ 450	+ 85	+ 125	+ 110	+ 130
Sonstige . . . . .	+ 30	+ 305	+ 50	+ 50	+ 70	+ 135
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen . . . . .	+ 940	+ 1 280	+ 285	+ 235	+ 280	+ 480
Saldo der Grundbilanz . . . . .	- 110	+ 890	+ 165	+ 110	+ 140	+ 475
<b>Kurzfristige Kapitalleistungen<sup>2</sup></b>						
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 145	+ 350	- 310	+ 55	+ 280	+ 325

<sup>1</sup> Die Vierteljahresangaben in der Bilanz der laufenden Posten sind saisonbereinigt.

<sup>2</sup> Einschließlich des Restpostens.

und durch eine Zunahme der Kapitalzuflüsse im „sonstigen“ langfristigen Kapitalverkehr um 275 Millionen Dollar mehr als ausgeglichen. Die Kapitalimporte bei den „sonstigen“ Kapitalbewegungen beruhten hauptsächlich auf der Rückzahlung von Krediten, die im Zusammenhang mit früheren Weizenexporten gewährt worden waren, sowie darauf, daß kanadische Gesellschaften in verstärktem Umfang Kredite bei ausländischen Banken aufnahmen. Bei der Erhöhung des Nettozuflusses von langfristigem Kapital spielten auch das neue kanadische Bankengesetz und die verhältnismäßig hohen langfristigen Zinssätze in Kanada eine Rolle. Der Rückgang der Nettodirektinvestitionen in Kanada betraf ausschließlich die Transaktionen mit den Vereinigten Staaten. Demgegenüber haben sich die Direktinvestitionen aus anderen Ländern nahezu verdoppelt. Sie erreichten damit allerdings Ende 1967 erst ein Fünftel des Gesamtbetrages. Der Verbesserung der Grundbilanz um 1 Milliarde Dollar stand eine Passivierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs in ähnlicher Größenordnung gegenüber; die Mittelzuflüsse des Jahres 1966 in Höhe von 255 Millionen Dollar wurden durch Mittelabflüsse von 540 Millionen Dollar abgelöst. Der Aktivsaldo der erweiterten Devisenbilanz erhöhte sich auf 350 Millionen Dollar.

*Japan.* Hatte die Grundbilanz im Jahre 1966 mit einem Überschuß von 440 Millionen Dollar abgeschlossen, so wies sie im vergangenen Jahr ein Defizit von 990 Millionen Dollar auf. Dieser ausgeprägte Wandel beruhte im wesentlichen auf dem etwas ungewöhnlichen Zusammentreffen einer zunehmenden Konjunkturüberhitzung in Japan selbst und einer Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums in den meisten übrigen Industrieländern. Infolgedessen beschleunigte sich die Zunahme der japanischen Einfuhr von 14,5 Prozent im Jahre 1966 auf 23 Prozent, während sich der Ausfuhranstieg, wegen der nachlassenden Auslandsnachfrage und als Folge von Kapazitätsengpässen im Inland, von 15,5 auf 6 Prozent verringerte. Der Außenhandelsüberschuß nahm von 2 275 Millionen Dollar im Jahre 1966 auf 1 160 Millionen Dollar ab. Im ersten Vierteljahr von 1968 begann sich die Situation jedoch wieder zu bessern. Die restriktiven kredit- und fiskalpolitischen Maßnahmen, die in der zweiten Hälfte von 1967 ergriffen wurden, trugen zur Abflachung des Importanstiegs bei, während die Ausfuhr ihre aufwärtsgerichtete Entwicklung wieder aufnahm.

Die Ausfuhrzunahme des Jahres 1967 ging, nach den Angaben der Zollstatistik, praktisch vollständig auf Maschinen und andere Ausrüstungsgüter zurück. Dies hatte zur Folge, daß der Anteil dieser Warengruppen an den gesamten Exporten von 38 auf 42 Prozent stieg. Demgegenüber ist die Ausfuhr von Textilien um 3 Prozent zurückgegangen. Die Einfuhr von Investitionsgütern nahm um 29 Prozent zu, und die Rohstoffimporte (auf die etwa 70 Prozent der Gesamteinfuhr entfallen) erhöhten sich um 26 Prozent. Die Einfuhr von Verbrauchsgütern (überwiegend Nahrungsmittel) stieg lediglich um 8 Prozent.

Japan: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1966			1967		
	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Millionen US-Dollar					
<b>Warenhandel (fob)</b>						
Ausfuhr . . . . .	9 640	4 380	5 260	10 230	4 720	5 510
Einfuhr . . . . .	7 365	3 560	3 805	9 070	4 400	4 670
Saldo des Warenhandels . . .	+ 2 275	+ 820	+ 1 455	+ 1 160	+ 320	+ 840
<b>Dienstleistungen</b>						
Transport . . . . .	- 610	- 320	- 290	- 820	- 365	- 455
Kapitalerträge . . . . .	- 185	- 95	- 90	- 175	- 85	- 90
Regierung <sup>2</sup> . . . . .	+ 440	+ 195	+ 245	+ 475	+ 220	+ 255
Sonstige . . . . .	- 670	- 325	- 345	- 830	- 440	- 390
Saldo der Dienstleistungen . .	- 1 025	- 545	- 480	- 1 350	- 670	- 680
Saldo der laufenden Posten . .	+ 1 250	+ 275	+ 975	- 190	- 350	+ 160
<b>Langfristige Kapitaleleistungen</b>						
Saldo der Grundbilanz . . . .	+ 440	- 10	+ 450	- 990	- 715	- 275
<b>Kurzfristige Kapitaleleistungen<sup>3</sup></b>						
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 320	+ 35	+ 285	- 570	- 490	- 80

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.

<sup>2</sup> Hauptsächlich Transaktionen für Verteidigungszwecke.

<sup>3</sup> Einschließlich des Restpostens.

Das Defizit im Dienstleistungsverkehr und bei den Übertragungen dehnte sich um 325 auf 1 350 Millionen Dollar aus. Nahezu zwei Drittel dieses Anstiegs entfielen auf höhere Zahlungen für Transportleistungen. Die gesamte laufende Rechnung, die im Jahre 1966 einen Überschuß von 1 250 Millionen Dollar aufgewiesen hatte, schloß mit einem Defizit von 190 Millionen Dollar ab. Im Vergleich zu früheren Boomerperioden kann dieser Passivsaldo jedoch als sehr mäßig angesehen werden. In den vergangenen Jahren ist Japan allerdings zu einem bedeutenden Exportland von langfristigem Kapital geworden. Trotz der Verschärfung der Kreditpolitik im Inland waren die langfristigen Nettokapitalexporte im Jahre 1967 mit 800 Millionen Dollar praktisch ebenso hoch wie im Jahre 1966. Zwar stiegen die Nettokäufe japanischer Wertpapiere durch Ausländer um 95 Millionen Dollar, doch wurde diese Zunahme in beachtlichem Ausmaß durch höhere langfristige Exportkredite, die hauptsächlich im Zusammenhang mit der Ausfuhr von industriellen Ausrüstungsgütern gewährt werden, kompensiert. Im Jahre 1967 entfielen per Saldo von den gesamten langfristigen Kapitalexporten 63 Prozent auf Exportkredite. Der kurzfristige Kapitalverkehr mit dem Ausland hat dagegen deutlich auf das Anziehen der kreditpolitischen Bremsen reagiert. Einschließlich des Restpostens, aber ohne die Veränderungen der Devisenposition der Banken, kam es 1967 zu einem Mittelzufluß von 420 Millionen Dollar, nachdem im Jahre 1966 die Mittelabflüsse 120 Millionen Dollar betragen hatten. Dieser Umschwung glich die Passivierung der Grundbilanz jedoch nur zum Teil aus. Infolgedessen wies die Gesamtbilanz mit 570 Millionen Dollar das höchste Defizit seit 1961 auf.

## IV. GOLD, RESERVEN UND DEVISEN

### Gold: Produktion, Märkte und Reserven

Im Jahre 1967 war die Weltgoldproduktion, deren aufwärtsgerichteter Trend sich bereits in den beiden vorangegangenen Jahren deutlich verlangsamt hatte, zum erstenmal seit 1953 rückläufig. Die gesamte Produktion (ohne die der Sowjetunion sowie der übrigen osteuropäischen Länder, Kontinentalchinas und Nordkoreas) fiel von 41,2 auf 40,3 Millionen Unzen. Während der Hauptgrund für die Verlangsamung der Entwicklung in den letzten Jahren in der Ausbringung des südafrikanischen Goldbergbaus lag, verteilte sich die absolute Abnahme der gesamten Erzeugung im Jahre 1967 fast gleichmäßig auf die drei bedeutendsten westlichen Produzenten.

Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1963	1964	1965	1966	1967
	1000 Unzen Feingold								
Südafrika . . . . .	10 412	14 046	11 927	11 941	27 432	29 137	30 540	30 869	30 531
Kanada . . . . .	1 928	5 333	2 849	4 056	4 003	3 835	3 608	3 274	2 962
Vereinigte Staaten . . . . .	2 059	4 870	1 575	1 958	1 454	1 456	1 705	1 803	1 471
Australien . . . . .	427	1 644	824	1 075	1 024	964	878	916	815
Ghana . . . . .	208	886	588	731	921	865	755	684	763
Japan . . . . .	335	867	40	258	433	460	519	555	678
Philippinen . . . . .	163	1 121	1	481	376	426	437	453	490
Kolumbien . . . . .	137	632	437	437	325	365	319	281	260
Mexiko . . . . .	655	883	420	483	238	210	216	214	175
Zusammen . . . . .	16 324	30 282	18 659	21 420	36 206	37 718	39 977	39 049	38 145
Sonstige Länder <sup>1</sup> . . . . .	2 016	7 178	2 771	2 840	2 534	2 452	2 163	2 151	2 140
Geschätzte Welterzeugung <sup>1</sup> . . . . .	18 340	37 460	21 430	24 260	38 740	40 170	41 140	41 200	40 285
	Millionen US-Dollar								
Wert der geschätzten Welterzeugung zu 35 Dollar je Feinunze	640 <sup>2</sup>	1 310	750	850	1 355	1 405	1 440	1 440	1 410

<sup>1</sup> Ohne die Sowjetunion, Osteuropa, Kontinentalchina und Nordkorea. <sup>2</sup> Zu dem damaligen amtlichen Preis von 20,67 Dollar je Feinunze 380 Millionen Dollar.

In Südafrika verringerte sich die Produktion um 340 000 Unzen bzw. um etwas mehr als 1 Prozent. Gleichwohl stieg der Anteil Südafrikas an der westlichen Produktion weiter und belief sich auf 76 Prozent der Gesamterzeugung. In den beiden nächstwichtigen Erzeugerländern (Kanada und den Vereinigten Staaten) war der Rückgang der Produktion im Jahre 1967, relativ betrachtet, erheblich größer. Als Folge steigender Kosten und abnehmender Erzlager war die kanadische Goldproduktion in der Zeit von 1963 bis 1966 bereits von 4 auf 3,3 Millionen Unzen zurückgegangen. Im Jahre 1967 fiel sie auf etwas unter 3 Millionen Unzen. Die Produktion der Vereinigten Staaten verringerte sich um 330 000 Unzen; der Hauptgrund hierfür war der lange Streik im Kupferbergbau.

Rund ein Drittel der US-Goldproduktion fällt nämlich als Nebenprodukt der Kupfererzeugung an. Der letztjährige Rückgang der Produktion in den Vereinigten Staaten erfolgte, nachdem die Erzeugung in den beiden vorangegangenen Jahren wegen der Eröffnung einer neuen Goldmine in Nevada von 1,5 auf 1,8 Millionen Unzen gestiegen war. Die Erzeugung aller übrigen westlichen Produktionsländer zusammengenommen wies im Jahre 1967 einen leichten Anstieg auf. Die wichtigsten Veränderungen waren ein Rückgang um 100 000 Unzen in der Produktion Australiens und eine Zunahme in etwa gleicher Größenordnung sowohl in Ghana als auch in Japan.

Die Entwicklung des südafrikanischen Goldbergbaus war im Jahre 1967 dadurch gekennzeichnet, daß sich die Produktion in den neueren Goldfeldern nicht mehr weiter ausdehnte. Das lag daran, daß dem Anstieg in der Menge verarbeiteter Erze ein Rückgang im durchschnittlichen Goldgehalt gegenüberstand. Da sich die Gesteungskosten weiter erhöhten, nahmen die Gesamtgewinne in den neuen Abbaugebieten erstmals ab. Betrachtet man die Entwicklung in den vergangenen Jahren, und zwar von 1962, als die Erschließung der neuen Goldfelder ihren Höhepunkt erreichte, bis 1967, so haben die älteren Goldminen den Umfang ihrer Erzverarbeitung um 31 Prozent verringert. Da sich jedoch ihre durchschnittliche Ausbeute etwas erhöhte, ging ihre Erzeugung lediglich um 25 Prozent von 6,1 auf 4,6 Millionen Unzen zurück. Die Durchschnittsgewinne pro Unze Gold fielen in diesem Fünfjahreszeitraum von 6,9 auf 3,7 Dollar, und die Gesamtgewinne nahmen von 42 auf 17 Millionen Dollar ab.

Betriebsergebnisse des südafrikanischen Goldbergbaus<sup>1</sup>

	Verarbeitetes Erz	Durchschnittliche Goldausbeute pro Tonne	Gesamtproduktion	Gesamtgewinn <sup>2</sup>	Durchschnittsgewinn pro Unze <sup>3</sup>
	Millionen Tonnen	dwt <sup>4</sup>	Millionen Unzen	Millionen Dollar	Dollar
1962 Alte Minen <sup>4</sup> . . . . .	30,6	4,02	6,1	41,9	6,9
Neue Minen <sup>5</sup> . . . . .	40,2	9,08	18,3	343,5	18,8
1963 Alte Minen . . . . .	28,6	4,06	5,8	36,5	6,3
Neue Minen . . . . .	45,0	9,13	20,5	382,5	18,7
1964 Alte Minen . . . . .	26,7	4,13	5,5	33,1	6,0
Neue Minen . . . . .	48,2	9,34	22,5	414,1	18,4
1965 Alte Minen . . . . .	24,8	4,24	5,3	26,5	5,0
Neue Minen . . . . .	51,1	9,48	24,3	427,1	17,6
1966 Alte Minen . . . . .	22,1	4,37	4,8	21,9	4,6
Neue Minen . . . . .	52,8	9,49	25,1	431,4	17,2
1967 Alte Minen <sup>4</sup> . . . . .	21,2	4,32	4,6	17,0	3,7
Neue Minen . . . . .	53,9	9,31	25,1	413,3	16,5

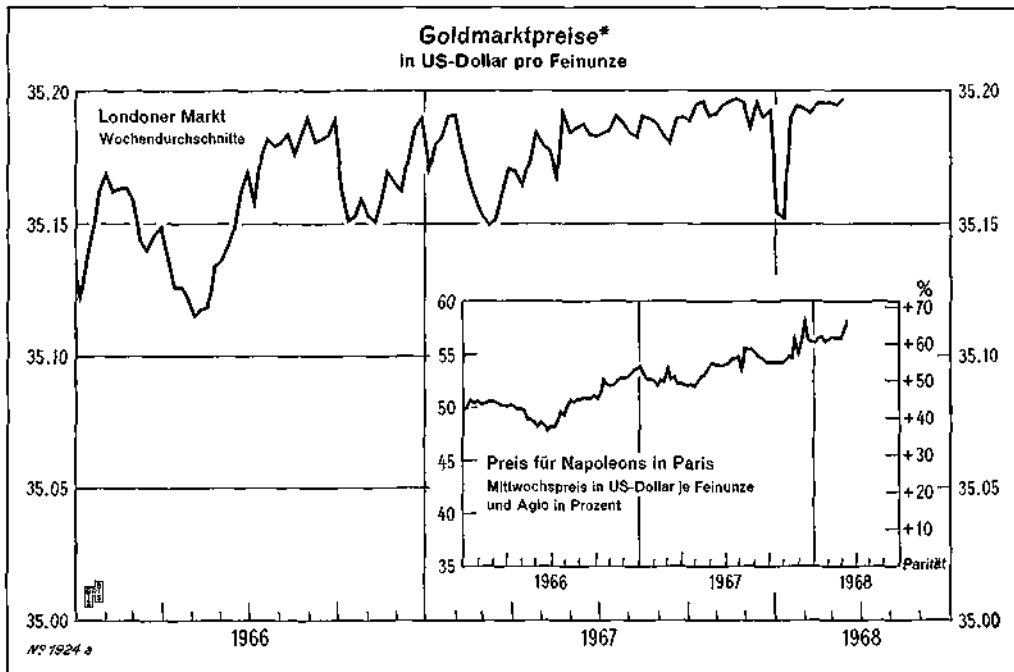
<sup>1</sup> Nur Mitglieder der südafrikanischen Bergwerkskammer und Unternehmen, bei denen das Schwergewicht auf der Golderzeugung liegt (rund 97 Prozent der gesamten südafrikanischen Produktion). <sup>2</sup> Einschließlich Gewinnen aus der Uranerzeugung. <sup>3</sup> Ein dwt (pennyweight) ist ein Zwanzigstel einer Unze bzw. 1,555 Gramm. <sup>4</sup> East Rand und Central Rand. <sup>5</sup> Evander Area, Far West Rand, Klerksdorp, Oranjerestaat. <sup>6</sup> Schätzung.

In den neueren Goldfeldern weitete sich die Produktionstätigkeit um etwa ein Drittel aus, und zwar stieg die Erzverarbeitung von 40,2 auf 53,9 Millionen Tonnen und die Gesamterzeugung von 18,3 auf 25,1 Millionen Unzen. Obschon der durchschnittliche Goldgehalt pro Tonne verarbeiteten Erzes nur geringfügig

stieg, war der Rückgang der Durchschnittsgewinne von 18,8 auf 16,5 Dollar je Unze prozentual weit geringer als in den älteren Minen, so daß sich die Gesamtgewinne, trotz der 1967 verzeichneten Abnahme, um mehr als 20 Prozent von 340 auf 410 Millionen Dollar erhöhten.

Im ersten Quartal von 1968 ging die südafrikanische Golderzeugung um etwa 155 000 Unzen über den entsprechenden Vorjahresstand hinaus. Die Erhöhung erklärt sich aus der Inbetriebnahme von zwei neuen Goldminen.

Auf die außerordentlich große Lücke zwischen dem Neuangebot an Gold und der Marktnachfrage, die im Jahre 1967 zu einem Rückgang der westlichen Goldreserven in Höhe von 1 600 Millionen Dollar führte, ist bereits auf Seite 41-43 dieses Berichtes hingewiesen worden. Obschon die nichtmonetäre Nachfrage nach Gold erst nach der Abwertung des Pfund Sterlings gewaltige Ausmaße erreichte, war sie doch im größten Teil des Jahres 1967 äußerst lebhaft. Dies bedeutete, daß der Londoner Goldpreis fast das ganze Jahr hindurch, und insbesondere von Ende Mai an, ziemlich nahe an seiner damaligen oberen Grenze von 35,20 Dollar pro Unze lag.



\* Die Notierungen am Londoner Markt enden Mitte März 1968, als der Markt vorübergehend geschlossen wurde und der Goldpool seine Operationen einstellte.

Anfang 1967 lag der Fixing-Preis knapp über 35,17 1/2 Dollar. Nachdem erneut Gerüchte über eine mögliche Erhöhung des offiziellen Goldpreises aufgetaucht waren, stieg er während der zweiten Januarhälfte auf über 35,19 Dollar. Dann folgte die einzige etwas längere Periode des Jahres 1967, in der verhältnismäßig ruhige Marktbedingungen herrschten. Von 35,19 1/4 Dollar Anfang Februar ging der Fixing-Preis am Ende des Monats und an einigen Tagen in der ersten Märzhälfte auf unter 35,15 Dollar zurück. Zu dieser Zeit und überhaupt in der gesamten ersten Hälfte des Jahres war das Angebot an neuem Gold größer als



gewöhnlich, da Südafrika zusätzlich zu seiner laufenden Produktion ganz erhebliche Beträge aus seinen Goldreserven verkaufte.

Die Notierungen begannen jedoch in der zweiten Märzhälfte wieder zu steigen, und die Nachfrage behielt ihren hohen Stand teilweise als Folge der politischen Schwierigkeiten in Griechenland auch im April bei. Ende April lag der Fixing-Preis über 35,18½ Dollar. Für eine kurze Periode beruhigte sich der Markt nochmals; aber die Aufgabe der Kursstützung des Dollarpreises für Silber am 18. Mai sowie der Ausbruch der Nahostkrise stimulierten die Nachfrage erneut. Von da an bis zur Krise im November blieb die Goldnachfrage anhaltend hoch. Im dritten Quartal kam hinzu, daß sich die Zahlungsbilanz Südafrikas von einem Defizit in einen Überschuß umkehrte, wodurch sich das Marktangebot verringerte. Der Fixing-Preis bewegte sich daher in ziemlich engen Grenzen, meistens zwischen 35,18 und knapp unter 35,20 Dollar. Das gleiche traf für die Zeit zwischen der Abwertung des Pfund Sterlings und der Schließung des Londoner Goldmarkts am 15. März 1968 zu — ausgenommen das kurze Intervall zu Anfang Januar 1968, als die Bekanntgabe der neuen Zahlungsbilanzmaßnahmen durch die amerikanische Regierung die Notierungen für einige Tage unter 35,14 Dollar sinken ließ.

Während die ausgesprochen hohe Goldnachfrage 1967 am Barrenmarkt zu kräftigen Verkäufen durch den Goldpool führte, war am Goldmünzenmarkt ein beträchtlicher weiterer Anstieg der Preise für solche Münzen zu beobachten, die nicht mehr geprägt werden. Das Aufgeld für den „Napoleon“ zum Beispiel stieg von 48½ Prozent Ende März 1967 auf 61½ Prozent am Jahresende und weiter auf 64½ Prozent unmittelbar vor der Schließung des Londoner Goldmarktes im März 1968. Bis Mitte Mai fiel das gegenüber dem Barrenpreis bestehende Aufgeld auf 55 Prozent.

Der Londoner Goldmarkt wurde am 1. April 1968 mit einer Barrennotierung von 38 Dollar pro Unze wiedereröffnet. Im weiteren Verlauf dieser Woche sanken die Notierungen auf 36,95 Dollar, doch stiegen sie bald wieder auf 38 Dollar. In der letzten Aprilwoche begannen sie weiter anzuziehen, und Ende Mai lag der Marktpreis bei 41,50 Dollar pro Unze.

Wie bereits erwähnt, gingen die westlichen Goldreserven im Jahre 1967 um 1 600 Millionen Dollar zurück. Am Ende des Jahres beliefen sie sich auf 41 580 Millionen Dollar. Die nationalen amtlichen Goldbestände nahmen um 1 420 auf 39 480 Millionen Dollar ab, und die Kassa-Goldbestände der internationalen Währungsinstitutionen sanken um 180 Millionen Dollar auf 2 100 Millionen Dollar.

Die Abnahme der nationalen Goldreserven im Jahre 1967 konzentrierte sich auf die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich. Die gesamten Nettogoldverkäufe der Vereinigten Staaten beliefen sich im letzten Jahr auf 1 170 Millionen Dollar, von denen (zusätzlich zur laufenden inländischen Erzeugung in Höhe von 50 Millionen Dollar) 160 Millionen Dollar in den industriellen Verbrauch im Inland flossen. Die Nettoverkäufe der Vereinigten Staaten an andere Länder betragen 1 030 Millionen Dollar. Der größte Teil hiervon ging auf Nettoverkäufe an das Vereinigte Königreich in Höhe von 880 Millionen

Weltgoldreserven

	Veränderung			Bestand Ende 1967
	1965	1966	1967	
	Millionen US-Dollar			
Vereinigte Staaten . . . . .	- 1 665	- 570	- 1 170	12 065
Vereinigtes Königreich . . . . .	+ 130	- 325	- 650	1 290
Westliches Kontinentaleuropa. davon	+ 2 300	+ 250	+ 125	21 060
Belgien . . . . .	+ 105	- 35	- 45	1 480
Deutschland (BR) . . . . .	+ 160	- 120	- 65	4 225
Frankreich . . . . .	+ 980	+ 530	- 5	5 235
Italien . . . . .	+ 300	+ 10	- 15	2 400
Niederlande . . . . .	+ 70	- 25	- 20	1 710
Österreich . . . . .	+ 100	-	-	700
Portugal . . . . .	+ 55	+ 70	+ 55	700
Schweiz . . . . .	+ 315	- 200	+ 250	3 090
Spanien . . . . .	+ 195	- 25	-	785
Sonstige . . . . .	+ 20	+ 45	- 30	735
Kanada . . . . .	+ 125	- 105	- 30	1 015
Japan . . . . .	+ 25	-	+ 10	340
Lateinamerika . . . . .	- 80	- 70	+ 15	1 000
Naher Osten . . . . .	+ 5	- 55	+ 95	820
Übriges Asien . . . . .	+ 35	- 25	+ 60	710
Übriges Afrika . . . . .	- 115	+ 210	+ 105	880
darunter				
Südafrika . . . . .	- 150	+ 210	- 55	585
Sonstige Länder . . . . .	- 15	+ 5	+ 20	300
Alle Länder zusammen	+ 745	- 685	- 1 420	39 480
Internationale Institutionen . .	- 530	+ 635	- 180	2 100
davon				
BIZ . . . . .	- 510	+ 135	- 200	- 625
Europäischer Fonds . . . . .	+ 20	- 15	- 10	45
IWF . . . . .	- 40	+ 515	+ 30	2 680
Insgesamt . . . . .	+ 215	- 50	- 1 600	41 580

Dollar zurück, in denen auch der Anteil der Vereinigten Staaten an den Verlusten des Goldpools im Jahre 1967 enthalten ist. Ohne diese Transaktionen mit dem Vereinigten Königreich beliefen sich die Nettogoldverkäufe der Vereinigten Staaten an andere Länder daher nur auf 150 Millionen Dollar, verglichen mit 690 Millionen Dollar im Jahre 1966 und 1 470 Millionen Dollar im Jahre 1965. Mit anderen Worten, 1967 haben andere Länder weniger Dollar beim US-Schatzamt in Gold umgetauscht als in vielen Jahren zuvor.

Die Goldverluste des Vereinigten Königreichs stellten sich im Jahre 1967 auf 650 Millionen Dollar. Der größte Teil davon trat im Verlauf des letzten Vierteljahres von 1967 ein. Das Vereinigte Königreich hatte sowohl seinen Anteil an den Verkäufen des Goldpools zu tragen als auch Gold zur Finanzierung seines Zahlungsbilanzdefizits einzusetzen.

Die Goldreserven der kontinentaleuropäischen westlichen Länder stiegen im Jahre 1967 um 125 Millionen Dollar. Dies war indessen weniger, als sich aus einer Zunahme der Goldswaps zwischen der Schweizerischen Nationalbank und der BIZ um 260 Millionen Dollar ergab. Im Zusammenhang hiermit waren die Goldreserven der Schweiz Ende 1967 um 250 Millionen Dollar höher als ein Jahr zuvor. Ohne diese Swaps wären somit die Goldreserven der kontinentaleuropäischen

Länder im vergangenen Jahr um 135 Millionen Dollar gesunken. Alle Länder, die aktiv am Goldpool beteiligt waren, wiesen Goldverluste auf; im Falle Italiens und der Schweiz wurden diese Goldverluste jedoch durch Goldkäufe beim US-Schatzamt in Höhe von 85 bzw. 30 Millionen Dollar reduziert. Andererseits hat Portugal seine Goldreserven um 55 Millionen Dollar erhöht.

In der übrigen Welt sind die nationalen Goldreserven um 275 Millionen Dollar gestiegen. Trotz den Goldverkäufen in Höhe von 150 Millionen Dollar an die Vereinigten Staaten nahmen die Reserven Kanadas lediglich um 30 Millionen Dollar ab. In den meisten anderen Gebieten wiesen die Goldreserven eine gewisse Zunahme auf. Die Goldbestände der Länder im Nahen Osten erhöhten sich um 95 Millionen Dollar, wovon 70 Millionen Dollar auf Kuwait entfielen. Die Goldreserven der übrigen afrikanischen Länder stiegen um 105 Millionen Dollar. In dieser Ländergruppe erhöhten sich die Goldbestände Algeriens um 150 Millionen Dollar, während die Goldreserven Südafrikas um 55 Millionen Dollar zurückgingen. Im Verlauf des Jahres vollzog sich in der Zahlungsbilanz Südafrikas ein scharfer Wandel von einem Defizit zu einem Überschuß. Infolgedessen nahmen seine Goldreserven in den ersten sechs Monaten um 170 Millionen Dollar ab, um dann in der zweiten Jahreshälfte um 115 Millionen Dollar zu steigen. In Lateinamerika waren die Veränderungen gering. Käufe Mexikos in Höhe von 55 Millionen Dollar wurden zu einem Großteil durch Verkäufe Perus im Betrage von 45 Millionen Dollar ausgeglichen.

Die Goldbestände der internationalen Institutionen verringerten sich im Jahre 1967 um 180 Millionen Dollar. Im einzelnen erhöhte sich die negative Gold-Kassaposition der BIZ um 200 Millionen Dollar. Der Hauptgrund hierfür war die Zunahme der Swaps mit der Schweizerischen Nationalbank, auf die bereits hingewiesen wurde. Der Goldbestand des IWF wies einen geringen Anstieg um 30 Millionen Dollar auf. Dabei ist der Betrag von 20 Millionen Dollar bereits abgezogen, der dem US-Schatzamt überlassen wurde. Die Goldbestände des Europäischen Fonds gingen demgegenüber während des Jahres als Folge gesteigerter Goldausleihungen an Mitglieder des Europäischen Währungsabkommens um 10 Millionen Dollar zurück.

Nach vorläufigen Schätzungen sind die westlichen Goldreserven im ersten Vierteljahr von 1968 um weitere 1 460 Millionen Dollar gesunken. Die Bestände der aktiven Mitglieder des Goldpools nahmen um 2 045 Millionen Dollar ab, wovon 1 360 Millionen Dollar auf die Vereinigten Staaten und weitere 485 Millionen Dollar auf die Schweiz entfielen. Der Rückgang der Goldreserven der Schweizerischen Nationalbank beruhte unter anderem auf einer beträchtlichen Verringerung ihrer Goldswaps mit der BIZ, deren negative Gold-Kassaposition um 280 Millionen Dollar schrumpfte. Der Goldbestand Südafrikas erhöhte sich im ersten Quartal um 160 Millionen Dollar.

### **Internationaler Währungsfonds**

*IWF-Transaktionen.* Die Kredittransaktionen des Internationalen Währungsfonds hielten sich 1967 in viel kleinerem Rahmen als in den beiden vorangegangenen Jahren. Die Bruttoziehungen der Mitgliedsländer verringerten sich von

1 448 Millionen Dollar im Jahre 1966 auf 835 Millionen Dollar im vergangenen Jahr. In der gleichen Zeit erhöhten sich die gesamten Rückkäufe von 721 auf 1 329 Millionen Dollar. Der Gesamtbetrag der ausstehenden Nettoziehungen ging daher im Laufe des Jahres um 494 Millionen Dollar auf etwas unter 4,5 Milliarden Dollar zurück. Ende 1967 entfielen etwa 60 Prozent der gesamten ausstehenden Ziehungen auf drei Länder: das Vereinigte Königreich (1,5 Milliarden Dollar), die Vereinigten Staaten (0,8 Milliarden Dollar) und Indien (0,5 Milliarden Dollar).

Eine der wesentlichsten Fonds-Transaktionen im Jahre 1967 bestand in dem Abbau der Schulden des Vereinigten Königreichs um 902 Millionen Dollar. Im Mai 1967 zahlte das Vereinigte Königreich 405 Millionen Dollar zurück, die jenen Teil seiner 1-Milliarde-Dollar-Ziehung vom Dezember 1964 darstellten, der durch einen Rückgriff auf die Allgemeinen Kreditvereinbarungen finanziert worden war. Die Rückzahlung erfolgte in den gleichen Währungen und in den gleichen Beträgen, wie sie im Zeitpunkt der Ziehung von den übrigen Mitgliedern der Allgemeinen Kreditvereinbarungen aufgebracht worden waren, und der Fonds tilgte mit dem Rückzahlungsbetrag die entsprechenden Kredite unter den Allgemeinen Kreditvereinbarungen. Im November 1967 nahm das Vereinigte Königreich eine zweite Rückzahlung von 250 Millionen Dollar vor. Außerdem verbesserte sich die britische Position im IWF während des Jahres 1967 durch Pfundziehungen anderer Länder um 247 Millionen Dollar.

IWF: Ziehungen und Rückkäufe 1967

	Ziehungen	Rückkäufe	Nettoziehungen
	Millionen US-Dollar		
Vereinigte Staaten . . . . .	—	114 <sup>1</sup>	— 114
Vereinigtes Königreich . . . . .	—	902 <sup>2</sup>	— 902
Europa ohne Vereinigtes Königreich . . . . .	336	45 <sup>3</sup>	291
darunter			
Finnland . . . . .	94	—	94
Jugoslawien . . . . .	45	12	33
Spanien . . . . .	166	—	166
Türkei . . . . .	27	19	8
Lateinamerika . . . . .	123	184 <sup>4</sup>	— 61
darunter			
Argentinien . . . . .	—	48	— 48
Chile . . . . .	10	25	— 15
Kolumbien . . . . .	71	37	34
Übrige Länder . . . . .	376	84	292
darunter			
Ceylon . . . . .	26	4	22
Ghana . . . . .	25	7	18
Indien . . . . .	90	8	82
Irak . . . . .	40	—	40
Neuseeland . . . . .	89	—	89
Philippinen . . . . .	28	—	28
Insgesamt . . . . .	835	1 329	— 494

<sup>1</sup> Rückkäufe durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer. <sup>2</sup> Einschließlich Rückkäufen durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer in Höhe von 247 Millionen Dollar. <sup>3</sup> Einschließlich Rückkäufen durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer in Höhe von 12 Millionen Dollar. <sup>4</sup> Einschließlich Rückkäufen durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer in Höhe von 35 Millionen Dollar.

Die Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten gegenüber dem IWF verringerten sich im Jahre 1967 ebenfalls, und zwar um 114 Millionen Dollar. Dies ging fast ausschließlich auf Dollarziehungen anderer Mitgliedsländer beim Fonds zurück.

Die kontinentaleuropäischen Länder nahmen während des Jahres Nettoziehungen im Betrage von 291 Millionen Dollar vor. Die wichtigsten Transaktionen bestanden in einer Ziehung von 166 Millionen Dollar durch Spanien im Januar, die seiner gesamten Goldtranche- und Supergoldtranche position entsprach, und in einer Reihe von Ziehungen durch Finnland, die sich insgesamt auf 94 Millionen Dollar beliefen. Die übrigen Mitgliedsländer des Fonds nahmen Ziehungen im Betrage von 231 Millionen Dollar (netto) vor; hiervon entfielen 89 Millionen Dollar auf Neuseeland und weitere 82 Millionen Dollar auf Indien.

Obgleich sich die Nettokreditgewährung des Fonds an seine Mitgliedsländer während des Jahres verringerte, kam es zur gleichen Zeit zu einem ganz beträchtlichen Anstieg (von 365 auf 1 804 Millionen Dollar) der Beträge, die der Fonds unter Standby-Vereinbarungen für eventuelle spätere Ziehungen zur Verfügung stellte. Die Zunahme ging fast vollständig auf die Standby-Vereinbarung in Höhe von 1,4 Milliarden Dollar zurück, die im November 1967 kurz nach der Pfundabwertung mit dem Vereinigten Königreich abgeschlossen wurde. Für den Fall, daß das Vereinigte Königreich diese Fazilität voll in Anspruch nimmt, hat der Fonds vereinbart, daß die benötigten Währungen im Betrage von 400 Millionen Dollar durch den Verkauf von Gold und in Höhe von 525 Millionen Dollar durch einen Rückgriff auf die Allgemeinen Kreditvereinbarungen beschafft werden.

Ein weiteres Kennzeichen der Fonds-Transaktionen im Jahre 1967 bildete die größere Anzahl von Währungen, die bei Ziehungen benutzt wurden. Insgesamt wurden im vergangenen Jahr Beträge in einundzwanzig verschiedenen Währungen gezogen, davon fünf zum erstenmal. Die wichtigste Währung, in der 1967 Ziehungen vorgenommen wurden, war das Pfund Sterling mit 247 Millionen Dollar. Es folgte der US-Dollar mit 114 Millionen. Andere Währungen wurden nur in verhältnismäßig geringen Beträgen gezogen. An nächster Stelle lag der australische Dollar mit Ziehungen von netto 35 Millionen Dollar. Die Nettoinanspruchnahme der Währungen von Mitgliedsländern der Zehner-Gruppe (ohne den US-Dollar und das Pfund Sterling) durch den Fonds verringerte sich während des Jahres um 573 Millionen Dollar. Da jedoch 405 Millionen Dollar dieses Betrages dazu verwendet wurden, um Kredite im Rahmen der Allgemeinen Kreditvereinbarungen zurückzuzahlen, nahmen die Bestände des Fonds an diesen Währungen nur wenig zu.

Während des ersten Vierteljahres von 1968 beliefen sich die Bruttoziehungen der Mitgliedsländer des IWF auf 826 Millionen Dollar. Das war fast ebensoviel wie im gesamten vorangegangenen Jahr. Die größten Transaktionen bestanden in Ziehungen Kanadas in Höhe von 426 Millionen Dollar und der Vereinigten Staaten im Betrage von 200 Millionen Dollar. Gleichwohl nahm die Goldtranche position der Vereinigten Staaten während des Vierteljahres um 57 Millionen Dollar zu, da andere Länder insgesamt 263 Millionen US-Dollar zogen, von denen 201 Millionen Dollar auf Kanada entfielen. Die gesamten Rückkäufe

betragen 514 Millionen Dollar, so daß sich die Nettoziehungen im Quartal auf 312 Millionen Dollar beliefen.

*Sonderziehungsrechte.* Während der Berichtsperiode wurden wesentliche Fortschritte bei der Schaffung einer neuen Fazilität für Sonderziehungsrechte (SZR) im Fonds erzielt. Auf ihrer Jahresversammlung 1967 in Rio de Janeiro stimmten die Gouverneure des Fonds dem ihnen vorgelegten Entwurf der geplanten neuen Fazilität zu, der das Ergebnis einer vierjährigen Erörterung sowohl im Fonds als auch in der Zehner-Gruppe darstellte. Die Gouverneure beauftragten die Exekutivdirektoren des Fonds, den Entwurf in einen Gesetzestext in Form von Zusatzartikeln zum Abkommen über den Internationalen Währungsfonds umzuwandeln und diesen Gesetzestext bis Ende März 1968 vorzulegen. Diese Arbeit wurde im April 1968 beendet, und die geplanten Zusatzartikel wurden den Mitgliedsregierungen zur Begutachtung und Zustimmung zugeleitet. Kurz zuvor, nämlich im März 1968, hatten sich die Finanzminister und Zentralbankgouverneure der Zehner-Gruppe in Stockholm getroffen, um bestimmte noch offene Fragen, die das System der Sonderziehungsrechte betrafen, zu regeln. Die französische Regierung behielt sich ihre Stellungnahme zu dem auf dieser Zusammenkunft zustande gekommenen Kompromiß vor, teilweise weil die geplanten Zusatzartikel zum Fonds-Abkommen nach ihrer Ansicht nicht genügend die Vorschläge des Entwurfs widerspiegeln, über den in Rio Einigung erzielt worden war, und teilweise weil die Probleme, die sie für grundlegend hält, nicht untersucht wurden.

Die geplanten neuen Sonderziehungsrechte sind, sowohl was ihre Verbuchung als auch was ihren Zweck betrifft, grundsätzlich von den bestehenden Ziehungsrechten der Mitgliedsländer auf Grund ihrer Quotensubskriptionen verschieden. Die Ziehungsrechte auf Grund der Quote können von den Ländern in Anspruch genommen werden, um im Einzelfall kurz- bis mittelfristige, meistens an Bedingungen geknüpfte Kredite bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten zu erhalten. Demgegenüber werden die Sonderziehungsrechte an sämtliche Teilnehmerstaaten gleichzeitig verteilt, um den längerfristigen Bedarf des Währungssystems als Ganzes an höherer internationaler Liquidität zu decken. Entscheidungen über die Zuteilung der Sonderziehungsrechte werden auf der Grundlage von Vorschlägen des Geschäftsführenden Direktors des Fonds durch eine Mehrheit von mindestens 85 Prozent der gesamten Stimmenzahl getroffen. Die individuellen Zuteilungen sollen im Verhältnis zu den IWF-Quoten der Länder erfolgen.

Die Länder sollen dazu berechtigt sein, ihre gesamten Sonderziehungsrechte automatisch zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten einzusetzen, allerdings unter dem Vorbehalt (der möglicherweise später revidiert wird), daß während der ersten Fünfjahresperiode der Wirksamkeit des Systems kein Land durchschnittlich mehr als 70 Prozent seiner kumulativen Zuteilungen an Sonderziehungsrechten netto in Anspruch nimmt. Mit anderen Worten, wenn zum Beispiel ein Land während der ersten drei Jahre 75 Prozent seiner Zuteilungen verwendet hat, so muß es in den folgenden beiden Jahren seine Bestände an Sonderziehungsrechten so weit wiederherstellen, daß seine durchschnittlichen Bestände während des gesamten Zeitraums wenigstens 30 Prozent seiner kumulativen Zuteilungen betragen. Übertragungen von Sonderziehungsrechten sollen, mit gewissen

Ausnahmen, Empfehlungen durch den Internationalen Währungsfonds unterworfen werden. Ziel dieser Bestimmung ist es, im Laufe der Zeit eine „ausgeglichene Verteilung“ der Bestände zwischen den Teilnehmerländern zu fördern. Das soll vor allem dadurch erreicht werden, daß der Fonds dafür sorgt, daß die Sonderziehungsrechte von jenen Ländern in Zahlung genommen werden, deren Zahlungsbilanz und Bruttoreserveposition „ausreichend gefestigt“ sind. Die Verpflichtung von Teilnehmerländern, Sonderziehungsrechte anderer Teilnehmerländer in Zahlung zu nehmen, ist jedoch auf den doppelten Betrag ihrer eigenen kumulativen Zuteilungen beschränkt.

Von den weiteren Regelungen des Systems der Sonderziehungsrechte soll folgendes erwähnt werden:

1. Die Werteinheit der Sonderziehungsrechte soll der bestehende Goldgehalt des Dollars sein. Das heißt, daß „Gläubiger“- und „Schuldner“-Positionen in Sonderziehungsrechten (also Bestände, die größer oder geringer als die kumulativen Zuteilungen sind) mit Forderungen und Schulden in Gold gleichbedeutend sind.

2. Auf die Bestände der Länder an Sonderziehungsrechten, die über ihre kumulativen Zuteilungen hinausgehen, wird ein bescheidener einheitlicher Zinssatz gezahlt. Länder, deren Bestände an Sonderziehungsrechten geringer sind als der Gesamtbetrag ihrer kumulativen Zuteilungen, müssen auf den Differenzbetrag Zinsen zahlen.

3. Von dem Grundsatz, daß die Transaktionen in Sonderziehungsrechten von den bestehenden Fonds-Transaktionen getrennt zu behandeln sind, gibt es gewisse Ausnahmen. Zum Beispiel sollen die Teilnehmerländer in der Lage sein, Sonderziehungsrechte sowohl zur Rückzahlung von Fonds-Ziehungen als auch zur Zahlung von Kosten, die aus solchen Ziehungen entstanden sind, zu verwenden. Der Fonds seinerseits soll berechtigt sein, Sonderziehungsrechte dazu zu verwenden, seine Bestände an Währungen von Mitgliedsländern wiederaufzufüllen, vorausgesetzt, daß dadurch nicht die Bestände eines Landes an Sonderziehungsrechten über sein Annahmesoll hinausgehen.

*Reform des IWF.* Gleichzeitig mit der Annahme des Entwurfs über das System der Sonderziehungsrechte haben die Gouverneure des Fonds bei ihrer Zusammenkunft in Rio den Rat der Exekutivdirektoren des Fonds beauftragt, Beratungen über eine mögliche Verbesserung der bestehenden Regelungen und Verfahrensweisen des Fonds aufzunehmen. Sie wiesen den Rat der Exekutivdirektoren an, ihnen seine abgestimmten Vorschläge auf diesem Gebiet gleichzeitig mit dem vollen Text des Systems der Sonderziehungsrechte zu übermitteln. Die Arbeiten hieran wurden ebenfalls im April 1968 abgeschlossen, und ihr Ergebnis in Form von weiteren Änderungsvorschlägen zum Fonds-Abkommen wurde den Gouverneuren, zusammen mit dem Text der geplanten Fazilität für Sonderziehungsrechte, zugeleitet. Zu den wichtigsten Änderungen der bestehenden Regelungen und Verfahrensweisen des Fonds, die von dem Rat der Exekutivdirektoren vorgeschlagen wurden, gehören folgende:

1. Anhebung der erforderlichen Mehrheit auf 85 Prozent der gesamten Mitgliedschaft des Fonds für Entscheidungen über a) künftige allgemeine Erhöhungen der Quoten, b) Änderungen in der Art der Einzahlung auf die Quoten bei allgemeinen Quotenerhöhungen, c) eine einheitliche Änderung der Währungsparitäten und d) im Fall von c) einen Verzicht auf den Grundsatz der Aufrechterhaltung des Goldwertes der Vermögenswerte des Fonds.

2. Verbesserung des Status der Goldtranche- und der Supergoldtranche-positionen. Der automatische Zugang der Länder zu ihrer Goldtranche soll rechtlich fixiert werden, und auf die Supergoldtranchepositionen soll ein fester Zinssatz gezahlt werden.

3. Änderung des Schiedsverfahrens bei Einsprüchen gegen vom Rat der Exekutivdirektoren vorgenommene Auslegungen des Fonds-Abkommens. Es soll ein ständiges Interpretationskomitee des Rates der Gouverneure gebildet werden, um bei Auseinandersetzungen zwischen dem Fonds und einem seiner Mitgliedsländer zu vermitteln. Die Entscheidungen dieses Komitees sollen für den Fonds bindend sein, falls sie nicht durch eine Mehrheit von 85 Prozent im Rat der Gouverneure zurückgewiesen werden.

### **Amtliche Reserven und sonstige Devisenbewegungen**

*Gesamte Währungsreserven.* Im Jahre 1967 stiegen die gesamten Bruttowährungsreserven, definiert als Summe der zentralen Bruttogold- und -devisenbestände der Länder und der Reservepositionen im IWF, um 1 580 Millionen Dollar. Das waren etwa 200 Millionen Dollar mehr als im Jahre 1966. Die Entwicklung im Jahre 1967 war vor allem durch eine Veränderung in der Zusammensetzung der Gesamtreserven gekennzeichnet. Die Goldreserven nahmen um 1 420 Millionen Dollar und die Reservepositionen im IWF um 580 Millionen Dollar ab, während die Bruttodevisenreserven sich um 3 580 Millionen Dollar erhöhten. Diese außergewöhnliche Zunahme vollzog sich, obschon der Dollarwert der Pfundreserven (ohne die Pfundguthaben, die den Gegenwert der kurzfristigen Hilfe an das Vereinigte Königreich darstellen) als Folge der Pfundabwertung abnahm.

Im Jahre 1967 entfielen von dem Anstieg der gesamten Bruttodevisenreserven 3 080 Millionen Dollar bzw. mehr als 80 Prozent auf die Länder der Zehner-Gruppe. Das war erheblich mehr als in den sechs vorangegangenen Jahren zusammen. Die Ursache hierfür lag überwiegend in Sondertransaktionen, meistens internationalen Kreditoperationen, deren Zweck darin bestand, die Zahlungsbilanzdefizite der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreiches zu finanzieren. Dabei sind die folgenden Transaktionen erwähnenswert:

1. Die Zunahme der Devisenreserven der Mitgliedsländer der Zehner-Gruppe, die keine Reservewährungsländer sind, um 1 810 Millionen Dollar enthält eine Erhöhung der Dollarbestände im Rahmen von Swaps mit den US-Behörden um 1,3 Milliarden Dollar und außerdem eine Ausweitung ihrer Bestände an nichtmarktfähigen US-Staatspapieren um 470 Millionen Dollar.

2. Im Zuwachs der Devisenreserven der Vereinigten Staaten um 1 025 Millionen Dollar ist ein Anstieg der DM-Bestände des Federal Reserve System um



Veränderungen in den gesamten Währungspositionen der Länder

	Gold	Devisenreserven	Reservepositionen im IWF	Insgesamt brutto	Insgesamt netto*
Millionen US-Dollar					
<b>Alle Länder</b>					
1966 . . . . .	— 685	+ 1 365	+ 685	+ 1 365	+ 960
1967 . . . . .	— 1 420	+ 3 580	— 580	+ 1 580	— 1 690
<b>Zehner-Gruppe</b>					
1966 . . . . .	— 835	+ 900	+ 380	+ 445	+ 245
1967 . . . . .	— 1 740	+ 3 080	— 480	+ 860	— 2 005
<b>Sonstige entwickelte Länder</b>					
1966 . . . . .	+ 300	— 140	+ 140	+ 300	+ 210
1967 . . . . .	— 20	+ 75	— 125	— 70	— 85
<b>Weniger entwickelte Länder</b>					
1966 . . . . .	— 150	+ 605	+ 165	+ 620	+ 505
1967 . . . . .	+ 340	+ 425	+ 25	+ 790	+ 400
<b>Zehner-Gruppe ohne Vereinigte Staaten und Vereinigtes Königreich</b>					
1966 . . . . .	+ 60	— 60	+ 920	+ 920	+ 660
1967 . . . . .	+ 80	+ 1 810	— 575	+ 1 315	+ 1 355
<b>Vereinigte Staaten</b>					
1966 . . . . .	— 570	+ 540	— 540	— 570	+ 225
1967 . . . . .	— 1 170	+ 1 025	+ 95	— 50	— 3 395
<b>Vereinigtes Königreich</b>					
1966 . . . . .	— 325	+ 420	—	+ 95	— 660
1967 . . . . .	— 650	+ 245	—	— 405	+ 35

\* Entspricht den Bruttozahlen abzüglich der Veränderung der amtlichen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (soweit Angaben darüber vorliegen) und der Verbindlichkeiten gegenüber dem Internationalen Währungsfonds.

Anmerkung: Im Jahre 1966 wird ein Anstieg der gesamten Nettoreserven um 960 Millionen Dollar ausgewiesen, obwohl die gesamten Goldreserven der Länder um 685 Millionen Dollar abgenommen haben. Dies hing damit zusammen, daß a) fast der ganze Betrag von 885 Millionen Dollar, der im Februar 1966 aus den Dollarwertpapieranlagen des Schatzamtes des Vereinigten Königreichs in die britischen Reserven übernommen wurde, den Reserveverbindlichkeiten der Vereinigten Staaten für das Jahr 1965 hinzugefügt wurde und b) im Jahre 1966 große Beträge von Dollarreserven am Eurodollarmarkt angelegt wurden.

knapp 200 Millionen Dollar enthalten, der überwiegend auf eine Inanspruchnahme von Swapbeträgen durch die BIZ zurückzuführen ist; die Erhöhung der Pfundbestände des Federal Reserve System um 545 Millionen Dollar stellt vermutlich den Gegenwert der kurzfristigen Hilfe an die Bank von England dar. Außerdem sind die Pfundbestände des US-Schatzamtes um etwa 400 Millionen Dollar gestiegen.

3. Die Zunahme der Devisenreserven des Vereinigten Königreichs um 245 Millionen Dollar enthält einen Betrag von 490 Millionen Dollar, der aus den Dollarwertpapieranlagen des Schatzamtes übernommen wurde, sowie Zentralbankkredite in Höhe von 250 Millionen Dollar, die aufgenommen wurden, um die Rückzahlung an den IWF im November 1967 zu leisten, und einen Kredit von Schweizer Geschäftsbanken über etwas mehr als 100 Millionen Dollar. Außerdem nahm die Bank von England kurzfristige Kredithilfen von ausländischen Währungsbehörden in Anspruch.

Diese Zahlen zeigen, daß die Steigerung der Gesamtreserven 1967 durch Sondertransaktionen beeinflusst war. Wäre es nicht zu diesen Transaktionen gekommen, so hätte die internationale Zahlungssituation ganz anders ausgesehen.

Netto müßte die Veränderung der Gesamtreserven genau der Veränderung der gesamten Goldreserven der Länder entsprechen. Dies ergibt sich daraus,

daß mit Ausnahme des Goldes allen Reservenforderungen von Währungsbehörden gleich hohe Verbindlichkeiten anderer Währungsbehörden gegenüberstehen. Tatsächlich sind jedoch die gesamten Nettoreserven nach den verfügbaren Zahlenangaben im Jahre 1967 um 1 690 Millionen Dollar zurückgegangen, und damit um etwa 270 Millionen Dollar mehr als die gesamten nationalen Goldreserven. Der Hauptgrund für diese Diskrepanz liegt darin, daß die Bestände an amtlichen Dollarreserven, die am Eurodollarmarkt angelegt sind und deshalb nicht unter den amtlichen Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten erscheinen, im Jahre 1967 abnahmen. Auch wenn die Statistiken unvollkommen sind, lassen sie erkennen, daß die gesamten Nettoreserven im Jahre 1967 wegen der Goldverkäufe des Goldpools an den Markt beträchtlich zurückgegangen sind. Sobald die Angaben für das erste Quartal von 1968 vorliegen, werden sie eine ähnliche Entwicklung erkennen lassen.

Was die regionale Gliederung der Veränderung der Nettowährungsreserven im vergangenen Jahr anlangt, so wird die Entwicklung in den Ländern der Zehnergruppe und in einigen anderen entwickelten Ländern in einem späteren Teil dieses Kapitels behandelt. In den weniger entwickelten Gebieten der Welt stiegen die gesamten Nettoreserven im Jahre 1967 um 400 Millionen Dollar. Der Goldbestand und die Devisenreserven dieser Länder erhöhten sich um 330 bzw. 180 Millionen Dollar, während ihre Nettoposition im IWF sich um 110 Millionen Dollar verringerte.

Die Währungsreserven der lateinamerikanischen Länder nahmen um 300 Millionen Dollar zu, hauptsächlich im Zusammenhang mit einem Anstieg der argentinischen Reserven um 385 Millionen Dollar. Die Aufstockung der argentinischen Reserven vollzog sich nach der Abwertung des Peso im März 1967, die Teil eines allgemeinen Stabilisierungsprogramms war, das durch beträchtliche Auslandskredite gestützt wurde. Demgegenüber sind die brasilianischen Währungsreserven um 175 Millionen Dollar zurückgegangen. Im übrigen Lateinamerika kam es zu einer Reservenzunahme von 95 Millionen Dollar in Venezuela und von 50 Millionen Dollar in Kolumbien. Im Nahen Osten erhöhten sich die gesamten Nettoreserven um 405 Millionen Dollar. Die Länder Iran, Israel, Jordanien, Kuwait und Saudiarabien hatten sämtlich Steigerungen zwischen 65 und 85 Millionen Dollar zu verzeichnen. Die asiatischen Länder außerhalb des Nahen Ostens hatten dagegen einen Rückgang von 90 Millionen Dollar (netto) aufzuweisen. In dieser Ländergruppe nahmen die Währungsreserven Koreas um 120 Millionen Dollar und die von Taiwan und Thailand um 100 bzw. 85 Millionen Dollar zu. Diese verhältnismäßig großen Zuwächse beruhen vermutlich auf den Ausgaben der Vereinigten Staaten im Zusammenhang mit dem Vietnamkrieg. Andererseits sind die Währungsreserven Malaysias — als Folge einer Verringerung des Dollarwertes seiner Sterlingforderungen wegen der Pfundabwertung — um 155 Millionen Dollar und die der Philippinen um 95 Millionen Dollar zurückgegangen. Außerdem kam es in Birma, Ceylon, Indien und Pakistan zu Reservenverlusten zwischen 35 und 55 Millionen Dollar. Schließlich haben sich die Nettowährungsreserven in Afrika (ohne den Nahen Osten) um 215 Millionen Dollar verringert. Die Reserven Nigerias nahmen um 105 Millionen Dollar und die Ghanas um 80 Millionen Dollar ab, während sich die Reserven Libyens um 45 Millionen Dollar erhöhten.

*Vereinigte Staaten.* Das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten zeigte im Jahre 1967, sowohl nach dem Konzept der amtlichen Reservetransaktionen als auch nach dem Liquiditätskonzept, eine sehr starke Erhöhung. Die Finanzierung des Defizits bestand fast vollständig in einem massiven Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten. Das bedeutet, daß der Gesamtbestand an amtlichen Reserven, für das ganze Jahr betrachtet, nahezu unverändert blieb. Hinter der sehr geringen Abnahme von 50 Millionen Dollar verbergen sich jedoch beträchtliche Umschichtungen in der Zusammensetzung der amerikanischen Reserven. Der Goldbestand nahm, weitgehend als Folge der Verkäufe durch den Goldpool, um 1 170 Millionen Dollar ab. Der gesamte Rückgang wurde jedoch praktisch durch eine Zunahme der amtlichen Bestände an konvertierbaren Devisen und der IWF-Goldtranche-position um 1 025 bzw. 95 Millionen Dollar statistisch ausgeglichen. Ein guter Teil des Anstiegs der amtlichen Devisenreserven bestand aus Pfund Sterling, die als Gegenwert zu der britischen Inanspruchnahme der Swapfazilität zwischen der Federal Reserve Bank von New York und den britischen Währungsbehörden hereingenommen wurden.

Der Gegensatz zwischen den Jahren 1966 und 1967 zeigte sich besonders ausgeprägt auf der Basis der amtlichen Reservetransaktionen. Ein geringer

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1966	1967					1968
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Reserven . . . . .	- 570	- 50	-1 025	+ 420	+ 375	+ 180	- 905
davon							
Gold . . . . .	- 570	-1 170	- 50	- 15	- 90	-1 015	-1 360
Devisen . . . . .	+ 540	+1 025	-1 005	+ 425	+ 460	+1 145	+ 400
IWF-Goldtranche- position . . . . .	- 540	+ 95	+ 30	+ 10	+ 5	+ 50	+ 55
Verbindlichkeiten gegen- über amtlichen aus- ländischen Stellen . . .	+ 795	-3 350	- 255	-1 110	- 415	-1 570	.
davon							
Liquide . . . . .	+1 595	+2 075	+ 80	- 550	- 280	+1 325	+1 360
Nichtliquide . . . . .	- 800	-1 275	- 335	- 560	- 135	- 245	.
Saldo der amtlichen Reservetransaktionen . .	+ 225	-3 400	-1 280	- 690	- 40	-1 390	.
abzüglich							
Nichtliquide Verbind- lichkeiten gegenüber amtlichen aus- ländischen Stellen . .	- 800	-1 275	- 335	- 560	- 135	- 245	.
Gesamtveränderung der zentralen liquiden Reserveposition . . . .	+1 025	-2 125	- 945	- 130	+ 95	-1 145	.
zuzüglich							
Verbindlichkeiten gegenüber nicht- amtlichen aus- ländischen Stellen . .	-2 385	-1 450	+ 710	- 95	-1 305	- 760	- 690
Saldo nach „Liquiditäts- konzept“ . . . . .	-1 360	-3 575	- 235	- 225	-1 210	-1 905	.

Überschuß von 225 Millionen Dollar verwandelte sich in ein Defizit von 3 400 Millionen Dollar. Dieser Wandel spiegelt selbstverständlich teilweise die Verschlechterung der Zahlungsbilanz im Jahre 1967 wider. Im Jahre 1966 war die Bilanz der amtlichen Reservetransaktionen jedoch zusätzlich dadurch besonders begünstigt worden, daß eine angespannte Liquiditätssituation in den Vereinigten Staaten in jenem Jahr eine Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen in Höhe von nahezu 2,5 Milliarden Dollar hervorrief. Das Defizit auf der Basis der amtlichen Reservetransaktionen wurde im Jahre 1967 im wesentlichen durch einen Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen amtlichen Stellen im Betrage von 3 350 Millionen Dollar finanziert. Die liquiden Verbindlichkeiten erhöhten sich um 2 075 Millionen Dollar; nahezu zwei Drittel dieses Anstiegs vollzogen sich im letzten Quartal des Jahres. Insbesondere erhöhten sich die Dollarreserven der europäischen Länder dadurch, daß private Anleger nach der Pfundabwertung Dollarbeträge in Landeswährung sowie in Gold umtauschten. Außerdem erhöhten sich die nichtliquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen um 1 275 Millionen Dollar. Ausländische öffentliche Stellen legten etwa 1 Milliarde Dollar in langfristigen Terminguthaben oder Depositenzertifikaten bei amerikanischen Banken an. Ferner stockten sie ihre Bestände an nichtliquiden Roosa-Bonds um 440 Millionen Dollar auf.

Nach dem Liquiditätskonzept stieg das Zahlungsbilanzdefizit vom Jahre 1966 zum Jahre 1967 von 1 360 auf 3 575 Millionen Dollar. Abgesehen von der Erhöhung der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen um 2 075 Millionen Dollar, wurde es durch eine Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen um 1 450 Millionen Dollar finanziert.

Im Verlauf des Jahres 1967 unterlag die Zusammensetzung der erweiterten Devisenbilanz der Vereinigten Staaten beträchtlichen Veränderungen, die sich zu einem großen Teil im Zusammenhang mit den Schwankungen in der Position des Pfund Sterlings vollzogen. Im ersten Quartal schleusten die US-Banken Mittel auf den Eurodollarmarkt zurück, und es kam zu großen Geldrückflüssen nach London. Diese Entwicklung führte zu einer Verringerung der Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen um 710 Millionen Dollar und einer Abnahme der amtlichen Devisenbestände um 1 005 Millionen Dollar, worin die Rückzahlung aller von den britischen Währungsbehörden in Anspruch genommenen US-Swapkredite enthalten ist. Im zweiten Quartal, in dem das Pfund erneut unter Druck geriet, stiegen die amtlichen Devisenbestände der Vereinigten Staaten um 425 Millionen Dollar.

Im dritten Quartal kam es zu einem hohen Liquiditätsdefizit, das durch einen Anstieg der privaten ausländischen Dollarguthaben um 1 305 Millionen Dollar gedeckt wurde. Diese Zunahme, die in beträchtlichem Ausmaß auf Verlagerungen aus dem Pfund Sterling zurückging, wurde teilweise durch erneute Inanspruchnahmen der Swaplinie durch die britischen Währungsbehörden finanziert. Die amtlichen Devisenreserven der Vereinigten Staaten erhöhten sich deshalb um 460 Millionen Dollar. Die Zahlen für das letzte Quartal spiegeln nicht

nur den Druck auf die beiden Reservewährungen, sondern auch die Verschlechterung der Zahlungsbilanz wider. Die Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen nahmen um 1 570 Millionen Dollar zu. In erheblichem Umfang beruhte dieser Anstieg auf Dollarverkäufen privater Anleger nach der Abwertung des Pfund Sterlings. Gleichwohl stiegen die gesamten privaten Dollarbestände um 760 Millionen Dollar, was darauf hindeutet, daß die Verlagerungen aus dem Pfund größer waren als die aus dem Dollar. Das Pfund stand in der Zeit kurz vor der Paritätsänderung unter intensivem Druck. Ein Großteil des Anstiegs der amtlichen Devisenbestände um 1 145 Millionen Dollar ging daher auf eine weitere erhebliche Inanspruchnahme der Swapfazilität beim Federal Reserve System durch die Bank von England zurück. Trotz der starken Verringerung des Goldbestandes nahmen die Währungsreserven der Vereinigten Staaten infolgedessen in diesem Vierteljahr um 180 Millionen Dollar zu:

Vollständige Angaben über die erweiterte Devisenbilanz der Vereinigten Staaten im ersten Vierteljahr 1968 liegen noch nicht vor. Der Goldbestand nahm um 1 360 Millionen Dollar ab, während sich die amtlichen Devisenbestände um 400 Millionen Dollar und die IWF-Goldtrancheposition um 55 Millionen Dollar erhöhten.

Die Zunahme der liquiden US-Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen während des Jahres 1967 enthält einen Anstieg der Dollarbestände von ausländischen Währungsbehörden in Höhe von 1,5 Milliarden Dollar, der auf Swaps mit den US-Behörden zurückgeht. Ende 1966 belief sich die amerikanische Inanspruchnahme der Swapfazilitäten des Federal Reserve System auf 280 Millionen Dollar, und Ende Februar 1967 war dieser Betrag voll zurückgezahlt. Von Mai an begannen die amerikanischen Währungsbehörden jedoch erneut, erhebliche Beträge dieser Fazilitäten in Anspruch zu nehmen, und gegen Ende Dezember erreichten die ausstehenden Ziehungen den bisherigen Höchststand

Swapvereinbarungen des Federal Reserve System

Vereinbarungen mit	Dezember 1966	März 1968
	Millionen US-Dollar	
Belgien . . . . .	150	225
BIZ . . . . .	400	1 600
Dänemark . . . . .	—	100
Deutschland (BR) . . . . .	400	1 000
Frankreich . . . . .	100	100
Italien . . . . .	600	750
Japan . . . . .	450	1 000
Kanada . . . . .	500	1 000
Mexiko . . . . .	—	130
Niederlande . . . . .	150	400
Norwegen . . . . .	—	100
Österreich . . . . .	100	100
Schweden . . . . .	100	250
Schweiz . . . . .	200	600
Vereinigtes Königreich . . . . .	1 350	2 000
Insgesamt . . . . .	4 500	9 355

von 1 790 Millionen Dollar. Von diesem Betrag entfielen 650 Millionen Dollar auf Schweizer Franken, 500 Millionen Dollar auf italienische Lire, 350 Millionen Dollar auf Deutsche Mark, 170 Millionen Dollar auf niederländische Gulden und 120 Millionen Dollar auf belgische Franken. Mit Ausnahme Italiens, dessen Zahlungsbilanz während der zweiten Hälfte von 1967 beträchtliche Überschüsse aufwies, wurden die Swaps meistens deshalb in Anspruch genommen, um den Dollarzuflüssen in die betreffenden Länder, die entweder zur Zeit der Nahostkrise oder kurz nach der Sterlingabwertung erfolgten, zu begegnen. Anfang März 1968 hatte sich die Inanspruchnahme des Swapnetzes durch das Federal Reserve System auf 555 Millionen Dollar verringert.

Im Jahre 1967 und Anfang 1968 wurde das Netz der Swapvereinbarungen des Federal Reserve System in fünf Stufen von einer Gesamtsumme von 4,5 Milliarden Dollar Ende 1966 auf einen Betrag von nahezu 9,4 Milliarden Dollar im März 1968 ausgeweitet. Drei weitere Zentralbanken, nämlich die von Dänemark, Mexiko und Norwegen, beteiligten sich an den Vereinbarungen. Außerdem wurden alle bisher schon bestehenden Fazilitäten, mit Ausnahme derjenigen mit der Bank von Frankreich und der Oesterreichischen Nationalbank, beträchtlich erhöht.

*Vereinigtes Königreich.* Die Veränderung in der Währungsposition des Vereinigten Königreichs, die sich während des Jahres 1967 vollzog, spiegelte im wesentlichen den Druck auf das Pfund Sterling wider, der schließlich zu der Abwertung im November führte. Die Belastungen gingen von dem Zahlungsbilanzdefizit, das sich auf 320 Millionen Pfund belief, und von einer beträchtlichen Verringerung der Pfundguthaben aus. Eine Vorstellung vom Ausmaß der Pfundabzüge läßt sich aus der Tatsache gewinnen, daß die gesamten ausländischen Nettosterlingguthaben, ohne diejenigen amtlicher Stellen außerhalb des Sterlingraums (deren Veränderung zu einem großen Teil durch die Zentralbankhilfe beeinflußt wurde), im Verlauf des Jahres um 295 Millionen Pfund zurückgingen.

Wie schon im Jahre 1966 war daher der Bedarf nach einer Finanzierung durch offizielle Ausgleichstransaktionen erheblich größer als das Defizit der Gesamtbilanz. Was die Zusammensetzung der amtlichen Ausgleichsoperationen anlangt, so nahmen die Reserven, in Pfund Sterling gerechnet, um 190 Millionen Pfund ab; hierin ist der Einsatz von Dollarwertpapieranlagen des britischen Schatzamtes in Höhe von 205 Millionen Pfund enthalten. Die Verpflichtungen gegenüber dem IWF wurden um 320 Millionen Pfund verringert. Die offiziellen Verbindlichkeiten in Nichtsterlingwährungen stiegen um 180 Millionen Pfund. Per Saldo ergaben diese drei Vorgänge eine Verschlechterung um 50 Millionen Pfund. Der restliche Bedarf an amtlicher Finanzierung wurde durch Zentralbankhilfe gedeckt, die sich in einer Zunahme der Sterlingsguthaben amtlicher Stellen außerhalb des Sterlingraums niederschlug. Diese Guthaben stiegen im Verlauf des Jahres um 580 Millionen Pfund. Der genannte Betrag stellt jedoch nicht nur die Nettozunahme der Stützungshilfe dar, der entsprechende Sterlingverpflichtungen gegenüberstehen — einschließlich der Höherbewertung dieser Verpflichtungen im Anschluß an die Paritätsänderung —, sondern er enthält auch die Veränderungen, die sich in den sonstigen offiziellen Sterlingsguthaben der Länder außerhalb des Sterlingraums vollzogen.

Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz

	1966	1967				
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV
Millionen Pfund Sterling (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)						
Amtliche Forderungen . . . . .	- 280	- 190	+ 55	- 150	- 35	- 60
davon						
Reserven . . . . .	+ 35	+ 15	+ 55	- 150	- 35	+ 145
Einsatz von Dollarwertpapiieranlagen . . . . .	- 315	- 205	-	-	-	- 205
IWF-Position . . . . .	+ 5	+ 320	+ 20	+ 165	+ 5	+ 130
Amtliche Verbindlichkeiten in Nichtsterlingwährungen . . . . .	- 15	- 180	+ 15	-	-	- 195
Sterlingverbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums (netto) . . . . .	- 295	- 580	+ 440	- 55	- 430	- 535
Sonstige Sterlingverbindlichkeiten (netto) . . . . .	+ 160	+ 295	- 205	+ 90	+ 225	+ 185
davon						
gegenüber dem Sterlingraum . . . . .	+ 5	+ 150	- 80	+ 115	+ 65	+ 50
gegenüber nichtamtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums . . . . .	+ 170	+ 125	- 135	- 30	+ 150	+ 140
gegenüber internationalen Institutionen . . . . .	- 15	+ 20	+ 10	+ 5	+ 10	- 5
Verbindlichkeiten der Banken in Nichtsterlingraumwährungen (netto) . . . . .	+ 160	- 15	- 140	+ 20	+ 30	+ 75
Verbindlichkeiten in Währungen des überseeischen Sterlingraums (netto) . . . . .	+ 45	- 25	- 10	- 15	+ 25	- 25
Verschiedenes . . . . .	+ 75	- 45	- 10	- 40	- 20	+ 25
Neubewertungen* . . . . .	-	+ 100	-	-	-	+ 100
Gesamtsaldo . . . . .	- 145	- 320	+ 165	+ 15	- 200	- 300

\* Es handelt sich um das Nettoergebnis entgegengesetzter Buchungen, die sich entweder aus der Neubewertung der auf Gold und ausländische Währungen lautenden Forderungen und Verbindlichkeiten amtlicher Stellen und von Banken sowie des Sterlinggegenwertes der Inanspruchnahme von Zentralbankhilfen oder aus der Tatsache ergaben, daß die vor der Abwertung eingegangenen Terminverbindlichkeiten des Devisenausgleichsfonds so behandelt wurden, als wären sie bei Fälligkeit zur neuen Parität erfüllt worden.

Das Jahr kann im großen und ganzen in zwei Zeiträume unterteilt werden. Im Verlauf der ersten dieser beiden Perioden, die den Großteil des ersten Halbjahres umfaßte, verbesserte sich die erweiterte Devisenbilanz ganz erheblich. Allein im ersten Quartal kam es zu einem Zahlungsbilanzüberschuß von 165 Millionen Pfund, einem Zufluß von 140 Millionen Pfund über den Eurogeldmarkt und einem Anstieg der gesamten ausländischen Nettosterlingguthaben (ohne die Guthaben amtlicher Stellen außerhalb des Sterlingraums) im Betrage von 205 Millionen Pfund. Auf Grund dessen war es nicht nur möglich, die gesamte ausstehende kurzfristige Inanspruchnahme der Zentralbankfazilitäten mit Ausnahme eines geringen Betrages zurückzuzahlen, der unter der Basler Vereinbarung vom Juni 1966, die an Veränderungen der Pfundguthaben geknüpft ist, in Anspruch genommen wurde, sondern darüber hinaus noch die Währungsreserven um 55 Millionen Pfund zu erhöhen.

Diese günstige Phase setzte sich, wenngleich mit abnehmendem Impuls, bis weit ins zweite Quartal fort, und obschon sich die Entwicklung von Ende Mai an endgültig umkehrte, blieb der Gesamtsaldo in diesem Quartal mit 15 Millionen Pfund gerade noch positiv. Da jedoch die gesamten Sterlingguthaben (ohne

diejenigen amtlicher Stellen außerhalb der Sterlingzone) um 90 Millionen Pfund abnahmen, entstand ein gewisser amtlicher Finanzierungsbedarf. Auf der Passivseite verringerten sich die Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF um 165 Millionen Pfund, hauptsächlich als Folge der Rückzahlung von 145 Millionen Pfund im Mai; außerdem wurde an die Schweiz ein Betrag von 28 Millionen Pfund, der zur gleichen Zeit wie die IWF-Ziehung im Jahre 1964 aufgenommen worden war, zurückgezahlt. Gleichzeitig gingen jedoch die Währungsreserven um 150 Millionen Pfund zurück, und es kam zu einem gewissen Anstieg der kurzfristigen Kredithilfen. Zwar wurden die ausstehenden Kredite unter der Basler Vereinbarung vom Juni 1966 zurückgezahlt, doch wurde dies durch neue Inanspruchnahmen der Swapfazilität mit dem Federal Reserve System in Höhe von 80 Millionen Pfund mehr als ausgeglichen.

Von der Mitte des Jahres an verschlechterte sich die Situation in zunehmendem Maße. Das Zahlungsbilanzdefizit des dritten Quartals belief sich auf 200 Millionen Pfund. Hinzu kamen ein weiterer Rückgang der gesamten Nettosterling Guthaben (ohne die Guthaben amtlicher Stellen außerhalb des Sterlingraums) in Höhe von 225 Millionen Pfund und ein gewisser Abfluß von Mitteln an den Eurogeldmarkt. Ungünstige Saisoneinflüsse trugen sowohl zur Höhe des Defizits der Gesamtbilanz als auch der Abnahme der Sterling Guthaben bei. Die Verringerung der Pfund Guthaben wurde jedoch auch durch Fluchtbewegungen beeinflusst, die zur Zeit der Nahostkrise eingesetzt hatten. Die amtliche Finanzierung bestand hauptsächlich aus der Inanspruchnahme kurzfristiger Kredithilfe, so daß sich die Sterlingverbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums um 430 Millionen Pfund erhöhten. Die Währungsreserven nahmen während des Quartals um 35 Millionen Pfund ab.

Die statistischen Ergebnisse der erweiterten Devisenbilanz für das letzte Quartal des Jahres wurden naturgemäß durch die Abwertung beeinflusst. Im einzelnen wurden die amtlichen Forderungen und Verbindlichkeiten in Nichtsterlingwährungen in Pfund Sterling neu bewertet und der Pfundgegenwert der Inanspruchnahme von Zentralbankfazilitäten nach der Paritätsänderung erhöht, und die Glattstellung vor der Abwertung eingegangener amtlicher Devisenterminverbindlichkeiten wurde so behandelt, als wäre sie zur neuen Parität erfolgt. Alle diese Berichtigungen zusammen verringerten das Defizit der erweiterten Devisenbilanz für dieses Quartal um 100 Millionen Pfund. Trotz diesen Neubewertungen war das Defizit der Gesamtbilanz mit 300 Millionen Pfund höher als im vorangegangenen Quartal. Die Finanzierungslast, die von den Währungsbehörden bewältigt werden mußte, war noch beträchtlich größer, da die gesamten Nettopfund Guthaben (ohne die Guthaben amtlicher Stellen außerhalb des Sterlingraums) um weitere 185 Millionen Pfund zurückgingen. Damit stellte sich die Abnahme seit dem Ende des ersten Quartals auf insgesamt 500 Millionen Pfund. Außerdem kam es durch Transaktionen am Eurogeldmarkt zu einem Abfluß von 75 Millionen Pfund.

Die Maßnahmen, die von den Behörden ergriffen wurden, um ihren Finanzierungsbedarf während des Quartals zu decken, waren verschiedener Natur. Erstens nahmen die Reserven (trotz ihrer Wertsteigerung in Pfund als Folge der



Abwertung) um 60 Millionen Pfund ab, wobei die Verwendung der restlichen Dollarwertpapieranlagen des Schatzamtes in Höhe von 205 Millionen Pfund eingerechnet ist. Zweitens stiegen die amtlichen Verbindlichkeiten in Nichtsterlingwährungen um 195 Millionen Pfund. Diese Zunahme setzte sich aus drei Positionen zusammen: einem Kredit von 450 Millionen Schweizer Franken von drei Schweizer Geschäftsbanken; Einlagen von 125 Millionen Dollar im Rahmen von Fazilitäten ausländischer Zentralbanken; und einem Zentralbankkredit von 250 Millionen Dollar, der über die BIZ zur Verfügung gestellt wurde. Dieser dritte Kredit wurde dazu verwendet, die ausstehenden Verbindlichkeiten des Vereinigten Königreiches aus der IWF-Ziehung vom Jahre 1964 zurückzuzahlen. Er entspricht weitgehend der Verringerung der gesamten Schuld gegenüber dem IWF in Höhe von 130 Millionen Pfund. Drittens kam es zu einem weiteren Rückgriff auf Zentralbankfazilitäten, dem eine Zunahme der amtlichen Sterlingguthaben des Nichtsterlingraums gegenüberstand. Der Gesamtbetrag dieser Guthaben wies im vierten Quartal einen besonders großen Anstieg von 535 Millionen Pfund auf. Es muß jedoch daran erinnert werden, daß diese Zunahme die Höherbewertung jener schon zur Zeit der Abwertung bestehenden Guthaben enthält, die den Gegenwert der Hilfe darstellten.

Die Entwicklung des Außenhandels deutet auf ein hohes Zahlungsbilanzdefizit im ersten Vierteljahr von 1968 hin. Außerdem geriet das Pfund im März zur Zeit der Goldkrise unter schweren Druck. Vollständige Angaben über die erweiterte Devisenbilanz im ersten Quartal liegen noch nicht vor. Die Währungsreserven haben sich nur wenig verändert. Sie nahmen um 11 Millionen Pfund zu. Die wichtigste Veränderung lag in einem Anstieg der Nettosterlingverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland um 350 Millionen Pfund. Von diesem Betrag entfielen 245 Millionen Pfund auf Nichtsterlingraumländer. Davon stellt vermutlich ein erheblicher Teil den Gegenwert der Stützungshilfe dar.

*Westliches Kontinentaleuropa.* Der zusammengefaßte außenwirtschaftliche Überschuß der kontinentaleuropäischen westlichen Länder stieg, hauptsächlich als Folge der Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit, von 1,1 Milliarden Dollar 1966 auf 1,9 Milliarden Dollar 1967 (dabei werden Veränderungen in der Nettodevisenposition der Schweizer Geschäftsbanken, über die für das Jahr 1966 keine Angaben vorliegen, der Kapitalbilanz zugerechnet). Diese Zahlen lassen die Veränderung, die sich von einem Jahr zum anderen vollzog, jedoch überhöht erscheinen, da die genannten Länder im Jahre 1966 vorfristige Schuldenrückzahlungen (denen im Jahre 1967 keine ähnlichen Zahlungen gegenüberstanden) in Höhe von 0,4 Milliarden Dollar an die US-Regierung vorgenommen hatten. Die größte Einzelveränderung im Vergleich zum Vorjahr stellte der Anstieg des deutschen Überschusses von 450 auf 900 Millionen Dollar dar. Außerdem kam es zu einer deutlichen Verbesserung der Zahlungsbilanzen Belgiens, Norwegens, Österreichs und, in einem geringeren Ausmaß, der Niederlande. Auf der anderen Seite verschwand der Überschuß Frankreichs, und der italienische Überschuß verringerte sich beträchtlich.

Der Wandel der konjunkturellen Situation in einer Reihe von kontinentaleuropäischen Ländern führte zu einer Auflockerung der Liquiditätslage. Es war

Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition

	Jahresende	Gold und Devisen (netto)	IWF- und AKV-Nettoposition	Gesamte zentrale Reserven (netto)	Geschäftsbanken (netto)	Gesamte Auslandsforderungen (netto)	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)	
							Gesamte zentrale Reserven	Geschäftsbanken
Millionen US-Dollar								
Belgien . . . . .	1966	2 120	370	2 490	- 705	1 785	+ 35	- 145
	1967	2 410	330	2 740	- 780	1 960	+ 250	- 75
Dänemark . . . . .	1966	510	70	580	- 25	555	+ 10	+ 20
	1967	440	60	500	- 10	490	- 80	+ 15
Deutschland (BR) . . . . .	1966	7 240	1 255	8 495	- 580	7 915	+ 350	+ 100
	1967	7 540	1 050	8 590	225	8 815	+ 95	+ 805
Finnland . . . . .	1966	140	30	170	- 90	80	- 120	- 25
	1967	170	65	105	- 105	-	- 65	- 15
Frankreich . . . . .	1966	5 655	985	6 640	- 155	6 485	+ 385	- 45
	1967	6 090	885	6 975	- 525	6 450	+ 335	- 370
Griechenland . . . . .	1966	250	25	275	5	280	+ 25	-
	1967	260	25	285	10	295	+ 10	+ 5
Irland . . . . .	1966	490	-	490	240	730	+ 85	- 10
	1967	425	10	435	315	750	- 55	+ 75
Island . . . . .	1966	50	5	55	- 10	45	+ 5	- 5
	1967	25	-	25	- 10	15	- 30	-
Italien . . . . .	1966	4 235	885	5 120	195	5 315	+ 170	+ 390
	1967	4 830	845	5 675	15	5 690	+ 555	- 180
Niederlande . . . . .	1966	2 030	415	2 445	- 45	2 400	+ 40	- 80
	1967	2 260	355	2 615	- 155	2 460	+ 170	- 110
Norwegen . . . . .	1966	480	45	525	- 40	485	+ 55	- 50
	1967	610	50	660	- 10	650	+ 135	+ 30
Österreich . . . . .	1966	1 225	100	1 325	- 145	1 180	+ 20	- 85
	1967	1 365	115	1 480	- 95	1 385	+ 155	+ 50
Portugal . . . . .	1966	1 100	20	1 120	110	1 230	+ 115	-
	1967	1 240	20	1 260	145	1 405	+ 140	+ 35
Schweden . . . . .	1966	845	165	1 010	135	1 145	+ 55	+ 40
	1967	680	140	820	300	1 120	- 190	+ 165
Schweiz . . . . .	1966	3 685	-	3 685	45	3 730	- 15	.
	1967	3 860	-	3 860	- 15	3 845	+ 175	- 60
Spanien . . . . .	1966	1 040	165	1 205	-	1 205	- 205	-
	1967	1 050	-	1 050	-	1 050	- 155	-
Türkei . . . . .	1966	25	- 20	5	.	.	- 35	.
	1967	40	- 20	20	.	.	+ 15	.
Zusammen . . . . .	1966	31 120	4 515	35 635	-1 065 <sup>1</sup>	34 565 <sup>1</sup>	+ 975	+ 105 <sup>2</sup>
	1967	33 295	3 800	37 095	- 695 <sup>1</sup>	36 380 <sup>1</sup>	+ 1 460	+ 370 <sup>1</sup>
Kanada . . . . .	1966	2 230	450	2 680	355	3 035	- 280	+ 425
	1967	2 275	435	2 710	675	3 385	+ 30	+ 320
Japan . . . . .	1966	1 735	320	2 055	- 515	1 540	- 65	+ 385
	1967	1 760	240	2 000	-1 030	970	- 55	- 515

<sup>1</sup> Sechzehn Länder. <sup>2</sup> Fünfzehn Länder.

Anmerkung: Die Zahlen für die zentralen Reserven von Ländern der Zehner-Gruppe und der Schweiz sind der Statistik für die multilaterale Überwachung entnommen. Sie stimmen meist nicht genau mit den Zahlen der veröffentlichten Reservenstatistiken überein.

daher nicht überraschend, daß die außenwirtschaftlichen Überschüsse dieser Länder sich teilweise in Geldexporten der Banken niederschlugen. Tatsächlich nahmen die gesamten Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken dieser Länder

(ohne die Schweiz) erheblich stärker ab als im Jahre 1966 — nämlich um 430 Millionen Dollar, verglichen mit 105 Millionen Dollar. Allein in Deutschland beliefen sich die Geldexporte der Banken auf 805 Millionen Dollar. Sie finanzierten damit fast 90 Prozent des Überschusses der Gesamtbilanz. Demgegenüber haben die italienischen Banken ihre Nettodevisenposition zum erstenmal seit 1963 verringert, und zwar um 180 Millionen Dollar. Die Veränderung der zusammengefaßten Nettodevisenposition der kontinentaleuropäischen Banken wäre im Jahre 1967 noch erheblich größer ausgefallen, als sie tatsächlich war, wenn es nicht im letzten Quartal des Jahres zu der internationalen Währungskrise gekommen wäre. Diese Krise führte in verschiedenen Ländern über das Bankensystem zu beträchtlichen Mittelzuflüssen. Die Nettoauslandsforderungen der Schweizer Geschäftsbanken nahmen um 500 Millionen Dollar ab, und die Nettoverpflichtungen der französischen Banken erhöhten sich im letzten Quartal von 1967 um mehr als 400 Millionen Dollar. Und wenn nicht Swapvereinbarungen zwischen der Deutschen Bundesbank und den deutschen Geschäftsbanken bestanden hätten, wären die Nettozuflüsse zum Jahresende hier noch viel größer gewesen, als sie tatsächlich waren.

In erheblichem Umfang geht es daher auf die internationale Währungskrise von November/Dezember 1967 zurück, daß die gesamten zentralen Nettoreserven der kontinentaleuropäischen Länder um das Eineinhalbfache des Betrages von 1966 zunahmen. Die gesamte Jahreszunahme um 1 460 Millionen Dollar bestand aus einem Anstieg der Gold- und Devisenreserven um 2 175 Millionen Dollar und einer Verringerung der IWF- und AKV-Positionen um 715 Millionen Dollar. Die Zusammensetzung dieser Veränderung wich vollständig von der des Jahres 1966 ab, als sich fast 90 Prozent des Anstiegs der Währungsreserven in Form von IWF- und AKV-Positionen vollzog. Der Hauptgrund für den Rückgang der Reservepositionen der kontinentaleuropäischen Länder im IWF im vergangenen Jahr lag darin, daß das Vereinigte Königreich Rückzahlungen an den Fonds in den Währungen dieser Länder von insgesamt 575 Millionen Dollar vornahm.

Das herausragende Merkmal der Entwicklung der Währungsreserven dieser Länder im Jahre 1967 war die Zunahme ihrer Devisenreserven um 2 050 Millionen Dollar. Der gesamte Anstieg entfällt im wesentlichen auf die Länder des Gemeinsamen Marktes, von denen jedes seinen Devisenreserven einen erheblichen Betrag hinzufügen konnte. Die Erhöhung der gesamten kontinentaleuropäischen Devisenreserven enthält eine Zunahme der Dollarforderungen um 1 290 Millionen Dollar im Rahmen von Swaps mit den US-Behörden und eine Aufstockung der Bestände an auf europäische Währungen lautenden nichtmarktfähigen Schuldverschreibungen der amerikanischen Regierung im Betrage von 270 Millionen Dollar. Die Goldreserven der kontinentaleuropäischen Länder nahmen während des Jahres um 125 Millionen Dollar zu. Die Veränderungen bei einzelnen Ländern sind bereits auf Seite 124 f. beschrieben worden.

Vollständige Angaben über die Entwicklung der erweiterten Devisenbilanzen der kontinentaleuropäischen Länder im ersten Vierteljahr von 1968 stehen noch nicht zur Verfügung. Ihre zusammengefaßte zentrale Nettoreserveposition verringerte sich jedoch um 500 Millionen Dollar. Infolge der Goldkrise nahmen ihre Goldbestände um 965 Millionen Dollar ab, was gleichzeitig dazu führte, daß ihre

Devisenreserven, entgegen dem üblichen Saisonverlauf, um 145 Millionen Dollar stiegen. Außerdem erhöhte sich die IWF-Nettoposition dieser Länder, hauptsächlich wegen der IWF-Ziehungen Kanadas und der Vereinigten Staaten, um 320 Millionen Dollar.

*Bundesrepublik Deutschland.* Unter den kontinentaleuropäischen Ländern hatte die Bundesrepublik Deutschland im Jahre 1967 mit Abstand den höchsten Zahlungsbilanzüberschuß. Trotz einem Defizit von 225 Millionen Dollar im vierten Quartal war der Aktivsaldo mit 900 Millionen Dollar genau zweimal so groß wie im vorangegangenen Jahr. Bei weitem der größte Teil des Überschusses von 1967 wurde durch Nettogeldexporte der Banken, die sich auf 805 Millionen Dollar beliefen, finanziert, so daß die gesamte zentrale Währungsposition lediglich um 95 Millionen Dollar stieg. Im Zusammenhang mit dem Anteil Deutschlands an den Verkäufen des Goldpools nahmen die amtlichen Goldreserven um 65 Millionen Dollar ab; die IWF- und AKV-Position verringerte sich während des Jahres, hauptsächlich als Folge der britischen Rückzahlungen an den Fonds, um 205 Millionen Dollar. Demgegenüber erhöhten sich die Devisenreserven um 145 Millionen Dollar und die übrigen zentralen Auslandsforderungen (netto) um 220 Millionen Dollar. Die Zunahme der übrigen zentralen Auslandsforderungen enthält einen Betrag von 250 Millionen Dollar mittelfristiger DM-Schuldverschreibungen des US-Schatzamtes, die im Rahmen einer Vereinbarung mit der amerikanischen Regierung über den Ausgleich der Devisenkosten für die in der Bundesrepublik stationierten amerikanischen Truppen übernommen wurden.

**Bundesrepublik Deutschland: Devisenposition der Kreditinstitute**

	1967			1966
	Ganzes Jahr	Januar bis September	Oktober bis Dezember	Januar bis März
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)			
Forderungen . . . . .	+ 1 100	+ 1 025	+ 75	+ 435
davon				
in DM . . . . .	+ 465	+ 570	- 105	+ 275
in Fremdwährungen . . . . .	+ 635	+ 455	+ 180	+ 160
Verbindlichkeiten . . . . .	- 295	+ 85	- 380	+ 25
davon				
in DM . . . . .	- 335	+ 30	- 365	+ 25
in Fremdwährungen . . . . .	+ 40	+ 55	- 15	-
Nettodevisenposition . . . . .	+ 805	+ 1 110	- 305	+ 460

Die Entwicklung der Devisenposition der deutschen Geschäftsbanken war während des Jahres 1967 durch eine Reihe interessanter Veränderungen gekennzeichnet. Die gesamten Nettogeldexporte in den ersten neun Monaten des Jahres betragen 1 110 Millionen Dollar. Davon entfielen 820 Millionen Dollar auf das erste Quartal. Am meisten fiel jedoch an den Geldexporten der Banken in den ersten drei Quartalen des Jahres auf, in welchem Umfang sie in Deutscher Mark vorgenommen wurden. Im zweiten und dritten Vierteljahr, als die Fremdwährungsforderungen der Banken lediglich um 75 Millionen Dollar stiegen, nahmen ihre DM-Forderungen an Ausländer um 410 Millionen Dollar zu. Ein Teil dieses Anstiegs stellte DM-Kredite an ausländische Kreditnehmer dar, die erwartungsgemäß

zunahmen, als Deutschland beträchtliche Zahlungsbilanzüberschüsse aufwies; doch legten die Kreditinstitute zu dieser Zeit außerdem ganz erhebliche Beträge als Guthaben bei ausländischen Banken an. Ein Grund hierfür lag darin, daß die Bundesbank Anfang Juli die Spanne zwischen ihren An- und Verkaufskursen für den Dollar zu erweitern begann. Dies zwang die Banken dazu, ihre Geldexporte in Dollar gegen das Kursrisiko abzusichern, wodurch sich die Kurssicherungskosten erhöhten und die Nettorendite von Dollaranlagen im Ausland sich verringerte. Infolgedessen begannen sie, ihre Geldexporte in Deutscher Mark statt in Dollar vorzunehmen. Allein im Juli stiegen ihre DM-Forderungen gegenüber Ausländern um 210 Millionen Dollar.

Im letzten Quartal von 1967 kam es, wie gewöhnlich, zu Geldzuflüssen über den Bankenapparat. Während hierbei jedoch in früheren Jahren vor allem eine Repatriierung von Auslandsguthaben eine Rolle gespielt hatte, vollzogen sie sich im Jahre 1967 durch einen Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten um 380 Millionen Dollar. Von diesem Betrag gingen 365 Millionen Dollar auf eine Zunahme der DM-Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern zurück. Der Grund für diesen plötzlichen Anstieg der ausländischen DM-Guthaben ist zweifellos in der internationalen Währungsunruhe zu suchen, die zu jener Zeit herrschte. Entgegen dem normalen Saisonverlauf sind außerdem die Fremdwährungsforderungen der Kreditinstitute an das Ausland im letzten Quartal von 1967 um 180 Millionen Dollar gestiegen. Ermöglicht wurde dies durch die günstigen Swapsätze, die die Bundesbank den Geschäftsbanken seit Ende November bot. Diese Swapsätze wurden den Banken gewährt, um der beträchtlichen Verringerung ihrer Dollaranlagen, die Anfang des Monats eingesetzt hatte, entgegenzuwirken. Im Rahmen dieser Swapvereinbarungen gab die Bundesbank im letzten Quartal insgesamt 630 Millionen US-Dollar (netto) an die Kreditinstitute ab.

Nachdem die Zahlungsbilanz der Bundesrepublik im letzten Vierteljahr von 1967 vorübergehend ins Defizit geraten war, wies sie im ersten Quartal von 1968 mit 845 Millionen Dollar wieder einen Überschuß auf, der fast ebenso groß war wie in dem entsprechenden Vierteljahr von 1967. Trotz einer Abnahme der Goldreserven um 255 Millionen Dollar im Zusammenhang mit dem Ansturm auf das Gold, der in der Suspendierung der Goldpool-Vereinbarungen kulminierte, stiegen die Währungsreserven um 385 Millionen Dollar. Die Devisenreserven nahmen um 430 Millionen Dollar zu. Die IWF-Goldtrancheposition erhöhte sich ebenfalls, und zwar um 80 Millionen Dollar, und die übrigen Währungsreserven stiegen um 130 Millionen Dollar, von denen 125 Millionen Dollar auf die Übernahme einer mittelfristigen DM-Schuldverschreibung des US-Schatzamtes entfielen. Die Netto-devisenposition der Kreditinstitute erhöhte sich, fast vollständig durch eine Zunahme der Forderungen, gegenüber dem Vorquartal um 460 Millionen Dollar. Nachdem das Swapengagement der Bundesbank mit den Geschäftsbanken bis Ende Februar auf 420 Millionen Dollar zurückgegangen war, nahm es im Verlauf des März wieder um 440 Millionen Dollar zu.

Die höchsten Zuwächse an amtlichen Währungsreserven hatten im Jahre 1967 diejenigen kontinentaleuropäischen Länder zu verzeichnen, die — wie Italien, Belgien, die Niederlande und die Schweiz — im Gegensatz zur Bundesrepublik

Deutschland bei Zahlungsbilanzüberschüssen noch Mittelzuflüsse im Bankensystem zu verzeichnen hatten.

*Italien.* Der Überschuß der italienischen Zahlungsbilanz belief sich im Jahre 1967 auf 375 Millionen Dollar, und die Nettoforderungen der Banken gegenüber dem Ausland verringerten sich um 180 Millionen Dollar. Die gesamten Währungsreserven erhöhten sich daher per Saldo um 555 Millionen Dollar. In der zentralen Reserveposition vollzogen sich die Veränderungen nach dem gleichen Muster wie in der Bundesrepublik Deutschland. Der Goldbestand ging zurück. Da Italien jedoch gegen Ende des Jahres für 85 Millionen Dollar Gold vom US-Schatzamt erwarb, betrug die Verringerung lediglich 15 Millionen Dollar. Die IWF- und AKV-Position nahm um 40 Millionen Dollar ab. Demgegenüber stiegen die Devisenreserven und die sonstigen Währungsreserven um 610 Millionen Dollar. Davon entfielen 485 Millionen Dollar auf erhöhte Dollarbestände im Rahmen von Swaps mit dem Federal Reserve System.

Vom ersten zum zweiten Halbjahr hat sich nicht nur die Struktur der Zahlungsbilanz, sondern auch die der Finanzierungsposten vollständig verändert. In den ersten sechs Monaten entstand ein Gesamtdefizit von 205 Millionen Dollar, das durch eine Abnahme der Nettoforderungen der Kreditinstitute gegenüber dem Ausland um 250 Millionen Dollar überfinanziert wurde. In der zweiten Jahreshälfte kam es jedoch zu einem beträchtlichen Überschuß von 580 Millionen Dollar, der sich ausschließlich auf das saisonal günstige dritte Quartal konzentrierte. Da die Banken ihre Nettoauslandsforderungen in diesen sechs Monaten um 70 Millionen Dollar erhöhten, konnten die Währungsreserven um 510 Millionen Dollar aufgestockt werden. Der gesamte Dollarzufluß zu den Reserven wurde praktisch dadurch absorbiert, daß das Federal Reserve System seine Swapfazilität mit der Bank von Italien in Höhe von insgesamt 500 Millionen Dollar in Anspruch nahm.

Im ersten Quartal von 1968 wies die italienische Zahlungsbilanz einen Passivsaldo von 175 Millionen Dollar auf. Der Gold- und Devisenbestand ging um 210 Millionen Dollar zurück, wobei sich hauptsächlich der Swap mit dem Federal Reserve System verringerte. Die IWF-Nettoposition verbesserte sich dagegen um 50 Millionen Dollar.

*Belgien.* Der Überschuß der belgischen Zahlungsbilanz belief sich im Jahre 1967 auf 175 Millionen Dollar, und die amtlichen Währungsreserven stiegen um 250 Millionen Dollar. Die Differenz erklärt sich aus einer Zunahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken um 75 Millionen Dollar. In der Zusammensetzung der zentralen Reserveposition vollzogen sich die gleichen Veränderungen wie in Deutschland und in Italien. Der Goldbestand nahm um 45 Millionen Dollar und die IWF- und AKV-Position um 40 Millionen Dollar ab, während sich die sonstigen Forderungen um 335 Millionen Dollar erhöhten. Diese Zahl enthält einen Anstieg der amtlichen Dollarbestände im Rahmen der Swapvereinbarung mit dem Federal Reserve System um 105 Millionen Dollar sowie Nettokäufe von Roosa-Bonds in Höhe von 30 Millionen Dollar.

Im ersten Quartal von 1968 schloß die Gesamtbilanz mit einem Defizit von 60 Millionen Dollar ab, und die amtlichen Nettoreserven gingen um

70 Millionen Dollar zurück. Der Goldbestand verringerte sich um 60 Millionen Dollar, und der Bestand der Nationalbank an Exportwechsln (der im letzten Vierteljahr von 1967 um 100 Millionen Dollar gestiegen war) sank um 55 Millionen Dollar. Demgegenüber erhöhte sich die Nettoposition im IWF um 30 Millionen Dollar.

*Niederlande.* Während die Zunahme der Währungsreserven im Jahre 1967 in Italien und Belgien größtenteils auf Zahlungsbilanzüberschüsse zurückging, bildete in den Niederlanden die Erhöhung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken den wichtigsten Faktor. Sie belief sich auf 110 Millionen Dollar und führte, zusammen mit dem Überschuß der Gesamtbilanz in Höhe von 60 Millionen Dollar, zu einem Anstieg der amtlichen Währungsreserven um 170 Millionen Dollar. Aus den gleichen Gründen wie für eine Reihe anderer kontinentaleuropäischer Länder wies die Veränderung der Währungsreserven im gesamten Jahr eine ähnliche Zusammensetzung auf wie dort. Die Goldreserven sowie die IWF- und AKV-Position nahmen um 20 bzw. 60 Millionen Dollar ab, während die Devisenreserven sich um 250 Millionen Dollar erhöhten.

In der ersten Jahreshälfte von 1967 war die Zahlungsbilanz mit 130 Millionen Dollar defizitär. Der Fehlbetrag wurde durch eine Zunahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Kreditinstitute um 160 Millionen Dollar mehr als ausgeglichen. Nachdem die Devisenreserven im ersten Quartal um 50 Millionen Dollar gesunken waren, stiegen sie von Ende März bis Ende Juni um 100 Millionen Dollar. Im zweiten Halbjahr wurde die Zahlungsbilanz aktiv. Der Überschuß wurde im dritten Quartal fast ausschließlich durch eine Abnahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 70 Millionen Dollar finanziert. Im letzten Quartal, in dem sich der Überschuß auf 115 Millionen Dollar belief, stiegen die Devisenreserven um 180 Millionen Dollar, aber sowohl der Goldbestand wie auch die IWF-Nettoposition verringerten sich. Ende des Jahres entfielen von den Devisenreserven der Nederlandsche Bank 296 Millionen Dollar auf Swaps mit den US-Behörden, davon 170 Millionen Dollar auf Swaps mit dem Federal Reserve System und 126 Millionen Dollar auf Swaps mit dem amerikanischen Schatzamt.

Im ersten Vierteljahr von 1968 kam es zu einem Defizit der Gesamtbilanz in Höhe von 35 Millionen Dollar. Außerdem verringerten die Banken ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten um 25 Millionen Dollar, so daß die zentralen Währungsreserven um 60 Millionen Dollar abnahmen. Innerhalb der zentralen Reserveposition vollzogen sich während des Quartals einige ganz beträchtliche Verschiebungen. Die Reserven der ersten Verteidigungslinie, also Gold und konvertierbare Devisen, verringerten sich um 270 Millionen Dollar, von denen 55 Millionen Dollar auf Gold entfielen. Demgegenüber ist die Nettoposition im IWF um 125 Millionen Dollar gestiegen, und die sonstigen amtlichen Nettoreserven erhöhten sich um 85 Millionen Dollar, von denen 65 Millionen Dollar auf den Erwerb eines auf Gulden lautenden Roosa-Bond entfielen.

*Schweiz.* Als Folge eines Zahlungsbilanzüberschusses von 115 Millionen Dollar und einer Verringerung der Nettodevisenposition der Geschäftsbanken um 60 Millionen Dollar erhöhte sich die zentrale Nettoreserveposition der Schweiz um 175 Millionen Dollar. Die Goldreserven stiegen durch Swaps mit der BIZ um

250 Millionen Dollar, während die übrigen Reserven um 75 Millionen Dollar zurückgingen. Wie üblich verbergen sich jedoch hinter den Ergebnissen für das gesamte Jahr starke Schwankungen in den einzelnen Positionen der erweiterten Devisenbilanz, die sich im Verlauf des Jahres im Zusammenhang mit saisonbedingten „window-dressing“-Operationen der Schweizer Geschäftsbanken ergaben. Diese Schwankungen wurden im Jahre 1967 durch die Unruhe an den Devisenmärkten noch verstärkt.

Obleich die Umkehrung der Jahresendtransaktionen im Januar durch neue Swapabschlüsse zwischen den Geschäftsbanken und der Notenbank mit Fälligkeitsterminen über Ende März hinaus teilweise ausgeglichen wurde, bestimmte sie doch die Entwicklung im ersten Quartal, in dem sich die Nettogläubigerposition der Geschäftsbanken um 305 Millionen Dollar verbesserte und die Währungsreserven um 225 Millionen Dollar zurückgingen. Als die Swapabschlüsse vom März im April fällig wurden, kam es zu weiteren beträchtlichen Mittelabflüssen bei den Banken. Diese Entwicklung schlug jedoch im Mai infolge von Veränderungen der Zinssätze um. Von größerer Bedeutung für die Umkehrung war allerdings die Nahostkrise im Juni, die kurz vor der üblichen Nachfrage nach Schweizer-Franken-Liquidität zum Halbjahresultimo ausbrach. In dem Quartal insgesamt erhöhten sich die amtlichen Währungsreserven um 65 Millionen Dollar. Während des dritten Quartals veranlaßten die am Eurodollarmarkt gebotenen Zinssätze die Geschäftsbanken zu beträchtlichen Anlagen im Ausland. Infolgedessen verbesserte sich ihre Nettodevisenposition um 200 Millionen Dollar. Da diese Entwicklung jedoch mit einer saisonbedingt günstigen Veränderung der Gesamtbilanz zusammentraf, verringerten sich die Nettowährungsreserven lediglich um 55 Millionen Dollar. In den letzten drei Monaten des Jahres kam es zu weiteren sehr kräftigen Mittelzuflüssen, die teils auf saisonalen Faktoren und teils auf der Unruhe an den Gold- und Devisenmärkten beruhten. Die Nettodevisenposition der Kreditinstitute verschlechterte sich, weitgehend durch einen Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten, um 500 Millionen Dollar. Demgegenüber nahmen die amtlichen Währungsreserven um 395 Millionen Dollar zu.

In den ersten beiden Monaten von 1968 verursachten beträchtliche Geldexporte der Geschäftsbanken eine Abnahme der gesamten zentralen Währungsposition um 495 Millionen Dollar. Im März führte die Wiederkehr der Spannungen an den Gold- und Devisenmärkten jedoch zu einem Anstieg der Position um 75 Millionen Dollar.

*Frankreich.* Die Zahlungsbilanz wies im Jahre 1967 zum erstenmal seit der Stabilisierung des französischen Frankens im Jahre 1958 ein geringes Defizit auf, und zwar in Höhe von 35 Millionen Dollar. Die kräftige Zunahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 370 Millionen Dollar wurde im Rahmen der erweiterten Devisenbilanz durch eine Nettoerhöhung der Währungsreserven um 335 Millionen Dollar praktisch ausgeglichen. Die wichtigsten Veränderungen bei den Währungsreserven bestanden in einer Verringerung der IWF- und AKV-Position um 100 Millionen Dollar, die vollständig auf die britische Rückzahlung an den Fonds im Mai 1967 zurückging, und einem Anstieg der Devisenreserven um 365 Millionen Dollar.



In den ersten sechs Monaten des Jahres belief sich der Aktivalsaldo der Zahlungsbilanz auf 175 Millionen Dollar. Dem stand eine Abnahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 170 Millionen Dollar gegenüber. In der zweiten Jahreshälfte war die Gesamtbilanz jedoch mit 210 Millionen Dollar defizitär. Allerdings stiegen die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken um 535 Millionen Dollar, so daß sich die gesamte zentrale Reserveposition um 325 Millionen Dollar verbesserte, was weitgehend dem Anstieg der Devisenreserven entsprach. Die Mittelzuflüsse zu den Banken waren im wesentlichen das Ergebnis der wachsenden internationalen Währungsunruhe. Allein während des vierten Quartals erreichten sie 415 Millionen Dollar, wobei vor allem eine Umwandlung von Dollar in Franken eine Rolle spielte.

*Schweden.* Im Jahre 1967 wies die schwedische Zahlungsbilanz ein geringes Defizit von 25 Millionen Dollar auf. Im Rahmen der erweiterten Devisenbilanz vollzogen sich, fast ausschließlich gegen Ende des Jahres, erhebliche Verschiebungen von Forderungen, und zwar von der zentralen Reserveposition zur Netto-devisenposition der Banken. In den ersten neun Monaten des Jahres kam es zu einem Überschuß in der Gesamtbilanz in Höhe von 100 Millionen Dollar, der durch einen Anstieg der Nettoposition der Banken etwas mehr als ausgeglichen wurde. Im letzten Quartal war die Zahlungsbilanz dagegen mit 125 Millionen Dollar passiv. Gleichzeitig erhöhten sich die Nettoforderungen der Banken an das Ausland um weitere 55 Millionen Dollar, so daß die Währungsreserven um netto 180 Millionen Dollar zurückgingen. Zu einem erheblichen Teil beruhte das Defizit vom letzten Quartal auf den Zweifeln an der Aufrechterhaltung der Währungsparität nach der Abwertung des Pfund Sterlings. Diese Zweifel führten zu Vorauszahlungen schwedischer Importeure an ihre ausländischen Lieferanten und zum Abzug von Auslandsguthaben bei schwedischen Banken. Durch eine gewisse Anspannung der Kreditpolitik konnte die Krise bis zum Jahresende überwunden werden, und im ersten Quartal 1968 war die Zahlungsbilanz nahezu ausgeglichen. Die Kreditinstitute verringerten ihre Nettoauslandsforderungen um 75 Millionen Dollar, und dies schlug sich in einem entsprechenden Anstieg der Währungsreserven nieder.

*Österreich.* Der Überschuß der Zahlungsbilanz, der sich im Jahre 1967 auf 205 Millionen Dollar belief, führte im Rahmen der erweiterten Devisenbilanz vor allem zu einer Zunahme der zentralen Währungsreserven. Die Devisenreserven erhöhten sich um 140 Millionen Dollar, und die IWF- und AKV-Position stieg um 15 Millionen Dollar. Dem Rest des Überschusses entsprach eine Abnahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken um 50 Millionen Dollar. Im ersten Quartal von 1968 kam es zu einem weiteren Überschuß von 50 Millionen Dollar, doch nahmen die amtlichen Nettoreserven um 70 Millionen Dollar ab. Der Unterschied erklärt sich aus einem weitgehend saisonbedingten Anstieg der Nettoauslandsforderungen der Banken um 120 Millionen Dollar.

*Sonstige europäische Länder.* Das Zahlungsbilanzdefizit von *Spanien* verringerte sich 1967 auf 155 Millionen Dollar und wurde ausschließlich durch eine IWF-Ziehung in Höhe von 165 Millionen Dollar finanziert. Die Gold- und Devisenreserven

nahmen im gesamten Jahr geringfügig um 10 Millionen Dollar zu. Im ersten Vierteljahr von 1968 verringerten sie sich jedoch um 75 Millionen Dollar. Der Zahlungsbilanzüberschuß *Portugals* nahm dagegen von 115 Millionen Dollar im Jahre 1966 auf 175 Millionen Dollar im Jahre 1967 zu. Der Überschuß vom Jahre 1967 schlug sich in Höhe von 35 Millionen Dollar in einer Zunahme der Auslandsforderungen der Kreditinstitute nieder. Im Ausmaß der Differenz erhöhten sich die Währungsreserven, darunter der Goldbestand um 55 Millionen Dollar.

Die Zahlungsbilanz *Norwegens* verbesserte sich ebenfalls von 1966 auf 1967. An die Stelle einer ausgeglichenen Bilanz trat ein Überschuß von 165 Millionen Dollar. Die Devisenreserven stiegen um 130 Millionen Dollar, und die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken verringerten sich um 30 Millionen Dollar. *Dänemark* hatte im Jahre 1967 ein Zahlungsbilanzdefizit von 65 Millionen Dollar zu verzeichnen, das praktisch vollständig in der ersten Jahreshälfte anfiel. Die Währungsreserven nahmen in den ersten zehn Monaten des Jahres um 120 Millionen Dollar ab, da neben dem Zahlungsbilanzdefizit eine Erhöhung der Devisenposition der Banken um 65 Millionen Dollar zu finanzieren war. Als sich die Devisenposition der Geschäftsbanken darauf im November und Dezember um 45 Millionen Dollar verringerte, nahmen die Währungsreserven um etwa den gleichen Betrag zu. Die Zahlungsbilanz *Finnlands* war im Jahre 1967 mit 80 Millionen Dollar passiv. Dieses Defizit konnte aus den IWF-Ziehungen in Höhe von 95 Millionen Dollar voll finanziert werden, und da sich außerdem die Auslandsposition der Kreditinstitute um 15 Millionen Dollar verringerte, nahm der Gold- und Devisenbestand um 30 Millionen Dollar zu. Im ersten Quartal von 1968 verbesserte sich die Zahlungsbilanz beträchtlich, und infolgedessen erhöhten sich die finnischen Währungsreserven um 100 Millionen Dollar.

*Kanada*. Der Zahlungsbilanzüberschuß von 350 Millionen US-Dollar schlug sich zum größten Teil in einem Anstieg der kurzfristigen Nettoauslandsforderungen der Geschäftsbanken in Höhe von 320 Millionen Dollar nieder. Die zentralen Nettowährungsreserven nahmen infolgedessen lediglich um 30 Millionen Dollar zu. Der amtliche Goldbestand verringerte sich im Zusammenhang mit Verkäufen von 150 Millionen Dollar an das US-Schatzamt um 30 Millionen Dollar, und die Nettoposition im IWF wies ebenfalls einen geringfügigen Rückgang auf. Doch wurden diese Veränderungen durch eine Zunahme der Devisenreserven und anderer zentraler Währungsreserven mehr als ausgeglichen. Sowohl der Überschuß der Gesamtbilanz als auch die Zunahme der Währungsreserven wären allerdings noch etwas größer gewesen, wenn nicht die kanadische Regierung eigene Schuldverschreibungen und Schuldverschreibungen der Weltbank aus den Vereinigten Staaten erworben hätte. Diese Käufe beliefen sich auf 60 Millionen Dollar, verglichen mit 175 Millionen Dollar im Jahr zuvor. Der Zweck dieser Transaktionen bestand darin, die kanadischen Gold- und US-Dollar-Reserven einschließlich der Nettogläubigerposition im IWF unter der mit den US-Behörden als Gegenleistung für die Freistellung Kanadas von der amerikanischen Zinsausgleichssteuer vereinbarten Grenze von 2 550 Millionen Dollar zu halten.

Im ersten Quartal von 1968 kam es zu einer plötzlichen Umkehr in der kanadischen Zahlungsbilanz in ein Defizit von 710 Millionen Dollar. Neben

Kanada: Erweiterte Devisenbilanz

	1966	1967					1968
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)						
Zentrale Währungsposition (netto)	- 280	+ 30	- 35	- 55	+ 70	+ 50	- 815
davon							
Gold	- 105	- 30	+ 35	- 15	+ 35	- 85	- 40
Devisen	- 325	+ 60	- 70	- 15	+ 15	+ 130	+ 15
IWF- und AKV-Nettoposition	+ 95	- 15	+ 20	- 20	+ 5	- 20	- 435
Sonstige Forderungen (netto)	+ 55	+ 15	- 20	- 5	+ 15	+ 25	- 355
Nettodevisenposition der Banken	+ 425	+ 320	- 280	+ 110	+ 215	+ 275	+ 105
Gesamtsaldo	+ 145	+ 350	- 315	+ 55	+ 265	+ 325	- 710

saisonalen Faktoren trugen hierzu beträchtliche Kapitalabflüsse bei, die durch die US-Zahlungsbilanzmaßnahmen ausgelöst wurden. Gleichzeitig flossen durch Transaktionen der Geschäftsbanken Mittel im Betrage von 105 Millionen Dollar ins Ausland ab, so daß sich die Nettowährungsreserven um 815 Millionen Dollar verringerten. Ein Betrag von 426 Millionen Dollar wurde beim IWF gezogen, und außerdem griff Kanada in erheblichem Umfang auf seine Swaplinie bei der Federal Reserve Bank von New York zurück. Als Folge dieser Kreditaufnahmen und weiterer Goldverkäufe in Höhe von 50 Millionen Dollar an das US-Schatzamt erhöhten sich die Devisenreserven in diesem Quartal um 15 Millionen Dollar. Im April besserte sich die Situation wieder, und die zentralen Nettowährungsreserven stiegen um 230 Millionen Dollar.

*Japan.* Von 1966 auf 1967 schlug der Saldo der Zahlungsbilanz von einem Überschuß von 320 Millionen Dollar in ein Defizit von 570 Millionen Dollar um. Diese Verschlechterung um 890 Millionen Dollar wurde durch eine Umkehrung in der Nettodevisenposition der Geschäftsbanken finanziert, die sich im vergangenen Jahr um 515 Millionen Dollar verschlechterte, nachdem sie sich 1966 um 385 Millionen Dollar verbessert hatte. Die Nettowährungsreserven nahmen infolgedessen in beiden Jahren um etwa 60 Millionen Dollar ab. Im Gegensatz zu 1966 schlug sich der Rückgang im Jahre 1967 jedoch in der IWF-Position Japans nieder, während die übrigen amtlichen Nettoreserven um 25 Millionen Dollar zunahmen. Im ersten Vierteljahr von 1968 hielt das Defizit der Zahlungsbilanz mit 250 Millionen Dollar weiter an. Es wurde zum größten Teil durch einen weiteren Anstieg der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 205 Millionen Dollar finanziert.

### Devisenmärkte

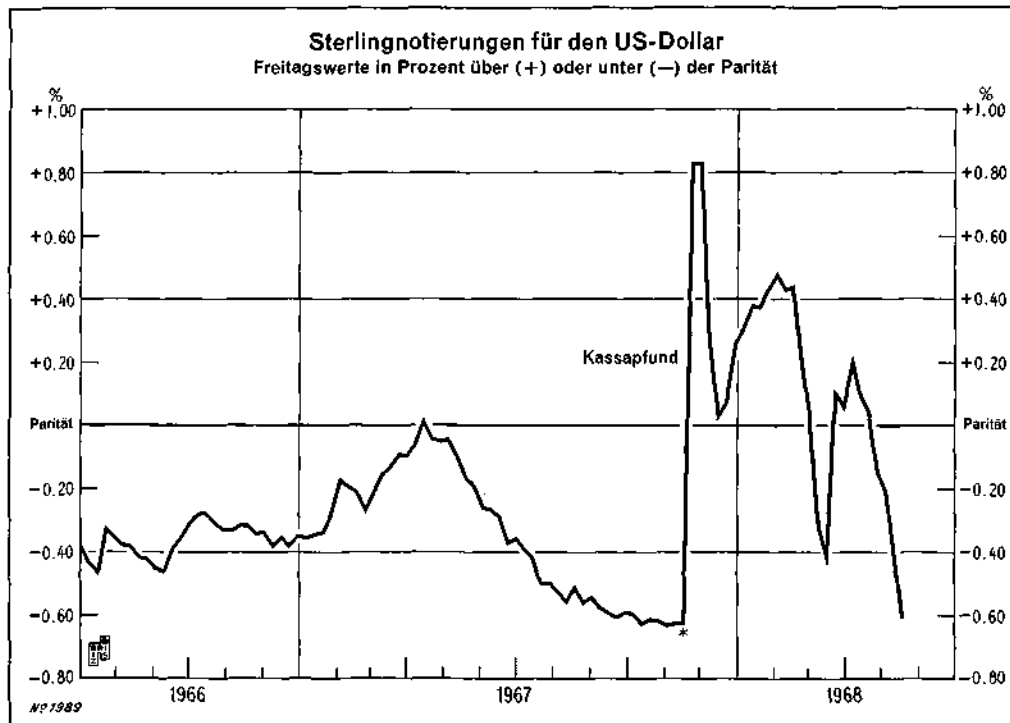
An den Devisenmärkten gehörte die Entwicklung während der Berichtsperiode zu den unruhigsten seit dem Krieg. Der Ausbruch der Nahostkrise Anfang Juni 1967 setzte beide Reservewährungen einer gewissen Belastung aus. Von da an kam es zu einem anhaltenden und wachsenden Druck auf das Pfund Sterling, der zu der Abwertung vom 18. November führte. Da die Abwertung des Pfund Sterlings zu

einer Zeit erfolgte, als das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit einen ziemlich hohen Stand erreichte, lenkte sie die Aufmerksamkeit auf die Situation der anderen Reservewährung. Alsbald geriet der Dollar an den Devisenmärkten unter sehr starken Druck, und es setzten umfangreiche Verlagerungen von Mitteln in die wichtigsten kontinentaleuropäischen Währungen ein. Gleichzeitig kam es ganz allgemein zu Konversionen aus den Währungen in das Gold. Unter diesen Umständen bestand zeitweise die Tendenz, daß der normale Devisenhandel oder die Zinsarbitrage von den Markterwartungen in bezug auf mögliche grundlegende Änderungen im internationalen Währungssystem völlig überspielt wurden.

Aufeinander abgestimmte amtliche Interventionen trugen, zusammen mit wiederholten Versicherungen, daß die Goldparität des Dollars aufrechterhalten werden würde, dazu bei, bis Ende Dezember wieder geordnetere Marktverhältnisse herzustellen. Zu Beginn des neuen Jahres bildeten die Ankündigung weiterer Zahlungsbilanzmaßnahmen durch die amerikanische Regierung und der saisonbedingte Mittelrückfluß aus Kontinentaleuropa vorübergehende Stabilisierungsfaktoren. Im März führte die letzte Phase der Goldkrise zu Marktstörungen, die denen nach der Abwertung des Pfund Sterlings vergleichbar waren. Gegen Ende des Monats milderten sich die Spannungen jedoch wieder, und im April wurde die Marktlage sowohl durch die Aussicht auf Friedensgespräche über Vietnam als auch durch die Fortschritte in bezug auf die Verabschiedung der Steuererhöhung in den Vereinigten Staaten günstig beeinflußt. Im Mai geriet der Markt allerdings erneut ins Ungleichgewicht. Die Situation scheint so lange leicht instabil zu bleiben, bis ein greifbarer Beweis für ein besseres Gleichgewicht in der internationalen Zahlungsbilanzlage besteht.

Abgesehen vom Schweizer Franken und der Deutschen Mark hat sich die Stellung aller wichtigen kontinentaleuropäischen Währungen im Verlauf des Jahres 1967 bis zum Zeitpunkt der Abwertung des Pfund Sterlings beträchtlich verstärkt. Andererseits hatten der Schweizer Franken und die Deutsche Mark im dritten Quartal gegenüber dem Dollar nachgegeben. Nach der Pfundabwertung waren jedoch alle wichtigen kontinentaleuropäischen Währungen bis fast zum Jahresende fest. Im Zusammenhang mit dem saisonbedingten Mittelabfluß nach dem Jahreswechsel gaben sie deutlich nach, wurden während der Goldkrise vom März 1968 vorübergehend wieder viel fester und neigten danach erneut zum Nachgeben. Mitte Mai geriet der französische Franken unter Druck, während sich die Deutsche Mark und der Schweizer Franken merklich befestigten.

*Pfund Sterling.* Da in den ersten vier Monaten des Jahres 1967 erhebliche Mittel nach London zurückflossen, erhöhte sich die Kassanotierung des Pfundes von 2,79 Dollar zu Beginn des Jahres bis Mitte April auf etwas über die Parität. Vom Mai bis zur Abwertung hat sich indessen der Kurs des Pfund Sterlings unter dem Einfluß der verschiedenen Faktoren, die auf Seite 5f. in Kapitel I aufgezählt wurden, fortschreitend verschlechtert. Ende Juni lag der Kassakurs bei 2,79 Dollar, Anfang September ging er unter 2,78  $\frac{1}{2}$  Dollar zurück, und von Mitte Oktober an wurde er bei etwa 2,78  $\frac{1}{4}$  Dollar gehalten. Außerdem erhöhte sich der Deport für das Dreimonatspfund gegenüber dem Dollar von der Jahresmitte bis zum Zeitpunkt der Abwertung von weniger als  $\frac{1}{2}$  Prozent p. a. auf 1  $\frac{3}{4}$  Prozent.



\* Neue Parität ab 18. November.

Zur Zeit der Paritätsänderung am 18. November befand sich das Pfund in einer stark ausverkauften Lage. Als der Devisenmarkt wieder eröffnet wurde, führte somit die Notwendigkeit, die extremen ungedeckten Baissepositionen glattzustellen, sofort dazu, daß die Kassanotiz an die neue Obergrenze von 2,42 Dollar hinaufschnellte, wo sie auch für den Rest des Monats verharrte. Anfang Dezember begann der Kurs jedoch ziemlich unvermittelt zu fallen, und obgleich der Verkaufsdruck nicht stark war, befanden sich die Notierungen Mitte des Monats kaum noch über der neuen Parität von 2,40 Dollar. Der Grund hierfür lag teils in der beträchtlichen Nachfrage nach Gold und teils in der Befürchtung, daß die Abwertung nicht durch entsprechende Maßnahmen zur Beschränkung der Inlandsnachfrage untermauert werden würde. Da die Terminkurse nun nicht mehr amtlich gestützt wurden, erhöhte sich der Deport für das Dreimonatspfund gegenüber dem Dollar auf nahezu 5 Prozent p.a. Das war erheblich mehr als die Zinsdifferenz zugunsten des Pfund Sterlings.

Gegen Ende des Jahres verstärkte sich die Position des Pfund Sterlings sowohl auf dem Kassa- als auch auf dem Terminmarkt, und diese Verbesserung hielt bis in den Januar hinein an. Der Kassanotiz kam die Erwartung drastischer Kürzungen bei den öffentlichen Ausgaben zugute, obgleich diese Einsparungen, als sie dann tatsächlich bekanntgegeben wurden, einige Enttäuschung hervorriefen. Außerdem wurde der Kassakurs durch die Nachfrage nach Pfund Sterling zur Glattstellung fälliger Terminabschlüsse gestützt. Anfang Februar hatte sich die Kassanotierung auf etwa  $2,41\frac{1}{8}$  Dollar verbessert, und der Deport für Dreimonatspfunde war unter 3 Prozent p.a. gefallen. Trotz niedrigeren Zinssätzen

am Eurodollarmarkt verblieb jedoch weiterhin eine beachtliche Zinsarbitragemarge zuungunsten des Pfund Sterlings.

Diese ruhigere Zeitspanne wurde durch die Reaktion des Marktes auf die Bekanntgabe der Ausgabenschätzungen der Regierung für das kommende Haushaltsjahr am 21. Februar jäh beendet. Der Kassakurs gab scharf auf 2,40 ½ Dollar nach, und mit dem Wiederaufleben der Unruhe an den Gold- und Devisenmärkten Anfang März kam es zu beträchtlichen Verkäufen von Pfund Sterling. Ein Fallen der Kassanotiz unter 2,39 Dollar wurde verhindert, doch der Deport für das Dreimonatspfund stieg zeitweise auf über 10 Prozent p. a., was zweifellos zu einer Zunahme der Kassaverkäufe führte. Die Washingtoner Verlautbarung der Notenbankgouverneure vom 17. März trug dazu bei, die gespannte Lage an den Devisenmärkten etwas zu beruhigen, und vor allem die Bekanntgabe weiterer internationaler Währungshilfe für das Vereinigte Königreich wirkte sich günstig auf die Position des Pfund Sterlings aus. Zwei Tage später folgte die Veröffentlichung des britischen Haushaltsvoranschlags, der hinsichtlich der Beschränkung der privaten inländischen Nachfrage über die Markterwartungen hinausging. Der Kassakurs stieg kurz auf 2,40 ½ Dollar, doch von Anfang April an begann er wieder nachzugeben, und gegen Ende Mai lag er bei 2,38 ½ Dollar. Am Terminmarkt blieb das Pfund schwach, obschon sich der Deport von seinem Höchststand von Mitte März beträchtlich ermäßigte.

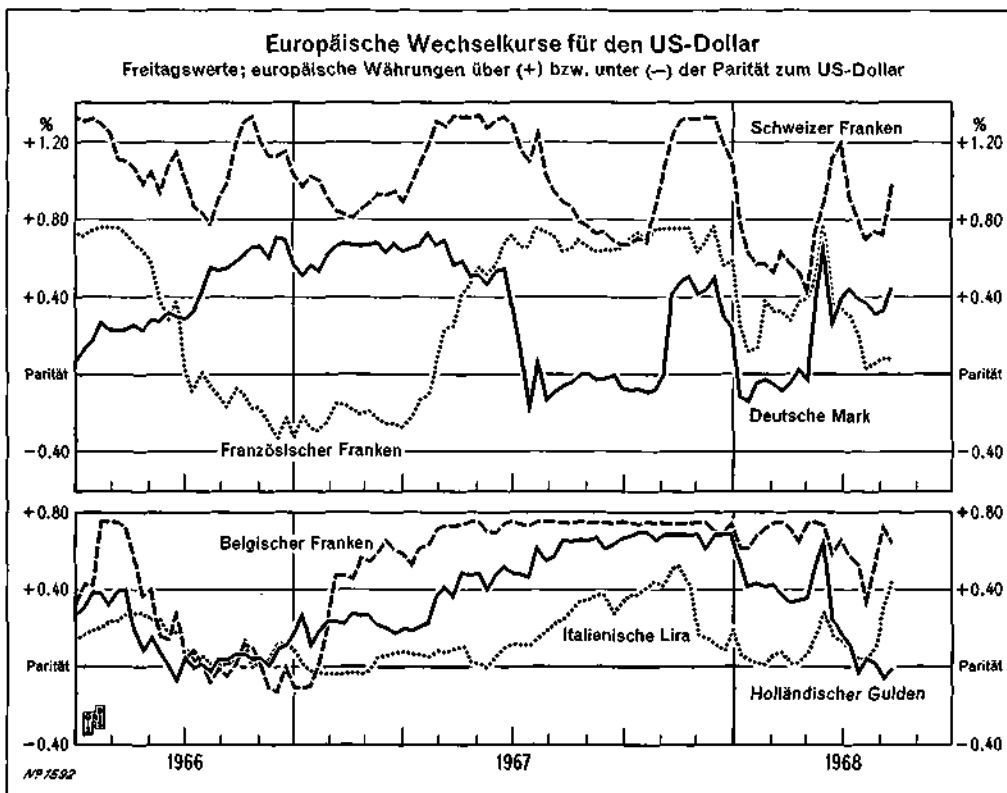
*Schweizer Franken.* In Übereinstimmung mit der üblichen saisonalen Entwicklung gab der Schweizer Franken Anfang 1967 gegenüber dem Dollar nach, und während des größten Teils der ersten vier Monate des Jahres lag der Kassakurs bei etwa 4,33 Schweizer Franken. Doch gegen Ende April, als die Zinssätze an den inländischen Geldmärkten der allgemeinen abwärtsgerichteten Entwicklung an den übrigen Finanzplätzen nicht folgten, verstärkte sich die Notiz auf 4,31 ½ Schweizer Franken. Bei diesem Kurs intervenierte die Schweizerische Nationalbank am Markt. Gleichzeitig verschwand am Terminmarkt vorübergehend der Report gegenüber dem Dollar. Die Kassanotiz verblieb bis Ende Juni auf ihrem Niveau. Der Kriegsausbruch im Nahen Osten brachte erhebliche Mittelzuflüsse mit sich, und obgleich diese Zuflüsse nicht über den Zeitpunkt des Waffenstillstands hinaus anhielten, verhinderte der Liquiditätsbedarf der Schweizer Banken zum Halbjahresultimo, daß sich eine Umkehrung des Zuflusses herausbilden konnte.

Nach der Jahresmitte gingen die Zinssätze im Inland zurück, und im Juli wurde der amtliche Diskontsatz herabgesetzt. Es kam zu kurzfristigen Kapitalabflüssen ins Ausland, und die Kassanotierung schwächte sich bis Ende August auf über 4,34 Schweizer Franken ab. Sie verharrte bis gegen Ende Oktober ungefähr auf diesem Niveau, während sich am Terminmarkt ein beachtlicher Report herausbildete.

Im Oktober versteifte sich die Situation am Geldmarkt, und die Kassakurse begannen sich erneut zu befestigen. Die Erwartung einer Pfundabwertung verstärkte diese Entwicklung, und am 17. November, dem Tag vor der Abwertung, lag der Kassakurs bei 4,31 ½ Schweizer Franken. Aber erst die darauffolgende Unsicherheit führte zu einer außergewöhnlich großen Nachfrage nach Franken. Diese Entwicklung fiel mit den üblichen Jahresendtransaktionen der Schweizer Banken zusammen. Doch ihr eigenständiger Einfluß zeigte sich einmal darin, daß die

Schweizer Banken ihren Liquiditätsbedarf in dieser Situation vorwiegend durch endgültige Verkäufe von Devisen statt wie sonst durch Verkäufe auf der Basis von Swapabschlüssen mit der Nationalbank deckten, sowie zum andern auch in einem Anstieg des Reports für Terminfranken, der dazu führte, daß die Nationalbank im Auftrag der US-Behörden für 65 Millionen Dollar Franken am Terminmarkt verkaufte.

Kurz vor dem Jahresende begann der Schweizer Franken nachzugeben, und Mittelabflüsse zu Beginn des neuen Jahres bewirkten eine Abschwächung des Kassakurses auf über 4,35 Schweizer Franken Ende Februar — seinen niedrigsten Stand seit vielen Jahren. Diese Mittelabflüsse vollzogen sich trotz einem Report für Dreimonatsfranken, der bis zu 3 Prozent p.a. ging. Hierin spiegelte sich das ausgeprägte internationale Zinsgefälle wider, das zu jener Zeit bestand. Mit der Wiederkehr der Goldspekulation Mitte März befestigte sich der Schweizer Franken sowohl am Kassa- als auch am Terminmarkt kräftig. Die Notierungen gaben im April erneut nach, doch bis Ende Mai hatte sich der Kassakurs gegenüber dem Dollar auf  $4,29\frac{3}{4}$  Schweizer Franken verbessert.



*Deutsche Mark.* Trotz sehr erheblichen Geldexporten der deutschen Geschäftsbanken hielt der Zahlungsbilanzüberschuß den Kassakurs der Deutschen Mark gegenüber dem Dollar im größten Teil der ersten vier Monate von 1967 nahe an seiner oberen Grenze. Unter dem Einfluß fortgesetzter kurzfristiger Kapitalexporte begann die Deutsche Mark jedoch im Mai am Kassamarkt nachzugeben. Gleichzeitig entstand ein Dreimonatsreport von 1 Prozent p.a.

Um den Liquiditätsexport der Banken zu erschweren, dehnte die Bundesbank im Juli ihre Spanne zwischen dem Kassa-Ankaufs- und -Verkaufskurs für US-Dollar von  $\frac{1}{2}$  Pfennig auf  $2\frac{1}{2}$  Pfennig aus. Dadurch erhöhte sich das Risiko von Kursverlusten bei kurzfristigen Fremdwährungsanlagen im Ausland. Infolgedessen stieg der Report der Deutschen Mark von etwas über 1 Prozent auf mehr als  $1\frac{1}{2}$  Prozent p. a. Mitte des Monats. Der Kassakurs, der sich im Juni aus den gleichen Gründen wie beim Schweizer Franken etwas gefestigt hatte, gab gleichzeitig scharf nach, und zwar auf knapp unter die Parität zum Dollar. Die Notierungen schwankten dann bis Anfang November ziemlich eng um diese Werte.

Es kam dann zu beträchtlichen Mittelzuflüssen in die Bundesrepublik Deutschland, und am 17. November hatte sich der Kassakurs gegenüber dem Dollar auf nahezu 3,98 Deutsche Mark befestigt. Dieser Entwicklung folgte ein Anstieg des Reports auf über 3 Prozent p. a. am 24. November. Zu diesem Zeitpunkt begann die Notenbank, den Geschäftsbanken Dollarbeträge auf der Basis kurzfristiger Swapgeschäfte zu Swapsätzen anzubieten, die erheblich unter den Marktsätzen lagen. Dies trug ebenso zu einer Aufrechterhaltung der Dollaranlagen wie zu einem Wiederexport früher zurückgezogener Gelder bei. Die Nachfrage nach Deutscher Mark befestigte sich Mitte Dezember erneut, doch da sich die Marktlage um die Jahreswende beruhigte, kam es zu erheblichen Geldexporten. Der Report, der nicht mehr durch amtliche Interventionen niedrig gehalten wurde, stieg kurze Zeit wieder auf 3 Prozent p. a. Im weiteren Verlauf ging er jedoch in Übereinstimmung mit der Entwicklung der Zinssätze am Eurodollarmarkt wieder zurück. Trotz größeren Käufen am Markt durch die Federal Reserve Bank zur Rückzahlung früher in Anspruch genommener Swaps fiel die Kassanotiz etwas unter ihre Dollarparität. Dies änderte sich im März, als die Nachfrage nach Deutscher Mark sowie nach allen anderen wichtigeren kontinentaleuropäischen Währungen plötzlich sehr stark wurde. Der Kassakurs verbesserte sich von 3,99 auf 3,97 Deutsche Mark, und der Dreimonatsreport gegenüber dem Dollar stieg von 2 auf  $3\frac{1}{2}$  Prozent p. a. Die Bundesbank bot den Geschäftsbanken wiederum günstige Sätze für kurzfristige Kurssicherungsgeschäfte in Dollar an. Bis Anfang Mai hatte sich die Kassanotierung auf  $3,98\frac{1}{2}$  Deutsche Mark abgeschwächt, aber im weiteren Verlauf des Monats befestigte sich die Deutsche Mark bis nahe an ihre obere Grenze gegenüber dem Dollar.

*Französischer Franken.* Der Kassakurs gegenüber dem Dollar, der in den letzten Monaten von 1966 beträchtlich zurückgegangen war, blieb im ersten Quartal von 1967, mit Schwankungen um 4,95 französische Franken, unterhalb der Parität. Im April und Mai befestigte sich der Franken unter dem Einfluß der angespannten Liquiditätslage der Banken jedoch rasch, und die Nahostkrise brachte eine weitere Verbesserung der Kassanotierung, bis sie Ende Juni nahe an ihrer oberen Grenze von 4,90 Franken lag. Und obschon in der zweiten Jahreshälfte ein Zahlungsbilanzdefizit sichtbar wurde, verharteten die Notierungen bis fast zum Jahresende auf diesem Niveau. Von entscheidender Bedeutung hierfür war, daß der Passivsaldo durch beträchtliche Mittelzuflüsse zu den Banken mehr als ausgeglichen wurde. Allein im November erhöhten sich die Währungsreserven um 335 Millionen Dollar.



Von Mitte Dezember 1967 an lag der Franken sichtlich schwächer. Das änderte sich jedoch mit dem Wiederaufleben der Goldspekulation im März. Anfang Mai war der Kassakurs wieder auf knapp über die Dollarparität zurückgegangen, und gegen Ende des Monats sank er als Folge der sozialen Unruhen in Frankreich auf seinen unteren Interventionspunkt gegenüber dem Dollar.

*Andere europäische Währungen.* Die Notierungen sowohl des *belgischen Frankens* als auch des *holländischen Guldens* befestigten sich, von etwa pari mit dem Dollar Ende 1966, bis nahe an ihre oberen Interventionspunkte, wo sie während nahezu des ganzen zweiten Halbjahrs 1967 blieben. In beiden Fällen war diese Entwicklung mit einer Rückkehr zu Zahlungsbilanzüberschüssen im Verlauf des Jahres verbunden. Der Aufwärtstrend der Devisenkurse wurde im letzten Quartal durch umfangreiche Zuflüsse von kurzfristigem Kapital verstärkt. Wie anderswo schlug sich die Beunruhigung infolge der Pfundabwertung auch hier in einer Befestigung der Terminnotierungen gegenüber dem Dollar nieder, die, nachdem sie im größten Teil von 1967 einen geringen Deport aufgewiesen hatten, im November auf einen Report von etwa 2 Prozent p. a. stiegen. Seit Ende 1967 ist der belgische Franken, mit Ausnahme einer kurzen Periode im April 1968, verhältnismäßig fest geblieben. Demgegenüber ist der holländische Gulden Anfang Mai 1968 unter seine Dollarparität gesunken.

Im Verlauf von 1967 entwickelte sich die Notierung der *Lira* gegenüber dem Dollar fast in der gleichen Weise wie die des belgischen Frankens und des holländischen Guldens. Der Kassakurs, der im größten Teil der ersten Jahreshälfte nur sehr geringe Schwankungen um die Parität aufgewiesen hatte, stieg zwischen Mitte Juni und November um etwa 0,5 Prozent. Zu einem großen Teil spiegelte sich hierin die saisonal günstige Entwicklung der Zahlungsbilanz im dritten Quartal wider, doch die Nachfrage nach Lire blieb auch in der Periode unmittelbar vor der Abwertung des Pfund Sterlings hoch. Gegen Ende November begann sich die saisonale Schwäche der Zahlungsbilanz bemerkbar zu machen, und Anfang 1968 war der Kassakurs gegenüber dem Dollar auf die Parität gefallen. Die Lira befestigte sich während der Goldkrise im März erneut, und Anfang Mai lag die Kassanotierung um etwa 0,4 Prozent über der Parität.

In den ersten neun Monaten des Jahres 1967 bewegte sich der Kassakurs der *schwedischen Krone* gegenüber dem Dollar im großen und ganzen in Übereinstimmung mit dem saisonalen Verlauf der Zahlungsbilanz. Die Notierung erhöhte sich von knapp unterhalb der Parität zu Beginn des Jahres auf 0,4 Prozent über der Parität Mitte Mai und bröckelte danach im dritten Quartal leicht ab. Nach der Pfundabwertung geriet die Krone unter beträchtlichen Druck — die schwedischen Devisenreserven nahmen im November 1967 um 115 Millionen Dollar ab —, und der Kassakurs gegenüber dem Dollar ging auf etwas unter die Parität zurück. Der Druck wurde durch ein Anziehen der kreditpolitischen Bremsen, das eine Erhöhung des amtlichen Diskontsatzes um 1 Prozent einschloß, gebrochen. Die Krone reagierte prompt mit einem Anstieg über die Parität, doch fiel sie gegen Ende Februar 1968 wieder auf ungefähr die Dollarparität zurück.

*Kanadischer Dollar.* Abgesehen von einer saisonbedingten Schwäche zu Anfang des Jahres hielt sich die Nachfrage nach kanadischen Dollar im größten Teil des

Jahres 1967 auf hohem Niveau. Der Kassakurs stieg in den Sommermonaten kontinuierlich an und hatte im Oktober seine obere Grenze von  $0,93\frac{1}{4}$  US-Dollar erreicht. Nach der Abwertung des Pfund Sterlings trat jedoch eine neue Situation ein. Die US-Zahlungsbilanzmaßnahmen, die am 1. Januar 1968 bekanntgegeben wurden, lösten umfangreiche Kapitalrückflüsse in die Vereinigten Staaten aus und brachten den kanadischen Dollar unter starken Druck. Der Kassakurs in US-Dollar fiel Mitte Januar auf etwas unter  $0,92$  US-Dollar, und die Bank von Kanada mußte den Kurs mit beträchtlichen Mitteln stützen. Infolge von Maßnahmen sowohl der kanadischen als auch der US-Behörden ließ der Druck im Februar etwas nach. Im Verlauf der Goldkrise vom März kam es zu weiteren beträchtlichen Mittelabflüssen, doch in der Folgezeit erholte sich der kanadische Dollar wieder auf  $0,92\frac{1}{4}$  US-Dollar Ende des Monats, und Anfang Mai hatte er sich auf  $0,92\frac{3}{4}$  US-Dollar befestigt.

### **Andere devisenwirtschaftliche Ereignisse**

Obschon die Abwertung des Pfund Sterlings um 14,3 Prozent am 18. November 1967 im Gegensatz zu 1949 nicht eine Anpassung der Währungsparitäten anderer wichtiger Länder nach sich zog, wurden gleichwohl die Währungen von 25 anderen Ländern abgewertet. Bei der überwiegenden Mehrzahl dieser Paritätsänderungen handelte es sich um kleinere Länder des Sterlingraums, deren wirtschaftliche und finanzielle Verbundenheit mit dem Vereinigten Königreich besonders eng geblieben ist. Weit bemerkenswerter ist demgegenüber die Tatsache, daß die größeren überseeischen Länder der Sterlingzone der Abwertung des Pfund Sterlings nicht folgten und damit ihre Währungen gegenüber dem Pfund aufwerteten. Im Falle Indiens hatte bereits im Juni 1966 eine Abwertung um 36 Prozent stattgefunden, und Ghana hatte im Juli 1967 um 30 Prozent abgewertet. Doch was die anderen Länder anlangt, so deutet das Festhalten an der bestehenden Parität darauf hin, daß sich die Auffächerung der außenwirtschaftlichen Beziehungen von Ländern wie Australien, Südafrika, Pakistan, Malaysia und einiger ost- und westafrikanischer Staaten seit 1949 erheblich verstärkt hat. Drei Länder des Sterlingraums, nämlich Neuseeland, Ceylon und Island, werteten mehr als das Vereinigte Königreich ab. Dabei spielten ihre eigenen Zahlungsbilanzschwierigkeiten eine Rolle, die vermutlich durch die Abwertung des Pfund Sterlings verstärkt worden wären.

Außerhalb des Sterlingraums werteten lediglich Spanien und Israel im gleichen Ausmaß wie das Pfund ab. Dänemark folgte dem Pfund ein Stück Weges nach unten, und die Pataka von Macau wurde ebenfalls mäßig abgewertet, um ihre Parität mit dem Hongkong-Dollar aufrechtzuerhalten.

Von der Erweiterung der direkten Zahlungsbilanzkontrollen in den Vereinigten Staaten abgesehen, die in Kapitel I beschrieben wurde, handelte es sich bei den anderen wichtigen devisenwirtschaftlichen Entwicklungen im Berichtszeitraum vor allem um Wechselkursanpassungen. In Finnland setzte sich im Oktober 1967 die Erkenntnis durch, daß die Wiederherstellung der finnischen Wettbewerbsposition ohne eine Wechselkursänderung ein außergewöhnlich großes Opfer in

Währungsabwertungen im November 1967

	Währung	Einheiten je US-Dollar		Abwertungs- satz in Prozent	Neue Parität in Kraft seit
		Alte Parität	Neue Parität		
<b>Sterlingraum</b>					
Bermuda . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	18. November 1967
Britisch-Honduras . . . . .	Dollar	1,42857	1,66667	14,29	18. November 1967
Ceylon . . . . .	Rupie	4,76190	5,95237	20,00	21. November 1967
Falklandinseln . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	18. November 1967
Fidschiinseln* . . . . .	Pfund	0,39643	0,43542	8,95	26. November 1967
Gambia . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	21. November 1967
Gibraltar . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	18. November 1967
Guayana . . . . .	Dollar	1,71429	2,0	14,29	20. November 1967
Hongkong* . . . . .	Dollar	5,71429	6,06061	5,71	22. November 1967
Irland . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	18. November 1967
Island . . . . .	Krone	43,0	57,0	24,56	27. November 1967
Jamaika . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	21. November 1967
Malawi . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	20. November 1967
Malta . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	19. November 1967
Mauritius und Seychellen . . . . .	Rupie	4,76190	5,55556	14,29	18. November 1967
Neuseeland . . . . .	Dollar	0,71919	0,89286	19,45	20. November 1967
Sierra Leone . . . . .	Leone	0,71429	0,83333	14,29	21. November 1967
Südjemen . . . . .	Dinar	0,35714	0,41667	14,29	18. November 1967
Trinidad und Tobago . . . . .	Dollar	1,71429	2,0	14,29	22. November 1967
Vereinigtes Königreich . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	18. November 1967
Westindien (Ostkaribien) . . . . .	Dollar	1,71429	2,0	14,29	18. November 1967
Zypern . . . . .	Pfund	0,35714	0,41667	14,29	20. November 1967
<b>Übrige Länder</b>					
Dänemark . . . . .	Krone	6,90714	7,50	7,90	21. November 1967
Israel . . . . .	Pfund	3,0	3,50	14,29	19. November 1967
Macau . . . . .	Pataka	5,71429	6,06061	5,71	27. November 1967
Spanien . . . . .	Peseta	60,0	70,0	14,29	20. November 1967

\* Nach der Aufwertung.

Form von Arbeitslosigkeit verlangen würde. Nach einer Zeitspanne von zehn Jahren wurde daher die Finnmark am 12. Oktober 1967 um rund 23,8 Prozent abgewertet. Die neue Parität zum US-Dollar beträgt 4,19997 Finnmark. In Ungarn wurde der Kurs für konvertible Währungen, der nichtkommerziellen Transaktionen zugrunde gelegt wird, Anfang 1968 von 24 Forint für 1 US-Dollar auf 30 Forint erhöht. Wahrscheinlich stand diese Abwertung mit Preisreformen im Inland in Zusammenhang, die zu jener Zeit durchgeführt wurden.

In Lateinamerika folgten der Abwertung des brasilianischen Cruzeiro im Februar und des argentinischen Peso im März 1967 im weiteren Verlauf des Jahres abwärtsgerichtete Kursanpassungen des peruanischen Sol und des uruguayischen Peso sowie im Dezember eine weitere Abwertung des Cruzeiro um 16 Prozent.

Nachdem die tatsächliche Parität sieben Jahre lang 26,82 Soles = 1 US-Dollar betragen hatte, stellte die peruanische Notenbank Ende August 1967 die Kursstützung ein. Von entscheidender Bedeutung hierfür waren Verluste an Währungsreserven, die auf wachsenden außenwirtschaftlichen Defiziten und einer

Kapitalflucht beruhen. Anfang Oktober wurde ein System doppelter Wechselkurse eingeführt. Die Exporteure müssen Deviseneinnahmen an die Zentralbank abliefern und erhalten dafür Dollarzertifikate. Seit der Einführung dieses Systems ist der Kurs für die Devisenzertifikate bei 38,7 Soles = 1 US-Dollar stabilisiert worden, wodurch sich eine tatsächliche Abwertung um rund 30,7 Prozent ergab. Für Transaktionen, die nicht den Außenhandel betreffen, besteht ein freier Devisenmarkt.

In Uruguay wurde der Peso nach drei im Laufe des Jahres vorgenommenen geringeren Abwertungen am 6. November 1967 um 50 Prozent auf eine neue amtliche Parität von 199 Pesos = 1 US-Dollar abgewertet. Im April 1968 wurde der amtliche Wechselkurs weiter auf 249 Pesos = 1 US-Dollar herabgesetzt.

Im übrigen Lateinamerika verschlechterten sich in der Berichtsperiode die freien Marktkurse des chilenischen Escudo und des kolumbischen Peso gegenüber dem Dollar beträchtlich.

In der übrigen Welt kam es in Mali und im Kongo zu Währungsabwertungen. Der Mali-Franken wurde am 5. Mai 1967 um 50 Prozent von 246,8 Franken auf 493,7 Franken = 1 US-Dollar abgewertet. Im Kongo wurde der Kongo-Franken am 23. Juni 1967 im Verhältnis 1 000:1 durch eine neue Währungseinheit, den Zaire, ersetzt. Gleichzeitig kam es zu einer Abwertung um  $66\frac{2}{3}$  Prozent, und die amtliche Parität wurde auf 1 Zaire = 2 US-Dollar festgesetzt.

In Frankreich wurde am 31. Mai 1968 vorübergehend wieder die Devisenkontrolle eingeführt. Überweisungen von Frankenkonto französischer Deviseninländer auf Frankenkonto von Devisenausländern sind nicht mehr ohne weiteres zulässig und müssen in allen Fällen durch ermächtigte Banken vorgenommen werden. Weiterhin dürfen Inländer ohne amtliche Genehmigung keine Vermögenswerte mehr im Ausland erwerben oder ausländische Zahlungsmittel in Frankreich besitzen. Ebenfalls genehmigungspflichtig sind die Ausfuhr aller Zahlungsmittel oder Wertpapiere durch oder für Inländer sowie jede Einfuhr und Ausfuhr von Gold.

## V. DER EUROGELDMARKT

Das Volumen der von den Banken der acht berichtenden europäischen Länder gewährten Eurogeldmarktkredite hat sich auch im Jahre 1967 weiterhin rasch ausgeweitet. Seine US-Dollar-Komponente, die bereits im Verlauf des Jahres 1966 von etwa 10 Milliarden auf über 13 Milliarden Dollar gestiegen war, nahm bis Ende 1967 weiter auf schätzungsweise etwa 16 Milliarden Dollar zu. Im Gegensatz zu 1966 ging der Anstoß zur Ausweitung des Marktes jedoch nicht in erster Linie von der Nachfrageseite aus. Sowohl die Verlangsamung des binnenwirtschaftlichen Wachstums und die damit verbundene Auflockerung der Kreditmärkte in einigen europäischen Ländern als auch die Fluchtbewegung aus dem Pfund Sterling führten zeitweise zu einem erheblichen Anstieg im Angebot an Eurodollarmitteln. Andererseits haben die internationalen politischen und monetären Spannungen gelegentlich sowohl die Nachfrage nach Eurodollar erhöht als auch zu beträchtlichen Mittelabzügen geführt. Infolgedessen kam es abwechselnd zu Perioden mit relativ leichten wie mit relativ angespannten Marktbedingungen. Während die Zinssätze im Jahre 1966 ziemlich gleichmäßig gestiegen waren, schwankten sie daher 1967 ganz beträchtlich.

Die regionale Zusammensetzung der Kreditgewährung war ebenfalls etwas differenzierter als im Jahre 1966. Unter dem Einfluß der Liquiditätsbeengung in den Vereinigten Staaten hatten amerikanische Deviseninländer, vor allem Banken, 1966 ungefähr drei Viertel des Mittelaufkommens aufgenommen, während etwa ein Viertel in andere Länder außerhalb des Berichtsgebietes geflossen war. Die Kreditgewährung an Endkreditnehmer innerhalb der berichtenden Länder hatte sich nur sehr wenig verändert. Im Jahre 1967 scheinen die Vereinigten Staaten dagegen lediglich etwa ein Viertel der neuen Mittel aufgenommen zu haben. Mehr als die Hälfte ging in die übrigen außerhalb des Berichtsgebiets liegenden Länder, und es kam zu einer beachtlichen Zunahme der Kreditgewährung an Endkreditnehmer innerhalb des Berichtsgebiets.

Ein weiteres Kennzeichen des Jahres 1967 bestand darin, daß die Währungsinstitutionen bei der Stabilisierung des Marktes eine größere Rolle spielten. Zur Zeit der Nahostkrise und aus verschiedenen Anlässen im vierten Quartal nahm die BIZ ihre Dollar-Swaplinie beim Federal Reserve System in Anspruch und legte die erhaltenen Mittel am Eurodollarmarkt an. Gegen Ende November begann die Deutsche Bundesbank, den Geschäftsbanken die Möglichkeit zum Abschluß von Kurssicherungsgeschäften (Swaptransaktionen) in US-Dollar zu Sätzen anzubieten, die unter denen des Marktes lagen. Dabei beschränkte sie die Verwendbarkeit dieser Dollarbeträge nicht wie bei früherer Gelegenheit auf den Erwerb von US-Schatzwechseln. Schließlich wirkten die Notenbanken Belgiens, der Niederlande und der Schweiz mit den amerikanischen Währungsbehörden bei der Stützung des Dollars an den Terminmärkten zusammen. Mit Hilfe dieser amtlichen Ausgleichstransaktionen konnte der Eurogeldmarkt im Jahre 1967 und im

**Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der berichtenden Banken einzelner Länder gegenüber Devisenausländern\***

	Monatsende	Verbindlichkeiten		Forderungen		Nettoposition		
		Landeswährung	Fremdwährung	Landeswährung	Fremdwährung	Landeswährung	Fremdwährung	Insgesamt
		Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg . . . . .	1966 Dezember	400	1 640	140	1 240	- 260	- 400	- 660
	1967 März	390	1 560	170	1 190	- 220	- 390	- 610
	Juni	440	1 730	170	1 270	- 270	- 460	- 730
	September	460	1 840	190	1 310	- 270	- 530	- 800
	Dezember	490	1 950	190	1 480	- 300	- 470	- 770
Deutschland (BR) . . . . .	1966 Dezember	1 490	390	760	540	- 730	150	- 580
	1967 März	1 290	320	920	920	- 360	600	240
	Juni	1 360	340	1 180	1 000	- 180	660	480
	September	1 480	330	1 330	990	- 130	660	530
	Dezember	1 630	350	1 230	1 170	- 600	820	220
Frankreich . . . . .	1966 Dezember	820	1 960	230	2 460	- 590	500	- 90
	1967 März	900	1 870	290	2 360	- 610	490	- 120
	Juni	900	1 900	290	2 480	- 610	580	- 30
	September	980	2 260	310	2 740	- 670	480	- 190
	Dezember	1 070	2 590	290	2 850	- 780	260	- 520
Italien . . . . .	1966 Dezember	440	2 520	190	2 730	- 250	210	- 40
	1967 März	460	2 250	200	2 320	- 260	70	- 190
	Juni	510	2 270	170	2 220	- 340	- 50	- 390
	September	470	2 600	200	2 580	- 270	- 40	- 310
	Dezember	550	2 920	200	2 940	- 350	20	- 330
Niederlande . . . . .	1966 Dezember	440	1 120	320	1 200	- 120	80	- 40
	1967 März	480	1 000	330	1 080	- 150	80	- 70
	Juni	510	1 120	300	1 120	- 210	-	- 210
	September	490	1 190	300	1 240	- 190	50	- 140
	Dezember	520	1 120	290	1 200	- 230	80	- 150
Schweden . . . . .	1966 Dezember	180	310	60	550	- 120	240	120
	1967 März	160	320	70	530	- 90	210	120
	Juni	180	310	60	620	- 120	310	190
	September	200	350	80	690	- 120	340	220
	Dezember	190	270	100	630	- 90	360	270
Schweiz . . . . .	1966 Dezember	1 810	2 230	1 390	2 690	- 420	460	40
	1967 März	1 910	2 280	1 600	2 940	- 310	660	350
	Juni	2 170	2 510	1 610	3 360	- 560	850	290
	September	2 170	2 660	1 700	3 610	- 470	950	480
	Dezember	2 450	2 800	1 750	3 480	- 700	680	- 20
Vereinigtes Königreich	1966 Dezember	5 610	8 360	3 530	8 460	-2 080	100	-1 980
	1967 März	6 050	8 550	3 570	8 250	-2 480	- 300	-2 780
	Juni	6 180	9 060	3 740	8 820	-2 440	- 240	-2 680
	September	5 720	10 010	3 700	9 860	-2 020	- 150	-2 170
	Dezember	4 770	10 390	3 270	10 480	-1 500	90	-1 410
Zusammen . . . . .	1966 Dezember	11 190	18 530	6 620	19 870	-4 570	1 340	-3 230
	1967 März	11 630	18 170	7 150	19 590	-4 480	1 420	-3 060
	Juni	12 250	19 240	7 520	20 890	-4 730	1 650	-3 080
	September	11 950	21 240	7 810	23 000	-4 140	1 760	-2 380
	Dezember	11 870	22 390	7 320	24 230	-4 550	1 840	-2 710
Kanada . . . . .	1966 Dezember	510	2 160	60	2 970	- 450	810	360
	1967 März	560	2 060	70	2 630	- 490	570	80
	Juni	510	2 260	70	2 890	- 440	630	190
	September	510	2 190	70	3 030	- 440	840	400
	Dezember	540	2 400	60	3 560	- 480	1 160	680
Japan . . . . .	1966 Dezember	320	2 840	-	3 260	- 320	420	100
	1967 März	320	3 100	-	3 210	- 320	110	- 210
	Juni	330	3 410	-	3 360	- 330	- 50	- 380
	September	350	3 450	-	3 490	- 350	40	- 310
	Dezember	370	3 740	-	3 700	- 370	- 40	- 410

\* Die Angaben dieser Tabelle beruhen teilweise auf anderen Quellen als die im übrigen Teil dieses Kapitels verwendeten Zahlen und sind daher mit diesen nicht vergleichbar.

ersten Quartal von 1968 weiterhin seine Rolle als echter internationaler Geld- und Kreditmarkt spielen.

*Gesamte Auslandspositionen.* Bevor im einzelnen auf die Tabellen über den Eurogeldmarkt eingegangen wird, mag es nützlich sein, einen Blick auf die gesamten Devisenpositionen der berichtenden Banken zu werfen. Dabei treten vor allem zwei Fakten hervor. Zuerst ergibt sich, daß die Auslandspositionen der Banken in Landeswährung, mit Ausnahme der Bundesrepublik Deutschland, wesentlich geringer sind als die in Fremdwährung. Das trifft sogar für das Vereinigte Königreich zu, dessen Währung in erheblichem Umfang zur Finanzierung des Welthandels verwendet wird. Nimmt man die acht europäischen Länder zusammen, so entfiel von den gesamten Auslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken Ende 1967 nur etwa ein Drittel und von ihren Auslandsforderungen weniger als ein Viertel auf Landeswährung. Bei Kanada und Japan war der Anteil der Landeswährung sogar noch geringer. Zweitens wiesen die Auslandspositionen in Landeswährung ohne Ausnahme Nettoverbindlichkeiten auf. In Kanada, Deutschland, Schweden und der Schweiz wurden die Nettoauslandsverbindlichkeiten in Landeswährung jedoch im allgemeinen durch Nettoauslandsforderungen in Fremdwährung mehr als ausgeglichen. Lediglich in Belgien und im Vereinigten Königreich waren die Nettoauslandspositionen in Fremdwährung überwiegend passiv.

Was die wichtigsten Veränderungen im Verlauf von 1967 anlangt, so erhöhten sich die gesamten Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken um etwa 5,1 Milliarden Dollar und ihre Verbindlichkeiten um 4,5 Milliarden Dollar. Der größte Teil davon entfiel auf einen Anstieg der Forderungen und Verbindlichkeiten in Fremdwährungen. Die verhältnismäßig geringe Zunahme der Forderungen und Verbindlichkeiten in Landeswährung ging teilweise auf eine Flucht aus dem Pfund Sterling zurück. Die Auslandsverbindlichkeiten der britischen Banken in Pfund Sterling nahmen um 840 Millionen Dollar ab, während ihre Verbindlichkeiten in Fremdwährungen sich um 2 030 Millionen Dollar ausweiteten. Demgegenüber nahmen die Verbindlichkeiten der Schweizer Banken in Landeswährung stärker zu als ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten, und in der Bundesrepublik Deutschland stand einer erheblichen Erhöhung der Verbindlichkeiten der Banken in Landeswährung eine Abnahme der Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber.

*Auslandspositionen in Fremdwährungen.* Am eigentlichen Eurogeldmarkt dehnten sich die Auslandsverbindlichkeiten der berichtenden europäischen Geschäftsbanken in US-Dollar, Deutscher Mark, Schweizer Franken, Pfund Sterling, französischen Franken, holländischen Gulden und italienischen Lire um insgesamt 3 810 auf 22 120 Millionen Dollar aus, und die Forderungen stiegen um 4 530 auf 24 440 Millionen Dollar. Der Zuwachs war etwas geringer als im Jahre 1966, als die Forderungen und Verbindlichkeiten um 4 140 bzw. 4 760 Millionen Dollar zugenommen hatten, doch war er, welchen Maßstab man auch immer anlegen mag, nach wie vor ganz beträchtlich.

Hinsichtlich der Zusammensetzung nach Währungen entfielen mehr als 85 Prozent des Anstiegs der Verbindlichkeiten auf US-Dollar und weniger als 15 Prozent

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

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition
		Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg	1966 Dezember	670	740	940	440	1 610	1 180	- 430
	1967 März	690	680	640	460	1 520	1 140	- 380
	Juni	750	730	970	490	1 720	1 220	- 500
	September	790	800	1 030	460	1 820	1 260	- 560
	Dezember	890	980	1 050	470	1 940	1 450	- 490
Deutschland (BR)	1966 Dezember	330	400	50	120	380	520	140
	1967 März	260	760	50	130	310	890	580
	Juni	270	790	60	190	330	980	650
	September	250	810	70	160	320	970	650
	Dezember	280	1 030	50	110	330	1 140	810
Frankreich <sup>2</sup>	1966 Dezember	1 330	1 860	630	600	1 960	2 460	500
	1967 März	1 170	1 620	700	740	1 870	2 360	490
	Juni	1 020	1 660	680	920	1 900	2 480	580
	September	1 290	1 780	970	960	2 260	2 740	480
	Dezember	1 700	1 890	890	970	2 590	2 860	270
Italien	1966 Dezember	1 930	2 090	590	640	2 520	2 730	210
	1967 März	1 640	1 690	610	640	2 250	2 330	80
	Juni	1 640	1 670	630	550	2 270	2 220	- 50
	September	1 820	1 980	780	580	2 600	2 560	- 40
	Dezember	2 140	2 260	780	680	2 920	2 940	20
Niederlande	1966 Dezember	790	550	350 <sup>3</sup>	510 <sup>3</sup>	1 140	1 060	- 80
	1967 März	690	470	330 <sup>3</sup>	600 <sup>3</sup>	1 020	1 070	50
	Juni	730	480	390 <sup>3</sup>	610 <sup>3</sup>	1 120	1 090	- 30
	September	780	600	400 <sup>3</sup>	580 <sup>3</sup>	1 180	1 180	-
	Dezember	810	650	300 <sup>3</sup>	480 <sup>3</sup>	1 110	1 130	20
Schweden	1966 Dezember	190	330	140	200	330	530	200
	1967 März	210	300	100	200	310	500	190
	Juni	210	320	90	270	300	590	290
	September	230	440	120	220	350	660	310
	Dezember	170	350	90	260	260	610	350
Schweiz <sup>4</sup>	1966 Dezember	1 890	2 780	210	440	2 100	3 220	1 120
	1967 März	1 920	2 780	260	500	2 180	3 280	1 100
	Juni	2 100	3 280	310	650	2 410	3 930	1 520
	September	2 260	3 310	310	680	2 570	3 990	1 420
	Dezember	2 430	3 520	310	610	2 740	4 130	1 390
Vereinigtes Königreich	1966 Dezember	7 590	7 310	680	900	8 270	8 210	- 60
	1967 März	7 760	6 950	700	1 020	8 460	7 980	- 480
	Juni	8 130	7 650	790	890	8 920	8 540	- 380
	September	9 070	8 520	790	1 020	9 860	9 540	- 320
	Dezember	9 560	9 190	670	990	10 230	10 180	- 50
Zusammen	1966 Dezember	14 720	16 060	3 590	3 850	18 310	19 910	1 600
	1967 März	14 330	15 260	3 590	4 290	17 920	19 550	1 630
	Juni	14 850	16 580	4 120	4 470	18 970	21 050	2 080
	September	16 490	18 240	4 470	4 660	20 960	22 900	1 940
	Dezember	17 980	19 870	4 140	4 570	22 120	24 440	2 320
Kanada	1966 Dezember	2 150	2 890	10 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2 160	2 970	810
	1967 März	2 040	2 550	20 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2 060	2 630	570
	Juni	2 250	2 810	10 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2 260	2 890	630
	September	2 170	2 950	10 <sup>5</sup>	80 <sup>5</sup>	2 180	3 030	850
	Dezember	2 400	3 510	10 <sup>5</sup>	70 <sup>5</sup>	2 410	3 580	1 170
Japan	1966 Dezember	2 550	2 870	300	380	2 850	3 250	400
	1967 März	2 820	2 890	280	310	3 100	3 200	100
	Juni	3 130	3 000	290	340	3 420	3 340	- 80
	September	3 180	3 120	290	350	3 470	3 470	-
	Dezember	3 490	3 340	260	340	3 750	3 680	- 70

<sup>1</sup> £, sfr, DM, hfl, FF und Lit.    <sup>2</sup> Nur Positionen gegenüber Banken.    <sup>3</sup> Nur £, sfr und DM; ab März 1967 auch FF.  
<sup>4</sup> Einschließlich Eurodevisenguthaben der BIZ.    <sup>5</sup> Alle anderen Währungen, vorwiegend ¥.



**Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken von 10 Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland der jeweiligen Währung**

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition
		Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg	1966 Dezember	560	560	620	110	1 180	670	— 510
	1967 März	560	460	490	110	1 050	570	— 480
	Juni	590	490	550	100	1 140	590	— 550
	September	610	540	640	120	1 250	660	— 590
	Dezember	730	700	720	160	1 450	860	— 590
Deutschland (BR)	1966 Dezember	260	260	20	10	280	270	— 10
	1967 März	200	630	20	20	220	650	430
	Juni	190	630	20	20	210	650	440
	September	210	660	30	10	240	690	450
	Dezember	240	680	20	10	260	690	430
Frankreich <sup>2</sup>	1966 Dezember	1 230	1 270	430	360	1 660	1 630	— 30
	1967 März	1 010	1 130	400	420	1 410	1 550	140
	Juni	940	1 220	460	400	1 420	1 620	200
	September	1 130	1 350	440	550	1 570	1 900	330
	Dezember	1 480	1 360	580	600	2 060	1 960	— 100
Italien	1966 Dezember	1 700	1 870	390	390	2 090	2 260	170
	1967 März	1 440	1 520	330	310	1 770	1 830	60
	Juni	1 480	1 480	350	250	1 830	1 730	— 100
	September	1 670	1 750	420	330	2 090	2 080	— 10
	Dezember	1 990	2 010	450	420	2 440	2 430	— 10
Niederlande	1966 Dezember	720	470	220 <sup>3</sup>	170 <sup>3</sup>	940	640	— 300
	1967 März	610	370	200 <sup>3</sup>	170 <sup>3</sup>	810	540	— 270
	Juni	640	360	240 <sup>3</sup>	230 <sup>3</sup>	880	610	— 270
	September	690	500	240 <sup>3</sup>	250 <sup>3</sup>	930	750	— 180
	Dezember	740	520	170 <sup>3</sup>	270 <sup>3</sup>	910	790	— 120
Schweden	1966 Dezember	160	240	60	50	220	290	70
	1967 März	160	220	60	40	220	260	40
	Juni	190	250	50	60	240	310	70
	September	210	310	50	60	260	370	110
	Dezember	150	250	50	80	200	330	130
Schweiz <sup>4</sup>	1966 Dezember	1 750	2 300	130	140	1 880	2 440	560
	1967 März	1 760	2 280	170	140	1 930	2 420	490
	Juni	1 920	2 760	190	190	2 110	2 950	840
	September	2 050	2 950	210	210	2 260	3 060	800
	Dezember	2 120	2 990	190	240	2 310	3 230	920
Vereinigtes Königreich	1966 Dezember	6 640	3 830	.	.	.	.	.
	1967 März	6 730	3 710	.	.	.	.	.
	Juni	7 170	4 330	.	.	.	.	.
	September	8 060	4 380	.	.	.	.	.
	Dezember	8 180	5 120	.	.	.	.	.
Zusammen	1966 Dezember	13 020	10 800	.	.	.	.	.
	1967 März	12 470	10 320	.	.	.	.	.
	Juni	13 120	11 540	.	.	.	.	.
	September	14 630	12 360	.	.	.	.	.
	Dezember	15 630	13 630	.	.	.	.	.
Kanada	1966 Dezember	1 450	930	— <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1 450	970	— 480
	1967 März	1 320	930	10 <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1 330	970	— 360
	Juni	1 520	1 080	10 <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1 530	1 120	— 410
	September	1 640	980	10 <sup>5</sup>	40 <sup>5</sup>	1 550	1 020	— 530
	Dezember	1 620	1 300	— <sup>5</sup>	30 <sup>5</sup>	1 620	1 330	— 290
Japan	1966 Dezember	610	790	70	230	680	1 020	340
	1967 März	720	770	60	190	780	950	170
	Juni	850	790	60	190	910	980	70
	September	960	800	70	210	1 030	1 010	— 20
	Dezember	990	830	60	190	1 050	1 020	— 30

<sup>1</sup> £, sfr, DM, hfl, FF und Lit.    <sup>2</sup> Nur Positionen gegenüber Banken.    <sup>3</sup> Nur £, sfr und DM; ab März 1967 auch FF.    <sup>4</sup> Einschließlich Eurodevisenguthaben der BIZ.    <sup>5</sup> Alle anderen Währungen, vorwiegend £.

Veränderungen in den Auslandspositionen der Banken  
in bestimmten Fremdwährungen

	1965	1966	1967	Stand Ende 1967
	Millionen US-Dollar			
<b>Berichtende europäische Banken</b>				
<b>Verbindlichkeiten</b>				
Dollar . . . . .	+ 1 710	+ 3 370	+ 3 260	17 980
Andere Währungen* . . . . .	+ 250	+ 770	+ 550	4 140
davon				
<i>Pfund Sterling</i> . . . . .	- 40	- 20	+ 90	800
<i>Schweizer Franken</i> . . . . .	+ 110	+ 290	+ 180	1 400
<i>Deutsche Mark</i> . . . . .	+ 100	+ 100	+ 700	1 670
<i>Französische Franken</i> . . . . .	+ 30	+ 460	- 430	160
Zusammen . . . . .	+ 1 960	+ 4 140	+ 3 810	22 120
<b>Forderungen</b>				
Dollar . . . . .	+ 2 590	+ 4 470	+ 3 810	19 870
Andere Währungen* . . . . .	+ 520	+ 290	+ 720	4 570
davon				
<i>Pfund Sterling</i> . . . . .	+ 40	- 180	+ 70	870
<i>Schweizer Franken</i> . . . . .	+ 80	+ 170	+ 180	1 110
<i>Deutsche Mark</i> . . . . .	+ 300	+ 30	+ 630	2 050
<i>Französische Franken</i> . . . . .	+ 40	+ 320	- 210	240
Zusammen . . . . .	+ 3 110	+ 4 760	+ 4 530	24 440
<b>Kanadische Banken</b>				
Verbindlichkeiten . . . . .	- 210	- 240	+ 250	2 410
Forderungen . . . . .	- 600	+ 190	+ 610	3 580
<b>Japanische Banken</b>				
Verbindlichkeiten . . . . .	+ 180	- 60	+ 900	3 750
Forderungen . . . . .	+ 390	+ 250	+ 430	3 680

\* Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken, italienische Lire.

auf die anderen sechs Währungen, über die Angaben vorliegen. Die Dollarverbindlichkeiten dehnten sich um 3 260 Millionen Dollar aus oder um 110 Millionen Dollar weniger als im Jahre 1966. Am zweitstärksten stiegen die Verbindlichkeiten in Deutscher Mark, die um 700 Millionen Dollar zunahmen, während die Verbindlichkeiten in französischen Franken, die 1966 noch um 460 Millionen Dollar ausgeweitet worden waren, um 430 Millionen Dollar schrumpften. Die geringere Verwendung von französischen Franken ging hauptsächlich darauf zurück, daß die belgischen Banken, anders als im Jahre 1966, ihre Auslandskreditaufnahme für die belgische Staatskasse nicht in französischen Franken, sondern in anderen Währungen, überwiegend in Deutscher Mark, vornahmen. Der Anteil des US-Dollars an der Zunahme der Forderungen war mit 84 Prozent beträchtlich geringer als im Jahre 1966, als er sich infolge der starken Nachfrage der amerikanischen Banken nach Eurodollar auf 94 Prozent belaufen hatte. Was die anderen Währungen betrifft, so ergab sich etwa dasselbe Bild wie auf der Passivseite. Die größte Zunahme hatten die Forderungen in Deutscher Mark zu verzeichnen, während sich die Forderungen in französischen Franken verringerten. Die Forderungen in Pfund Sterling, die im Jahre 1966 um 180 Millionen Dollar zurückgegangen waren, erhöhten sich 1967 um 70 Millionen Dollar, doch vollzog sich diese Zunahme vollständig in der ersten Hälfte von 1967; in der zweiten Jahreshälfte

verringerten sich die Pfundforderungen um 470 Millionen Dollar, was zum Teil auf der Abwertung des Pfund Sterling beruhte.

Im großen und ganzen behauptete der US-Dollar seine führende Rolle am Eurogeldmarkt. Ende Dezember entfielen je 81 Prozent der Verbindlichkeiten und der Forderungen auf diese Währung. Mit einem Marktanteil von 8 Prozent stand die Deutsche Mark an zweiter Stelle. Ihr folgte in einiger Entfernung der Schweizer Franken. Die Positionen in Pfund Sterling waren nur halb so groß wie die in Deutscher Mark. Die Positionen in den übrigen drei Währungen waren ziemlich gering. Die Verwendung von Deutscher Mark und Schweizer Franken wurde im Jahre 1967 vor allem durch die verhältnismäßig leichte Verfassung der Geldmärkte in der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz sowie durch die hohen Reports der beiden Währungen begünstigt. Demgegenüber ist die relative Bedeutung des Pfund Sterling in den letzten Jahren wegen der Zahlungsbilanzschwierigkeiten des Vereinigten Königreichs zurückgegangen.

Die gesamten Bruttofremdwährungspositionen der kanadischen und japanischen Banken gegenüber dem Ausland, die jedoch nur teilweise Eurogeld-Charakter haben, dehnten sich im Jahre 1967 beträchtlich aus. Die Forderungen der kanadischen Banken stiegen um 610 Millionen Dollar und ihre Verbindlichkeiten um 250 Millionen Dollar. Die sich daraus ergebende Aktivierung ihrer Nettoforderungsposition gegenüber dem Ausland um 360 Millionen Dollar — davon etwa die Hälfte im Verkehr mit den Vereinigten Staaten — stellte das Gegenstück zu dem Anstieg ihrer Nettofremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber Inländern um 440 Millionen Dollar dar. Die Zunahme vollzog sich zum größten Teil im letzten Quartal von 1967, als nicht nur der verhältnismäßig hohe Deport des kanadischen Dollars, sondern auch die hohen Zinssätze am Eurodollarmarkt und an den Geldmärkten der Vereinigten Staaten die kanadischen Banken in die Lage versetzten, sehr attraktive Renditen auf Fremdwährungseinlagen, die nicht wie die Einlagen in kanadischen Dollar der (zinslosen) Mindestreservehaltung unterliegen, zu bieten. Die Entwicklung der Auslandsposition der japanischen Banken wurde durch die Versteifung der Lage an den inländischen Kreditmärkten und die angesichts des Zahlungsbilanzdefizits erfolgte Lockerung der amtlichen Richtlinien für die Kreditaufnahme der Banken am Eurogeldmarkt bestimmt. Die Verbindlichkeiten, die im Jahre 1966 um 60 Millionen Dollar zurückgegangen waren, stiegen um 900 Millionen Dollar, und die Forderungen erhöhten sich um 430 Millionen Dollar. Von der Zunahme der Verbindlichkeiten entfielen allerdings 530 Millionen Dollar und von dem Anstieg der Forderungen fast alles auf Transaktionen mit den Vereinigten Staaten.

*Die Ausweitung des Eurodollarmarktes.* Die regionale Struktur der Ausweitung der Dollarpositionen der berichtenden europäischen Banken war im Jahre 1967 ziemlich verschieden von der des Jahres 1966. Die Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb der berichtenden Gruppe, die im Jahre 1966 nur mit rund 38 Prozent am Gesamtanstieg beteiligt waren, erhöhten ihren Anteil an der gesamten Zunahme 1967 auf 56 Prozent. In erheblichem Umfang hing die gestiegene Bedeutung dieser sonstigen Länder als Quelle des Eurodollarmarktes mit der Entwicklung der Position gegenüber Nordamerika zusammen. Die Ausweitung

Dollarpositionen der berichtenden europäischen Banken  
gegenüber Devisenausländern

	Verbindlichkeiten				Forderungen			
	Veränderungen			Stand Ende 1967	Veränderungen			Stand Ende 1967
	1965	1966	1967		1965	1966	1967	
Millionen US-Dollar								
<b>Außerhalb des Gebiets</b>								
Übriges westliches Europa . . . . .	+ 50	+ 240	+ 310	1 400	+ 290	+ 220	+ 330	1 220
Osteuropa . . . . .	+ 30	+ 70	+ 110	470	+ 80	+ 130	+ 100	770
Kanada . . . . .	- 320	+ 100	+ 240	900	+ 250	- 50	+ 120	740
Japan . . . . .	+ 10	-	+ 20	70	+ 70	+ 160	+ 360	1 030
Lateinamerika . . . . .	+ 110	+ 120	+ 110	950	+ 90	+ 70	+ 310	760
Naher Osten . . . . .	+ 170	+ 150	+ 120	1 120	+ 60	+ 20	+ 120	310
Sonstige Länder . . . . .	+ 110	+ 270	+ 260	1 380	+ 150	+ 120	+ 310	700
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>+ 160</b>	<b>+ 950</b>	<b>+ 1 170</b>	<b>6 290</b>	<b>+ 990</b>	<b>+ 670</b>	<b>+ 1 650</b>	<b>5 530</b>
<b>Vereinigte Staaten . . . . .</b>	<b>+ 110</b>	<b>+ 320</b>	<b>+ 670</b>	<b>2 360</b>	<b>+ 190</b>	<b>+ 2 260</b>	<b>+ 960</b>	<b>6 230</b>
<b>Außerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</b>	<b>+ 270</b>	<b>+ 1 270</b>	<b>+ 1 840</b>	<b>8 650</b>	<b>+ 1 180</b>	<b>+ 2 930</b>	<b>+ 2 610</b>	<b>11 760</b>
<b>Innerhalb des Gebiets</b>								
Belgien . . . . .	+ 70	+ 300	+ 150	790	+ 50	+ 90	+ 90	550
Deutschland (BR) . . . . .	+ 50	+ 50	+ 550	790	-	+ 110	- 160	320
Frankreich . . . . .	+ 290	+ 200	+ 180	1 220	+ 170	+ 190	+ 230	1 130
Italien . . . . .	+ 620	+ 270	+ 80	1 590	+ 190	+ 120	+ 120	1 310
Niederlande . . . . .	+ 30	+ 120	+ 100	510	+ 140	+ 200	+ 20	590
Schweden . . . . .	+ 20	+ 20	+ 30	180	+ 70	+ 20	+ 20	200
Schweiz . . . . .	+ 490	+ 850	+ 290	2 870	+ 130	+ 210	+ 110	780
Vereinigtes Königreich . . . . .	- 130	+ 290	+ 40	1 380	+ 660	+ 600	+ 770	3 230
<b>Innerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</b>	<b>+ 1 440</b>	<b>+ 2 100</b>	<b>+ 1 420</b>	<b>9 330</b>	<b>+ 1 410</b>	<b>+ 1 540</b>	<b>+ 1 200</b>	<b>8 110</b>
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>+ 1 710</b>	<b>+ 3 370</b>	<b>+ 3 260</b>	<b>17 980</b>	<b>+ 2 590</b>	<b>+ 4 470</b>	<b>+ 3 810</b>	<b>19 870</b>

der Verbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten beschleunigte sich von 320 Millionen Dollar im Jahre 1966 auf 670 Millionen Dollar und gegenüber Kanada von 100 auf 240 Millionen Dollar. Insbesondere kamen die hohen Zuflüsse aus den Vereinigten Staaten, die zum größten Teil im vierten Quartal erfolgten, etwas überraschend. Der Anstieg im Jahre 1966 hing in erheblichem Umfang damit zusammen, daß US-Gesellschaften Mittel, die sie am Eurokapitalmarkt aufgenommen hatten, ohne sie sofort zu benötigen, als Guthaben anlegten. Im Jahr davor hatten die Vereinigten Staaten dagegen den Eurodollarmarkt nicht nennenswert alimentiert. Die hohen Zuflüsse im vierten Quartal von 1967 sind möglicherweise durch die hohen Zinssätze, die zu jener Zeit am Eurodollarmarkt herrschten, sowie durch die Erwartung einer weiteren Verschärfung der amerikanischen Zahlungsbilanzmaßnahmen stimuliert worden. Die Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber Kanada vollzog sich ebenfalls zum größten Teil im letzten Vierteljahr von 1967. Die Verbindlichkeiten gegenüber den sonstigen Ländern außerhalb der Gruppe (das heißt ohne die Vereinigten Staaten und Kanada) erhöhten sich um 930 Millionen Dollar; das waren 80 Millionen Dollar mehr als im Jahre 1966. Eine stärkere Zunahme war hier vor allem gegenüber dem „übrigen westlichen Europa“ und gegenüber Osteuropa zu verzeichnen.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Ländern innerhalb des berichtenden Gebiets dehnten sich um 1 420 Millionen Dollar, bzw. um 680 Millionen Dollar weniger als 1966, aus. Die Verlangsamung betraf im wesentlichen die Positionen gegenüber drei Ländern. Trotz der ausgeprägten Entspannung der Liquiditätssituation in der Schweiz nahmen die Verbindlichkeiten gegenüber der Schweiz, die 1966 um 850 Millionen Dollar gestiegen waren, lediglich um 290 Millionen Dollar zu. Die Differenz erklärt sich in erster Linie aus der unterschiedlichen Entwicklung im letzten Quartal der beiden Jahre. Im vierten Quartal von 1966 nahmen sowohl die BIZ als auch die Schweizerische Nationalbank beträchtliche Jahresendanlagen vor; außerdem flossen dem Eurogeldmarkt weitere rund 80 Millionen Dollar aus der Schweiz zu. Im letzten Vierteljahr von 1967 wurden jedoch von der Schweiz aus im Zusammenhang mit der internationalen Währungskrise Anlagen in Höhe von etwa 300 Millionen Dollar aus dem Markt zurückgezogen, und die Anlagen der BIZ und der Schweizerischen Nationalbank zusammengekommen waren lediglich etwa halb so groß wie im vierten Quartal von 1966 (vergleiche auch Seite 169). Als Ergebnis dieser Entwicklungen erhöhten sich die Verbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken gegenüber der Schweiz im letzten Quartal von 1967 nur um 20 Millionen Dollar, während sie sich in der vergleichbaren Periode von 1966 um nicht weniger als 700 Millionen Dollar ausgedehnt hatten. Der größte Teil der Zunahme von 290 Millionen Dollar, die sich für das Jahr 1967 als Ganzes ergab, spiegelte vor allem wider, daß die Schweizer Banken Mittel reexportierten, die ihnen während der Nahostkrise zugeflossen waren.

Das Wachstum der Verbindlichkeiten gegenüber dem Vereinigten Königreich verlangsamte sich von 290 Millionen Dollar im Jahre 1966 auf 40 Millionen Dollar, was darauf hindeutet, daß den Banken der übrigen berichtenden europäischen Länder 1967 per Saldo praktisch keine Eurodollarmittel durch britische Banken zugeflossen sind. Die Verbindlichkeiten gegenüber Italien erhöhten sich um 80 Millionen Dollar; das waren 190 Millionen Dollar weniger als 1966. Ihr langsamerer Anstieg hing teilweise mit der Tatsache zusammen, daß den italienischen Banken, anders als in den beiden vorangegangenen Jahren, keine größeren zusätzlichen Dollarbeträge mehr im Rahmen von Swapabschlüssen mit dem Italienischen Devisenamt zur Verfügung gestellt wurden.

Auf der anderen Seite hat sich der Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber der Bundesrepublik Deutschland von 50 Millionen Dollar im Jahre 1966 auf 550 Millionen Dollar im vergangenen Jahr beschleunigt. Trotz dem Betrag von 630 Millionen Dollar, den die deutschen Banken im November und Dezember im Rahmen von Swapkontrakten mit der Bundesbank erhielten, entfielen von der Zunahme der Verbindlichkeiten der übrigen berichtenden Banken gegenüber der Bundesrepublik Deutschland im Jahre 1967 lediglich 60 Millionen Dollar auf das letzte Vierteljahr. Das ist teilweise darauf zurückzuführen, daß diese Swapdollarbeträge in großem Umfang einfach an die Stelle der Mittel getreten sind, die die deutschen Banken früher zurückgezogen hatten. Hinzu kam, daß die deutschen Banken einen Teil der Swapbeträge dazu verwendeten, um amerikanische Geldmarktpapiere zu kaufen, welche das Mittelaufkommen am Eurodollarmarkt nicht erhöhten.

Wendet man sich der Verwendungsseite zu, so war im vergangenen Jahr ein Anstieg der Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten um 960 Millionen Dollar zu beobachten. Im Jahre 1966 war die Zunahme dieser Forderungen um 2 260 Millionen Dollar die wichtigste Veränderung auf der Verwendungsseite gewesen. Von der Erhöhung im vergangenen Jahr entfielen überdies ungefähr 200 Millionen Dollar auf die gerade erwähnten Käufe von amerikanischen Geldmarktpapieren durch deutsche Banken. Wie im Jahre 1966 bestand der Rest im wesentlichen aus der Kreditaufnahme amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt. Der erheblich geringere Rückgriff amerikanischer Banken auf den Eurodollarmarkt, der mit der Erleichterung ihrer Liquiditätssituation zusammenhing, verbesserte die Bedingungen für andere Gruppen von Kreditnehmern. Tatsächlich sind die Forderungen an andere Länder außerhalb der Gruppe um 1 650 Millionen Dollar, das heißt rund zweieinhalbmal so stark wie im Jahre 1966, gestiegen. Diese höhere Zunahme verteilte sich auf zahlreiche Länder. Am höchsten war jedoch der Anstieg gegenüber den japanischen Banken. Darüber hinaus sind die Forderungen gegenüber Kanada, die im Jahre 1966 um 50 Millionen Dollar abgenommen hatten, um 120 Millionen Dollar gestiegen.

Die Forderungen an Länder innerhalb des berichtenden Gebiets erhöhten sich um 1 200 Millionen Dollar; das waren 340 Millionen Dollar weniger als im Jahre 1966. Die Verlangsamung war besonders ausgeprägt in den Positionen gegenüber der Bundesrepublik Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz — drei Länder, in denen sich 1967 eine Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums und eine beträchtliche Auflockerung der Liquiditätssituation vollzogen. Im Verkehr mit der Bundesrepublik kam es bei den Forderungen sogar zu einem Umschwung von einem Anstieg in Höhe von 110 Millionen Dollar im Jahre 1966 zu einem Rückgang im Betrage von 160 Millionen Dollar im Jahre 1967. Wie schon in den vorangegangenen Jahren stiegen die Forderungen gegenüber dem Vereinigten Königreich am stärksten (770 Millionen Dollar). Hierin spiegelte sich im wesentlichen der Weg der Eurodollarmittel von den übrigen berichtenden europäischen Banken über das britische Bankensystem zu den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets wider.

*Das Nettovolumen des Eurodollarmarktes.* Die Tabelle auf Seite 166 läßt zwar die wichtigsten Richtungen der Eurodollarströme erkennen, doch erlaubt sie keine direkten Rückschlüsse auf ihr tatsächliches Volumen. Auf der einen Seite sind die Zahlen dadurch überhöht, daß die Banken erhebliche Beträge untereinander weiterreichen und daß in ihnen gewisse Positionen enthalten sind, die kaum mit dem Eurogeldmarkt in Zusammenhang stehen. Andererseits enthalten die Zahlen zum Beispiel nicht die Fremdwährungspositionen gegenüber Inländern. Auch können sie die Dollarbeträge, die durch Swaps aus bzw. in Landes- oder Drittwährung hereingenommen bzw. abgegeben werden, nur teilweise widerspiegeln. Die folgende Tabelle gibt eine Vorstellung von dem Umfang des Eurodollarmarktes, nachdem diese verschiedenen Faktoren annähernd berücksichtigt worden sind. Das Verfahren, welches bei dieser Schätzung verwendet wurde, ist im sechsendreißigsten Jahresbericht der BIZ beschrieben worden. Im Interesse eines besseren Verständnisses mag es nützlich sein, noch einige weitere

Erläuterungen hinzuzufügen. Kurz gesagt enthält die Tabelle Schätzungen über die Höhe des von den Banken der acht zur Eurodollarstatistik berichtenden europäischen Länder vermittelten Stroms an Eurodollarkrediten. Sie schließt somit solche Eurodollarmittel aus, die auf ihrem Weg von dem ursprünglichen Kreditgeber bis zum Endkreditnehmer nicht wenigstens in irgendeiner Phase durch eine Bank in einem dieser Länder fließen. Andererseits enthalten die Angaben Kreditströme, die nur während eines Teils ihres Weges auf Dollar lauten. Zum Beispiel sind auf Dollar lautende Mittel, die von britischen Banken hereingenommen wurden und in Deutscher Mark oder Pfund Sterling wiederausgeliehen wurden, sowohl auf der Herkunfts- als auch auf der Verwendungsseite der Tabelle enthalten. Bis zu einem gewissen Grade schließen die Schätzungen daher Posten ein, die in anderen Tabellen unter den „anderen Währungen“ erscheinen.

Bei dieser Abgrenzung dürfte sich der Eurodollarmarkt im Verlauf des Jahres 1967 um etwa 3 Milliarden Dollar auf 16,0 Milliarden Dollar ausgeweitet haben. Einschließlich der übrigen Währungen, über die Angaben vorliegen, dürfte der Anstieg rund 3,5 Milliarden Dollar und das Gesamtvolumen des Marktes Ende 1967 etwas mehr als 19 Milliarden Dollar betragen haben. Was die Herkunft des Mittelanstiegs um 3 Milliarden Dollar betrifft, so stammten etwa 1,8 Milliarden Dollar aus Ländern außerhalb des Berichtsgebiets, davon 0,6 Milliarden Dollar aus den Vereinigten Staaten. Von der 1,2 Milliarden Dollar betragenden Ausweitung der Mittelaufbringung innerhalb des Berichtsgebiets stammten rund 0,3 Milliarden Dollar von Währungsinstitutionen. Es handelte sich im wesentlichen um jene Dollarbeträge, die den deutschen Geschäftsbanken im Rahmen von Swapabschlüssen von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt und von diesen Banken am Eurodollarmarkt angelegt wurden. Die Eurodollaranlagen der BIZ zeigten im Vergleich zu 1966 ebenfalls einen gewissen Anstieg. Außerdem hat sich der

Volumen des Eurodollarmarktes (Schätzung)

	Herkunft			Verwendung			Netto		
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	1965	1966	1967
Stand am Jahresende in Milliarden US-Dollar									
<b>Außerhalb des Gebiets</b>									
Vereinigte Staaten . . . . .	0,8	1,1	1,7	1,8	4,1	4,8	+ 1,0	+ 3,0	+ 3,1
Übrige Länder . . . . .	4,2	5,1	6,3	3,2	3,9	5,6	- 1,0	- 1,2	- 0,7
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>8,0</b>	<b>10,4</b>	<b>-</b>	<b>+ 1,8</b>	<b>+ 2,4</b>
<b>Innerhalb des Gebiets</b>									
Währungsinstitutionen . . . . .	2,2	2,8	3,1	-	-	-	- 2,2	- 2,8	- 3,1
Nichtbanken des Devisenauslands	1,0	1,5	1,9	0,6	0,8	0,7	- 0,4	- 0,7	- 1,2
Nichtbanken des Deviseninlands und Swaps aus bzw. in Landes- oder Drittwährung* . . . . .	1,8	2,5	3,0	4,4	4,2	4,9	+ 2,6	+ 1,7	+ 1,9
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>-</b>	<b>- 1,8</b>	<b>- 2,4</b>
<b>Gesamtes Nettovolumen des Marktes . . . . .</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,0</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

\* Ohne Swaps auf Grund besonderer Vereinbarungen mit Währungsinstitutionen, aber bei der „Verwendung“ einschließlich der Eigenverwendung von Eurodollar durch die berichtenden Banken für Liquiditätszwecke und „window-dressing“-Transaktionen (zeitweiliger Umtausch von Dollar in Landeswährung).

Dollarbetrag, der vom Italienischen Devisenamts im Rahmen von Swapkontrakten bei italienischen Geschäftsbanken placiert wurde, leicht erhöht (40 Millionen Dollar). Andererseits war die Schweizerische Nationalbank, die dem Eurodollarmarkt Ende 1966 beträchtliche Mittel zur Verfügung gestellt hatte, Ende 1967 nicht in größerem Umfang im Markt. Der Hauptgrund hierfür lag darin, daß die Schweizer Banken ihren Bedarf an Inlandsliquidität zum Jahresende angesichts der internationalen Währungslage nicht wie in früheren Jahren durch vorübergehende Anlage von Dollar bei der Schweizerischen Nationalbank auf Swapbasis deckten, sondern überwiegend durch Dollarverkäufe am Markt. Die Erhöhung der Mittelaufbringung durch „Nichtbanken des Devisenauslands“ um 0,4 Milliarden Dollar ergab sich zum größten Teil aus höheren kontinentaleuropäischen Guthaben bei britischen Kreditinstituten. Der restliche Zuwachs von 0,5 Milliarden Dollar spiegelt zur Hauptsache eine Zunahme der Dollareinlagen wider, die die Banken von Deviseninländern hereinnahmen.

Auf der Verwendungsseite gingen etwa 2,4 Milliarden Dollar der neuen Mittel in Länder außerhalb des Berichtsgebiets. Einer der wichtigsten Gründe dafür, daß die geschätzte Zunahme der Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten um 0,7 Milliarden Dollar geringer ist als der Betrag, der sich aus der Tabelle auf Seite 166 ergibt, liegt darin, daß die Swapbeträge, die von den deutschen Banken zum Erwerb von amerikanischen Geldmarktpapieren verwendet wurden, ausgeschaltet worden sind. Die endgültige Verwendung von Eurodollar innerhalb des Berichtsgebiets ist im Jahre 1967 um schätzungsweise etwa 0,6 Milliarden Dollar gestiegen. Die Kreditgewährung der Banken an Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets, ohne die Deviseninländer des eigenen Landes, nahm indessen hauptsächlich wegen der verringerten Kreditnachfrage der deutschen Nichtbanken um etwa 0,1 Milliarden Dollar ab. Andererseits sind die Kreditgewährung an Deviseninländer in den jeweiligen Ländern der berichtenden Banken und/oder die Swaps in die Landeswährung oder in Drittwährungen wahrscheinlich um etwa 0,7 Milliarden Dollar gestiegen, nachdem sie im Jahre 1966 einen abwärtsgerichteten Trend aufwiesen. Der Unterschied zwischen den beiden Jahren erklärt sich hauptsächlich daraus, daß die Banken im Jahre 1966 dazu neigten, den Gesamtbetrag der in die eigene Währung oder in dritte Währungen gewapten Dollarbeträge zu verringern. Das wichtigste Beispiel hierfür waren die — meistens aus dem Pfund Sterling vorgenommenen — Rückumwandlungen in den US-Dollar durch britische Banken im Betrage von 430 Millionen Dollar. Im Gegensatz hierzu scheinen im Jahre 1967, als die Nachfrage der US-Banken nach Dollar erheblich geringer war als im Jahre 1966 und als Vertrauensmomente eine solche Entwicklung ebenfalls begünstigten, erhebliche Beträge aus dem Dollar in andere Währungen (ohne das Pfund) verlagert worden zu sein. Außerdem kam es im Jahre 1967 in ein oder zwei Ländern zu einem beträchtlichen Anwachsen der Kredite in Dollar an Deviseninländer.

Im Hinblick auf die Nettositionen vollzog sich im Jahre 1967 ein weiterer mäßiger Anstieg der Kreditgewährung an die Vereinigten Staaten und ein anhaltender Anstieg der Mittelaufbringung innerhalb des Berichtsgebiets. Im Gegensatz zu 1966 ist jedoch die Nettoaufbringung von Eurodollar in Ländern außerhalb des Berichtsgebiets (ohne die Vereinigten Staaten) um 0,5 Milliarden Dollar



geschrumpft. Unter dem Gesichtspunkt der Marktausweitung war daher das Jahr 1967 vor allem durch einen Nettomittelstrom von den berichtenden Ländern in die Länder außerhalb des Berichtsgebiets (ohne die Vereinigten Staaten), hauptsächlich nach Japan und Lateinamerika, und in geringerem Ausmaß auch in die Vereinigten Staaten gekennzeichnet.

*Veränderungen der Auslandspositionen der Banken in einzelnen Ländern.* Das Wachstum der Fremdwährungsverbindlichkeiten der britischen Banken gegenüber dem Ausland verlangsamte sich von 2 470 Millionen Dollar im Jahre 1966 auf 1 960 Millionen Dollar im Jahre 1967, und der Anstieg ihrer Forderungen ging von 2 870 auf 1 970 Millionen Dollar zurück. Obgleich der Anteil der Kreditinstitute des Vereinigten Königreichs an der gesamten Ausweitung des Marktes damit weiterhin sehr beachtlich blieb, war er doch deutlich geringer als im Jahre 1966. Diese Verlangsamung, die angesichts der von ausländischen Anlegern vorgenommenen Verlagerungen aus dem Pfund in andere Eurowährungen etwas paradox erscheinen könnte, ging teilweise auf die verringerte Kreditaufnahme amerikanischer Banken bei ihren Niederlassungen in London zurück. Gleichwohl entfiel Ende 1967 beträchtlich mehr als die Hälfte der Dollarposition britischer Banken gegenüber dem Ausland auf diese Niederlassungen. Ein anderer Grund für das abgeschwächte Wachstum lag darin, daß es zu gewissen Verlagerungen aus den Eurowährungen in Gold sowie zu vorsorglichen Abzügen von Eurodollareinlagen im Zusammenhang mit der Pfundkrise kam. Die Tatsache, daß die Verlangsamung im Anstieg bei den Forderungen ausgeprägter war als bei den Verbindlichkeiten, muß gegen den Hintergrund der hohen von den britischen Banken im Jahre 1966 vorgenommenen Rückumwandlungen aus dem Pfund in den Dollar gesehen werden. Im Jahre 1967 verlagerten die britischen Banken etwa 90 Millionen Dollar aus dem US-Dollar in die anderen gemeldeten Währungen, während ihre gesamte Nettoposition in Fremdwährungen praktisch unverändert blieb. Von dem Gesamtanstieg der Dollarverbindlichkeiten der britischen Banken in Höhe von 1 970 Millionen Dollar

Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber dem Ausland

Banken von	Verbindlichkeiten		Forderungen		Nettopositionen		
	US-Dollar	Andere Berichtswährungen*	US-Dollar	Andere Berichtswährungen*	US-Dollar	Andere Berichtswährungen*	Insgesamt
	Veränderung Ende 1967 gegenüber Ende 1966, Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg . . . . .	+ 220	+ 110	+ 240	+ 30	+ 20	- 80	- 60
Deutschland (BR) . . . . .	- 50	-	+ 630	- 10	+ 680	- 10	+ 670
Frankreich . . . . .	+ 370	+ 260	+ 30	+ 370	- 340	+ 110	- 230
Italien . . . . .	+ 210	+ 190	+ 170	+ 40	- 40	- 150	- 190
Niederlande . . . . .	+ 20	- 50	+ 100	- 30	+ 80	+ 20	+ 100
Schweden . . . . .	- 20	- 50	+ 20	+ 60	+ 40	+ 110	+ 150
Schweiz . . . . .	+ 540	+ 100	+ 740	+ 170	+ 200	+ 70	+ 270
Vereinigtes Königreich . .	+ 1 970	- 10	+ 1 880	+ 90	- 90	+ 100	+ 10
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>+ 3 260</b>	<b>+ 550</b>	<b>+ 3 810</b>	<b>+ 720</b>	<b>+ 550</b>	<b>+ 170</b>	<b>+ 720</b>

\* Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, französische Franken, holländische Gulden und italienische Lire.

entfielen 430 Millionen Dollar auf die Vereinigten Staaten und 230 Millionen Dollar auf Kanada. Die Verbindlichkeiten gegenüber der Bundesrepublik Deutschland stiegen von 120 auf 450 Millionen Dollar. Auf der Aktivseite bestanden die größten Veränderungen in einer Zunahme um 580 Millionen Dollar gegenüber den Vereinigten Staaten und um 370 Millionen Dollar gegenüber Japan; die Forderungen gegenüber Deutschland verringerten sich um 130 Millionen Dollar.

Die Vertrauensmomente, die zu einer Verlangsamung im Anstieg der Fremdwährungspositionen der britischen Banken gegenüber dem Ausland beitrugen, wirkten sich auf das Wachstum der Positionen der Schweizer Banken beschleunigend aus. Nachdem es hier im Jahre 1966 kaum zu Veränderungen gekommen war, erhöhten sich die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Schweizer Banken gegenüber dem Ausland im letzten Jahr um 640 Millionen Dollar und ihre Forderungen um 910 Millionen Dollar. Die sich daraus ergebende Verbesserung der Nettoposition um 270 Millionen Dollar ging teilweise auf die etwas höheren Placierungen der BIZ am Eurogeldmarkt zurück, doch scheint sie zu mehr als der Hälfte eine Wiederanlage von Fluchtgeldern darzustellen, die der Schweiz vor allem im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten zugeflossen waren. Im Verhältnis zu der Auflockerung der Liquiditätssituation im Inland und den beträchtlichen Schweizer-Franken-Zuflüssen muß der Nettoexport von Fremdwährungsmitteln durch die Schweizer Banken jedoch als ziemlich bescheiden angesehen werden. Ein Grund hierfür liegt darin, daß sich die Terminkurse als Folge der Vertrauensschwäche so entwickelten, daß sie nur sehr wenig Spielraum für eine kursgesicherte Zinsarbitrage aus dem Schweizer Franken in andere Währungen ließen.

Von den berichtenden europäischen Banken wiesen die deutschen Banken die größte Veränderung ihrer Nettoposition auf. Von Bedeutung hierfür waren die aktive Verflüssigungspolitik der Bundesbank und der Mangel an Kreditnachfrage im Inland. Die Auslandsverbindlichkeiten der deutschen Banken in Fremdwährungen nahmen um 50 auf 330 Millionen Dollar ab. Demgegenüber erhöhten sich ihre Forderungen um 620 auf 1 140 Millionen Dollar. Die gesamte Verbesserung der Nettoforderungsposition um 670 Millionen Dollar vollzog sich in der Dollarposition. Wie im Fall der Schweiz wurden jedoch die Anlagen der Banken am Eurogeldmarkt zeitweise durch die Situation an den Terminmärkten begrenzt. Nimmt man 1967 als Ganzes, so wurde die Kurssicherung für die Zunahme der Dollarforderungen der Banken gegenüber dem Ausland um 630 Millionen Dollar effektiv über die Bundesbank vorgenommen, und zwar zu Sätzen, die günstiger waren als die am Markt gebotenen. Trotz der Umkehrung der Jahresendoperationen der Banken und einer weiteren Erhöhung des Swapengagements der Bundesbank um 230 Millionen Dollar nahmen die Dollarforderungen im ersten Vierteljahr von 1968 lediglich um 110 Millionen Dollar zu. Die deutschen Banken verlagerten jedoch erhebliche Mittel von New York an den Eurodollarmarkt. Die Dollarforderungen gegenüber den Vereinigten Staaten verringerten sich um 160 Millionen Dollar, während die Dollarforderungen gegenüber dem Vereinigten Königreich um 230 Millionen Dollar stiegen.

Die Entwicklung der Auslandsposition der französischen Banken wurde ebenfalls durch die internationale Währungsunruhe beeinflusst. Anders als im Fall

der Schweiz erfolgte jedoch der größere Teil der Ausweitung der Auslandsverbindlichkeiten der französischen Banken in Fremdwährungen. Etwa drei Fünftel des 630 Millionen Dollar betragenden Anstiegs der Auslandsverbindlichkeiten in Fremdwährungen betrafen US-Dollar, während sich fast die gesamte Zunahme der Forderungen um 400 Millionen Dollar in den anderen Berichtswährungen vollzog. Infolgedessen setzte sich die Abnahme der gesamten Nettodevisenposition der Banken um 230 Millionen Dollar aus einer Verringerung der Nettodollarforderungen um 340 Millionen Dollar und einer Erhöhung der Nettoforderungen in den übrigen Fremdwährungen um 110 Millionen Dollar zusammen. Die Verschlechterung der Dollarposition der Banken gegenüber dem Ausland scheint sich vor allem im November vollzogen zu haben, als sich nicht nur ihre Dollarverbindlichkeiten stark erhöhten, sondern sich gleichzeitig ihre Dollarforderungen verringerten. Von der Zunahme der Dollarverbindlichkeiten um 410 Millionen Dollar im vierten Quartal entfielen 170 Millionen Dollar auf Italien, 100 Millionen Dollar auf das Vereinigte Königreich, ebenfalls 100 Millionen Dollar auf die Bundesrepublik Deutschland und 50 Millionen Dollar auf die Vereinigten Staaten.

Die Entwicklung der Auslandsposition der italienischen Banken spiegelte die Verstärkung der Kreditnachfrage im Inland und die etwas leichtere Verfassung des Eurogeldmarktes während eines Teils des Jahres wider. Die Auslandsverbindlichkeiten in Fremdwährungen erhöhten sich um 400 Millionen Dollar, und die Nettoexposition, die sich 1965 und 1966 um 590 bzw. 320 Millionen Dollar verbessert hatte, verschlechterte sich um 190 auf 20 Millionen Dollar. Die Zusammensetzung der Fremdwährungsforderungen gegenüber Deviseninländern, die um 190 Millionen auf 2 170 Millionen Dollar stiegen, hat sich beträchtlich verändert. Die in US-Dollar und französischen Franken an Inländer gewährten Kredite schrumpften um 500 bzw. 150 Millionen Dollar, während sich die in Deutscher Mark und Schweizer Franken gewährten Kredite um 680 bzw. 140 Millionen Dollar ausweiteten. Die Erklärung hierfür liegt darin, daß die italienischen Banken wegen der Erhöhung des Depots des Dollars gegenüber diesen beiden Währungen in der Lage waren, wesentlich niedrigere Zinssätze für solche Mittel anzubieten, die sie vorher aus dem Dollar in diese zwei Währungen umwandelten, als für Dollarkredite.

In den Niederlanden und in Schweden, wo die allgemeine konjunkturelle Entwicklung ähnlich verlief wie in der Bundesrepublik Deutschland, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt, verringerten die berichtenden Banken, ähnlich wie die deutschen Banken, ihre Auslandsverbindlichkeiten in Fremdwährungen und stockten ihre Fremdwährungsforderungen auf. Infolgedessen hat sich die Nettoexposition der niederländischen Banken um 100 Millionen Dollar und die der schwedischen Banken um 150 Millionen Dollar verbessert.

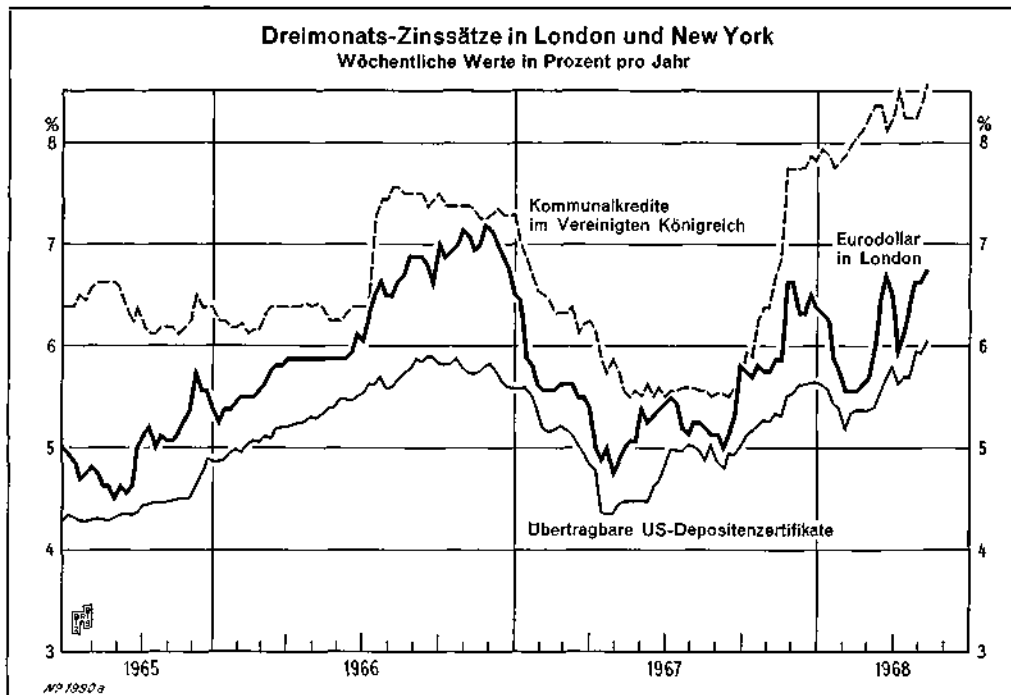
Die Ausweitung der Fremdwährungsposition der belgisch-luxemburgischen Banken gegenüber dem Ausland verlangsamte sich im Vergleich zu 1966, doch war sie nach wie vor ganz beachtlich. Die Verbindlichkeiten erhöhten sich um 330 Millionen Dollar und die Forderungen um 270 Millionen Dollar. Die gesamte sich daraus ergebende Abnahme der Nettoexposition um 60 Millionen Dollar vollzog sich in anderen Fremdwährungen als dem US-Dollar. Die Nettoverbindlichkeiten

in Deutscher Mark dehnten sich von etwa Null auf 370 Millionen Dollar aus, während die Verbindlichkeiten in französischen Franken um 330 Millionen Dollar zurückgingen. Belgien war Ende 1967 das einzige Land der berichtenden Ländergruppe, dessen Banken in ihrer Nettofremdwährungsposition einen beträchtlichen Passivsaldo aufwiesen. Dies erklärt sich in erster Linie aus dem Finanzbedarf der belgischen Staatskasse, die ihre Auslandskredite teilweise über belgische Banken aufnimmt. Werden die Nettoforderungen gegenüber Inländern in die Betrachtung einbezogen, so hatten die belgischen Banken Ende 1967 eine Nettoforderungsposition in Fremdwährungen in Höhe von etwa 60 Millionen Dollar.

*Zinsentwicklung.* Das Jahr 1967 betrat den Eurogeldmarkt als Lamm und verließ ihn als Löwe. Die Lockerung der monetären Restriktion in den Vereinigten Staaten und in einigen europäischen Ländern führte, zusammen mit der üblichen saisonalen Entwicklung, in der zweiten Hälfte von Dezember 1966 und in den ersten vier Monaten von 1967 zu einer ausgesprochenen Marktverflüssigung. Die amerikanischen Banken zahlten erhebliche Beträge ihrer am Eurodollarmarkt aufgenommenen Kredite zurück, und die deutschen Banken, die einer stagnierenden Kreditnachfrage im Inland gegenüberstanden, legten in beträchtlichem Umfang Mittel am Eurogeldmarkt an. Dies hatte zur Folge, daß der Zinssatz für Dreimonatsanlagen am Eurodollarmarkt in London von seinem Höhepunkt von über 7 Prozent Anfang Dezember auf  $4\frac{3}{4}$  Prozent Ende April zurückging. Die Zinsdifferenz gegenüber den — niedriger verzinslichen — auf drei Monate lautenden Depositenzertifikaten amerikanischer Banken in New York, die während des größten Teils des letzten Quartals von 1966 mehr als 1 Prozent betragen hatte, schrumpfte auf etwa  $\frac{3}{8}$  Prozent zusammen.

Das Sinken der Zinssätze wurde von einer Stagnation des Marktvolumens begleitet. Im Januar kam es zu dem üblichen saisonbedingten scharfen Rückgang, und in den folgenden drei Monaten vollzogen sich nur geringe Veränderungen. Da die kursgesicherten Zinsarbitragespannen das Pfund Sterling im größten Teil dieser Periode begünstigten, verwendeten die britischen Banken im ersten Quartal von 1967 einen großen Teil der Mittelrückflüsse von den US-Banken und aus der Kreditgewährung für Jahresendtransaktionen zu Anlagen in britischen Geldmarktpapieren. Ihre Nettoverbindlichkeiten in Dollar gegenüber dem Ausland stiegen um 520 Millionen Dollar. Außerdem verlagerten die berichtenden Banken erhebliche Beträge aus dem Dollar in andere Eurowährungen. Die Nachfrage nach Eurodollar erhöhte sich auch etwas durch den verstärkten Rückgriff japanischer Banken auf den Markt.

Anfang Mai begann sich der Markt wieder zu festigen. Die Nachfragesteigerung scheint vor allem von Ländern außerhalb des Berichtsgebiets ausgegangen zu sein. In der zweiten Hälfte des Monats kam es durch eine weitere Welle privater Goldkäufe, die teilweise mit Eurogeldmarktmitteln finanziert wurden, zu einer Versteifung des Marktes. Da die Zinssätze in den Vereinigten Staaten erneut nach oben tendierten, begannen die amerikanischen Banken im Mai, die Rückzahlung von Eurodollarkrediten zu verlangsamen, und von Juni an nahmen sie wieder verstärkt Kredite auf. Darüber hinaus führten der Liquiditätsbedarf zum Halbjahresultimo und der Krieg im Nahen Osten zu einer weiteren Anspannung



am Markt. Der Zinssatz für Dreimonatsanlagen stieg von  $4\frac{3}{4}$  Prozent Anfang Mai 1967 auf  $5\frac{5}{8}$  Prozent am Dienstag, dem 6. Juni. Doch nach der Beendigung der Feindseligkeiten im Nahen Osten und auf Grund der Marktstützung durch die BIZ fiel er am Ende der Woche auf  $5\frac{1}{4}$  Prozent zurück. In der zweiten Junihälfte begann sich die Nachfrage, teilweise im Zusammenhang mit dem Wiedereinsetzen der Kreditaufnahme durch amerikanische Banken, erneut zu versteifen, und der Zinssatz erhöhte sich bis Anfang Juli auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent. Dieses Anziehen der Eurodollarsätze im zweiten Quartal stand im Gegensatz zu der Entspannung auf den europäischen Kreditmärkten und führte tendenziell dazu, die kursgesicherten Arbitragespannen zugunsten des Dollars zu verändern. Das hatte zur Folge, daß erhebliche Beträge aus der Euro-DM, dem Euro-Schweizer-Franken und in gewissem Ausmaß auch aus dem Pfund Sterling in US-Dollar umgetauscht wurden. Die Nettodollarposition der britischen Banken gegenüber dem Ausland verbesserte sich um 320 Millionen Dollar, aber die Nettoposition in den übrigen Fremdwährungen verringerte sich um 260 Millionen Dollar.

Im Verlauf des Sommers begann die Nachfrage nach Eurodollar aus den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets (ohne die Vereinigten Staaten) deutlich nachzulassen. In der Zwischenzeit waren die kursgesicherten Zinssätze für Guthaben bei den britischen Kommunalbehörden erheblich unter die Sätze für Eurodollaranlagen gefallen, und auch Vertrauensgesichtspunkte begünstigten eine Umwandlung ausländischer Sterlingguthaben. Die Schweizer Banken fingen an, die Mittel, die ihnen zur Zeit der Nahostkrise zugeflossen waren, zu reexportieren. Die anhaltende monetäre Auflockerung in einer Reihe von kontinentaleuropäischen Ländern trug ebenfalls dazu bei, das Angebot an Eurodollar zu erhöhen. Dieses Zusammentreffen eines nachlassenden Nachfragewachstums und eines beschleunigten

Angebotes führte zu einer leichteren Verfassung des Eurodollarmarktes. In der zweiten Julihälfte ermäßigte sich der Zinssatz für Dreimonatsanlagen auf  $5\frac{1}{8}$  Prozent. Der Abstand zu den Sätzen für Depositenzertifikate in New York, der sich im Mai und Juni auf mehr als  $\frac{1}{2}$  Prozent ausgeweitet hatte, fiel auf unter  $\frac{1}{8}$  Prozent. Diese relativ niedrigen Kosten für Eurodollarmittel dürften unter anderem erklären, warum die amerikanischen Banken im dritten Quartal, als sie den Markt mit mehr als 800 Millionen Dollar in Anspruch nahmen, die wichtigste Kreditnehmergruppe gewesen sind.

Gegen Ende des Sommers begannen die Sätze erneut anzuziehen, und der Zinssatz für Dreimonatsanlagen in London stieg von seinem Tiefpunkt von 5 Prozent in der ersten Septemberhälfte auf etwa  $5\frac{3}{4}$  Prozent Anfang Oktober. Teilweise ging diese Entwicklung auf die saisonübliche Anspannung der Nachfrage im Hinblick auf die Jahresendtransaktionen zurück, doch trug die weitere Verstärkung der Anspannungen an den Finanzmärkten in den Vereinigten Staaten ebenfalls zu dem erneuten Anstieg der Eurodollarsätze bei. In der Woche nach der Abwertung des Pfund Sterlings führten die Verschärfung der restriktiven kreditpolitischen Maßnahmen im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten sowie Fluchtbewegungen aus dem Dollar in andere Währungen und eine Zunahme der Dollarnachfrage für Goldkäufe zu einer außerordentlichen Intensivierung der Marktspannungen. Zudem traf diese Entwicklung mit der saisonüblichen Nachfragespitze zusammen. Ferner bestand die Gefahr, daß die Abschwächung der Terminkurse des Dollars gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen eine Abwanderung von kursgesicherten Arbitragemitteln aus dem Dollar hervorrief. In dieser Situation beschlossen die Zentralbankgouverneure der Goldpool-Länder auf ihrer Zusammenkunft in Frankfurt am Wochenende nach der Abwertung des Pfundes verschiedene Maßnahmen (siehe Seite 41 und 159), um die Marktspannungen zu mildern. Als Folge dieser amtlichen Interventionen ging der Eurodollarsatz für Dreimonatsanlagen, der am 21. November auf  $6\frac{3}{8}$  Prozent hinaufgeschwungen war und sich zu Beginn der folgenden Woche weiter auf  $6\frac{7}{8}$  Prozent erhöht hatte, Anfang Dezember auf etwa  $6\frac{3}{8}$  Prozent zurück und schwankte im weiteren Verlauf des Monats um dieses Niveau. Das Abbröckeln der Terminnotierungen für Pfund Sterling im vierten Quartal zog eine Ausweitung der kursgesicherten Arbitragespannen zuungunsten des Pfund Sterlings nach sich, und die Auslandsposition der britischen Banken in Fremdwährungen verbesserte sich um 240 Millionen Dollar.

Im Januar 1968 kam es zu der üblichen saisonbedingten Auflockerung der Marktlage, und der Satz für Dreimonatsanlagen sank auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent. Das neue US-Zahlungsbilanzprogramm schien zunächst keinen marktverknappenden Einfluß gehabt zu haben. Die negativen Wirkungen, die damit verbunden gewesen sein mögen, wurden durch die Tatsache überkompensiert, daß die Erwartung steigender Zinssätze, die es hervorrief, in großem Umfang zur Begebung von Euro-Anleihen durch amerikanische Gesellschaften führte, deren Erlöse teilweise am Eurogeldmarkt angelegt wurden. Anfang März führten jedoch erneute Eurodollarabzüge, die mit dem Anstieg der Goldnachfrage in Zusammenhang standen, zu einer scharfen Anspannung des Marktes. Trotz einer beträchtlichen Erhöhung des Swapengagements der Deutschen Bundesbank mit den deutschen Geschäftsbanken

stieg der Satz für Dreimonatsanlagen am Eurodollarmarkt kurz vor der Suspendierung der Vereinbarungen über den Londoner Goldpool auf 7 Prozent. Unmittelbar danach lockerte sich der Markt auf, und der Satz fiel bis Anfang April auf 6 Prozent. Die Beruhigung war allerdings nur kurzlebig. Bereits in der zweiten Aprilhälfte begannen die weitere Verschärfung der Kreditrestriktion in den Vereinigten Staaten und möglicherweise auch die Auswirkungen des US-Zahlungsbilanzprogramms die Eurodollarsätze nach oben zu treiben. Mitte Mai lag der Satz für Dreimonatsanlagen wieder bei  $6\frac{7}{8}$  Prozent, und erneut auftretende Spannungen trugen dazu bei, ihn gegen Ende des Monats auf die in dieser Jahreszeit noch nie verzeichnete Höhe von  $7\frac{1}{4}$  Prozent steigen zu lassen.

Im Gegensatz zu der üblichen Saisonentwicklung hielt das Wachstum des Eurogeldmarktes im ersten Quartal von 1968 an. Zu den Erlösen aus der Begebung von Euro-Anleihen und dem Mittelrückfluß aus den Jahresendtransaktionen kamen als wichtigste Angebotsquelle die Verlagerungen beträchtlicher Dollarbeträge aus den Vereinigten Staaten an den Eurodollarmarkt durch deutsche und kanadische Banken hinzu. Demgegenüber hat die BIZ ihre Eurodollaranlagen erheblich verringert. Was die Verwendung der Mittel anlangt, so scheinen die US-Banken und, in geringerem Ausmaß, die japanischen Banken als wichtige Kreditnehmer aufgetreten zu sein.

## VI. DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSABKOMMEN

Das Europäische Währungsabkommen (EWA), das am 27. Dezember 1958 in Kraft trat, dient als Rahmen für die Zusammenarbeit zwischen den Währungsbehörden von Vertragsparteien mit dem allgemeinen Ziel, den multilateralen Verkehr im Welthandel und die Währungskonvertibilität zu fördern. Seine beiden wesentlichen Einrichtungen sind der Europäische Fonds, der Mitgliedsländern kurz- oder mittelfristige Zahlungsbilanzhilfe gewährt, und das Multilaterale System des Zahlungsausgleichs, durch das die Zentralbanken der Mitgliedsländer ihre Bestände an Währungen anderer Mitgliedsländer zu einem von vornherein bekannten Kurs in Dollar wechseln können. Die Organe des Abkommens sind der Rat der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) sowie ein Direktorium. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist als Agent mit der Durchführung der finanziellen Abkommensoperationen betraut.

### Änderung des Abkommens

Nach einer umfassenden Untersuchung im Jahre 1965 wurde das Abkommen mit bestimmten Änderungen auf drei Jahre bis zum 31. Dezember 1968 verlängert. Das Direktorium prüft gegenwärtig, welche Vorschläge dem Rat für die Verlängerung des Abkommens über dieses Datum hinaus unterbreitet werden sollen.

Im Mai 1967 empfahl das Direktorium verschiedene Abkommensänderungen, die es dem Europäischen Fonds ermöglichen sollten, Sonderkredite nicht nur bei Vertragsparteien, sondern auch bei internationalen Finanzinstitutionen aufzunehmen, die ihren Sitz im Gebiet einer Vertragspartei haben. Weitere Einzelheiten über die Vorschläge des Direktoriums enthält der letzte BIZ-Jahresbericht (Seite 170). Am 20. Juni 1967 nahm der Rat die Vorschläge des Direktoriums an, und die entsprechenden Abkommensänderungen traten an diesem Tage in Kraft.

### Die Geschäfte im Rahmen des Abkommens

*Europäischer Fonds.* Ende März 1967 waren Kredite von insgesamt 100 Millionen Dollar\* beansprucht. Hiervon bestanden 70 Millionen Dollar aus den fünf Tranchen des sechsten Kredits an die Türkei und die restlichen 30 Millionen Dollar aus dem im Februar 1966 gewährten Kredit an Griechenland.

Am 23. Mai 1967 beschloß der Rat, mit Wirkung vom 1. Juni 1967 der Türkei einen siebenten Kredit im Betrage von 25 Millionen Dollar zu gewähren. Der Kredit steht für die nach dem Abkommen höchstzulässige Zeit von drei Jahren

---

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



zur Verfügung; seine Tilgung erstreckt sich aber, wie es nach dem Abkommen in Sonderfällen zulässig ist, auch noch auf die beiden darauffolgenden Jahre. So sind 5 Millionen Dollar am Ende des dritten Jahres zurückzuzahlen, 5 Millionen Dollar am Ende des vierten Jahres und die verbleibenden 15 Millionen Dollar am Ende des fünften Jahres. Die jeweils ausstehenden Beträge werden zu  $3\frac{7}{8}$  Prozent p.a. verzinst. Die Türkei nahm den Kredit, als er am 1. Juni 1967 verfügbar wurde, in voller Höhe in Anspruch. Im übrigen wurden in dem am 31. März 1968 abgeschlossenen Jahr keine anderen Kredite gewährt oder beansprucht und auch keine Tilgungszahlungen fällig. Die folgende Tabelle zeigt die Kreditpositionen für Februar 1959 (den Monat der ersten Kreditgewährungen), für das Ende jedes der Jahre 1959–1965 sowie danach bis März 1968 für jeden Monat, in dem Veränderungen erfolgten, am Wertstellungstag für den multilateralen Zahlungsausgleich (das ist der fünfte Werktag des jeweils nächstfolgenden Monats).

Von Juni 1959 (dem Monat der ersten Kreditinanspruchnahme) bis März 1968 wurde in 27 Ziehungen von insgesamt 344,5 Millionen Dollar über Kredite des Europäischen Fonds verfügt; hiervon sind 219,5 Millionen Dollar

EWA: Die Inanspruchnahme der Kredite des Europäischen Fonds

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Griechenland		Island		Spanien		Türkei		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											
Februar . . . . .	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
Dezember . . . . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960											
Dezember . . . . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961											
Dezember . . . . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962											
Dezember . . . . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966											
Februar . . . . .	25,0	5,0	—	—	—	—	—	90,0	25,0	95,0	120,0
März . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	90,0	—	120,0	120,0
Oktober . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967											
März . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0
Juni . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968											
März . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0

zurückgezahlt worden. Ende März 1968 wurden somit 125 Millionen Dollar geschuldet, und zwar 95 Millionen Dollar von der Türkei und 30 Millionen Dollar von Griechenland.

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

**EWA: Multilateraler Zahlungsausgleich**

Mitglieds- länder	Zahlungen aus dem (+) und an den (–) Fonds								Saldo
	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1967	1959-67	
	Tausend US-Dollar								
Belgien . . .	—	—	—	—	—	—	+ 633	+ 633	+ 633
Dänemark . .	+ 10 — 67	+ 207 — 83	+ 23 —	—	—	—	+ 1 830 — 2 434	+ 2 070 — 2 584	— 514
Deutschland (BR) . . . .	—	—	—	—	—	—	+ 3 444	+ 3 444	+ 3 444
Frankreich . .	—	—	—	—	—	—	+ 1 383	+ 1 383	+ 1 383
Griechenland .	—	—	+ 262	—	+ 286	+ 141	+ 1 210	+ 1 898	—26 864
Island . . . .	—	—	—	—	—	—	+ 306	+ 306	+ 273
Italien . . . .	+ 243	—	—	—	—	—	+ 1 047	+ 1 290	+ 1 290
Niederlande .	+ 1 400 — 1 378	—	—	—	—	—	+ 1 604	+ 3 004 — 1 378	+ 1 626
Norwegen . .	+ 44 — 876	+ 343 —1 045	+ 274 — 251	+ 97 — 323	+ 130 — 10	—	+ 12	+ 902 — 2 505	— 1 604
Österreich . .	+10 527	+8 676	+5 880	—	—	—	+ 823	+25 906	+25 906
Portugal . . .	—	—	—	—	—	—	+ 1 926	+ 1 926	+ 1 926
Schweden . . .	—	—	—	—	—	—	+ 2 447	+ 2 447	+ 2 204
Schweiz . . . .	—	—	—	—	—	—	+ 2 338	+ 2 338	+ 2 338
Spanien . . . .	—	—	—	—	—	—	+ 53	+ 53	+ 53
Türkei . . . .	+ 2 350 — 1 304	+2 202 —1 016	+ 654 —1 895	+2 539	+ 687 — 337	+ 799 — 141	+ 132	+ 9 344 — 4 694	+ 4 650
Vereinigtes Königreich . .	—	—	—	—	—	—	+ 624 —17 368	+ 624 —17 368	—16 744
Insgesamt . .	14 574	11 428	7 093	2 636	1 083	940	19 812	57 567	—

früheren EZU-Kapital von 148 Millionen Dollar ergibt das ein aktives Fondskapital von 186 Millionen Dollar. Das nichtaufgerufene Kapital beträgt nach wie vor 421 Millionen Dollar.

*Multilateraler Zahlungsausgleich.* Die nebenstehende Tabelle unterrichtet über den multilateralen Zahlungsausgleich in den einzelnen Geschäftsjahren seit dem Inkrafttreten des Abkommens.

In den ersten Jahren betraf die Abrechnung Salden aus bilateralen Zahlungsabkommen. In der raschen Schrumpfung des Abrechnungsvolumens in den Jahren bis 1964 spiegelte sich das Auslaufen dieser Abkommen wider. Zu Abrechnungen zwecks Inanspruchnahme der Kursgarantie für die im Besitz von Mitgliedsländern befindlichen Zentralbankguthaben in der Währung anderer Vertragsparteien kam es in jenem Zeitraum nur dreimal, und die betreffenden Beträge waren jeweils gering.

Im Oktober 1964 lief das letzte noch bestehende bilaterale Zahlungsabkommen zwischen zwei Mitgliedsländern — dasjenige zwischen Griechenland und der Türkei — aus, und von da an ruhte der Zahlungsausgleich drei Jahre lang. Aber im Zusammenhang mit der Anpassung der Wechselkurse im Anschluß an die Pfundabwertung wurde er im November 1967 reaktiviert. Da die Paritätsänderungen nicht zu einem einheitlichen Zeitpunkt in Kraft traten, waren zur Geltendmachung der im Abkommen verankerten Kursgarantie drei Sonderabrechnungen erforderlich. Abgerechnet wurden am 29. November zwanzig Guthaben in Pfund Sterling und spanischen Peseten im Betrag von 17,4 bzw. 0,1 Millionen Dollar, am 30. November fünfzehn Guthaben in dänischen Kronen von insgesamt 2,4 Millionen Dollar und am 5. Dezember zwei Guthaben in isländischen Kronen von zusammen 9 439 Dollar. Insgesamt umfaßten diese Abrechnungen also rund 19,8 Millionen Dollar — den höchsten jemals verzeichneten Jahresbetrag —, und durch sie stieg das bisherige Gesamtvolumen des multilateralen Zahlungsausgleichs auf über 57,5 Millionen Dollar.

Zwischenfinanzierungsbeträge wurden im Berichtsjahr nicht beansprucht.

### **Ausweis des Europäischen Fonds**

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

Die Kredite und Forderungen, die bei Aufnahme der Geschäftstätigkeit aus 35 Millionen Dollar an von der Europäischen Zahlungsunion übertragenen langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei bestanden hatten, beliefen sich Ende März 1967 auf 120,5 Millionen Dollar. Davon entfielen 100 Millionen auf ausgezahlte Kredite; die langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei betragen noch 20,5 Millionen. Der Gesamtbetrag stieg auf eine absolute Spitze von 145,5 Millionen Dollar, als die Türkei ihren ab 1. Juni verfügbaren siebenten Kredit von 25 Millionen Dollar in voller Höhe in Anspruch nahm. Im Dezember ging der Gesamtbetrag durch die siebente Zahlung Norwegens und der

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 Forderungen		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 Dezember . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Dezember . . . . .	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Januar . . . . .	88,9	123,5	297,9	130,5	640,9	607,5	33,4
Februar . . . . .	89,1	123,5	297,9	130,5	641,1	607,5	33,6
März . . . . .	99,2	123,5	297,9	120,5	641,2	607,5	33,7
April . . . . .	99,3	123,5	297,9	120,5	641,3	607,5	33,8
Mai . . . . .	74,5	123,5	297,9	145,5	641,4	607,5	33,9
Juni . . . . .	76,6	123,5	297,9	145,5	643,5	607,5	36,0
Juli . . . . .	76,3	123,5	297,9	145,5	643,2	607,5	35,7
August . . . . .	76,4	123,5	297,9	145,5	643,3	607,5	35,8
September . . . . .	76,5	123,5	297,9	145,5	643,5	607,5	36,0
Oktober . . . . .	76,6	123,5	297,9	145,5	643,6	607,5	36,1
November . . . . .	76,8	123,5	297,9	145,5	643,7	607,5	36,2
Dezember . . . . .	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 Januar . . . . .	82,2	123,5	297,9	142,8	646,5	607,5	39,0
Februar . . . . .	82,3	123,5	297,9	142,8	646,6	607,5	39,1
März . . . . .	82,4	123,5	297,9	142,8	646,7	607,5	39,2

Türkei zur Tilgung ihrer langfristigen Verpflichtungen um 2,7 Millionen auf 142,8 Millionen Dollar zurück; auf diesem Stand blieb er dann bis Ende März 1968.

Dem im Berichtsjahr verzeichneten Anstieg der nichtliquiden Forderungen des Fonds um 22,3 Millionen Dollar stand ein Rückgang der liquiden Vermögenswerte um nur 16,8 Millionen Dollar gegenüber, da der Fonds von seinem Jahresüberschuß einen Betrag von 5,5 Millionen Dollar einbehält, bei denen es sich im wesentlichen um den auf das frühere EZU-Kapital entfallenden Anteil an diesem Überschuß handelte.

Der Zins für die eingezahlten Beiträge zum Fondskapital wurde wie in den Vorjahren für jedes Mitgliedsland so bemessen, daß er zusammen mit den Ausschüttungen aller früheren Perioden 90 Prozent des Anteils am Einnahmenüberschuß des Fonds ausmacht, der dem betreffenden Land zugekommen wäre, wenn der Fonds am Ende der für die Zinszahlung maßgeblichen Periode liquidiert worden wäre. Der 1967 erzielte Einnahmenüberschuß war geringfügig höher als 1966, und den Mitgliedsländern wurde an Zinsen für ihre Beiträge wiederum etwas über 1 Million Dollar gezahlt, wodurch sich der Gesamtbetrag aller bisher an Mitgliedsländer gezahlten Zinsen auf 7,4 Millionen Dollar erhöhte.

### **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, der verschiedenen OECD-Ausschüsse und gelegentlich auch eigens bestellter Missionen. Es tritt nach Bedarf zusammen, in der letzten Zeit etwa sechsmal jährlich. Im Dezember 1967 ernannte der Rat Herrn Hay von der Schweizerischen Nationalbank 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 statistische Aufstellungen über die internationalen Gold- und Devisenmärkte und über die Devisenpositionen der OECD-Länder.

## VII. DIE GESCHÄFTE DER BANK

### 1. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die von den Buchprüfern bestätigte Bilanz vom 31. März 1968 steht am Ende dieses Berichts.

\* \* \*

Die Bilanzsumme vom 31. März 1968 beträgt 12 041 331 123 Franken\*; am 31. März 1967 war sie 8 231 996 517 Franken. Die Erhöhung war somit beträchtlich: 3 809 334 606 Franken oder 46 Prozent.

#### BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung
	Millionen Franken	
1964	5 778**	+ 828
1965	7 850**	+ 2 072
1966	7 882	+ 32
1967	8 232	+ 350
1968	12 041	+ 3 809

\*\* Erste Abteilung.

Die Summe in den Monatsausweisen erhöhte sich von Monat zu Monat, bis sie im Dezember 1967 mit 12 338 Millionen erstmals die 12-Milliarden-Grenze überschritt und damit einen absoluten Rekord erreichte.

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 als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung im Zusammenhang mit dem Europäischen Währungsabkommen, als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit 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 1967 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	
	1967	1968
	Millionen Franken	
Goldbestände . . . . .	1 233	1 219
Bankguthaben . . . . .	26	32
Wechsel und sonstige Wertpapiere . . . . .	678	641
Zusammen . . . . .	1 937	1 892

\*„Franken“ ohne nähere Angaben bedeutet im vorliegenden Kapitel 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.

## MITTELAUFKOMMEN (Passiva)

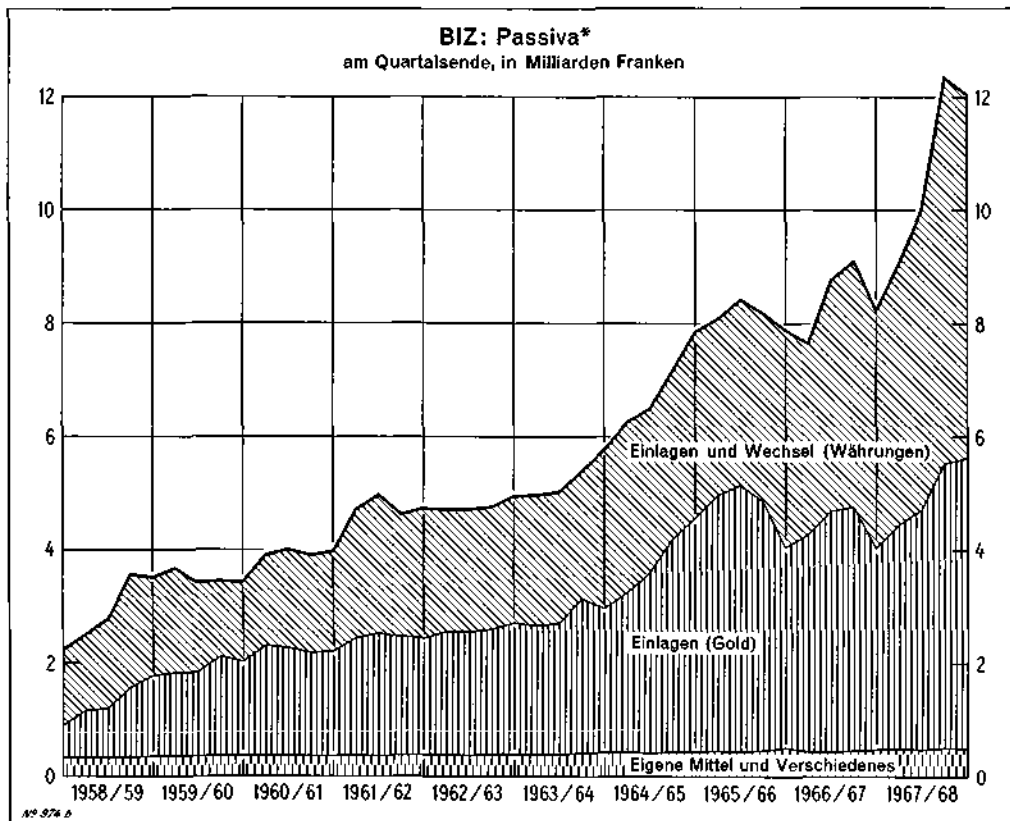
### A. Eigene Mittel

Das „genehmigte und begebene“ Stammkapital beträgt unverändert 500 Millionen Franken, von denen 125 Millionen Franken eingezahlt sind.

Durch Zuweisungen aus dem verfügbaren Reingewinn von 1966/67 wurde der „Allgemeine Reservefonds“ von 13,3 auf 22,8 Millionen Franken erhöht und ein „Besonderer Dividenden-Reservefonds“ von 10 Millionen errichtet; der „Gesetzliche Reservefonds“, der im Geschäftsjahr 1964/65 seine statutarische Höhe von 10 Prozent des eingezahlten Grundkapitals erreicht hatte, blieb unverändert bei 12,5 Millionen. Die Reserven der Bank stiegen damit von 25,8 auf 45,3 Millionen.

Die Position „Verschiedenes“ verringerte sich von 44,1 Millionen am 31. März 1967 auf 40,6 Millionen am 31. März 1968.

Die „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ beläuft sich unverändert auf 220 Millionen; die „Rückstellung für Gebäude“ wurde aus dem Überschuss des Geschäftsjahres 1967/68 von 11 auf 17,5 Millionen erhöht.



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

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr 1967/68 beträgt 45 Millionen Franken; im Vorjahr waren es 32,1 Millionen gewesen, zu denen 9,8 Millionen als Vortrag aus dem vorangegangenen Geschäftsjahr gekommen waren.

Die gesamten eigenen Mittel der Bank (ohne die Tabellenposition „Verschiedene Passiva“) beliefen sich Ende März 1968 auf 452 Millionen Franken und damit auf 3,9 Prozent der fremden Mittel (11 548 Millionen) und 3,8 Prozent der Bilanzsumme (12 041 Millionen). Würde man zu den eigenen Mitteln auch das nichteingezahlte Stammkapital (375 Millionen) rechnen, so ergäbe sich ein Verhältnis von 7,2 bzw. 6,7 Prozent.

**BIZ: Passiva in absoluten Beträgen und in Prozent**

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eigene Mittel	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
	Millionen Franken			
1964	379	5 370	29	5 778*
1965	396	7 417	37	7 850*
1966	400	7 449	33	7 882
1967	424	7 764	44	8 232
1968	452	11 548	41	12 041

\* Erste Abteilung der Bilanz.

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eigene Mittel in Prozent der		Eigene Mittel plus nichteingezahltes Stammkapital in Prozent der	
	fremden Mittel	Bilanzsumme	fremden Mittel	Bilanzsumme
1964	7,1	6,6*	14,0	12,3*
1965	5,3	5,0*	10,4	9,4*
1966	5,4	5,1	10,4	9,4
1967	5,5	5,2	10,3	9,3
1968	3,9	3,8	7,2	6,7

\* Prozent der Summe der ersten 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**

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1967	1968	
Millionen Franken			
Zentralbanken . . . . .	6 602	9 711	+ 3 109
Andere Einleger . . . . .	869	1 305	+ 436
Wechsel . . . . .	293	532	+ 239
Zusammen . . . . .	7 764	11 548	+ 3 784



Die Fremdmittel haben sich in allen Kategorien stark erhöht: die Einlagen von Zentralbanken um 47 Prozent, diejenigen von anderen Einlegern um 50 Prozent und die Wechsel um 82 Prozent.

Die Erhöhung des Betrages der Wechsel, die sämtlich auf Währungen lauten, ist durch Verkäufe im wesentlichen an Geschäftsbanken bedingt; mit dem Verkaufserlös hat die Bank bestimmte Operationen finanziert, die sie auf Ersuchen von Währungsbehörden durchführte.

BIZ: Art und Laufzeit der Fremdmittel

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Wechsel		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1967	1968		1967	1968		1967	1968	
Millionen Franken									
Auf Sicht . . . . .	2 593	1 989	— 604	240	71	— 169	—	—	—
Höchstens 3 Monate . . . . .	325	2 825	+ 2 500	3 282	5 103	+ 1 821	291	62	— 229
3 bis 6 Monate . . . . .	164	7	— 157	309	639	+ 324	2	310	+ 308
6 bis 9 Monate . . . . .	338	193	— 145	53	69	+ 16	—	—	—
9 bis 12 Monate . . . . .	141	114	— 27	10	1	— 9	—	160	+ 160
Mehr als 1 Jahr . . . . .	—	—	—	16	11	— 5	—	—	—
Zusammen . . . . .	3 561	5 128	+ 1 567	3 910	5 888	+ 1 978	293	532	+ 239

Die Goldeinlagen und die Währungseinlagen haben in ungefähr der gleichen Größenordnung zugenommen, nämlich um 44 bzw. 51 Prozent.

Bei den Goldeinlagen stiegen nur diejenigen mit einer Laufzeit von höchstens drei Monaten, allerdings beträchtlich. Hierfür waren zwei Faktoren maßgebend: a) die Bildung umfangreicher neuer Einlagen bei der Bank; b) die Umwandlungen von Gold-Sichteinlagen in Termineinlagen (mit entsprechender Verringerung der erstgenannten), wodurch der Bank die Finanzierung von internationalen Operationen im Rahmen der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken ermöglicht wurde. Der Betrag der Goldeinlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten hat sich um die Hälfte verringert.

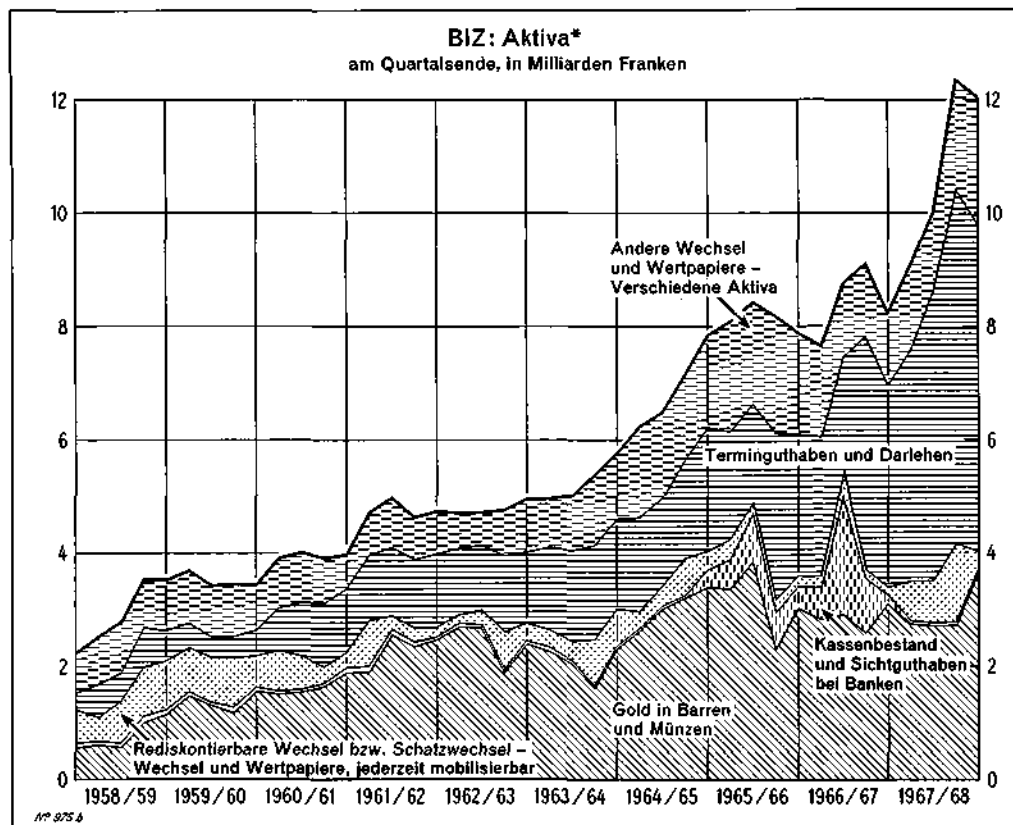
Die Währungseinlagen veränderten sich ungefähr parallel zu den Goldeinlagen. Der weitaus größte Zuwachs ergab sich bei den Einlagen mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten. Diese Erhöhung steht unter anderem im Zusammenhang mit a) Operationen im Rahmen des (im März 1967 und März 1968 verlängerten) „Group Arrangement“ vom Juni 1966 mit dem Vereinigten Königreich, an dem die Bank beteiligt ist, und b) dem Erwerb britischer Treasury Notes im November 1967 durch die Bank, wobei die erforderlichen Mittel zum größten Teil von Zentralbanken bereitgestellt wurden.

Zugenommen haben auch die Währungseinlagen mit einer Laufzeit von drei bis sechs Monaten, die sich verdoppelten, sowie die Einlagen auf sechs bis neun Monate. Umgekehrt sind die — schon vorher sehr geringen — Einlagen von neun bis zwölf Monaten fast auf Null gesunken, und auch die Einlagen von mehr als einem Jahr haben abgenommen.

Bei den Wechseln sind diejenigen mit einer Laufzeit von höchstens drei Monaten um fast vier Fünftel zurückgegangen, während diejenigen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten, die vorher praktisch nicht existierten, einen beträchtlichen Umfang erreichten.

Am Beginn des Geschäftsjahres entfielen von den gesamten Fremdmitteln 46 Prozent auf Goldeinlagen, 50 Prozent auf Währungseinlagen und 4 Prozent auf Wechsel. Am 31. März 1968 waren diese Anteile kaum verändert; sie betragen 44 bzw. 51 und 5 Prozent.

#### MITTELVERWENDUNG (Aktiva)



Die nachstehende Tabelle zeigt die Veränderung der Goldposition der Bank für diejenigen Zeitpunkte des Geschäftsjahres, an denen ein Höchst- oder ein Tiefstwert verzeichnet wurde.

Die Zunahme des Barren- und Münzgoldbestandes der Bank um 570 Millionen geht auf die Auflösung verschiedener Goldkaufoperationen per Termin und zu einem kleineren Teil auf die Hereinnahme neuer Einlagen zurück.

Dennoch erhöhte sich der Saldo der Termingeschäfte infolge des Abschlusses von Swapoperationen gegen Währungen sehr stark (um 1 038 Millionen).

**BIZ: Goldposition**

Monatsende	Kassaposition				Termin- geschäfte	Gesamte Netto- Gold- position
	Gold in Barren und Münzen	Goldanlagen	Gold- verbindlich- keiten	Saldo	Saldo	
Millionen Franken						
<b>1967</b>						
März . . . . .	3 096	420	3 561 (Min.)	— 45	+ 472	427
April . . . . .	3 270	421	3 578	+ 113 (Max.)	+ 317 (Min.)	430
Juni . . . . .	2 737	421	3 971	— 813	+ 1 229	416 (Min.)
Juli . . . . .	2 673 (Min.)	422 (Max.)	3 924	— 829	+ 1 250	421
Dezember . . .	2 720	403 (Min.)	5 032	— 1 909 (Min.)	+ 2 355 (Max.)	446
<b>1968</b>						
März . . . . .	3 666 (Max.)	407	5 128 (Max.)	— 1 055	+ 1 510	455 (Max.)
<b>Veränderung</b> 31. März 1967/ 31. März 1968	+ 570	— 13	+ 1 567	— 1 010	+ 1 038	+ 28

Unter den im Geschäftsjahr verzeichneten Fluktuationen verdient der Maximalwert Beachtung, den der Saldo der Termingeschäfte Ende Dezember 1967 mit + 2 355 Millionen erreichte; der Anstieg beruhte auf Goldswaps gegen Schweizer Franken, die mit der Schweizerischen Nationalbank hauptsächlich in jenem Monat abgeschlossen und im Laufe des ersten Quartals 1968 nach und nach aufgelöst wurden.

**BIZ: Barmittel und Anlagen, gegliedert nach Gold und Währungen**

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung
	1967		1968		
Millionen Franken					
<b>Barmittel</b>					
Gold . . . . .	3 096		3 666		+ 570
Währungen . . . . .	156	3 252	49	3 715	— 107 + 463
<b>Anlagen</b>					
Gold . . . . .	420		407		— 13
Währungen . . . . .	4 559	4 979	7 918	8 326	+ 3 359 + 3 346
<b>Zusammen</b>					
Gold . . . . .	3 516		4 073		+ 557
Währungen . . . . .	4 715	8 231	7 967	12 040	+ 3 252 + 3 809

Zur Gliederung der Aktiva nach ihrer Laufzeit ist folgendes zu bemerken.

**A. Barmittel sowie rediskontierbare und jederzeit mobilisierbare Anlagen**

Der Posten „Gold in Barren und Münzen“ (es handelt sich fast ausschließlich um Barrengold) hat, wie bereits dargelegt, um 570 Millionen zugenommen.

Als „Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken“ waren am Beginn des Geschäftsjahres 156 Millionen ausgewiesen; in ungefährer Übereinstimmung mit der Veränderung der Passivposition „Währungseinlagen auf Sicht“ ging der Posten bis

31. Mai 1967 auf annähernd den Betrag vom Ende des Geschäftsjahres (49 Millionen) zurück und wies von da an nur noch sehr geringfügige Veränderungen auf.

Die gesamten Barmittel (in Gold und Währungen) bestritten am Ende des Geschäftsjahres knapp 31 Prozent der Bilanzsumme, verglichen mit einem Vorjahresanteil von 39,5 Prozent.

Das Portefeuille der „Rediskontierbaren Schatzwechsel“ stellte sich am 31. März 1967 auf 70 Millionen. In solchen Papieren wurden Mittel angelegt, welche die Bank im Rahmen des Zentralbanken-Swapnetzes, an dem sie beteiligt ist, während des Geschäftsjahres verschiedentlich erhielt, so daß sich diese Position beträchtlich erhöhte; Ende 1967 betrug sie 1 335 Millionen, und Ende Januar 1968 wurde mit 1 458 Millionen der Maximalstand erreicht. Infolge allmählicher Auflösung des größten Teiles der betreffenden Operationen war der Betrag dann bis zum Ende des Geschäftsjahres auf 232 Millionen gesunken.

Das Volumen der „Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar“ verringerte sich von 74 auf 70 Millionen.

Die gesamten Barmittel und jederzeit mobilisierbaren Anlagen der Bank, welche die bisher analysierten Aktivposten umfassen, stellten sich am Beginn des Geschäftsjahres auf 3 396 Millionen oder auf 41 Prozent der Bilanzsumme. Die entsprechenden Zahlen vom 31. März 1968 waren 4 017 Millionen und 33 Prozent. Im selben Zeitraum haben sich auf der Passivseite die Sichteinlagen von 2 833 auf 2 060 Millionen vermindert, so daß sich ihr Anteil an der Bilanzsumme von 34 auf 17 Prozent halbierte.

#### B. Terminguthaben und Terminanlagen

Die „Terminguthaben und Darlehen“ erhöhten sich im Geschäftsjahr von 3 551 auf 5 775 Millionen. Der Anstieg war also sehr stark; er betrug 2 224 Millionen bzw. 63 Prozent. Er beruhte auf der Anlage sowohl von Mitteln, die aus Goldswaps herrührten, wie auch von Einlagen, welche die Bank im Rahmen des „Group Arrangement“ von 1966 erhielt. Ende Dezember 1967 erreichte der Posten mit 6 231 Millionen seinen größten Betrag, da die Bank in beträchtlichem Umfang von Zentralbanken kurzfristige Mittel über den Jahreswechsel erhielt, die sie für Interventionen an verschiedenen Märkten verwendete; auf diese Weise trug sie bis zu einem gewissen Grade zur Milderung der durch umfangreiche Geldrepatriierungen am Jahresende ausgelösten Bewegungen bei.

**BIZ: Terminguthaben und Darlehen sowie  
Andere Wechsel und Wertpapiere, gegliedert nach der Laufzeit**

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1967	1968	
	Millionen Franken		
Höchstens 3 Monate . . . . .	3 805	7 319	+ 3 514
3 bis 6 Monate . . . . .	499	523	+ 24
6 bis 9 Monate . . . . .	254	72	— 182
9 bis 12 Monate . . . . .	248	82	— 166
Mehr als 1 Jahr . . . . .	29	27	— 2
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>4 835</b>	<b>8 023</b>	<b>+ 3 188</b>

Die „Anderen Wechsel und Wertpapiere“ haben ebenfalls sehr erheblich zugenommen; mit ihrem Anstieg von 864 auf 1 841 Millionen haben sie sich mehr als verdoppelt. Die Zunahme erklärt sich durch den Kauf britischer Treasury Notes sowie durch Anlagen, welche die Bank größtenteils aus dem Verkaufserlös der von ihr ausgegebenen Wechsel vornahm.

Ebenso wie bei den Einlagen der Bank sind auch bei ihren Anlagen diejenigen auf höchstens drei Monate stark gewachsen; ihr Betrag verdoppelte sich nahezu und erhöhte sich damit sogar mehr als die Gesamtheit der Anlagen. Die Anlagen von drei bis sechs Monaten nahmen geringfügig zu.

Dagegen haben sich die Anlagen von mehr als sechs Monaten sämtlich vermindert, insbesondere in den Kategorien von sechs bis zwölf Monaten, wo sie um mehr als zwei Drittel zurückgingen.

Infolge dieser Bewegungen waren die Anlagen mit einer Laufzeit von mehr als sechs Monaten am Ende des Geschäftsjahres nur noch mit rund 2 Prozent an der Gesamtheit der Terminanlagen der Bank beteiligt. Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß diese Anlagen wie in den vorangegangenen Geschäftsjahren zu einem nennenswerten Teil sehr kurzfristig mobilisiert werden können.

\* \* \*

Mehr noch als in früheren Geschäftsjahren stand die Ausdehnung der Tätigkeit der Bank im vergangenen Jahr im Zeichen einer intensivierten Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken.

Die wesentlichen Gründe für diese erweiterte Tätigkeit lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Beteiligung der Bank an den zwischen Zentralbanken geschlossenen Währungsswapvereinbarungen, insbesondere an dem mit der Federal Reserve Bank von New York errichteten Swapnetz. Das Volumen der von der Bank im Rahmen dieser Vereinbarungen durchgeführten Swaps erreichte seinen größten Umfang Ende Dezember mit einem Gegenwert von 746 Millionen US-Dollar; danach ging es bis zum Ende des Geschäftsjahres auf 55 Millionen US-Dollar zurück;
- Erhöhung des Volumens der mit Zentralbanken abgeschlossenen Swapoperationen von Gold gegen Währungen;
- Zunahme der Einlagen, hauptsächlich von Zentralbanken;
- vermehrte Gewährung von Fazilitäten zugunsten verschiedener Währungsbehörden entweder allein oder gemeinsam mit Zentralbanken;
- Ausbau der Funktionen der Bank als Mittler zwischen den Zentralbanken und dem Markt.

Die größere Geschäftstätigkeit der Bank hat sich wohl in der Bilanz niedergeschlagen, doch sind darin nicht alle Operationen enthalten, die im Geschäftsjahr abgeschlossen wurden. Dies trifft insbesondere auf die den Zentralbanken eingeräumten Fazilitäten zu, die am Ende des Geschäftsjahres nicht ausgenutzt waren.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß die Bank ihre Operationen am Goldmarkt in den letzten Monaten des Geschäftsjahres infolge der gegebenen Verhältnisse eingeschränkt hat.

Der Reingewinn aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr war erheblich größer als im Vorjahr (Einzelheiten weiter unten in Abschnitt 6).

Das Geschäftsvolumen der Bank erhöhte sich von 86 Milliarden 1965/66 und 110 Milliarden 1966/67 auf 174 Milliarden im Geschäftsjahr 1967/68 und damit auf einen neuen Rekordstand.

## 2. 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 Äußeren 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 1967/68 ist bei der Dawes-Anleihe am 15. April 1968 und bei der Young-Anleihe am 1. Juni 1968 abgelaufen. Die für das Finanzjahr 1967/68 geschuldeten Zinsbeträge im Gegenwert von rund 10,2 Millionen Franken

Deutsche Äußere Anleihe 1924  
(Dawes-Anleihe)

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1966/67	1967/68	
<b>Konversionsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	44 113 000	15 129 000	2 156 000	26 828 000
Belgische . . . . .	£	583 500	142 000	19 300	422 200
Britische . . . . .	£	8 277 200	2 016 700	269 500	5 991 000
Französische . . .	£	1 929 600	464 700	62 500	1 402 400
Niederländische . .	£	1 323 900	304 300	42 700	976 900
Schwedische . . .	skr	14 209 000	3 210 000	446 000	10 553 000
Schweizerische . .	£	1 130 800	272 100	37 000	821 700
Schweizerische . .	sfr	8 251 000	1 825 000	257 000	6 169 000
<b>Fundierungsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	8 207 000	2 130 000	253 000	5 824 000
Belgische . . . . .	£	157 800	42 700	5 300	109 800
Britische . . . . .	£	2 232 000	596 400	74 900	1 560 700
Französische . . .	£	498 900	134 500	16 800	347 600
Niederländische . .	£	291 600	70 400	9 500	211 700
Schweizerische . .	£	115 000	30 200	3 900	80 900
Schweizerische . .	sfr	415 000	101 000	11 000	303 000

**Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930**  
(Young-Anleihe)

Ausgabe	Währung	Nennwert*			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1966/67	1967/68	
<b>Konversionschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	55 474 000	6 150 000	862 000	48 462 000
Belgische . . . . .	bfr	202 803 000	22 295 000	3 042 000	177 466 000
Britische . . . . .	£	20 656 400	2 252 800	308 000	18 095 600
Deutsche . . . . .	DM	14 504 000	1 573 000	215 000	12 716 000
Französische . . .	FF	445 607 000	48 602 000	6 663 000	390 342 000
Niederländische . .	hfl	52 558 000	5 630 000	785 000	46 143 000
Schwedische . . .	skr	92 763 000	10 165 000	1 383 000	81 215 000
Schweizerische . .	sfr	58 383 000	6 407 000	872 000	51 104 000
<b>Fundierungsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	9 006 000	982 000	126 000	7 898 000
Belgische . . . . .	bfr	45 670 000	5 059 000	845 000	39 966 000
Britische . . . . .	£	4 928 600	538 600	69 100	4 320 900
Deutsche . . . . .	DM	416 000	45 000	5 000	366 000
Französische . . .	FF	98 152 000	10 561 000	1 365 000	86 226 000
Niederländische . .	hfl	8 498 000	924 000	120 000	7 454 000
Schwedische . . .	skr	6 014 000	666 000	84 000	5 264 000
Schweizerische . .	sfr	1 405 000	152 000	20 000	1 233 000

\* Nennwert am 1. Mai 1968, 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.

für die Dawes-Anleihe und von rund 35,1 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 1967/68 wurde bei beiden Anleihen teils durch Käufe von Schuldverschreibungen am Markt und 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.

**Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930**

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959 bis 1966	1967	
Amerikanische . . .	\$	1 667 000	538 000	85 000	1 044 000
Britisch-niederländische . .	£	856 600	269 800	44 600	542 200
Schweizerische . . .	sfr	7 102 000	1 886 000	308 000	4 908 000

Die Bank ist auch Treuhänder für die anerkannten Schuldverschreibungen der Internationalen Bundesanleihe der Republik Österreich 1930, deren Bedienung in Übereinstimmung mit den getroffenen Vereinbarungen erfolgte.

Über diese Anleihe unterrichtet die Tabelle auf Seite 193 unten.

### 3. Die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Die Bank hat weiterhin die Funktionen eines Pfandhalters im Zusammenhang mit den Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl ausgeübt, die gemäß den Bestimmungen des von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft abgeschlossenen Pfandvertrages gesichert sind.

#### Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Serie der gesicherten Zahlungsverprechen	Jahr der Ausgabe	Land der Ausgabe	Anleihegläubiger bzw. Form der Anleihe	Anleihebetrag		Zinssatz %	Späteste Fälligkeit
				Ursprünglich	Am 1. April 1968 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten von Amerika	Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika	\$ 100 000 000	64 700 000	3 1/2	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	141 000 000	3 1/2	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25 000 000	15 877 850	3 1/2	1981
			Landesbank für Westfalen Girozentrale, Münster	DM 25 000 000	15 877 850	3 1/2	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	14 100 000	3 1/2	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	lfr 5 000 000	—	—	—
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 <sup>1</sup>	1 786 470	4 1/2	1977
7 <sup>2</sup>	1957	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	27 500 000	4 1/2	1974
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 25 000 000	13 600 000	5 1/2	1975
11 <sup>2</sup>	1958	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	lfr 100 000 000	81 569 962	5 1/2	1982
13 <sup>2</sup>	1960	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	25 800 000	5	1978
15	1961	Luxemburg	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	21 700 000	5 1/2	1980
			Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	91 397 335	5 1/2	1986
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	46 650 000	4 1/2	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.



Der Gesamtbetrag dieser gesicherten Anleihen belief sich ursprünglich auf den Gegenwert von rund 817 Millionen Franken. Die bis zum 1. April 1968 geleisteten Rückzahlungen der Gemeinschaft entsprechen dem Gegenwert von rund 327 Millionen Franken; der noch geschuldete Gesamtbetrag hat sich somit auf den Gegenwert von rund 490 Millionen Franken vermindert. Nähere Einzelheiten dieser Anleihen sind in der vorstehenden Tabelle angegeben.

Die Gemeinschaft hat den Erlös der genannten Anleihen zu Darlehen in den Mitgliedsländern verwendet.

Im Geschäftsjahr 1967/68 hat die Bank von den Darlehensschuldern Zahlungen im Gegenwert von rund 26 Millionen Franken für Zinsen und im Gegenwert von rund 39 Millionen Franken als Tilgungsbeträge entgegengenommen und an die Zahlungsagenten verteilt.

Die Gemeinschaft hat auch Anleihen aufgenommen, die nicht gemäß dem Pfandvertrag gesichert sind, doch hat die Bank im Zusammenhang mit diesen Anleihen keine Aufgaben.

#### **4. Die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen)**

Die Tätigkeit der Bank als Agent für die Durchführung der EWA-Geschäfte im Rahmen der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung wird in Kapitel VI des vorliegenden Berichts geschildert. Der Bank wurden im Zusammenhang mit dieser Tätigkeit wie im vorangegangenen Jahr als Verwaltungskostenbeitrag 500 000 Schweizer Franken gezahlt und die Auslagen ersetzt; diese Beiträge wurden dem Konto „Verwaltungskosten“ in der Gewinn- und Verlust-Rechnung der Bank gutgeschrieben.

#### **5. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen**

Im ereignisreichen letzten Jahr sind die Bedeutung und der Wert einer engen monetären Zusammenarbeit der Zentralbanken deutlich zutage getreten, und die Bank hat in diesem Bereich eine zunehmende Rolle gespielt.

Die Bank hat weiterhin aktiv an den von einer Gruppe wichtiger Zentralbanken getroffenen Vereinbarungen zur Milderung von Anspannungen im internationalen Währungssystem mitgewirkt und diente als Sammelpunkt für die zu diesem Zweck bereitgestellten Fazilitäten. In dem von der Federal Reserve Bank von New York aufgebauten System reziproker Swapfazilitäten hat die Bank ihre Beteiligung im Laufe des Jahres nach und nach gesteigert. Der Gesamtbetrag der Swapvereinbarungen zwischen dem genannten Institut und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich beläuft sich jetzt auf 1 600 Millionen US-Dollar, von denen 600 Millionen Dollar gegen Schweizer Franken und 1 000 Millionen Dollar gegen andere europäische Währungen gezogen werden können. Wie schon in früheren Jahren hat sich die Bank gemeinsam mit bestimmten

Zentralbanken an konzertierten Aktionen beteiligt, die der Abschwächung unerwünschter Marktanspannungen galten, insbesondere am Eurodollarmarkt.

Im Bereich der Forschung und des Austausches von Informationen haben — neben den regelmäßigen Sitzungen des Verwaltungsrats — wiederum mehrere von der Bank organisierte Zusammenkünfte von Zentralbankexperten zur Untersuchung allgemein interessierender wirtschaftlicher und monetärer Probleme sowie zur Prüfung besonderer Fragen wie der Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Eurodollarmarktes stattgefunden.

Ferner hat die Bank im Laufe des Jahres weiterhin, entsprechend dem ihr im August 1964 von den Ministern der Zehner-Gruppe erteilten Auftrag, statistische Angaben über die zur Finanzierung von Zahlungsbilanzüberschüssen und -defiziten verwendeten Mittel gesammelt und an alle Teilnehmer der Gruppe sowie an die OECD-Arbeitsgruppe 3 verteilt. Diese Angaben liefern die wesentliche Grundlage für die multilaterale Überwachung der Schaffung internationaler Liquidität. Die Notenbankgouverneure der Gruppe haben bei ihren Zusammenkünften in der Bank auch Gelegenheit, einander im frühestmöglichen Stadium über alle zwischen den Mitgliedern der Gruppe getroffenen Absprachen zu unterrichten, die neue oder erweiterte Kreditfazilitäten zum Gegenstand haben, sowie über die Entwicklung solcher Kredite. Die Nützlichkeit dieser Zusammenarbeit hat sich im vergangenen Jahr bestätigt.

An den Arbeiten der Stellvertreter in der Zehner-Gruppe sowie ihrer Studiengruppen über das Problem der internationalen Liquidität, die Schaffung eines neuen Reservemediums und den Anpassungsprozeß war die Bank auch im vergangenen Jahr beteiligt. Die Dienststellen der Bank haben an dieser Arbeit ebenfalls mitgewirkt.

Mit der fortgesetzten Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken haben sich auch die Beziehungen zwischen der Bank einerseits und der OECD und dem IWF andererseits intensiviert.

## **6. Reingewinn und Gewinnverwendung**

Das am 31. März 1968 abgelaufene achtunddreißigste Geschäftsjahr endete mit einem Überschuß von 53 497 848 Franken (im Vorjahr: 47 074 487 Franken).

Der Verwaltungsrat hat in Anbetracht des hohen Überschusses für das abgelaufene Geschäftsjahr beschlossen, die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und die Rückstellung für Gebäude weiter zu erhöhen, und zwar um 1 997 848 bzw. 6 500 000 Franken. Nach Abzug dieser beiden Zuweisungen an die Rückstellungen beträgt der Reingewinn 45 Millionen Franken. Die Verwendung dieses Betrages ist durch Artikel 53 der Statuten festgelegt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von 45 Millionen Franken wie folgt zu verwenden: 1. einen Betrag von 7 500 000 Franken zur Zahlung der kumulativen Dividende von 6 Prozent bzw. 37,50 Franken je Aktie gemäß Artikel 53b; 2. einen Betrag

von ebenfalls 7 500 000 Franken zur Zahlung der Zusatzdividende von 6 Prozent bzw. 37,50 Franken je Aktie gemäß Artikel 53c, wobei der Besondere Dividenden-Reservfonds in diesem Jahr nicht dotiert wird; 3. einen Betrag von 15 Millionen Franken zur Erhöhung des Allgemeinen Reservfonds gemäß Artikel 53d; 4. den Rest des verfügbaren Reingewinns, also 15 Millionen Franken, zur Bildung eines neuen Freien Reservfonds auf Grund von Artikel 53f. Der Verwaltungsrat wird das Recht haben, diesen Fonds nicht nur zur Deckung von Verlusten der Bank, sondern auch für jeden anderen Zweck heranzuziehen, der mit den Statuten übereinstimmt.

Nach den Vorschlägen des Verwaltungsrats beläuft sich die Gesamtdividende der Bank für das Geschäftsjahr 1967/68 auf 75 Franken je Aktie. Sie ist mit 107,15 Schweizer Franken je Aktie zahlbar. Die Zahlung erfolgt am 1. Juli 1968 an die Aktionäre, die am 25. Juni 1968 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Gesamtausschüttung für das Geschäftsjahr 1966/67 betrug 112,50 Franken je Aktie, von denen 54,47 Franken auf die Zahlung des Restbetrages der nicht-erklärten kumulativen Dividende entfielen. Die vorgeschlagene Verteilung von 75 Franken je Aktie für das Geschäftsjahr 1967/68 stellt die in Artikel 53b und c der Statuten der Bank vorgesehene Gesamtdividende dar.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlust-Rechnung und der Vorschlag zur Verwendung des Reingewinns sind am Schluß des vorliegenden Berichts abgedruckt.

Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlust-Rechnung ein richtiges und getreues Bild der Geschäftslage der Bank am 31. März 1968 und des Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr vermitteln. Der Bericht der Firma Price Waterhouse & Co. ist der Bilanz angefügt.

## **7. Veränderungen im Verwaltungsrat**

In der Verwaltungsratssitzung vom 8. Mai 1967 gab der Vorsitzende, Herr Dr. M. W. Holtrop, seinen Entschluß bekannt, mit Wirkung vom 30. Juni 1967 sein Amt als Mitglied des Verwaltungsrats der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zur Verfügung zu stellen, nachdem er am 30. April 1967 als Präsident der Nederlandsche Bank in den Ruhestand getreten war.

In derselben Sitzung vom 8. Mai 1967 wählte der Verwaltungsrat, gestützt auf Artikel 28 Ziffer 3 und Artikel 29 der Statuten, Herrn Dr. J. Zijlstra, der als Nachfolger von Herrn Dr. Holtrop zum Präsidenten der Nederlandsche Bank ernannt worden war, für die Restlaufzeit des Verwaltungsmandates von Herrn Dr. Holtrop, also bis zum 31. März 1970, zum Mitglied des Verwaltungsrats.

In der Verwaltungsratssitzung vom 12. Juni 1967 gab Herr Dr. M. W. Holtrop seinen Entschluß bekannt, mit Wirkung von Ende Juni 1967 von seinem Amt als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank für Internationalen

Zahlungsausgleich zurückzutreten. Der Stellvertretende Vorsitzende sprach ihm den aufrichtigen Dank des Verwaltungsrats für die hervorragenden Verdienste aus, die er sich während seiner einundzwanzigjährigen Tätigkeit als Mitglied des Verwaltungsrats und insbesondere seit Juli 1958 als dessen Vorsitzender und als Präsident der Bank erworben hat.

In derselben Sitzung wählte der Verwaltungsrat gemäß Artikel 39 der Statuten Herrn Dr. J. Zijlstra, Präsident der Nederlandsche Bank, als Nachfolger von Herrn Dr. M. W. Holtrop für eine am 1. Juli 1967 beginnende Amtszeit von drei Jahren zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und Präsidenten der Bank.

Das Mandat von Herrn Maurice Frère als Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats wäre am 31. Dezember 1967 abgelaufen. In seiner Sitzung vom 11. Dezember 1967 wählte der Verwaltungsrat Herrn Frère gemäß Artikel 39 der Statuten auf weitere drei Jahre bis zum 31. Dezember 1970 in dieses Amt.

Die Verwaltungsratsmandate von Herrn Karl Blessing, Präsident der Deutschen Bundesbank, und von Herrn Dr. Rudolf Brinckmann wären am 31. März bzw. am 31. Mai 1968 abgelaufen. Der Vorsitzende des Verwaltungsrats gab in der Sitzung vom 11. März 1968 bekannt, daß die Ex-officio-Mitglieder des Verwaltungsrats gemäß Artikel 28 Ziffer 2 Absatz 3 der Statuten Herrn Blessing und Herrn Dr. Brinckmann auf weitere drei Jahre bis zum 31. März bzw. 31. Mai 1971 in den Verwaltungsrat gewählt hatten.

Das Verwaltungsratsmandat von Herrn Dr. Edwin Stopper wäre am 31. März 1968 abgelaufen. Gemäß Artikel 28 Ziffer 3 der Statuten wurde er in der Verwaltungsratssitzung vom 11. März 1968 auf weitere drei Jahre bis zum 31. März 1971 in den Verwaltungsrat gewählt.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die wirtschaftlichen und monetären Entwicklungsvorgänge des vergangenen Jahres waren, um das mindeste zu sagen, ereignisreich. Einige dieser Vorgänge waren positiv zu bewerten, aber die Mehrzahl zeugte von ernststen Problemen grundlegender Art.

Was die binnenwirtschaftliche Entwicklung betrifft, so traten die kontinentaleuropäischen Länder aus der Periode der Flaute oder Rezession heraus, die dem Konjunkturbild bis zum Sommer 1967 das Gepräge gegeben hatte, und seit dem Herbst jenes Jahres befinden sie sich wieder in einer Phase der Expansion. Es zeigt sich jetzt, daß die Konjunkturabflachung in den vorangegangenen neun Monaten weniger ausgeprägt und umfassend war als im Rezessionsjahr 1958, mit der einzigen Ausnahme der Bundesrepublik Deutschland. Die Geld- und Fiskalpolitik wurde jedenfalls auf Konjunkturförderung umgestellt, und der Produktionsapparat hat darauf reagiert. Die erneute Expansion vollzieht sich, ohne daß die Preise übermäßig steigen und der Arbeitsmarkt unter Nachfragedruck steht. Getrübt wird der Ausblick allerdings durch die sozialen und politischen Störungen, die in der jüngsten Zeit in Frankreich aufgetreten sind.

Auch in den Vereinigten Staaten ist die Konjunktur wieder aus der Flaute herausgekommen, die vom letzten Quartal 1966 bis etwa Mitte 1967 geherrscht hatte. Aber hier trat der Wandel der Konjunktur zur un rechten Zeit ein. Unter der stimulierenden Wirkung eines gewaltigen Etatdefizits ist die US-Wirtschaft rasch wieder in den Zustand einer exzessiven Gesamtnachfrage geraten; die Preise zogen ziemlich stark an, und die Tarifvereinbarungen gingen unter dem Gesichtspunkt der Preis- und Währungsstabilität zu weit. Hinzu kam, daß das inflatorische Ausmaß der Nachfrage ernstliche Rückwirkungen auf die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz hatte. Während die Geld- und Kreditpolitik entschieden auf Restriktion umgestellt wurde — wobei an dem außerordentlich hohen Zinsniveau abgelesen werden kann, wie stark die Restriktion im Verhältnis zur Kreditnachfrage ist —, bedarf es ohne Zweifel des eindämmenden Einflusses einer kräftigen Verringerung des Etatdefizits.

Im Vereinigten Königreich dagegen dämpfte die Regierung die binnenwirtschaftliche Expansion durch energische Maßnahmen im Rahmen des Budgets vom März 1968, um der Zahlungsbilanzanpassung die dringend notwendige Priorität einzuräumen. Während die Lohnforderungen immer noch überhöht sind, scheint es, als würde der von der Nachfrageseite her gegebene Preisauftrieb minimal und die Konjunkturbelebung ziemlich gemäßigt bleiben, solange die Gesamtnachfrage keine zusätzlichen Impulse durch eine Exportausweitung erhält.

Im internationalen Bereich müssen mehrere Entwicklungsvorgänge als bedauerlich angesehen werden, wie sehr man auch der Meinung sein mag, unter den gegebenen Umständen seien sie unvermeidbar gewesen.

Als erstes ist die Abwertung des Pfundes im November 1967 zu nennen. Das Pfund hatte sich wiederholt in Schwierigkeiten befunden, und es war unverkennbar, daß die eigentlichen Ursachen seiner Schwäche ziemlich weit zurückreichten, ohne daß entschlossene wirtschaftspolitische Maßnahmen ergriffen worden wären, um sie zu überwinden. Die unmittelbare Notwendigkeit zur Abwertung ergab sich jedoch aus politischen und wirtschaftlichen Ereignissen vor allem außerhalb des Vereinigten Königreichs, welche die britische Zahlungsbilanz wieder stark defizitär werden ließen und eine gewaltige Flucht aus dem Pfund auslösten. Als diese Flucht sich intensivierte, kamen die verantwortlichen Stellen offenbar zu dem Schluß, daß die Erfolgchancen einer neuen Serie von Deflationsmaßnahmen ohne Änderung der Währungsparität nicht groß genug waren, um die damit verbundenen Risiken und Opfer zu rechtfertigen.

Sowohl die Budgetpolitik wie die Kreditpolitik sind jetzt darauf abgestellt, die Voraussetzungen für den Bestand der neuen Parität zu verbessern. Zur Festigung der außenwirtschaftlichen Position ist es jedoch unerlässlich, daß die Etatziele in die Praxis umgesetzt werden, daß Einkommen und Preise wirksam beschränkt werden und daß binnen nicht allzu langer Zeit in der Zahlungsbilanz zunächst ein Gleichgewicht und dann ein Überschuß erreicht wird. Die Notwendigkeit, rasch einen erheblichen Zahlungsbilanzüberschuß zu erzielen, wird unterstrichen durch die hohe kurz- und mittelfristige britische Auslandsschuld und durch das Gebot, eine weitere Schädigung der Reservenstruktur des gesamten Sterlinggebiets zu vermeiden.

In bezug auf die außenwirtschaftliche Position der Vereinigten Staaten war das entscheidende Ereignis der letzten zwölf Monate das am 1. Januar 1968 bekanntgegebene neue Zahlungsbilanzprogramm. Direkte Eingriffe hatte es schon seit mehreren Jahren gegeben, so daß das neue Programm nicht der erste Schritt in dieser Richtung war. Doch die größere Reichweite und Rigorosität der neuen Maßnahmen bestätigen den Eindruck, daß die Vereinigten Staaten sich mehr und mehr von ihrem traditionellen Prinzip der Vermeidung von Kontrollen abwenden. In Verbindung mit der Verschärfung der britischen Reglementierungen in den letzten Jahren bedeuten diese Maßnahmen einen ernsthaften Rückschritt auf dem Wege der Liberalisierung, der in den Nachkriegsjahren so erfolgreich begangen worden ist. Auch wenn solche Maßnahmen durch die Begleitumstände des Vietnamkrieges gerechtfertigt sein mögen, so kann man sie doch schwerlich ohne Bedauern betrachten.

Die unmittelbaren Gründe des neuen Programms waren die der Pfundabwertung folgende stürmische Spekulation vor allem in Gold und die gewaltige Zunahme des Defizits in der amerikanischen Zahlungsbilanz im Zusammenhang mit der in den letzten Monaten des zurückliegenden Jahres erneut aufgetretenen Übernachfrage. Vorausgegangen waren jedoch eine Reihe von Jahren, in denen die Aufmerksamkeit der Wirtschaftspolitik mehr den Belangen der Binnenwirtschaft als der Zahlungsbilanzposition gegolten hatte und in denen man sich nur ungern mit den tieferen Ursachen der Verschlechterung der Reserveposition des Dollars befaßt hatte. In früheren Jahren hatte das Wachstum der Dollarreserven ausländischer Währungsbehörden wesentlich zur weltwirtschaftlichen Entwicklung

und zu den Voraussetzungen beigetragen, die es ermöglichten, zur Konvertibilität und zu einer liberalen Praxis im Devisenverkehr zurückzukehren. Aber schon seit einiger Zeit war zu erkennen, daß die Erhöhung der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten bei gleichzeitiger Abnahme der Goldreserven auf die Dauer untragbar war. Dennoch bezweckten die amerikanischen Maßnahmen lediglich eine Begrenzung der Goldverluste.

Als drittes Ereignis ist zu nennen, daß die den Goldpool alimentierenden Zentralbanken am Sonntag, dem 17. März 1968, beschlossen, den Markt nicht mehr mit Gold zu versorgen und den Marktpreis frei durch Angebot und Nachfrage bestimmen zu lassen. Zugleich versicherten sie, daß für Transaktionen zwischen Zentralbanken weiterhin der Preis von 35 Dollar je Unze gelten würde. Auch das war ein bemerkenswerter Vorgang des vergangenen Jahres.

Hier beginnt man in jenen nebeligen Bereich zu geraten, der keinen klaren Ausblick auf das künftige Währungssystem gestattet, denn erst mit der Zeit wird sich erweisen, ob diese Regelung auf längere Dauer praktikabel ist. Gegenwärtig liegt der Goldpreis am Markt merklich über dem amtlichen Preis; entscheidend ist aber, auf welchem Niveau sich der Goldpreis künftig einspielen wird, sobald die Angebots- und Nachfragekräfte am Markt normaler geworden sind. Wenn sich der Marktpreis im großen und ganzen nahe beim amtlichen Preis hält, wäre es möglich, die Regelung beizubehalten. Sollten hingegen die beiden Preise im allgemeinen weit auseinander liegen, so würde sich wahrscheinlich beim Ausgleich von Zahlungsbilanzüberschüssen und -defiziten die Immobilität der amtlichen Goldreserven erhöhen. Da das Gold bedeutend mehr als die Hälfte der amtlichen Gesamtreserven ausmacht, würde eine solche Immobilisierungstendenz Ungelegenheiten bereiten. Außer Betracht bleiben dabei die grundsätzlicheren Fragen in bezug auf die letztliche Rolle des Goldes im Währungssystem, über die im Kreise der entscheidenden Länder keine übereinstimmende Meinung besteht.

Ein freundlicherer Aspekt der Entwicklung in der letzten Zeit war der Abschluß der Verhandlungen über den neuen Plan der IWF-Sonderziehungsrechte, der jetzt den Mitgliedsregierungen zur Ratifizierung vorliegt. Diese Sonderziehungsrechte könnten eine wirksame Ergänzung der internationalen Liquidität sein, sofern alle IWF-Mitglieder bei dem Gebrauch, den sie von der neuen Fazilität machen, Disziplin walten lassen. Das bedeutet im wesentlichen, daß die Sonderziehungsrechte nicht zur Finanzierung von dauerhaften Defiziten und Überschüssen und somit nicht zur Umgehung des Anpassungsprozesses verwendet werden sollten.

Da noch Ungewißheit besteht, zu welchem Zeitpunkt, unter welchen Bedingungen und in welchem Ausmaß die neue Fazilität aktiviert werden wird, läßt sich ihre künftige Bedeutung im internationalen Währungssystem noch nicht abschätzen. Es herrscht weithin Übereinstimmung darüber, daß die Sonderziehungsrechte eine nützliche Ergänzung der bestehenden Reserven und sonstigen Liquiditätsfazilitäten werden können. Einige ihrer Befürworter weisen ihnen jedoch eine anspruchsvollere Rolle zu. In ihren Augen werden die Sonderziehungsrechte, nachdem sie ein allgemein anerkanntes und sogar geschätztes Mittel des internationalen Zahlungsausgleichs geworden sind, das wesentliche

Instrument zur Gewährleistung eines ausreichenden Wachstums der Gesamtreserven sein. Es ist offensichtlich, daß mehrere mögliche Schwierigkeiten gelöst werden müßten, bevor diese Vorstellung Wirklichkeit werden kann.

Eine dieser möglichen Schwierigkeiten ist einfach quantitativer Natur. Wenn gilt, daß den gesamten amtlichen Goldreserven kein weiteres Gold mehr zugeführt wird, dann scheint es unabdingbar zu sein, auch bei den amtlichen Dollarreserven einen ständigen Aufwärtstrend auf die eine oder die andere Weise zu verhindern, da sonst die Konvertibilität des Dollars zunehmend bedroht wäre. Die Zuteilung von Sonderziehungsrechten müßte dann das erforderliche Reservenwachstum auch insoweit gewährleisten, als es bisher durch Gold und Dollar bestritten wurde. Infolgedessen müßte sich die Ausgabe von Sonderziehungsrechten auf große Beträge belaufen — Beträge, die jeder Gruppe von Ländern mit gerade aktiver Zahlungsbilanz als überhöht erscheinen könnten.

Ein weiteres Hindernis wäre vielleicht, daß die wichtigen reservehaltenden Länder ihre Einstellung ziemlich grundlegend zu ändern hätten. Die Sonderziehungsrechte würden in dem Maße, wie ihre Zuteilungen einander von Jahr zu Jahr folgen, immer mehr zu dem vorherrschenden Mittel werden, das den Ländern zur Verteidigung ihrer Währungsparitäten in Zeiten von Zahlungsbilanzschwierigkeiten zur Verfügung stünde. Die fortschreitende Entwicklung einer solchen Situation in Erwägung zu ziehen und ohne weiteres zu fördern, heißt wohl einen politischen Zusammenhalt und eine gefestigte allseitige Zusammenarbeit beim Anpassungsprozeß in einem Ausmaß voraussetzen, das in der Vergangenheit nicht immer zu erkennen war.

So sehr diese Ziele es verdienen, daß alles getan wird, sie zu erreichen, so kann man doch jetzt noch nicht sagen, wie vollständig sie auf längere Sicht verwirklicht werden. In der Zwischenzeit könnte daher eine gewisse Vorsicht angebracht sein. Da Gold noch immer den Vorteil hat, universell angenommen zu werden und einen inneren Wert zu besitzen, und da der Dollar den Vorteil hat, flexibel und zinsbringend zu sein, würde es nicht als klug erscheinen, voreilig Abstriche an der künftigen Rolle dieser erprobten Reservemedien vorzunehmen.

GABRIEL FERRAS  
Generaldirektor



**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1968**

# BILANZ VOM

AKTIVA

IN GOLDFRANKEN (ZU 0,290 322 58...)

		%
<b>Gold in Barren und Münzen</b> ... ..	3 665 928 131	30,4
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ...	49 139 422	0,4
<b>Rediskontierbare Schatzwechsel</b> ... ..	232 632 111	1,9
<b>Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar</b> ...	70 078 916	0,6
<b>Terminguthaben und Darlehen</b>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	5 317 067 110	44,2
von 3 bis 6 Monaten ... ..	380 756 098	3,2
von 6 bis 9 Monaten ... ..	18 704 141	0,2
von 9 bis 12 Monaten ... ..	58 635 886	0,5
	5 775 163 235	
<b>Andere Wechsel und Wertpapiere</b>		
<b>Gold</b>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	294 911 174	2,5
von 3 bis 6 Monaten ... ..	78 142 423	0,6
von 6 bis 9 Monaten ... ..	12 112 121	0,1
von 9 bis 12 Monaten ... ..	21 824 355	0,2
<b>Währungen</b>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	1 706 516 479	14,2
von 3 bis 6 Monaten ... ..	64 047 655	0,5
von 6 bis 9 Monaten ... ..	41 213 848	0,3
von 9 bis 12 Monaten ... ..	1 396 178	0,0
von mehr als 1 Jahr ... ..	27 490 040	0,2
	2 247 644 273	
<b>Verschiedene Aktiva</b> ... ..	745 034	0,0
<b>Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	1	0,0
	12 041 331 123	100
<b>PRO-MEMORIA-KONTEN</b>		
<b>a. Goldtermingeschäfte:</b>		
Saldo: Goldzugang (gegen Währungsabgang) ... ..	1 510 866 464	
<b>b. Guthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere, die von der Bank für Rechnung Dritter verwaltet oder verwahrt werden:</b>		
Goldbestände ... ..	1 218 463 025	
Bankguthaben ... ..	32 080 111	
Wechsel und sonstige Wertpapiere ... ..	641 181 605	

31. MÄRZ 1968

GRAMM FEINGOLD — ART. 3 DER STATUTEN

PASSIVA

		%
<b>Stammkapital</b>		
Genehmigt und begeben 200 000 Aktien von je 2 500		
Goldfranken	500 000 000	
mit 25%iger Einzahlung	125 000 000	1,0
<b>Reserven</b>		
Gesetzlicher Reservefonds	12 500 000	
Besonderer Dividenden-Reservefonds	10 007 964	
Allgemeiner Reservefonds	22 751 960	
	45 259 924	0,4
<b>Einlagen (Gold)</b>		
Zentralbanken		
von 9 bis 12 Monaten	113 611 909	0,9
von 6 bis 9 Monaten	175 847 801	1,5
von 3 bis 6 Monaten	7 022 142	0,1
bis zu höchstens 3 Monaten	2 632 362 353	21,9
Sichteinlagen	1 600 916 020	13,3
Andere Einleger		
von 6 bis 9 Monaten	17 267 172	0,1
bis zu höchstens 3 Monaten	192 947 157	1,6
Sichteinlagen	388 393 025	3,2
	5 129 367 579	
<b>Einlagen (Währungen)</b>		
Zentralbanken		
von mehr als 1 Jahr	11 007 074	0,1
von 9 bis 12 Monaten	1 383 009	0,0
von 6 bis 9 Monaten	61 001 878	0,5
von 3 bis 6 Monaten	540 464 497	4,5
bis zu höchstens 3 Monaten	4 512 657 984	37,5
Sichteinlagen	54 047 397	0,4
Andere Einleger		
von 6 bis 9 Monaten	7 805 620	0,1
von 3 bis 6 Monaten	92 785 357	0,8
bis zu höchstens 3 Monaten	589 772 165	4,9
Sichteinlagen	16 490 376	0,1
	5 887 405 557	
<b>Wechsel</b>		
von 9 bis 12 Monaten	160 277 761	1,3
von 3 bis 6 Monaten	310 163 744	2,6
bis zu höchstens 3 Monaten	61 799 948	0,5
	532 241 453	
<b>Verschiedenes</b>	40 556 610	0,3
<b>Rückstellungen</b>		
Rückstellung für Unvorhergesehenes	220 000 000	
Rückstellung für Gebäude	17 500 000	
	237 500 000	2,0
<b>Gewinn- und Verlust-Rechnung</b>	45 000 000	0,4
	12 041 331 123	100

**BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE AKTIONÄRE  
DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, BASEL.**

Nach unserer Meinung vermitteln die vorstehende Bilanz und die beigelegte Gewinn- und Verlust-Rechnung ein richtiges und getreues Bild der Geschäftslage der Bank am 31. März 1968 und des Gewinns für das an diesem Tage beendete Geschäftsjahr.

Wir haben alle Auskünfte und Erklärungen erhalten, die wir für notwendig hielten. Nach unserer Ansicht wurden die Bücher der Bank ordnungsmäßig geführt, und der Jahresabschluss stimmt mit den Büchern und mit den erwähnten Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, den 3. Mai 1968

PRICE WATERHOUSE & CO.

## GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

für das am 31. März 1968 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... . . . . .	62 457 488
abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... . . . . .	141 920
Direktion und Personal ... . . . . .	7 101 184
Geschäfts- und Bürokosten ... . . . . .	<u>1 716 536</u>
	<u>8 959 640</u>
Geschäftsertrag ... . . . . .	53 497 848
abzüglich: Zuweisungen an die folgenden Rückstellungen:	
Außerordentliche Verwaltungskosten ... . . . . .	1 997 848
Gebäude ... . . . . .	<u>6 500 000</u>
	<u>8 497 848</u>
REINGEWINN für das am 31. März 1968 abgeschlossene Geschäftsjahr ... . . . . .	<u><u>45 000 000</u></u>

## VERWENDUNG DES REINGEWINNS

(Artikel 53 Lit. b, c, d und f der Statuten)

	<u>Goldfranken</u>
Reingewinn ... . . . . .	45 000 000
Kumulative Dividende von 37,50 Goldfranken je Aktie (6% auf das eingezahlte Kapital) ... . . . . .	<u>7 500 000</u>
	<u>37 500 000</u>
Nichtkumulative Zusatzdividende von 37,50 Goldfranken je Aktie (6% auf das eingezahlte Kapital) ... . . . . .	<u>7 500 000</u>
	<u>30 000 000</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... . . . . .	<u>15 000 000</u>
	<u>15 000 000</u>
Zuweisung an einen Freien Reservefonds ... . . . . .	<u>15 000 000</u>
	<u>—</u>

## VERWALTUNGSRAT

Dr. J. Zijlstra, 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  
Henri Deroy, Paris  
Dr. Donato Menichella, Rom  
Sir Leslie O'Brien, London  
Dr. Edwin Stopper, Zürich  
Per Åsbrink, Stockholm

### Stellvertreter

Dr. Paolo Baffi, Rom, oder  
Prof. Pietro Stoppani, Rom  
Bernard Clappier, Paris, oder  
Marcel Théron, Paris  
G. J. Morse, 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