

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

VIERUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1973 — 31. MÄRZ 1974

BASEL

10. Juni 1974

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	I
I. Wirtschaftslage und Wirtschaftspolitik 1973-1974	2
Die Erdölfrage (S. 2); die konjunkturelle Entwicklung (S. 8); die Beschleunigung der Inflation (S. 13); Geld, Kredit, Zinsen (S. 21); das Floating (S. 26); die internationale Währungsreform (S. 32)	
II. Entwicklungen und Maßnahmen in einzelnen Ländern	37
Vereinigte Staaten (S. 37), Kanada (S. 42), Japan (S. 45), Großbritannien (S. 48), Bundesrepublik Deutschland (S. 54), Frankreich (S. 58), Italien (S. 61), Belgien (S. 64), Niederlande (S. 66), Schweiz (S. 69), Österreich (S. 71), Dänemark (S. 72), Norwegen (S. 74), Schweden (S. 75), Finnland (S. 78), Spanien (S. 79), Portugal (S. 80), Jugoslawien (S. 81), Ungarn (S. 82), Tschechoslowakei (S. 83), Deutsche Demokratische Republik (S. 84), Polen (S. 84), Rumänien (S. 85), Bulgarien (S. 85), Sowjetunion (S. 86), Südafrika (S. 87), Australien (S. 88), Neuseeland (S. 89)	
III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr	91
Welthandel (S. 91); internationaler Zahlungsverkehr (S. 95); die Entwicklung in den einzelnen Ländern: Vereinigte Staaten (S. 98), Kanada (S. 101), Japan (S. 102), Großbritannien (S. 104), Deutschland (S. 106), Frankreich (S. 109), Italien (S. 110), belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion (S. 112), Niederlande (S. 114), Dänemark (S. 115), Irland (S. 116); sonstige europäische Länder: Österreich (S. 117), Schweiz (S. 118), Finnland (S. 118), Island (S. 119), Norwegen (S. 120), Schweden (S. 120), Portugal (S. 121), Spanien (S. 122), Griechenland (S. 123), Jugoslawien (S. 123), Türkei (S. 124), osteuropäische Länder (S. 125)	
IV. Gold, Reserven und Devisen	127
Gold: Produktion, Märkte und Reserven (S. 127); die Entwicklung der Weltwährungsreserven (S. 131); Internationaler Währungsfonds (S. 134); Devisenbilanzen: Vereinigte Staaten (S. 135), Großbritannien (S. 137), Bundesrepublik Deutschland (S. 139), Frankreich (S. 140), Belgien-Luxemburg (S. 140), Niederlande (S. 142), Italien (S. 142), Schweiz (S. 143), Österreich (S. 144), Schweden (S. 144), Dänemark (S. 144), Norwegen (S. 144), Finnland (S. 145), Spanien (S. 145), Portugal (S. 145), andere europäische Länder (S. 145), Kanada (S. 145), Japan (S. 146); Devisenmärkte (S. 146): das Gemeinschafts-Floating einiger europäischer Währungen (S. 146), Deutsche Mark (S. 147), holländischer Gulden (S. 149), belgischer Franken (S. 150), französischer Franken (S. 151), Lira (S. 151), Pfund Sterling (S. 152), Schweizer Franken (S. 153), Yen (S. 154), kanadischer Dollar (S. 154), österreichischer Schilling (S. 155), andere Währungen (S. 155); sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse (S. 156)	

V. Der Eurogeld- und der Euroanleihemarkt 164

Der Eurogeldmarkt (S. 164): *Hauptfaktoren des Wachstums* (S. 165), *vierteljährliche Entwicklung 1973* (S. 167), *Veränderungen in der Marktstruktur* (S. 171), *die Entwicklung in den einzelnen Ländern* (S. 174), *Herkunft und Verwendung der Mittel* (S. 176), *Zinsentwicklung* (S. 180); der Euroanleihemarkt (S. 183)

VI. Die Tätigkeit der Bank 189

Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 189); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 190): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 191), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 194); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 196); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 198); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 199); Änderung von Artikel 30 der Statuten der Bank (S. 199); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 200); Veränderung im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 201)

Schlußbemerkungen 203

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1974

VERZEICHNIS DER TABELLEN UND DIAGRAMME

(♦: Diagramm)

Seite

I. Wirtschaftslage und Wirtschaftspolitik 1973-1974

Ausgewählte Länder: Erdöleinfuhren und ihr Verhältnis zu BSP und Außenhandel 1973	4
Industrieproduktion ♦	9
Angebot und Nachfrage	11
Weltmarktpreise ♦	14
Veränderung von Weltmarktpreisen	15
Preise und Löhne ♦	17
Kurzfristige Zinssätze und langfristige Renditen ♦	23
Die Geldmenge	24
Effektive Wechselkursveränderungen	28

II. Entwicklungen und Maßnahmen in einzelnen Ländern

Vereinigte Staaten: Mittelnachfrage und -angebot an den Kreditmärkten	40
Kanada: Gesamte Mittelaufnahme nach Sektoren	44
Veränderung von Forderungen und Verbindlichkeiten des Bankensystems	45
Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung	47
Großbritannien:	
Inländische Kreditexpansion	49
Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung	51
Bundesrepublik Deutschland: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung	57
Frankreich: Kreditangebot und -verwendung	60
Italien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung	63
Niederlande: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung	67
Schweden: Nettokreditgewährung	76
Osteuropäische Volkswirtschaften: Erzeugung nach Sektoren und produziertes Nationaleinkommen	83

III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel	91
Weltproduktion, Welthandel und Außenhandelspreise ♦	93
Veränderung der Durchschnittswerte im Außenhandel und der Terms of trade	94
Veränderung des Export- und Importvolumens und der effektiven Wechselkurse	95
Industrialisierte Gebiete: Zahlungsbilanzen	96
Reiseverkehrsbalancen und Gastarbeiterüberweisungen	98

Zahlungsbilanzen:

Vereinigte Staaten	100
Kanada	102
Japan	103
Großbritannien	105
Bundesrepublik Deutschland	107
Frankreich	109
Italien	111
Belgien-Luxemburg	112
Niederlande	114
Übrige EWG-Länder	116
Österreich und Schweiz	117
Nordische Länder	119
Portugal und Spanien	122
Mittelmeerländer	124
Osteuropäische Länder: Warenhandel	125

IV. Gold, Reserven und Devisen

Weltgolderzeugung	127
Herkunft und Verwendung des Goldes	128
Goldmarktpreise ♦	130
Entwicklung der Weltwährungsreserven 1959-1973 ♦	132
Veränderung der Weltwährungsreserven	133
Erweiterte Devisenbilanzen:	
Vereinigte Staaten	136
Großbritannien	138
Europäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition	141
Block-Floating der europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar ♦	147
Wechselkurse für den US-Dollar 1971-1974	148

V. Der Eurogeld- und der Euroanleihemarkt

Acht berichtende europäische Länder: Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken gegenüber dem Ausland ♦	164
Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen	168
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern	172
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern	173
Fremdwährungspositionen der Banken in Großbritannien	175
Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber Devisenausländern	177
Volumen des Eurogeldmarktes	179
Interbanksätze für Dreimonats-Eurowährungseinlagen und Satz für Depositenzertifikate in den Vereinigten Staaten ♦	181
Internationale Anleihen und konventionelle Auslandsanleihen (öffentlich und nicht-öffentlich begebene Emissionen)	183
Eurodollaranleiherenditen und Eurodollargeldmarktsätze ♦	184
Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ♦	187

VI. Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren	190
Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren	191
Passiva ♦	192
Fremdmittel:	
Herkunft	193
Laufzeit und Sachkategorien	193
Struktur der wichtigsten Aktiva	194
Aktiva ♦	195
Laufzeit der „Terminguthaben und Kredite“ und der „Sonstigen Wertpapiere“ . .	196
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)	197
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930	197
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl	198

VIERUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 10. Juni 1974 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 44. Geschäftsjahr vom 1. April 1973 bis 31. März 1974 vorzulegen.

Nach Zuweisung von 8 148 785 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und von 15 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für Bauvorhaben ergab sich für das Geschäftsjahr 1973/74 ein Reingewinn von 145 063 281 Goldfranken (1972/73: 122 063 281 Goldfranken; 1971/72: 148 832 656 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 18 042 187 Goldfranken als Vorrangdividende von 6% p.a. = 37,50 Goldfranken je Aktie und vom restlichen Reingewinn einen (innerhalb des statutarischen Rahmens von 20% bleibenden) Betrag von 9 021 094 Goldfranken als höchstzulässige Zusatzdividende von 3% p.a. = 18,75 Goldfranken je Aktie auszuschütten.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 56 813 983 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den Rest von 61 186 017 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen beträgt die Dividende des Geschäftsjahres 1973/74 insgesamt 56,25 Goldfranken je Aktie. Dieser Betrag wäre am 1. Juli 1974 in Schweizer Franken an die Aktionäre zu zahlen.

Das erste Kapitel dieses Berichts enthält einen Überblick über die wirtschaftlichen Ereignisse und Maßnahmen im Zeitraum 1973–1974 unter besonderer Berücksichtigung der Erdölkrise, der Beschleunigung der Inflation, der Geld- und Kreditausweitung, des Floatings und der Aussichten für die internationale Währungsreform. Im zweiten Kapitel werden die Produktionstätigkeit, der Preisverlauf sowie die Geld- und Fiskalpolitik in einzelnen Ländern analysiert. Die zwei anschließenden Kapitel haben die letztjährige Entwicklung im Bereich des Außenhandels und der Zahlungsbilanzen, der Goldproduktion, der Weltwährungsreserven und der Devisenmärkte zum Inhalt. Das fünfte Kapitel unterrichtet über den Eurogeld- und den Euroanleihemarkt und das sechste über die Tätigkeit der Bank im Geschäftsjahr, die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse.

I. WIRTSCHAFTSLAGE UND WIRTSCHAFTSPOLITIK

1973—1974

Die internationale Wirtschaftsentwicklung wurde im Berichtszeitraum von erheblichen Schwierigkeiten überschattet, und es wird wohl noch einige Zeit dauern, bis in dieser Hinsicht von einer eindeutigen Besserung gesprochen werden kann. Am bemerkenswertesten war die Eruption des Erdölpreises. Auch wenn Erdölprodukte sich entgegen den ursprünglichen Befürchtungen nicht akut verknappten, hat der Preisschub doch die Inflation verstärkt und Verbraucher wie Erzeuger zur Neuorientierung gezwungen. Die viel höheren Kosten der Öleinfuhr sind im Begriff, die Handelsbilanzen umzustrukturieren, und werden vielen Ländern noch weit über dieses Jahr hinaus schwierige Finanzierungsprobleme bringen.

Auch die Inflation hat sich im Berichtszeitraum verschärft. Schon vor der Ölkrise stiegen die Preise stärker als im Jahr vorher, und die Ölhausse trieb sie allgemein zu Rekordsprüngen an, wie es sie vorher in der Nachkriegszeit noch nie gegeben hatte. Die Behörden vermochten hiergegen nicht viel auszurichten, und die einzige optimistische Ansicht ist die, daß die Inflationswelle zurückgehen wird, sobald sich die Lage im Produktionsbereich und an den Weltmärkten normalisiert.

Die Konjunkturentwicklung zeichnete sich dadurch aus, daß sich der kräftige Aufschwung von 1972 in der ersten Hälfte von 1973 zu einem regelrechten Boom auswuchs. In der zweiten Jahreshälfte vergrößerte sich die Produktion aus mehreren Gründen nicht mehr so schnell, bis sie dann auch noch von der Ölkrise betroffen wurde. 1974 schien zunächst die Möglichkeit einer größeren Rezession zu drohen, doch nach den neuesten Zahlen dürfte der Rückschlag nicht von längerer Dauer sein.

Im Weltwährungssystem wird das Bild nun schon seit mehr als einem Jahr von flexiblen Wechselkursen bestimmt. Da die neue Ordnung aus Marktspannungen hervorgegangen ist, die die Behörden nicht zu überwinden vermochten, hat sie die vorherigen ernsten Ungleichgewichtspositionen in gewisser Weise entschärft. Allerdings schwankten die Marktkurse so stark und erratisch, daß in großem Umfang interveniert werden mußte. Die Behörden haben also mit der Wechselkursflexibilität keine sehr befriedigende Erfahrung gemacht, und es bestand für den Zwanziger-Ausschuß aller Grund, seine Bemühungen um ein reformiertes System mit „stabilen, wenn auch anpassungsfähigen Paritäten“ fortzusetzen. Diese Arbeit wurde jedoch nicht zu einem erfolgreichen Abschluß gebracht. Es wird aber gehofft, einige Interimsmaßnahmen vorlegen zu können, die der monetären Stabilität förderlich sein werden.

Die Erdölfrage

Die Erdölkrise begann Mitte Oktober 1973, nach dem erneuten Ausbruch der Feindseligkeiten im Nahen Osten, mit den Beschlüssen der arabischen Ölstaaten, die Produktion von Rohöl einzuschränken und die Preise zu erhöhen.

Die Produktion sollte jeden Monat um 5% der Fördermenge vom September verringert werden. Diese geplanten monatlichen Kürzungen entsprachen einer Menge von rund 1 Mio. Barrel pro Tag oder rund 2% der gesamten Weltrohölproduktion. Anfang November wurde statt dessen beschlossen, die Förderung sofort um 25% des Septemberstandes und danach um die monatlichen 5% zu kürzen. Die Verbraucherländer wurden dabei unterschiedlich eingestuft: Die Vereinigten Staaten und die Niederlande sollten überhaupt nichts mehr, hingegen andere Länder, darunter Frankreich und Großbritannien, genauso viel erhalten wie im Durchschnitt der ersten neun Monate von 1973. Die Ölgesellschaften vermochten hierfür aber einen Teilausgleich zu schaffen, indem sie das nichtarabische Öl neu auf die Verbraucherländer verteilten.

Bei den ersten Produktionskürzungen erhöhten die arabischen Lieferländer, denen sich andere Mitglieder der Organisation erdölexportierender Staaten (OPEC) anschlossen, die Listenpreise (posted prices) für Rohöl um 70%, d. h. für leichtes Rohöl, das als repräsentativ angesehen werden kann, von \$3,01 auf \$5,11 je Barrel. Am 23. Dezember wurde der Listenpreis dann zunächst für die drei Monate Januar-März 1974 weiter auf \$11,65 je Barrel heraufgesetzt. Durch diese beiden Erhöhungen stiegen die Einnahmen der Erzeugerländer für den Teil ihrer Ölförderung, der den internationalen Gesellschaften aufgrund ihrer Kapitalbeteiligung zusteht, von \$1,75 auf \$7 und der entsprechende cif-Preis in Europa von \$3,65 auf \$8,90 je Barrel. Im Gesamtdurchschnitt war die Verteuerung sogar noch größer, weil die Preise jenes Öls, das die Produzentenländer selber sei es an die internationalen Gesellschaften, sei es unmittelbar an Verbraucherländer verkaufen, im allgemeinen näher bei den Listenpreisen liegen.

Zunächst galten die Befürchtungen der Verbraucherländer vor allem der drohenden Unterversorgung mit ihren einschneidenden wirtschaftlichen Konsequenzen. Japan deckt 70%, Westeuropa durchschnittlich rund 60% seines Energiebedarfs — das sind doppelt so hohe Prozentsätze wie zu Beginn der sechziger Jahre — mit eingeführtem Öl. In den Vereinigten Staaten beträgt der Anteil nur 10%. Das einzige größere Industrieland, das per Saldo praktisch überhaupt kein Erdöl einführen muß, ist Kanada. Fast alle Staaten schränkten daher den weniger wichtigen Energieverbrauch ein, um eine Unterversorgung der Wirtschaft zu vermeiden.

Als dann aber die arabischen Förderländer zwei Tage nach der Preiserhöhung vom Dezember beschlossen, die Produktion wieder auf 85% des Septemberstandes zu bringen, wurde klar, daß es viel mehr um den Preis als um die Menge ging. Gegen Ende März brachen die meisten arabischen Ölstaaten ihren Boykott gegen die Vereinigten Staaten ab. Im April förderte Saudi-Arabien, der größte Erdölproduzent der Welt, wieder die gleiche Menge wie im September 1973. Nachdem dann die Listenpreise vom ersten Quartal für drei weitere Monate bestätigt worden waren, hatte kaum ein Land damit zu rechnen, daß seine Ölnachfrage das verfügbare Angebot übersteigen würde. In der Tat waren die Einschränkungen des Ölverbrauchs fast durchweg wieder aufgehoben worden. Hingegen hatte der hohe Ölpreis in allen Einfuhrländern mehr oder minder nachteilige Wirkungen auf die Binnenwirtschaft, das Preisniveau und die Zahlungsbilanz.

Im binnenwirtschaftlichen Bereich begann gleich nach der Ölkrise vom Oktober die Nachfrage nach Automobilen deutlich zu schrumpfen. In den Vereinigten Staaten

**Ausgewählte Länder:
Erdöleinfuhren und ihr Verhältnis zu BSP und Außenhandel 1973**

	Öleinfuhr	Ölausfuhr	Netto- öleinfuhr	BSP zu jeweiligen Markt- preisen	Gesamt- importe	Nettoöleinfuhr als Prozentsatz	
	Milliarden US-Dollar					des BSP	der Gesamt- importe
Vereinigte Staaten	7,5	0,5	7,0	1 289,1	69,1	0,5	10,2
Großbritannien	4,1	0,8	3,3	174,7	38,9	1,9	6,3
Deutschland (BR)	5,9	0,6	5,3	346,2	54,4	1,6	9,8
Frankreich	4,3	0,7	3,6	273,6	39,4	1,3	9,1
Italien	3,2	1,2	2,0	137,9	26,6	1,5	7,7
Niederlande	2,9	2,1	0,8	59,8	20,3	1,4	4,1
Dänemark	0,7	0,1	0,6	27,8	7,7	2,2	8,2
Schweiz	0,7	—	0,7	38,1	10,6	1,9	6,8
Japan	6,7	—	6,7	412,7	38,3	1,6	17,6

war im März 1974 der Autoabsatz um 21% und die Autoproduktion um 27% geringer als im September 1973. In Deutschland wurden im März 1974 um 29% weniger Neuwagen zugelassen und um 21% weniger hergestellt als ein Jahr vorher, nachdem der Rückgang in den drei Vormonaten noch größer gewesen war. In Japan sanken die Neuzulassungen im Januar um 18% und im März um 40%, während die Produktion aus Gründen der Lagerauffüllung im Ausland zunächst noch nicht eingeschränkt wurde. Diese Entwicklung beeinträchtigte ihrerseits den Beschäftigungsgrad in der Automobilindustrie und verwandten Branchen sowie deren Nachfrage nach Vorprodukten. In einigen Ländern litt auch die Nachfrage in anderen Sektoren, z. B. beim nichtstädtischen Wohnungsbau und im Fremdenverkehr, wo der Preis von Erdölerzeugnissen oder die Benutzung von Automobilen eine bedeutende Rolle spielt.

In den Anfangsstadien der Ölkrise wurde vielfach ein allgemeiner Konjunktur-einbruch befürchtet. Gewiß haben die Verbraucher seit letztem Herbst bedeutend mehr Geld für sogar weniger Ölprodukte ausgegeben, so daß sie ihre sonstigen Ausgaben einschränken mußten. Die ölpreisbedingte Einbuße an realer Kaufkraft dürfte jedoch zu einem wesentlichen Teil bereits durch den Rückgang der Nachfrage nach Automobilen und damit zusammenhängenden Erzeugnissen und Leistungen aufgefangen worden sein. Außerdem könnten mehrere Faktoren die Nachfrage stützen. Die Verbraucher haben die Möglichkeit, bis zu einem gewissen Grade ihre Sparquote zu vermindern. Ferner wurde ein starker Anstoß zu Investitionen in heimischen Energiequellen gegeben. Und in einen kräftigen Aufwind ist auch der Export nach den Ölstaaten geraten, gegen den freilich vielleicht ein Absatzrückgang im Verkehr mit jenen Ländern aufzurechnen wäre, die den ölbedingten Mehraufwand am wenigsten verkraften.

Was die Preisfolgen betrifft, so gossen die Förderländer ihr verteuertes Öl natürlich ins Feuer der Kosteninflation. Die unmittelbare Wirkung auf die Verbraucherpreise erreichte eine Größenordnung von 2-3% in den meisten europäischen Ländern und fast 4% in Japan. Die Vereinigten Staaten und Kanada wurden weniger hart getroffen, da dort viel mehr Inlandsenergie verfügbar ist, deren Verteuerung in Grenzen gehalten werden konnte. Allerdings nehmen die Kosten von Inlandsenergie —

ob aus Öl oder anderen Quellen — nun überall zu, und die allgemeine Verteuerung der importierten wie der im Inland gewonnenen Energie wird ihrerseits in vielen Branchen die Kosten steigen lassen. Darüber hinaus wirken sich diese Preis- und Kostensteigerungen auf die Geldeinkommensforderungen aus.

Am stärksten wird der Preissprung beim Erdöl die Struktur der internationalen Zahlungsbilanz treffen. In der Tat ist jetzt die internationale Leistungsbilanz in einem seit den Jahren unmittelbar nach dem Kriege nicht mehr erlebten Ausmaß aus dem Gleichgewicht geraten. Da jedoch importiertes Öl gewöhnlich etwa drei Monate nach der Förderung bezahlt wird, schlug der Ende 1973 festgesetzte Listenpreis erst im April 1974 auf die Zahlungen durch. Den Ölstaaten werden die Mehreinnahmen 1974 vermutlich einen viel größeren Leistungsbilanzüberschuß einbringen, als ihn alle Industrieländer zusammengenommen je hatten. Dafür werden die Industriestaaten insgesamt in ihrer Leistungsbilanz ein Defizit von weit größerem Umfang verzeichnen, als ihn ihr gewohnter Überschuß aufwies, und auch die Leistungsbilanz vieler nicht ölproduzierender Entwicklungsländer wird sich nachhaltig verschlechtern.

Auch wenn über die gesamten Ölmehrkosten der Einfuhrländer erst in einigen Monaten volle Klarheit herrschen wird — für 1974 rechnet man mit bis zu \$60 Mrd. —, so sind doch auch schon die bisher veröffentlichten Zahlen einzelner Länder recht aufschlußreich. Beispielsweise wendete Japan für die Einfuhr von Erdöl und daraus gewonnenen Produkten im März 1974 um \$1,3 Mrd. oder 283 % mehr auf als ein Jahr vorher, wobei die Menge nur sehr wenig wuchs. Die Vereinigten Staaten führten im März dieses Jahres wegen des arabischen Boykotts weniger Öl ein als ein Jahr vorher, hatten für dieses aber etwa \$1,2 Mrd. und damit 220 % mehr zu bezahlen.

Das neue Zahlungsungleichgewicht wird nicht nur überaus groß, sondern auch sonst außergewöhnlich sein. Einerseits haben nämlich die Verbraucherstaaten kurzfristig nur begrenzte Möglichkeiten, die Ölnachfrage zu drosseln oder die Versorgung mit anderer Energie zu steigern. Andererseits werden die Lieferstaaten, die im vergangenen Jahr nicht einmal 5 % der Welteinfuhr bestritten, eine Zeitlang nur einen Bruchteil ihrer vermehrten Einnahmen für Importe auszugeben in der Lage sein. Damit scheiden die üblichen Maßnahmen, mit denen ein Land seine Zahlungsbilanz bereinigen kann, für die Verbraucherstaaten als Gesamtheit aus. Sie werden im wesentlichen ihre Defizite hinzunehmen und aus Reserven und Krediten zu bezahlen haben. Würde eine größere Anzahl von Ländern aus welchen Gründen auch immer versuchen, zur Verbesserung der Leistungsbilanz den Außenwert der Währung zu vermindern, die Konjunktur zu drosseln oder die Einfuhr direkt zu beschränken, so könnte dies ernsthafte Konsequenzen sowohl für den Welthandel als auch für die Weltwirtschaft haben. Der Zwanziger-Ausschuß hat dies bei seiner Zusammenkunft im Januar 1974 in Rom erkannt und betont, daß die Regierungen unter den gegebenen Umständen davon absehen müssen, „eine Politik zu verfolgen, die lediglich die Probleme anderer Staaten verschlimmern würde“.

Die Länder, die vor der Ölpreiserhöhung eine gesunde Grundbilanz hatten, dürften 1974 meistens kaum schwierige Finanzierungsprobleme vorfinden. Dagegen haben Italien und Großbritannien, wo die ölbedingte Mehrbelastung auf bereits hohe Defizite trifft, ihre Absicht kundgetan, diese zu korrigieren. Seit Anfang Mai verlangen die italienischen Behörden die Hinterlegung von 50 % des Wertes eingeführter Waren (ausgenommen Rohstoffe und die meisten Investitionsgüter), um das

Außenhandelsdefizit durch Entzug von Inlandsliquidität zu verringern, und einige Tage später beschloß die dänische Regierung, die Steuerbelastung verschiedener Konsumgüter zur Einsparung von Importen zu verstärken. Auch andere Länder — besonders nichtindustrialisierte — dürften sich gezwungen sehen, die übrigen Positionen ihrer Zahlungsbilanz zu verbessern, um die ölbedingte Mehrbelastung zu verkraften.

Auf der Seite der Lieferstaaten ist in den nächsten ein bis zwei Jahren mehrheitlich mit einer Akkumulation monetärer Auslandsforderungen zu rechnen. Diese Gelder werden nicht nur den privaten Finanzmärkten und der Anlage in kurzfristigen Staatspapieren der Industrieländer unmittelbar, sondern, wie die bisherige Anlagepraxis dieser Länder vermuten läßt, zu einem nicht geringen Teil auch dem Eurogeldmarkt zufließen.

Auf der Seite der Verbraucherstaaten sind der Teilfinanzierung ihres Gesamtdefizits aus den Reserven Grenzen gesetzt. Erstens sind die Weltreserven ungleichmäßig und nicht entsprechend den Finanzierungsbedürfnissen verteilt. Zweitens dauert es meist nicht lange, bis Defizitländer ihre Reserven für unzureichend halten und sie nur noch ungern weiter abbauen, zumal sie ja auch ein unter den gegenwärtigen Umständen zweifellos aktuelles Element der Kreditwürdigkeit sind. Drittens sind die Goldreserven, die selbst zum jetzigen offiziellen Goldpreis immerhin ein Viertel der staatlichen Gesamtreserven ausmachen, auf eben dieser Preisbasis derzeit effektiv eingefroren. So werden viele Länder mit großen Öldefiziten vermutlich versuchen, ihre Bilanz durch Kapitalzuflüsse der einen oder anderen Art auszugleichen.

Eine Anzahl von Industriestaaten hat bereits entsprechende Förderungsmaßnahmen getroffen, und einige sind darangegangen, beträchtliche Beträge am Eurogeldmarkt aufzunehmen. An behördlichen Regelungen sind zunächst einmal jene Frankreichs und Japans — beides Länder mit bereits defizitärer Zahlungsbilanz — zu nennen, die seit Ende letzten Jahres nicht nur die Kapitaleinfuhr freigegeben haben, sondern darüber hinaus auch tätig geworden sind, um Deviseninländer zu ermuntern, Kapital im Ausland aufzunehmen, und sie davon abzuhalten, Kredite dorthin zu vergeben. In Großbritannien wurden die Vorschriften über die Finanzierung von Auslandsinvestitionen verschärft. Auch Länder mit derzeit von Grund auf starker Zahlungsbilanzposition — Belgien, Deutschland, die Niederlande, die Schweiz — haben ihre zu Anfang der siebziger Jahre errichtete Kapitalabwehr gelockert. Was die staatliche Verschuldung am Eurogeldmarkt betrifft, so gab die französische Regierung im Februar 1974 bekannt, daß sie Vorkehrungen getroffen hatte, am Euromarkt \$ 1,5 Mrd. für sieben Jahre aufzunehmen, und im März kündigte die britische Regierung eine Zehnjahresanleihe über \$ 2,5 Mrd. an. Daneben gelangen nach wie vor öffentliche Institute sowohl Großbritanniens wie Italiens auf staatliches Betreiben an diesen Markt. Insgesamt vergab der Euromarkt im ersten Quartal 1974 Konsortialkredite für \$ 13,8 Mrd., von denen fast zwei Drittel nach Frankreich, Italien und Großbritannien gingen, und zwar fast ausschließlich an offizielle Stellen.

Die Überschüsse der Ölstaaten dürften somit in diesem Jahr zum großen Teil über den Eurogeldmarkt in die Verbraucherstaaten zurückgeleitet werden. Da damit zu rechnen ist, daß die Empfängerstaaten Gelder mit mehrjährigen Laufzeiten benötigen, während die Ölstaaten ihre Anlagen vielleicht ziemlich liquid halten möchten, könnten die an den Markt gelangenden Mittel auf ihrem Weg von den Ersteinlegern

zu den Letztverwendern eine beträchtliche Fristentransformation erfahren. Damit bestünde die Gefahr, daß der Markt unter Druck käme, wenn plötzlich größere Beträge zwischen zwei Finanzplätzen oder zwei Währungen in Bewegung gerieten.

Natürlich sorgen die großen Banken des Euromarkts für einen ausreichenden Liquiditätsrückhalt, indem sie beispielsweise die längerfristige Ausleihung kurzfristiger Einlagen begrenzen und sich Kreditlinien bei Banken in den USA eröffnen lassen. Auch ist es dem Euromarkt bisher noch stets gelungen, die von ihm benötigten Gelder zu mobilisieren. Dennoch werden, wenn das neu entstandene Zahlungsgleichgewicht in erster Linie über diesen Markt finanziert werden soll, die Währungsbehörden der hauptsächlich beteiligten Banken dessen Entwicklung besonders aufmerksam verfolgen müssen.

Der andere große Markt, über den die Defizite der Verbraucherstaaten finanziert werden könnten, ist der amerikanische. Ende Januar dieses Jahres wurden der Kapitalmarkt und das Bankensystem der Vereinigten Staaten erstmals seit den frühen sechziger Jahren wieder vollständig für ausländische Kreditnehmer geöffnet. Inwieweit die amerikanischen Märkte tatsächlich zur Finanzierung der Zahlungsdefizite von Ölimportländern herangezogen werden, wird zum Teil davon abhängen, in welchem Umfang die Ölexportländer Überschußmittel in den USA anlegen.

Manche Staaten werden ihre Zahlungsdefizite nur zum Teil oder überhaupt nicht an den internationalen Märkten decken können. Insbesondere die Entwicklungsländer, doch auch einige Industriestaaten dürften sich daher an die verschiedenen internationalen Kreditinstitute wenden. Stellen wie die Weltbank, die in erster Linie Entwicklungsprojekte finanzieren, können hierbei gute Dienste leisten, und die Ölstaaten planen ebenfalls die Bereitstellung von Mitteln. Für einige Länder wird vielleicht die Entwicklungshilfe die geeignetste Finanzierungsart sein, doch ist der Umfang der verfügbaren Gelder noch nicht abzusehen.

Auch der Internationale Währungsfonds kann mit Zwischenfinanzierung aus dem Generalkonto einspringen, allerdings nur innerhalb gewisser Grenzen. Denn erstens werden beim Fonds im allgemeinen Währungen der Mitgliedsländer mit starker Zahlungsposition gezogen, von denen es nicht mehr allzu viele außer den Ölstaaten geben dürfte, deren IWF-Quoten ihrerseits für umfangreichere Ziehungen zu klein sind. Und zweitens ist der Fonds nicht in der Lage, in größerem Umfang Währungen von Mitgliedsländern zu kaufen, solange sein Goldbestand eingefroren ist und er nur über eher bescheidene SZR-Bestände verfügt. Deshalb wird eine besondere Fazilität erwogen, mit deren Hilfe ein Land zur Finanzierung eines ölbedingten Zahlungsdefizits vom IWF Devisen, die dieser seinerseits bei den Ölstaaten borgt, außerhalb seines Quotenanspruchs für längere Fristen erhalten könnte, als sie für gewöhnliche IWF-Ziehungen gelten. Da die diesbezüglichen Erörterungen noch nicht abgeschlossen sind, wird erst später zu beurteilen sein, welche Bedeutung der geplanten Fazilität möglicherweise zukommen wird.

Von verschiedener Seite ist ferner darauf hingewiesen worden, daß die Ölsituation die Devisenmärkte weiter destabilisieren könnte. Schon allein die Wahrscheinlichkeit hoher ölbedingter Zahlungsdefizite hat neue Zweifel an der Zahlungsbilanzentwicklung geweckt, die es als durchaus möglich erscheinen lassen, daß die Devisenmärkte von

Zeit zu Zeit in den Strudel von vertrauensbedingten Währungsverlagerungen geraten. Das Potential hierfür würde sich durch die Aufstauung hoher Auslandsforderungen bei den Ölstaaten vergrößern, doch dürften sich deren Währungsbehörden darüber im klaren sein, wie gefährlich eine vermehrte Instabilität wäre.

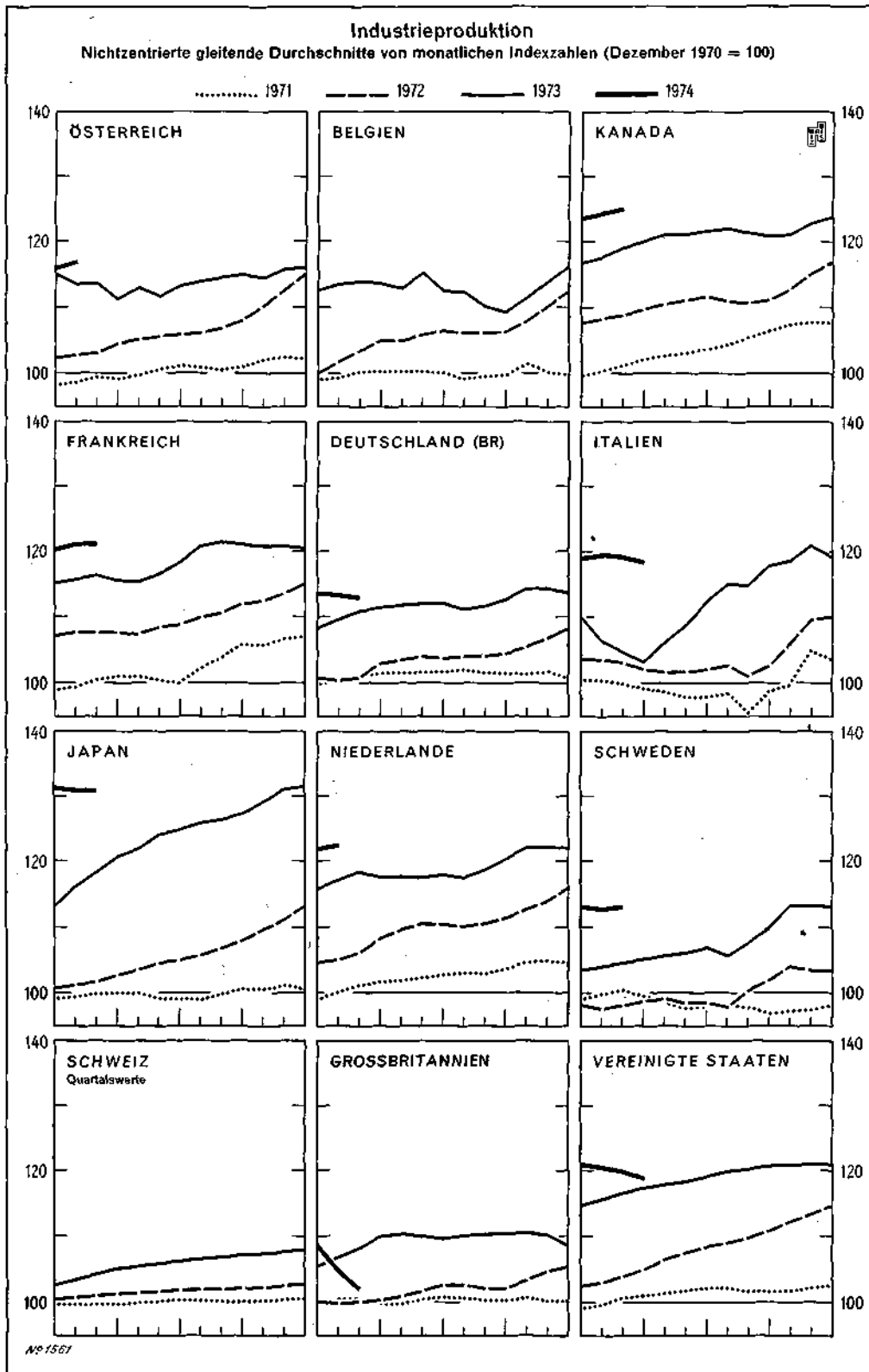
Die vorstehenden Darlegungen erlauben den Schluß, daß die Zahlungsprobleme 1974, auch wenn einzelne Länder sich vor ernste Schwierigkeiten gestellt sehen dürften, im allgemeinen zu bewältigen sein sollten, wobei allerdings zu bemerken ist, daß noch nicht genügend Erfahrungen mit der neuen Situation vorliegen und folglich Aussagen im jetzigen Zeitpunkt im wesentlichen nur Vermutungen sind. Insbesondere könnte die Rückleitung riesiger Summen über Institute der privaten Märkte an Grenzen stoßen, wenn man die damit verbundenen Kreditrisiken oder die Überdimensionierung von Bankenverbindlichkeiten gegenüber verhältnismäßig wenigen Einlegern bedenkt. Die Entwicklung auf längere Sicht liegt noch mehr im Ungewissen. Fest steht freilich, daß man mit vermehrtem Einsatz daran gehen wird, neue Erdöl- und sonstige Energiequellen zu erschließen, um eine echte Anpassung der Zahlungspositionen zu erreichen.

Die konjunkturelle Entwicklung

Im Berichtszeitraum hat der kräftige Boom einer deutlichen Entspannung Platz gemacht. Hieran waren mehrere Faktoren beteiligt, die in den einzelnen Industrieländern etwas differierten.

Etwa um die Mitte 1973, etliche Zeit vor der Ölkrise, begann das Produktionswachstum in den Industrieländern nachzulassen und unregelmäßiger zu werden. Diese Abflachung war zunächst nicht durch geld- und haushaltspolitische Beschränkungen verursacht. Zwar gingen die meisten Länder, allen voran die Vereinigten Staaten und die Bundesrepublik Deutschland, allmählich zu — vorwiegend geldpolitischen — Restriktionen über, doch zeigten sich deren Ergebnisse vielfach erst im späteren Verlauf des Jahres, und dies zudem weitgehend nur in bestimmten Bereichen (Wohnungsbau, Gebrauchsgüter).

Der eigentliche Grund der Konjunkturverflachung war, daß zunehmend die Kapazitätsgrenzen erreicht sowie Grundstoffe und gelernte Arbeitskräfte knapp wurden, was seinerseits wieder daher kam, daß die vorausgegangene Überhitzung der Nachfrage so intensiv und geographisch umfassend gewesen war. Etwa ab Sommer 1972, als sich der Aufschwung in den meisten Ländern bereits deutlich abzeichnete, hatte sich das Produktionswachstum plötzlich kräftig beschleunigt. In der ersten Hälfte von 1973 expandierte die reale Erzeugung in den Industrieländern bei rasch schwindenden Kapazitätsreserven insgesamt reichlich anderthalbmal schneller als im langfristigen Mittel. Im Laufe des Jahres 1973 holten auch die wenigen Konjunkturnachzügler — Italien, die Niederlande und Schweden — merklich auf. Während das reale Produktionswachstum 1972 in nur sieben der sechzehn Länder in der Tabelle auf Seite 11 über dem langfristigen Durchschnitt gelegen hatte, stieg diese Zahl im Jahr 1973 auf dreizehn. So hatten die westlichen Industrieländer und Japan um die Mitte 1973 ihre Kapazitätsgrenzen erreicht, wobei insbesondere auch die Weltmärkte unter schweren Nachfragedruck gerieten. Die Geldeinkommen erhöhten sich etwa in gleichem Tempo weiter, und die Preise erhielten vermehrten Auftrieb.



Wie der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fester Paritäten in seiner ursächlichen Beziehung zur Verbreitung und Verstärkung der weltweiten Inflation zu beurteilen sein wird, muß späteren Analysen überlassen bleiben. Hingegen kann die zunehmende Breite und Kraft des Konjunkturaufschwungs unmittelbar dem auf jenen Zusammenbruch folgenden Wandel der Nachfragepolitik zugeschrieben werden. Nach dem Washingtoner Realignment vom Dezember 1971 kurbelten die meisten westeuropäischen Länder und Japan die Konjunktur energisch an, teils zur Überwindung einer in den Jahren 1969–1970 konjunkturpolitisch verursachten Flaute, in einigen Fällen aber auch, um die in den vorangegangenen Wechselkursänderungen implizierten Zahlungsbilanzanpassungen zu erleichtern. Gleichzeitig verfolgten auch die Vereinigten Staaten, die dringend die Arbeitslosigkeit vermindern wollten, das ganze Jahr 1972 hindurch einen ziemlich expansiven Kurs, obwohl die Belange der außenwirtschaftlichen Anpassung hierbei Vorsicht geboten. Einige Länder mit schwacher Außenposition gingen davon aus, durch die freien Wechselkurse mehr Spielraum für eine Politik des raschen Wachstums erhalten zu haben. Und die Behörden mehrerer Länder stellten offensichtlich nicht genügend die deflationäre Politik anderer Staaten in Rechnung. So marschierten schließlich alle gemeinsam in einen weltweiten Boom.

In den meisten Ländern war die Nachfragekonjunktur stark exportbestimmt, nicht zuletzt wegen des durch die begrenzten binnenwirtschaftlichen Möglichkeiten bedingten Ansturms auf Güter und Leistungen im internationalen Bereich. Sowohl die Vereinigten Staaten wie Deutschland steigerten ihre Güter- und Leistungsexporte im Jahresergebnis trotz entgegengesetzter Wechselkursentwicklung real um über 15 %, und auch in den ersten Monaten von 1974 blieb die Auslandsnachfrage groß. Die meisten anderen Länder exportierten um 10–15 % mehr. Die britische Exportwirtschaft wurde nach der Freigabe des Pfundkurses deutlich konkurrenzfähiger, bis dann im Herbst die zunehmende Kapazitätsauslastung eine Abflachung brachte. Hingegen hielten sich die Exporte in Japan und Italien in der zweiten Jahreshälfte recht gut, und in mehreren anderen Ländern weiteten sie sich in den Herbst- und Wintermonaten rasch aus.

Die produktiven Anlageinvestitionen trugen in den meisten Ländern ebenfalls stark zur Konjunkturentwicklung bei. Sie expandierten 1973 in Großbritannien, Italien, Japan, Kanada und den Niederlanden bedeutend schneller und in den Vereinigten Staaten, Frankreich und Spanien etwa ebenso kräftig wie vorher. Bestimmte Länder, vor allem Italien, die Niederlande und Schweden, nahmen 1973 die in den letzten Jahren unbefriedigenden Investitionsergebnisse zum Anlaß für eine verhältnismäßig lockere Kreditpolitik. Umgekehrt dehnten sich die Produktivinvestitionen in Deutschland und der Schweiz, wo die Kreditlage bereits sehr angespannt war, nur wenig aus. Daß in den meisten Ländern viel investiert wurde, hatte seine Ursache in der hohen Kapazitätsauslastung und der Stärke der Nachfrage in anderen Bereichen. Viele Branchen wurden von der Kraft des Aufschwungs überrascht und vermochten die lebhaftere Nachfrage nach ihren Erzeugnissen nicht zu befriedigen. Die Kapazitätsenge beruhte darauf, daß in den Vorjahren verhältnismäßig wenig und außerdem angesichts des kräftigen Lohnanstiegs mehr zur Rationalisierung als zur Betriebsverweiterung investiert worden war.

Der Wohnungsbau, 1972 eine der dynamischeren Nachfragekomponenten, schloß im vergangenen Jahr uneinheitlich ab. In den Vereinigten Staaten wurde er

Angebot und Nachfrage

	Zeitraum	Elemente der Nachfrage					Angebot		
		Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Ausfuhr von Gütern und Leistungen	Einfuhr von Gütern und Leistungen	Brutto-sozial-produkt
		Privat	Öffent-lich	Ins-gesamt	Pro-duktiv-investi-tionen	Woh-nungs-bau			
Jahresdurchschnittliche bzw. jährliche reale Veränderung in Prozent									
Belgien	1962-71	4,3	5,8	4,1	5,2	0,8	9,1	8,2	4,8
	1972	5,9	7,2	4,9	2,5	14,0	6,9	7,5	5,4
	1973	5,8	4,7	7,2	..	..	9,6	10,8	5,7
Dänemark	1962-71	4,2	7,2	6,5	6,3	7,2	7,0	7,5	4,7
	1972	3,0	7,2	2,5	..	..	7,9	3,4	4,6
	1973	..	..	..	..	..	..	..	5,0
Deutschland (BR)	1962-71	4,9	4,4	5,1	5,8	2,7	9,0	10,3	4,6
	1972	3,4	4,4	1,9	- 0,8	13,5	7,8	8,2	3,0
	1973	3,1	4,4	0,5	0,6	0,3	16,4	10,0	5,3
Finnland	1962-71	4,4	5,8	3,2	2,8	4,9	6,8	7,2	4,7
	1972	7,4	5,7	6,5	3,6	15,3	15,3	4,1	7,1
	1973	6,0	4,3	4,2	4,6	3,0	4,0	12,7	5,4
Frankreich	1962-71	5,6	3,5	8,2	8,2	8,0	10,1	11,2	5,8
	1972	5,8	3,9	7,6	8,4	5,4	9,0	10,3	5,4
	1973	5,7	2,5	6,7	7,0	5,8	11,7	13,4	6,1
Großbritannien . .	1962-71	2,4	2,1	3,7	3,8	2,9	5,1	4,5	2,4
	1972	5,9	3,9	1,7	0,9	5,6	3,8	10,2	2,3
	1973	4,5	3,7	4,3	4,4	4,1	9,0	10,2	6,0
Italien	1962-71	5,6	3,8	3,3	3,2	3,5	10,9	10,1	4,9
	1972	3,3	4,6	0,4	- 0,2	1,9	11,6	13,1	3,1
	1973	6,2	3,3	9,9	11,5	5,3	5,3	11,9	5,9
Japan	1962-71	8,9	6,8	13,0	12,7	14,7	16,3	12,1	10,2
	1972	9,1	9,6	9,5	8,5	14,7	7,5	8,4	8,9
	1973	8,7	7,3	16,2	16,1	16,9	6,6	23,2	11,0
Kanada	1962-71	4,8	5,7	5,5	5,5	5,4	9,0	7,9	5,5
	1972	7,8	3,4	3,6	2,1	9,2	6,7	11,5	5,8
	1973	8,6	4,4	10,4	10,2	11,0	6,5	11,0	7,1
Niederlande	1962-71	6,0	3,5	6,3	6,1	7,4	9,6	9,7	5,5
	1972	3,3	1,6	- 1,3	- 8,0	15,6	8,8	3,7	4,5
	1973	2,4	1,2	4,6	5,4	2,2	14,1	11,7	5,2
Norwegen	1962-71	4,1	6,1	5,0	4,8	7,4	7,3	7,4	4,8
	1972	2,3	5,1	- 4,6	- 7,2	7,8	13,9	0,0	4,3
	1973	1,9	5,9	14,6	17,2	3,6	8,1	15,6	3,6
Österreich	1962-71	4,6	3,1	6,0	..	..	8,6	8,8	4,8
	1972	6,8	4,7	14,8	..	..	10,8	11,2	7,1
	1973	4,8	4,0	2,5	..	..	7,0	9,8	5,5
Schweden	1962-71	3,2	5,5	4,1	4,2	3,9	7,7	6,9	3,9
	1972	2,5	1,4	5,5	6,3	2,7	6,0	5,2	2,5
	1973	2,3	2,7	- 1,4	- 0,5	- 4,5	15,1	7,9	2,9
Schweiz	1962-71	4,5	3,7	5,1	5,7	3,4	7,3	7,7	4,1
	1972	5,7	4,5	7,7	5,0	16,3	5,7	6,5	5,8
	1973	4,5	4,3	3,0	2,9	3,2	6,1	5,9	4,3
Spanien	1962-71	6,3	5,9	8,2	10,2	1,1	12,8	13,2	6,8
	1972	6,7	6,6	15,0	17,2	3,1	11,0	18,5	7,8
	1973	6,8	6,0	15,5	16,5	7,5	14,0	17,5	8,0
Vereinigte Staaten	1962-71	4,4	3,4	4,3	5,2	1,9	6,3	8,5	4,1
	1972	6,2	4,6	9,8	7,3	18,2	7,0	11,5	6,1
	1973	5,1	1,2	6,1	8,6	- 1,4	19,9	4,3	5,9

trotz gezielten Erleichterungen hart von der Kreditbeschränkung getroffen, und auch in Großbritannien ging er in der zweiten Jahreshälfte zurück. In den Niederlanden und den skandinavischen Staaten wurden nicht viel mehr oder sogar weniger Wohnungen als im Vorjahr gebaut, nachdem die Nachfrage vorher zeitweise offensichtlich übersättigt worden war. In Deutschland und der Schweiz verlangsamte sich die Ausweitung des Wohnungsbaus vor allem wegen der Kreditanspannung, doch herrscht in diesen Ländern nun auch ein besseres Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. In Kanada blieb der Wohnungsbau dank weiterhin reichlicher Hypothekendarfinanzierung sehr expansiv, und ebenso verhielt es sich in Japan, wo starker Bedarf vorhanden ist. In Belgien schlug die Ausweitung des Wohnungsbaus erst im Winter ein etwas gemächlicheres Tempo ein, und in Spanien beschleunigte sie sich sogar.

Der private Verbrauch wuchs 1973 zwar nicht mehr so kräftig wie in früheren Stadien des Aufschwungs, aber fast überall immer noch zumindest auf der Linie des längerfristigen Trends. Die wesentlichen Ausnahmen waren Deutschland und die Niederlande, wo offenbar das Vorsorgespargen zugenommen hat, und Schweden, dessen Reallohnniveau sich nur geringfügig verbesserte. In einer Reihe von Ländern, zu denen vor allem die USA, Großbritannien, Japan, die Schweiz und Österreich gehören, hat besonders ab Mitte 1973 die Schmälerung des Reallohnzuwachses durch die immer stärkere Verteuerung der Lebenshaltung den Verbrauchsanstieg gedämpft. Wenn der Konsum in Kanada trotz der nur geringen Reallohnzunahme kräftig wuchs, so beruhte dies hauptsächlich darauf, daß die Einkommen in der Landwirtschaft erhöht, die Einkommenssteuern gesenkt und die staatlichen Übertragungszahlungen verbessert wurden. In Italien überholten die Tariflöhne in einem mächtigen Spurt die immer schneller davongaloppierende Verteuerung des Verbrauchs und rissen diesen entsprechend mit. In Belgien, Frankreich und Großbritannien wurde die Konsumfinanzierung erschwert. Seit letztem Herbst hat die Verbrauchsstruktur stark auf die Ölkrise reagiert; an unmittelbaren Wirkungen sind vor allem der Rückgang des Autoabsatzes und die Nachfrageschwäche in einer Anzahl besonders energieabhängiger Bereiche zu nennen.

Die öffentlichen Ausgaben waren 1973 vielfach das Ziel stabilitätspolitischer Bemühungen, die sich allerdings als nicht sehr erfolgreich erwiesen; nur die Vereinigten Staaten, Frankreich und Belgien vermochten das Wachstum des öffentlichen Verbrauchs nennenswert zu bremsen. Namentlich in Japan, aber auch in Großbritannien und der Schweiz weitete sich der öffentliche Konsum stärker aus, als dem langfristigen Trend entsprach. In Japan war dies die Folge früherer Exportentlastungspläne, die dann allerdings im Laufe des Jahres aufgegeben werden mußten, als die Inflation überhandnahm und die Zahlungsbilanz sich passivierte. In Großbritannien, wo fast das ganze Jahr 1973 hindurch dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum die Priorität eingeräumt worden war, erzwang die zunehmende Überlastung der Wirtschaft im Herbst eine Kürzung der staatlichen Ausgabenansätze. In Italien stiegen zwar die öffentlichen Verbrauchsaufwendungen langsamer als im Vorjahr, hingegen die öffentlichen Investitionen und staatlichen Transferzahlungen aufgrund früherer Pläne zur Wiederbelebung der Konjunktur sehr kräftig. In den Niederlanden und Schweden, wo die Produktion nicht die Kapazitätsgrenzen erreichte, nahm auch der öffentliche Verbrauch nur mäßig zu. In den Niederlanden ging dies darauf zurück, daß die Behörden nach wie vor bestrebt waren, den öffentlichen Sektor möglichst wenig wachsen

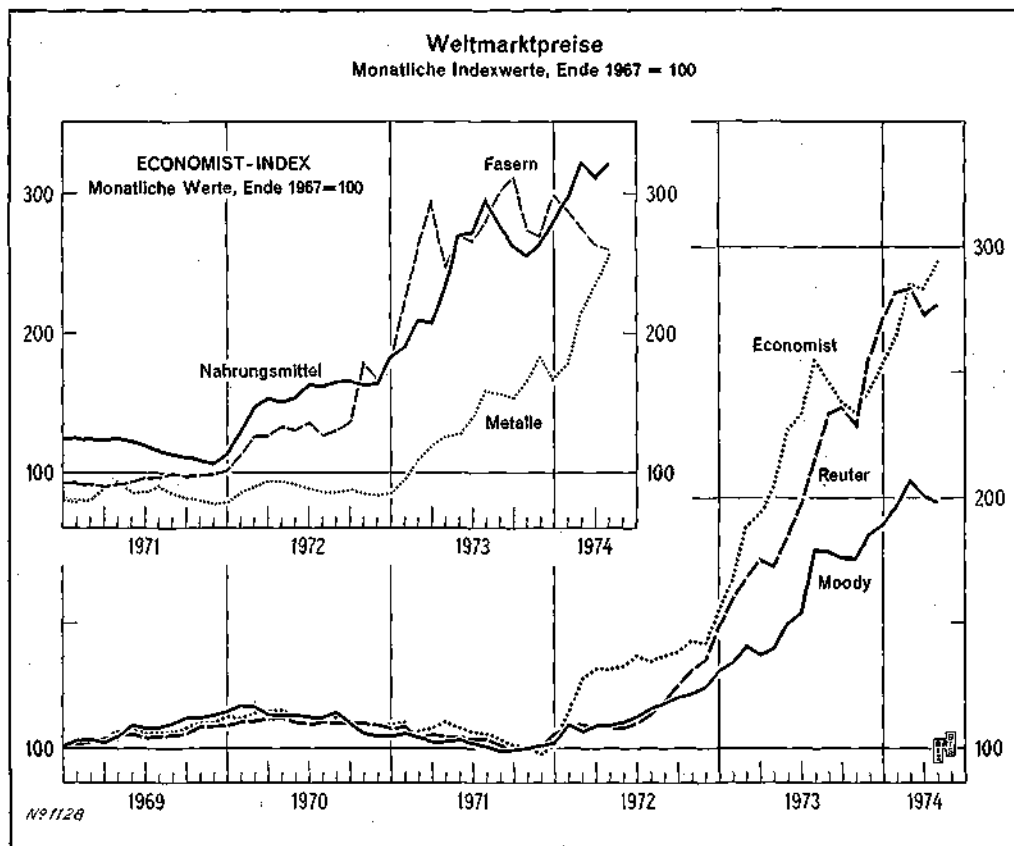
zu lassen, während in Schweden eine Rolle spielte, daß die Flaute im Wohnungsbau die kommunalen Stellen finanziell entlastete.

Die realen Einfuhren von Gütern und Leistungen wurden weitgehend durch die effektiven Wechselkursänderungen und ihr Verhältnis zueinander beeinflusst, doch war auch der unterschiedliche Druck der Inlandsnachfrage auf die Preise von Bedeutung. In den USA dehnten sich die Einfuhren erheblich langsamer und in Großbritannien und Kanada, obwohl dort die reale Erzeugung stark beschleunigt wuchs, etwa im Vorjahresmaß aus. In Deutschland und Schweden steigerten die Importe ihr Wachstumstempo mehr als die reale Produktion, doch könnte hieran der Umstand beteiligt gewesen sein, daß die Exporte noch schneller zunahmen. Am meisten beschleunigte sich, vor allem dank umfangreichen Vorratsinvestitionen, die Importausweitung in Japan und den Niederlanden. In den meisten Staaten wurde die Einfuhrtätigkeit in den Monaten um die Jahreswende 1973/1974 lebhafter, möglicherweise wegen der Notwendigkeit, die Lager wiederaufzufüllen, die in vielen Ländern ziemlich stark zusammengeschmolzen waren.

Der weithin von der Ölpreiserhöhung befürchtete Konjunkturéinbruch war bis zum Frühjahr 1974 immer noch nicht eingetreten. Obgleich sich der Nachfragetrend in bestimmten Sektoren abflachte, schwand der anfängliche Konjunkturpessimismus besonders nach der Aufhebung des Ölembargos allmählich dahin, und es bestanden bald wieder bessere Aussichten für eine erneute Belebung der Konjunktur im Laufe des Jahres 1974. Jedoch bedingte die Verteuerung der Energie einen Wandel der Nachfrage-, Produktions- und Investitionsstruktur, der nicht von heute auf morgen zu vollziehen ist. So konnte die erwartete einschränkende Wirkung der höheren Preise auf das Realeinkommen und damit auf die Ausgaben fürs erste als desinflationär statt deflatorisch gewertet werden. Deshalb blieben die meisten Länder, in der Hoffnung, die Inflation in der zweiten Jahreshälfte dämpfen zu können, in ihrer Haushalts- und Kreditpolitik auf einem restriktiven Kurs.

Die Beschleunigung der Inflation

Die immer schlimmere Inflation, von der die westlichen Industrieländer und Japan befallen sind, geht auf die Mitte der sechziger Jahre zurück. Die gegen Ende jenes Jahrzehnts unternommenen Bemühungen zur Normalisierung der Nachfrage bremsten zwar das Wirtschaftswachstum von 1970 und 1971, hingegen kaum die Lohn-Preis-Spirale. Danach setzte der Zusammenbruch des Gold-Dollar-Systems neue Inflationskräfte frei. Der US-Dollar wurde unkonvertierbar gemacht und zweimal im Rahmen eines umfassenden Realignment abgewertet, die festen Paritäten wichen schwankenden Wechselkursen, und der allgemeine Übergang zu einer expansiven Binnenwirtschaftspolitik führte beschleunigt in einen weltweiten Boom. Infolgedessen wurde an den Weltmärkten eine schon an sich lebhafte Nachfrage noch durch Vorrats- und Spekulationserwägungen verstärkt, die ein wachsendes Mißtrauen gegen Papierwährungen anzeigten. Seit Mitte 1972 sind die Rohstoffpreise raketenartig in die Höhe geschossen, wobei die Vervierfachung der Erdölpreise in den Monaten um die Jahreswende 1973/1974 als mächtige zweite Antriebsstufe fungierte. In den meisten Ländern wird damit gerechnet, daß die Inlandspreise 1974 stärker steigen werden als im Jahr vorher.



Auch 1973 war die höhere Inflationsrate wiederum vor allem durch die gegenüber dem Vorjahr stark beschleunigte Hausse der Weltmarktpreise bedingt. In den zwölf Monaten bis Dezember 1973 stieg der Moody-Index der Dollarpreise um 46% und der Reuter-Index der Sterlingpreise für einen etwas anderen Warenkorb um 88%. Die Differenzen zwischen den beiden Indizes hatten wenig mit dem Wechselkurs zwischen Pfund und Dollar zu tun; vielmehr beruhten sie auf der unterschiedlichen Gewichtung bestimmter Waren und den Preiskontrollen in den Vereinigten Staaten. Der mehr Waren erfassende Index des Economist stieg im selben Zeitraum auf Dollarbasis um 65%. Wie auch immer die Hausse gemessen wird: sie war in jedem Fall enorm und schwächte sich auch in den Anfangsmonaten von 1974 nur in begrenzten Bereichen ab. In der Periode Januar–April 1974 erhöhten sich die drei Indizes, die in keinem Fall Erdöl oder Gold berücksichtigen, um 5,5 bzw. 2,2 und 15,8%.

Im Laufe des Jahres 1973 und in den ersten Monaten von 1974 erfaßte die Teuerung immer mehr Waren. Die meisten Nahrungsmittel und Agrarrohstoffe, die 1972 an der Spitze gelegen hatten, setzten nach einer Sommerpause ihren Preisgalopp fort. Besonders stark verteuerten sich Kakao, Weizen, Mais, Zucker, Speisefette und -öle, Wolle und Baumwolle; im Frühjahr 1974 lagen allerdings die beiden letztgenannten wieder deutlich unter ihrem Gipfel von 1973, und Fleisch, Weizen und Mais wurden auf etwa gleicher Höhe notiert wie Ende Dezember. Seit Anfang 1973 gibt es als neues Element den beschleunigten Anstieg der Preise für gewerbliche Rohstoffe,

vor allem Nichteisenmetalle und Kautschuk. Auch verschiedene Grundstoffe, die nicht in den Weltmarktindizes enthalten sind, wie Nutzholz, Zellulose und Erdöl-derivate, verteuerten sich stark, wobei die letztgenannten ihre Klettertour bereits einige Zeit vor dem Gipfelsturm vom Herbst begannen.

Auf der Angebotsseite war die Gesamtkapazität im allgemeinen deutlich überbeansprucht. Die Versorgung mit Nahrungsmitteln und agrarischen Rohstoffen verbesserte sich im vergangenen Jahr dank günstigerem Wetter und staatlicher Produktionsförderung, doch standen die Preise noch unter der Wirkung der schlechten Ernten von 1972. Auch andere Grundstoffindustrien hatten kaum noch Kapazitätsreserven, nicht nur wegen der stürmischen Nachfrage, sondern oft auch, weil in den letzten Jahren nicht mehr genügend Erweiterungsinvestitionen vorgenommen worden waren. Zum Teil durch Kapazitätsengpässe bedingt war beispielsweise in den Vereinigten Staaten die Knappheit von Stahl, Nutzholz und Erdöl, die auch im Ausland stark gefragt waren. Dazu kamen wiederum ernsthafte Produktionsausfälle — Streiks trafen chilenisches Kupfer und nordamerikanisches Zink, Überschwemmungen die Baumwollernte in Pakistan. Die Energiekrise beeinträchtigte die Produktions- und Preisentwicklung auch mittelbar; zum Beispiel begannen die Naturkautschukpreise zu steigen, als sich Synthesekautschuk verteuerte und verknappte.

Obwohl der weltweite Rohstoffboom im Grunde ein Fall von Kollektivschuld ist, beeinflusste er die Zahlungsbilanzen der einzelnen Länder in ganz verschiedener

Veränderung von Weltmarktpreisen¹

	Veränderung in Prozent ²					
	Dezember 1971– Dezember 1972		Dezember 1972– Dezember 1973		Dezember 1973– April 1974	
	in Pfund	in Dollar	in Pfund	in Dollar	in Pfund	in Dollar
Kaffee	+ 20	+ 12	+ 14	+ 13	+ 23	+ 27
Kakao	+ 66	+ 54	+ 81	+ 79	+ 61	+ 67
Tee	+ 1	— 6	+ 7	+ 6	+ 32	+ 36
Zucker	+ 62	+ 50	+ 42	+ 40	+ 70	+ 76
Weizen	+ 50	+ 39	+ 120	+ 118	+ 2	+ 5
Mais	+ 39	+ 29	+ 95	+ 92	— 5	— 2
Rindfleisch	+ 27	+ 18	+ 31	+ 29	+ 3	+ 7
Lammfleisch	+ 33	+ 24	+ 57	+ 55	— 13	— 10
Sojabohnen	+ 19	+ 10	+ 81	+ 79	— 14	— 12
Erdnußöl	+ 19	+ 10	+ 75	+ 73	+ 39	+ 44
Wolle	+ 140	+ 123	+ 58	+ 57	— 19	— 16
Baumwolle	+ 9	+ 1	+ 120	+ 118	— 18	— 15
Kautschuk	+ 46	+ 35	+ 143	+ 140	— 20	— 18
Weichholz	+ 13	+ 5	+ 111	+ 109	+ 6	+ 9
Zellulose	— 6	— 12	+ 30	+ 28	+ 17	+ 21
Zeitungspapier	+ 4	— 3	+ 25	+ 23	+ 22	+ 25
Aluminium	— 11	— 17	+ 19	+ 17	+ 16	+ 20
Kupfer	+ 7	— 1	+ 118	+ 115	+ 32	+ 36
Blei	+ 44	+ 34	+ 95	+ 93	+ 14	+ 18
Nickel	+ 15	+ 7	— 1	— 2	+ 12	+ 15
Zinn	+ 12	+ 4	+ 76	+ 74	+ 37	+ 41
Silber	+ 53	+ 42	+ 60	+ 58	+ 54	+ 59
Eisenerz	— 3	— 10	+ 18	+ 15	+ 10	+ 13
Stahlschrott ³	+ 42	+ 32	+ 59	+ 57	+ 37	+ 41
Rohöl (leicht)	+ 21	+ 12	+ 106	+ 104	+ 128	+ 135

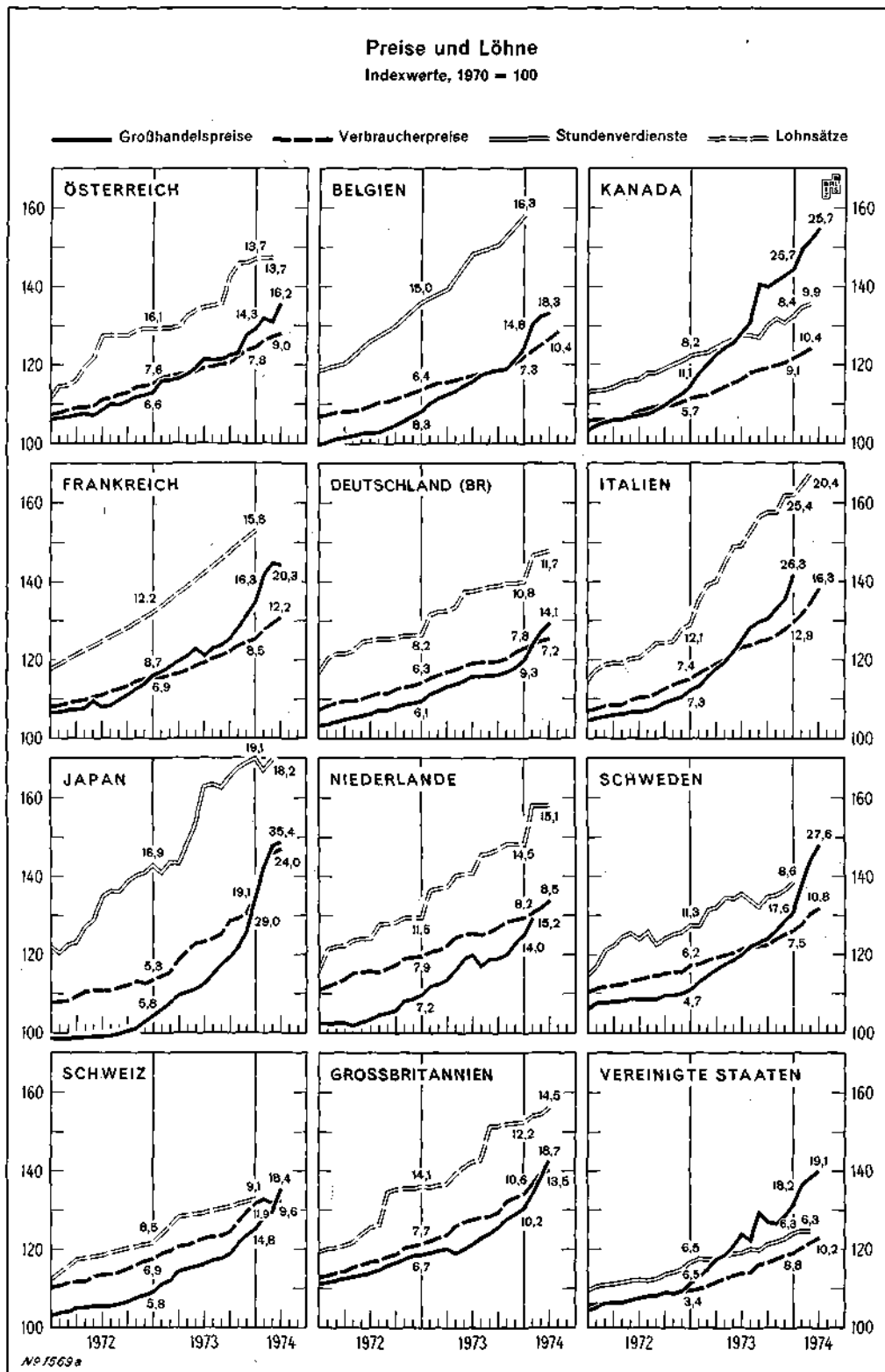
¹ Notierungen in Großbritannien (Monatsendpreise). ² Der Unterschied zwischen den Veränderungen der in Pfund und der in Dollar ausgedrückten Preise zeigt die relativen Bewegungen des Pfund-Dollar-Kurses an. ³ Notierung in den Vereinigten Staaten.

Weise. Die binnenwirtschaftliche Inflationswirkung dieser Unterschiede wurde dann noch durch Wechselkursverschiebungen verstärkt. So war z.B. in Großbritannien und Italien — beides stark einfuhrabhängige Länder — nicht zuletzt die erhebliche Verminderung des Währungsaußenwertes im Jahr 1973 daran beteiligt, daß die durchschnittlichen Importpreise um rund 40% stiegen. Zusätzliche inflatorische Konsequenzen waren, da sich die Terms of trade in Großbritannien um 16% und in Italien um 10% verschlechterten, von der resultierenden Aushöhlung der Realeinkommen zu erwarten. In den Vereinigten Staaten erhöhten sich die durchschnittlichen Einfuhrpreise um mehr als ein Viertel, doch dank einem fast ebenso starken Anstieg der Exportpreise verschlechterten sich die Terms of trade nur um 3%. In diesem Fall wurde die Inflation der Inlandspreise durch die Hausse sowohl der Import- wie der Exportpreise angeheizt. In drei Aufwertungsländern — Deutschland, Niederlande, Schweiz — erhöhten sich die Durchschnittswerte der Einfuhr nur um 9–12%, hingegen in einem vierten, nämlich im stark rohstoffabhängigen Japan, um 22%. In Kanada, einem wichtigen Rohstoffexporteur, lag der Fall wiederum anders: dort stiegen die Durchschnittswerte der Ausfuhr um 24%, mit dem Ergebnis, daß sich die Terms of trade um rund 8% verbesserten.

Alles in allem erhöhten sich also die Einfuhrpreise bedeutend mehr als die Verbraucherpreise, womit sie wesentlich an der Gesamtinflation in einzelnen Industrieländern beteiligt gewesen sein dürften. Es ist jedoch zu beachten, daß die Durchschnittswerte der Ausfuhr, auch von Fertigwaren, ebenfalls kräftig und meist wiederum bedeutend rascher als die Verbraucherpreise anzogen; anders verhielt es sich im großen und ganzen nur in Deutschland und der Schweiz, wo die Exporteure ihre Preise in Landeswährung wegen deren erheblicher Außenwertsteigerung niedrig halten mußten. Bei der weithin stürmischen Nachfragesituation dürften Käufer, die am kapazitätsbeengten Inlandsmarkt nicht mehr zum Zuge kamen, zur Zahlung wesentlich höherer Preise an das Ausland bereit gewesen sein; und die Anbieter, die in vielen Ländern durch Überwachung oder Kontrolle der inländischen Verbraucherpreise gebunden waren, benutzten die Gelegenheit zur Erhöhung ihrer Preise im Exportgeschäft. Dergestalt wurde die Hausse durch den Außenhandel, der in den meisten Ländern recht bedeutend ist und sich im Verhältnis zur Binnenwirtschaft ausdehnt, von einem Land ins andere übertragen.

Die Großhandelspreise begannen 1973 rascher zu steigen und setzten in den Monaten um die Jahreswende 1973/1974, zum Teil wegen der Ölverteuerung, zu einem steilen Höhenflug an. In Japan lagen sie im Frühjahr 1974 um 35% über dem Vorjahresstand. Um 20–30% erhöhten sie sich in den Vereinigten Staaten, Kanada, Frankreich, Italien und Schweden. In allen diesen Ländern stiegen sie bedeutend stärker als die Verbraucherpreise. In den meisten anderen Staaten zogen sie in besserer Übereinstimmung mit den Verbraucherpreisen um rund 15–20% an, bis dann an der Jahreswende die Ölhausse diesem Gleichschritt ein Ende setzte. Die Unterschiede innerhalb der Großhandelspreisindizes entsprachen im großen und ganzen denen an den Weltmärkten.

Die Verbraucherpreise entwickelten sich, zum Teil wegen der unterschiedlichen Auswirkung der Ölverteuerung, international uneinheitlicher. Im Frühjahr 1974 waren sie in den meisten Ländern um 8–16% höher als ein Jahr vorher (verglichen mit rund 6–8% während des Jahres 1972), in Japan um 24%. Dazu kommt, daß



Die Zahlen geben den prozentualen Anstieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand an.

sie in den meisten Ländern die Steigerung der Großhandelspreise nicht erreichten und von dieser Seite somit noch einen kräftigen Schub zu erwarten haben dürften. Innerhalb des Index verteuerten sich in einigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten, Kanada und Japan und mit einer preiskontrollbedingten Verzögerung auch in Frankreich und Italien, die Nahrungsmittel nach wie vor stark. Ein noch größerer Teuerungsfaktor waren jedoch im allgemeinen die übrigen Güter, besonders im Energiebereich, und in einigen Fällen auch die Dienstleistungen.

Die Tariflöhne und Arbeitsverdienste erhöhten sich erwartungsgemäß meist stärker als im Jahr vorher, wobei allerdings in einigen Ländern Produktivitätsverbesserungen die Preiswirkung dämpften. Auf dem westlichen europäischen Kontinent hatten Deutschland, Frankreich und die Niederlande eine ziemlich ausgeprägte und Italien eine noch viel kräftigere Lohnbeschleunigung. In Großbritannien, Schweden, der Schweiz und Japan stiegen die Löhne etwa so stark wie die Verbraucherpreise. In den Vereinigten Staaten war die maßvolle Lohnentwicklung im Vergleich mit anderen Ländern recht außergewöhnlich; die Arbeitsverdienste erhöhten sich im Jahresergebnis um weniger als 6½%, doch die jüngsten Tarifabschlüsse gingen über 10% hinaus.

In den letzten Jahren haben die Behörden immer häufiger unmittelbar in die Einkommensentwicklung eingegriffen, um die Lohn-Preis-Inflation besser in den Griff zu bekommen, nachdem sie hatten erkennen müssen, daß ihr allein mit Nachfragebeschränkung, die allzuoft lediglich die Produktions- und Produktivitätsentwicklung dämpfte, ohne die Kosteninflation nachhaltig einzudämmen, nicht beizukommen war. Diese Bemühungen erbrachten — nicht zuletzt, weil oft die entscheidende Erfolgsvoraussetzung eines in erträglichen Grenzen bleibenden Nachfrageendrucks fehlte — einen recht uneinheitlichen Erfolg, der jedoch gleichwohl den Schluß zuläßt, daß die Einkommenspolitik unter bestimmten Umständen und während bestimmter Zeitspannen von Nutzen sein kann. Deshalb dürften die Behörden auch in Zukunft bestrebt sein, das Einkommensverhalten in der einen oder anderen Form zu beeinflussen.

Die umfassendste Preis- und Einkommenspolitik hatten letztes Jahr abermals die Vereinigten Staaten und Großbritannien. In anderen Ländern wurden meist die Preise, die Gewinnspannen und die Mieten reglementiert; einige Regierungen versuchten formell oder informell auch das Ergebnis wichtiger Tarifverhandlungen zu beeinflussen. Zwei bedeutende Länder — Deutschland und Japan — zogen die Nachfrage lenkung einer direkten Preis-Lohn-Politik vor.

Das Kontrollsystem der Vereinigten Staaten wurde im Januar 1973 in einzelnen Punkten gelockert und weitgehend der Eigenverantwortung der Beteiligten überlassen, womit es in seine dritte und nach den damaligen Plänen letzte Phase trat. Der Erhöhungsrahmen von 6,2% pro Jahr für die Löhne samt Sozialleistungen, 2½% für die Preise und 4% für Dividenden blieb bestehen. Diese überraschende Entscheidung schwächte das Vertrauen im Inland wie im Ausland. Gleichzeitig begann die Verteuerung der Lebenshaltung, die in den ersten beiden Phasen des Kontrollprogramms auf jährlich nur 3,2% zurückgedämmt worden war, immer stärker auszuufern.

In den darauffolgenden Monaten heizten die Rohstoffhausse und die Talfahrt des Dollars die Binneninflation weiter an. Anfang Mai sah sich die Regierung genötigt, die Voranmeldepflicht für Preiserhöhungen wieder einzuführen, und Mitte Juni

wurden die Preise für zwei Monate blockiert, bis neue Vorschriften für eine vierte Kontrollphase erlassen waren. Gemäß diesen Vorschriften durften die Preise kostenbedingt so weit heraufgesetzt werden, daß die Gewinnspannen auf ihrer absoluten, aber nicht prozentualen Höhe gehalten werden konnten. Die neue Phase trat nach Ablauf des Preisstopps in Kraft und sollte bis Ende April 1974 dauern. In der Praxis wurden die Kontrollen, soweit die Wirtschaft formlose Preisverpflichtungen einging, branchenweise gelockert und in den ersten Monaten von 1974 rasch abgebaut. Der formellen Beseitigung des Programms Ende April kam dann keine große Bedeutung mehr zu.

Die Wirksamkeit des amerikanischen Kontrollprogramms war stark umstritten. Insbesondere der Preisstopp führte zu zahlreichen Verzerrungen, und der im vergangenen Jahr neu aufgetürmte Kostenberg mußte zwangsläufig in höheren Preisen weitergewälzt werden. Ende April waren die Verbraucherpreise etwa 10% höher als ein Jahr vorher. Die Stundenverdienste zeigten während der gesamten Dauer der Kontrollregelungen seit August 1971 einen stetigen, schwächeren Aufwärtstrend von 6-7%, der den Arbeitnehmern ein hohes Maß an Disziplin bescheinigte. Ein Teil des Verdienstes geht allerdings zweifellos auch auf das Konto der Lohnleitlinien und der wirksamen Art, wie sie von den Kontrollbehörden in den Lohnverhandlungen zur Geltung gebracht wurden.

Die Politik Großbritanniens ist insofern bemerkenswert, als ihr Schwergewicht mindestens ebenso sehr auf der Einkommens- wie auf der Preiskontrolle lag. Innerhalb der zweiten, im April 1973 in Kraft gesetzten Stufe des britischen Programms sollten die Tariflöhne um höchstens rund 8% pro Jahr steigen, Preiserhöhungen lediglich die Mehrkosten (aber nur einen Teil der Lohnmehrkosten) decken und die Gewinne einigermaßen im Rahmen der Vorjahresergebnisse bleiben. Diese Phase war recht erfolgreich, obwohl die Preise durch die massive Importverteuerung in Trab gehalten wurden. Anfang November trat wie geplant eine dritte, flexiblere Stufe mit neuen Kriterien in Kraft, die den Arbeitnehmern den Durchbruch zu durchschnittlich zweistelligen Lohnerhöhungen ermöglichten. Darüber hinaus wurden zusätzliche Zahlungen für den Fall vorgesehen, daß der Index der Einzelhandelspreise sich binnen zwölf Monaten um 7% oder mehr erhöhte. Um die Jahreswende hatte die Erdölhaussiege jegliche Hoffnung, daß es dazu nicht kommen würde, zerschlagen.

Im Januar 1974 veröffentlichte die Lohnkommission einen vergleichenden Lohnstrukturbericht. Im Interesse der längerfristigen Einkommenspolitik war es geboten, Ziele und Wege zu weisen, wie die Lohnrelationen zwischen Branchen und Arbeitnehmergruppen verbessert werden könnten. Daneben versprach man sich von dem Bericht die Möglichkeit einer Beilegung des Bergarbeiterstreiks. Dies gelang tatsächlich im März, bald nachdem die neue Regierung ihr Amt übernommen hatte, auf der Basis von großzügigen 29% durchschnittlicher Lohnaufbesserung. Die Problematik von Lohnstrukturargumenten liegt darin, daß sie immer auf noch höhere Löhne hinzuzielen scheinen, ohne daß jemals eine Strukturbereinigung nach unten in Betracht gezogen wird. In dieser Form kann der vergleichende Strukturansatz die bestehenden Inflationsprobleme nur verschlimmern, sofern nicht die Grundnorm wesentlich gesenkt wird. Unterdessen hat die neue Regierung ihre Aufmerksamkeit vermehrt darauf gerichtet, die Preisentwicklung zu zügeln; zu diesem Zweck wurden

einige Güter subventioniert und im März die Wohnungsmieten für den Rest des Jahres blockiert.

In anderen Ländern richtete sich die unmittelbare Inflationsbekämpfung fast ausschließlich gegen die Preise. Frankreich blieb bei seinen Einkommens- und Preisrichtlinien und der obligatorischen Preisüberprüfung. Im November verstärkten die Behörden die Preiskontrolle für Produkte von Branchen mit wachsenden Gewinnspannen, und einige Industriezweige, für die es seit Juni 1972 keine Preisüberwachung mehr gegeben hatte, wurden dieser wieder unterstellt. Der Dezember brachte eine nochmalige Verschärfung dieses Programms im Rahmen eines Antiinflationpakets, das auch die Mieten und bestimmte Preise der öffentlichen Versorgungsbetriebe für das erste Halbjahr 1974 einfrore und die Dividendenentwicklung begrenzte. Gleichzeitig bestätigten die Behörden jedoch, daß sie nicht in die freie Lohnbildung einzugreifen gedachten.

In den Niederlanden ließ ein „Sozialpakt“ zwischen Arbeitnehmern, Arbeitgebern und Regierung für 1973 auf einen gemäßigten Lohnanstieg hoffen, doch stellte sich dann heraus, daß dieser sich wegen der zunehmenden Anwendung von Gleitklauseln sogar noch verstärkte. Für 1974 erhielt die Regierung die gesetzliche Möglichkeit zu Eingriffen in die Lohnentwicklung, und das Verfahren der Preiserhöhungsanträge wurde verschärft. In Belgien, wo die Löhne und Gehälter allgemein an die Preise gebunden sind, behielten die Behörden ihr mit bestimmten Durchsetzungsvollmachten verbundenes Vorwarnungssystem für Preiserhöhungen bei.

In Italien ging gegen Ende Juli die neue Regierung mit einem Bündel von Maßnahmen gegen die Inflation vor. Die Preise der meisten Grundbedarfsgüter sowie von Erzeugnissen der Großindustrie wurden bis Ende Oktober blockiert. Seither müssen Preiserhöhungen begründet werden und bedürfen der behördlichen Billigung. Gleichzeitig wurde der zugunsten der Bezieher niedriger Einkommen bestehende Mietenstopp verlängert.

In der Schweiz erließ der Beauftragte für die Preis-, Lohn- und Gewinnüberwachung im Juli 1973 Richtlinien, wonach die Preise im Prinzip nicht stärker als die Kosten angehoben und überdurchschnittliche Lohnaufbesserungen normalerweise nicht als ausreichender Kostengrund für eine Preiserhöhung anerkannt werden sollten. Anfang Dezember wurde das damals bereits seit einem Jahr angewendete Konjunkturpaket in einer Volksabstimmung bestätigt, so daß die Preis-, Lohn- und Gewinnüberwachung weiterbesteht.

In Schweden erhielt die Regierung im Juli 1973 das gesetzliche Recht, Preise einzufrieren und die Meldung von Preiserhöhungen obligatorisch zu machen. Dies tat sie dann in bezug auf Nutzholz und Erdölerzeugnisse. Dänemark blockierte im Januar 1974 auf zwei Monate die Preise und Gewinnspannen, wobei allerdings Kostensteigerungen überwältigt werden konnten, und verlängerte den Stopp dann für einen enger umgrenzten Bereich. Ein Stabilisierungsprogramm vom Februar sah unter anderem Subventionszahlungen an die Industrie und ein System des Zwangssparens vor.

Spanien blockierte Mitte September die Preise zahlreicher Erzeugnisse und Dienstleistungen bis Ende 1973. Im Dezember wurde für 1974 die Preisüberwachung

eingeführt, eine Dividendenbeschränkung verfügt und die Anhebung der Tariflöhne grundsätzlich auf den Anstieg der Lebenshaltungskosten begrenzt. In Irland und Luxemburg wurden die Preiskontrollen 1973 ebenfalls verlängert, während in Australien die Regierung, die im Mai 1973 ein Preisrechtfertigungstribunal eingesetzt hatte, in einer Volksabstimmung vom Dezember nicht das Recht der Preisregulierung erhielt. In Kanada versuchten die Behörden im September den Preisauftrieb u. a. dadurch zu dämpfen, daß sie die Preise für den Inlandsverbrauch bei Weizen und Milch stärker subventionierten und bei Erdölzeugnissen mit einem fünfmonatigen Stopp belegten.

In den meisten Ländern sind die kurzfristigen Aussichten für die Verbraucherpreise nicht gut. Die verhältnismäßig starke Hausse der internationalen Rohstoff- und der nationalen Großhandelspreise läßt für die Lebenshaltungskosten noch einen kräftigen Inflationsschub erwarten. Andererseits sollte eine Phase ruhigeren Nachfragewachstums, auch wenn sie 1970 und 1971 kaum inflationsmindernd gewirkt hatte, im Anschluß an einen weltweiten Boom eigentlich günstigere Erfolgsaussichten haben. In Verbindung mit einer verbesserten Versorgung könnte sie durchaus die internationale Rohstoffhausse zum Abklingen bringen und dadurch den Anstieg der Großhandels- und der Verbraucherpreise dämpfen.

Geld, Kredit, Zinsen

Ein wesentliches Merkmal der monetären Entwicklung war im vergangenen Jahr, ähnlich wie 1969, der steile Zinsauftrieb. Doch im Gegensatz zu damals sind in der jetzigen Beschränkungsphase auch die monetären Gesamtgrößen in raschem, wenngleich hier und da allmählich abnehmendem Tempo gewachsen. Nach der bisherigen Erfahrung mag diese Kombination hoher Zinsen mit schnellem Geld- und Kreditwachstum als paradox erscheinen. Indessen zeigt sie an, daß die Geldpolitik Inflationskräfte von der Art und Kraft, wie sie den letzten Aufschwung kennzeichneten, nur begrenzt zu bannen vermochte. Die großen internationalen Geldströme, der hohe öffentliche Kreditbedarf, der kräftige Lohnauftrieb, die massive Verteuerung eingeführter Nahrungsmittel und Grundstoffe, Versorgungsengpässe und sektorale Störungen — alles dies hat in der einen oder anderen Kombination die monetäre Beschränkung in jedem Land um einen Teil ihrer Wirkung gebracht. Wenn die Währungsbehörden nicht eine schwere Liquiditätskrise und einen heftigen Konjunktüreinbruch riskieren wollten, hatten sie kaum eine andere Wahl, als zuzulassen, daß die erhöhten Kosten und Preise zu einem großen Teil finanziert werden konnten.

Der gezielte Zinsauftrieb setzte gegen Ende 1972 ein und ging das ganze Jahr 1973 weiter. Anfänglich lag die Führung bei Großbritannien, das ab Juni 1972, nach der Freigabe des Pfundkurses, die kurzfristigen Sätze sechs Monate lang höher schraubte. In der ersten Hälfte 1973 übernahmen die Initiative dann Deutschland und die Vereinigten Staaten mit mehreren binnenwirtschaftlich bedingten Diskontanhebungen, bis im Sommer ein Höchststand erreicht war. An diesem Punkt zog Großbritannien die Geldzinsschraube zur Unterstützung des Pfundes nochmals kräftig an, und auch die langfristigen Renditen gerieten in einen deutlichen Aufwärtstrend. In einer ähnlichen Aktion, die sich im November als notwendig erwies, setzte die Bank von England ihren Mindestzins auf eine einsame Spitze von 13% hinauf. In dieser Situation konzentrierten sich die Zinsanhebungen anderer Länder — vor allem

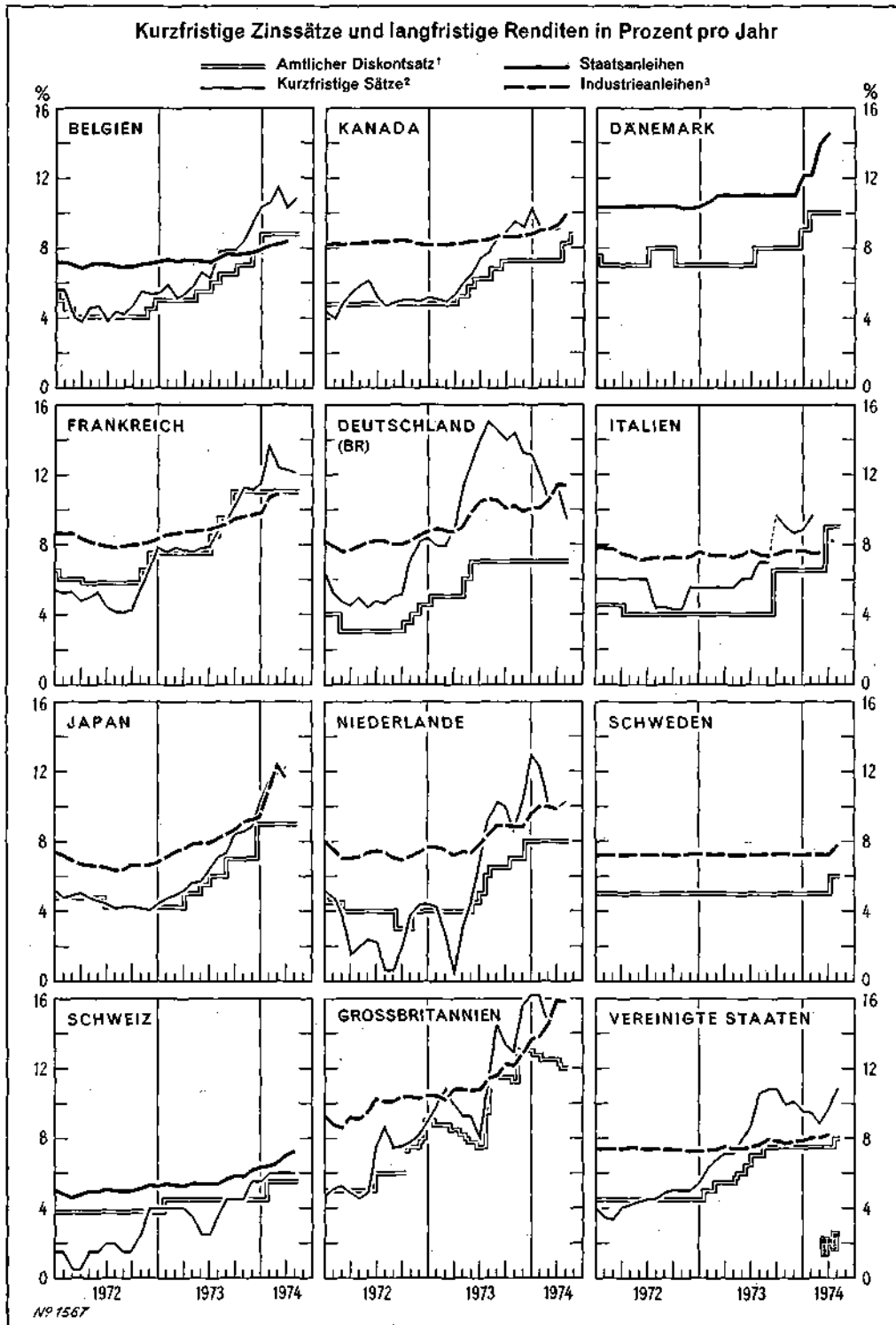
Frankreichs, Belgiens, der Niederlande und Japans — im allgemeinen auf die zweite Hälfte 1973. Obwohl gewöhnlich die Notwendigkeit betont wurde, die Sätze der Entwicklung im Ausland anzupassen, wurden die Erhöhungen zunehmend auch zur Beeinflussung der Binnenkonjunktur vorgenommen.

In den Vereinigten Staaten und Kanada beschränkte sich der Zinsanstieg bis vor kurzem hauptsächlich auf den kurzfristigen Bereich, doch in einer Anzahl anderer Staaten zogen auch die langfristigen Sätze kräftig an. Im Frühjahr 1974 erbrachten Industrieanleihen in Dänemark und Großbritannien fast 16%. In Frankreich, Deutschland, den Niederlanden und Japan betrugen die Renditen für Anleihen des privaten Sektors rund 10% oder mehr. In Belgien und der Schweiz stieg der Kapitalzins nicht so stark. In Italien und Schweden blieben die langfristigen Renditen wegen der besonderen Marktverhältnisse und der Investitionsförderung einigermaßen stabil und relativ niedrig. In den ersten Monaten von 1974 gaben die kurzfristigen Zinssätze hie und da etwas nach, doch im beginnenden Frühjahr hatten sie sich, besonders unter dem Einfluß der restriktiven Geldpolitik in den Vereinigten Staaten sowie umfassender Kreditaufnahmen an den internationalen Märkten, wieder befestigt. In den Vereinigten Staaten erhöhten sich die kurzfristigen Marktsätze in den Monaten Februar–Mai um rund 3 Prozentpunkte und die langfristigen Renditen um rund $\frac{1}{2}$ Punkt. Gegen Ende April wurde der amtliche Diskontsatz auf 8% angehoben, und die Prime rate der Banken hatte Mitte Mai 11 $\frac{1}{2}$ % erreicht.

Die Geldmenge hatte, nach einer kräftigen Beschleunigung 1971 und 1972, Anfang 1973 ein beunruhigend hohes Wachstumstempo erreicht. Seither ist den Behörden ein gewisser Bremseffekt gelungen. Im Frühjahr 1974 wuchs die Geldmenge im weiteren Sinne (M_2) in den Vereinigten Staaten und Großbritannien etwas langsamer und in Deutschland, Frankreich und Japan deutlich weniger als vorher, hingegen beschleunigt in Italien, den Niederlanden und Schweden — zum Teil im Zusammenhang mit dem Preisauftrieb und der Produktionsausweitung.

In den meisten Ländern expandierte M_1 (die Geldmenge im engeren Sinn) wesentlich schwächer als M_2 , allerdings weitgehend nur, weil Sichteinlagen auf höher verzinsliche Termin- und Sparkonten flossen, die in einigen Fällen offenbar auch auf Kosten von Wertpapieranlagen Verstärkung erhielten. In einigen Ländern, so in Großbritannien, den Niederlanden und den USA, wurde M_2 ferner dadurch aufgebläht, daß sich zeitweise die Aufnahme von Bankkrediten zur Bildung hochverzinslicher Termineinlagen lohnte (sogenanntes Zinskarussell). Doch selbst wenn man dies alles berücksichtigt, war die monetäre Expansion außerordentlich stark, zumal die reale Produktion ab Mitte 1973 bedeutend langsamer wuchs.

Eine der Grenzen, an die die restriktive Kreditpolitik in den letzten Jahren stieß, bildete der riesige Umfang der vielfach durch Wechselkursunsicherheiten bedingten internationalen Geldströme. Besonders groß waren die Abflüsse aus den Vereinigten Staaten in der Zeit von 1971 bis Anfang 1973, die offenbar weitgehend aus der inländischen Kreditschöpfung gespeist wurden. Gleichzeitig versuchten andere Länder auf verschiedene Weise, die Zuflüsse abzuwehren oder auszugleichen, jedoch nur mit teilweisem Erfolg. Etliche von ihnen hatten daher die schon Anfang 1973 festzustellende Heftigkeit der monetären Expansion weitgehend ihren kumulativen Devisenzuflüssen zuzuschreiben, die sich im Nettoerwerb von Auslandsforderungen durch das Bankensystem niederschlugen.



¹ Kanada: Bankrate; Großbritannien: bis 12. Oktober 1972 Bankrate, danach Mindestsollzins der Bank von England.
² Satz für Dreimonats-Interbankeneinlagen, mit folgenden Ausnahmen: Kanada: Geldmarktpapiere mit 90tägiger Laufzeit; Frankreich: Einmonats-Privatwechsel; Italien: bis September 1973 Zwölfmonats-Schatzwechsel, danach Sechsmonats-Wechsel; Japan: Tagesgeld; Vereinigte Staaten: Federal Funds.
³ Italien: Anleihen der Industriekreditinstitute; Japan: Anleihen der Telefon- und Telegraphengesellschaften; Niederlande: Privatanleihen.

Die Geldmenge

		1969 Dez.	1970 Dez.	1971 Dez.	1972 Juni Dez.		1973 Juni Dez.		1974 März
Prozentuale Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand									
Vereinigte Staaten . . .	M 1	3,5	6,0	6,3	5,2	8,7	8,3	5,7	6,5
	M 2	2,5	8,4	11,2	9,1	11,1	10,0	8,6	9,3
Kanada	M 1	4,4	5,0	19,9	9,5	11,8	15,8	12,9	12,2
	M 2	4,3	10,3	16,4	16,9	14,5	12,1	19,1	20,3
Japan	M 1	20,6	16,8	29,7	19,9	24,7	29,9	16,8	15,4
	M 2	18,5	16,9	24,3	22,8	24,7	24,7	16,8	15,1
Belgien	M 1	2,6	8,3	11,2	14,5	14,0	12,5	7,8	9,1
	M 2	7,7	8,2	13,1	15,7	16,1	16,6	14,4	17,3
Deutschland (BR) . . .	M 1	6,4	8,7	11,8	14,2	14,3	5,8	2,0	-1,1
	M 2	10,0	10,5	14,3	13,9	16,9	18,2	14,0	9,8
Frankreich	M 1	0,4	11,1	11,8	13,1	14,9	10,9	9,6	9,2*
	M 2	6,3	15,2	16,2	19,2	18,6	14,2	15,1	16,2*
Großbritannien	M 1	0,0	9,3	15,4	18,5	13,6	9,4	4,1	2,5
	M 2	3,0	9,4	13,5	23,6	27,6	23,1	28,9	25,3
Italien	M 1	15,8	27,2	18,8	17,7	17,4	22,2	24,1	.
	M 2	11,4	13,6	17,1	18,5	18,2	20,7	23,3	.
Niederlande	M 1	8,1	11,8	15,0	18,5	17,7	9,4	0,0	-3,8
	M 2	10,2	11,0	9,0	12,6	11,9	14,9	21,9	21,4
Schweden	M 1	-3,8	8,5	9,3	11,9	7,7	5,6	9,9	12,1
	M 2	2,1	10,6	2,8	13,6	13,2	13,9	14,7	16,2
Schweiz	M 1	6,9	7,3	39,5	31,3	4,2	2,7	-1,4	-5,5
	M 2	18,9	8,9	26,6	21,6	2,2	3,4	3,9	+6,4

M 1 = Bargeld und Sichteinlagen.

M 2 = M 1 + Quasigeld nach jeweiliger Definition, die von Land zu Land verschieden ist.

* Februar.

Die Freigabe der Wechselkurse im März 1973 hat die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen nur zum Teil von den Devisenbewegungen gelöst. Wie sich herausstellte, verschaffte sie den Behörden die vielfach erwartete monetäre Autonomie im Inland nicht ganz. Zeitweise hielten die nationalen Behörden Marktinterventionen für angezeigt, um übermäßige Kursausschläge zu verhindern. Am weitaus stärksten war in Westeuropa die devisenbedingte Geldausweitung von 1973 allerdings in der Zeit vor der Kursfreigabe bis kurz danach. Seither haben die Überschußländer die Erfahrung gemacht, daß das Floating auf der Ausgangsbasis eines bereits realistischen Wechselkursgefüges durchaus dazu beigetragen hat, die monetäre Expansion besser unter Kontrolle zu bringen.

Eine zweite Quelle monetärer Überhitzung waren in einigen Ländern die öffentlichen Haushalte. In Großbritannien verdoppelte der öffentliche Sektor seinen Kreditbedarf, der 1970 kaum nennenswert gewesen war, von gut £ 2 Mrd. 1972 auf £ 4,2 Mrd. im Jahr darauf. Obwohl dieser Betrag fast zur Hälfte durch Absatz von Staatspapieren an Nichtbanken aufgebracht wurde, machte die Kreditaufnahme in anderer Form doch etwa ein Viertel der inländischen Bankkreditexpansion aus. In Italien deckte der öffentliche Sektor seinen rasch wachsenden Kreditbedarf letztes Jahr fast ausschließlich beim Bankensystem — im Ausmaß von drei Fünfteln des Betrages, um den die Bankenforderungen an den privaten Sektor sich erhöhten. In

Belgien konnte das Schatzamt zwar seinen Nettokreditbedarf unter den hohen Vorjahresstand drücken, doch finanzierte es wie auch andere öffentliche Körperschaften beträchtliche Beträge über die Banken.

Die übrigen Länder hatten in der Mehrzahl kleinere Haushaltsdefizite, doch setzten sie im allgemeinen ihre Schuldenpolitik gegen die monetäre Expansion ein. In den Vereinigten Staaten bauten die Banken unter dem Druck der restriktiven Geldpolitik ihre Staatspapierbestände ab, und in Deutschland und den Niederlanden nahmen die zentralen öffentlichen Haushalte zur Liquiditätsabschöpfung mehr Kredit auf, als sie benötigten. In Kanada und Japan brauchte der öffentliche Sektor mehr Kredit als 1972, doch erhielt er ihn größtenteils nicht von den Banken. In Frankreich konnte der Staat einen bescheidenen Haushaltsüberschuß erzielen und seine Position bei der Bank von Frankreich verbessern.

Die Bankausleihungen an den privaten Sektor expandierten im Frühjahr 1974 in den meisten Ländern dank den Kreditbeschränkungen bereits deutlich langsamer als zur Zeit ihres stärksten Wachstums 1973. Die hauptsächlichsten Ausnahmen waren Kanada, Italien, die Niederlande und Schweden, wo die Produktion entweder beschleunigt oder zumindest nicht wesentlich langsamer als vorher zunahm. Der Kreditbedarf war allerdings fast überall offensichtlich noch recht stark, zumal die rasch steigenden Grundstoff- und Lohnkosten zusätzliche Investitions- und Betriebsmittel erforderten. In einigen Ländern war die Inflation so heftig, daß das reale Kreditwachstum einen immer größeren Restriktionseffekt implizierte.

Im vergangenen Jahr wurden vielfach neue geld- und kreditpolitische Instrumente eingesetzt oder bereits bestehende variiert — mit recht unterschiedlichem Erfolg. In den Vereinigten Staaten signalisierten die völlige Freigabe der Habenzinsen für befristete Großeinlagen und die Spaltung der Prime rate eine Geldpolitik, die die Kreditgewährung mehr von den Kosten her als nach dem Volumen begrenzte. Dank der verbesserten Konkurrenzfähigkeit der Banken im Einlagengeschäft konnte eine Kreditunterversorgung vermieden werden, doch machte sich dafür die restriktive Wirkung eher zögernd bemerkbar; die Hauptlast hatte wie gewöhnlich der Wohnungsbau zu tragen. In Großbritannien, wo die Währungsbehörden wie schon im Vorjahr das Schwergewicht auf die Zinsentwicklung und den Kreditwettbewerb legten, ging die Kreditexpansion wiederum weit über das bisher Gewohnte hinaus. Gegen Ende 1973 trat ein neues System in Kraft, wonach die Banken zusätzliche Sonderdepositen zu bilden haben, sobald ihre Einlagenverbindlichkeiten über einen festgelegten Satz hinaus wachsen. Die Niederlande schließlich versuchten es anstelle der vorherigen Kreditbegrenzung mit Liquiditätsvorschriften und einer strengeren Regelung des Zentralbankkredits.

Kreditplafonds hatten eine Anzahl von Ländern, darunter Japan, Belgien, Frankreich, Italien, Norwegen, Österreich und die Schweiz. Ferner wurde in mehreren Ländern mit der Veränderung von Reservesätzen operiert, und Belgien machte nach dem Vorbild Frankreichs auch das Aktivgeschäft der Banken reservepflichtig. In Deutschland gingen die Behörden Anfang 1973 von der Steuerung der Bankenliquidität als hauptsächlichlicher monetärer Zielgröße ab und verlegten das Schwergewicht ihrer geldpolitischen Restriktion auf die Kreditgewährung der Bundesbank. Überhaupt scheint mit der Freigabe der Wechselkurse die quantitative Beschränkung des Zentralbankkredits in mehreren Ländern an Bedeutung gewonnen zu haben.

Die Kapitalmärkte waren im vergangenen Jahr im allgemeinen stark überbeansprucht; in einigen Fällen freilich schwächten verbesserte Gewinne die Notwendigkeit zur Kapitalaufnahme ab. Von nachhaltiger Wirkung ist seit mehreren Jahren die auf Inflationsängste und Kapitalzinsungewißheiten zurückgehende starke Liquiditätsvorliebe, die einen wachsenden Prozentsatz der Kreditgewährung auf Kosten des Kapitalmarkts zu den Kreditinstituten bringt. Daneben hat das Volumen der Emissionen des privaten Sektors im vergangenen Jahr deutlich auf den Modus der Kreditbeschränkung reagiert. Wo die Banken an Kreditplafonds gebunden waren, verstärkte sich die Kapitalmarktaktivität im allgemeinen etwas mehr als anderswo, was bedeutet, daß die Plafonds Kreditnachfrage an den Kapitalmarkt verwiesen.

Die Währungsbehörden haben im Berichtszeitraum die Erfahrung machen müssen, daß die Freigabe der Wechselkurse sie keineswegs ins Land des süßen Nichtstuns versetzte, sondern ihnen zeitweise schwierigere Entscheidungen abverlangte als je zuvor. Wie sich herausgestellt hat, erfährt der Wechselkurs eines Landes, das für vergleichsweise großzügigere monetäre Bedingungen als das Ausland sorgt, eine Abschwächung, die dann wegen der kurzfristig „perverse“ Außenhandelswirkungen dazu tendiert, sich fortzusetzen. Besonders in Ländern mit schwacher Außenposition hat sich also die von der Kursfreigabe erhoffte zusätzliche geldpolitische Autonomie weitgehend als illusorisch erwiesen. Mit anderen Worten: wo die Kurse bereits realistisch sind, kann es sein, daß die Behörden bei Devisenmarktanspannungen rascher reagieren müssen als vorher. Die Zinsbewegungen der letzten Monate scheinen zu bestätigen, daß die Geld- und Kreditpolitik außenwirtschaftlichen Erwägungen erhebliche Beachtung schenkte.

Bisher hat der allgemeine Übergang zu hohen Zinsen die binnenwirtschaftlichen Ziele nicht ernsthaft gefährdet. Ab Mitte 1973 warf mit der Produktionsberuhigung bei gleichzeitiger Beschleunigung der Inflation ein wohlbekanntes wirtschaftspolitisches Dilemma seine Schatten voraus, dessen Umrisse sich dann durch die Erdölhausse noch mehr verdüsterten. In der Erkenntnis, daß Umstellungen in der Nachfrage- und Produktionsstruktur kurzfristig Schwierigkeiten mit sich bringen mußten, und zugleich in der Befürchtung, die Kosteninflation könne sich gegenüber der Nachfragedeflation als stärker erweisen, haben die Währungsbehörden der Inflationsbekämpfung im allgemeinen die Priorität belassen. So wurde die geldpolitische Restriktion im Frühjahr 1974 generell fortgeführt, wenn auch in Einzelfällen Maßnahmen ergriffen wurden, die dazu dienten, die Zinsentwicklung von extremem Haussedruck zu befreien.

Das Floating

Im März 1973 brach das Währungssystem von Bretton Woods ohne Aussicht auf eine baldige geplante Neuordnung endgültig zusammen. Der Zwanziger-Ausschuß hat seine Währungsreformatarbeiten fortgesetzt, doch überstieg, wie noch darzulegen sein wird, die ihm übertragene Aufgabe seine Möglichkeiten. Eine gewisse Reform bewirkte daher der Markt in Gestalt eines unkoordinierten Floatings. Damit verminderten sich zwar die Probleme, die mit der Aufrechterhaltung unrealistischer Paritäten verbunden sind, doch mußte dies mit dem Nachteil hochreagibler Wechselkurse bezahlt werden.

Anfang 1973 lag das Washingtoner Realignment bereits ein Jahr zurück, und noch immer hatte sich das vorherige internationale Zahlungsungleichgewicht nicht gebessert. Im Außenhandel waren das amerikanische Defizit und die Überschüsse Deutschlands und Japans 1972 sogar noch gestiegen. Dazu hatte sich der britische Außenhandel passiviert, und das italienische Zahlungsdefizit war stark angeschwollen. Wie kaum anders zu erwarten, fand das Wechselkursgefüge nicht viel Vertrauen, vor allem seitdem die britischen Behörden den Pfundkurs nach den Marktspannungen vom Juni und Juli hatten freigeben müssen. Zwar konnte man Anfang Januar 1973 auf sechs verhältnismäßig ruhige Monate zurückblicken; doch war das nur die Ruhe vor dem nächsten Sturm.

Dieser Sturm brach in den letzten Januartagen aus. Am 22. jenes Monats errichtete Italien einen gesonderten Devisenmarkt mit freier Kursbildung für Finanzgeschäfte. Einen Tag später wurde der Schweizer Franken, auf den sich die Nachfrage unmittelbar nach dem italienischen Schritt gestürzt hatte, dem Floating überlassen, worauf er rasch um mehrere Prozent stieg. In der ersten Februarwoche hatten die Partnerländer der Vereinigten Staaten innerhalb der Zehnergruppe wiederum \$8 Mrd. in ihre Reserven zu nehmen, davon allein Deutschland \$6 Mrd. Daraufhin wurden die Devisenbörsen geschlossen, und am 13. Februar wurde der Dollar, in deutlichem Gegensatz zur Politik von August 1971, sofort um nochmals 10% abgewertet. Am Tag danach gesellten sich der Yen und die Handels-Lira der Gruppe der Floating-Währungen zu.

Die zweite Dollarabwertung in wenig mehr als einem Jahr wirkte auf das Vertrauen in feste Wechselkurse wie der Tropfen, der das Faß zum Überlaufen bringt. Es dauerte nicht lange, bis der Dollar wieder unter Druck geriet, und nachdem die deutschen Behörden am 1. März erneut große Devisenbeträge hatten ankaufen müssen, wurden die Märkte abermals geschlossen. Nach fast dreiwöchigen offiziellen Währungsgesprächen in verschiedenen Gremien und Gruppierungen wurden die Devisenbörsen am 19. März wieder geöffnet, und zwar mit einem nunmehr gegenüber allen wichtigen Währungen frei schwankenden Dollar. Die sechs EWG-Länder mit bis dahin festen Wechselkursen taten sich zum europäischen Währungsverbund zusammen, dem sich Norwegen und Schweden anschlossen, und die Deutsche Mark und der österreichische Schilling wurden um 3 bzw. 2¼% aufgewertet. Mehrere europäische Länder verstärkten ihre Abwehrmaßnahmen gegen Kapitalzuflüsse. Eine neue Ära hatte begonnen.

Die seitherige Entwicklung des Dollarkurses gegenüber den europäischen Währungen kann in eine Abwärts-, eine anschließende Aufwärts- und eine nochmalige Abwärtsphase eingeteilt werden. In der ersten Phase, die von Mitte März bis Anfang Juli 1973 dauerte, gab der Dollar gegenüber den meisten europäischen Währungen erheblich nach. Bis Mitte Mai blieb die Wechselkursstruktur vom 19. März im wesentlichen noch intakt. Die Währungen des europäischen Floatingblocks hielten sich deutlich innerhalb des Bereichs, der bei einer Rückkehr zu festen Kursen ihre nach den geltenden Paritätsrelationen zulässige Dollarbandbreite gewesen wäre, und der Schweizer Franken und der Yen zogen gegenüber dem Dollar um rund 5% über die Abwertung vom Februar hinaus an. Wenn die japanischen Behörden nicht energisch interveniert hätten, wäre der Yen allerdings gegenüber dem Dollar wegen der ab März ungünstigen Entwicklung der Zahlungsmodalitäten im japanischen Außenhandel in eine Abwärtsbewegung geraten.

In der dritten Maiwoche kam erneut Unruhe in den Markt: der Dollar begann, hauptsächlich wegen innenpolitischer Ungewißheiten in den USA, gegenüber den meisten europäischen Währungen zu sinken. Die in den letzten Tagen jenes Monats bekanntgegebene Aktivierung des amerikanischen Außenhandels vom April konnte den Trend nicht mehr aufhalten; und noch schlimmer wurde die Lage Ende Mai, als die deutschen Behörden in der Meinung, durch das Floating gegenüber dem Dollar genügend Spielraum für eine unabhängige Geldpolitik erhalten zu haben, diese drastisch verschärfen, indem sie den offiziellen Diskontsatz erhöhten und sich entschlossen zeigten, bis auf weiteres grundsätzlich keinen Lombardkredit mehr zu gewähren. Die Deutsche Mark begann in der europäischen Schlange zu steigen und gegenüber dem Dollar an Wert zu gewinnen, wobei sie die anderen Währungen der Schlange und den Schweizer Franken mit sich zog. Anfang Juni lag sie um 5 % über ihrer nominellen Paritätsrelation zum Dollar, und bis zum 28. jenes Monats hatte der Aufwertungssatz fast 14 % erreicht. Ab Mitte Juni befand sie sich an der Obergrenze der Schlange, und bis zum 28. Juni hatte die Bundesbank Schlangenvährungen für DM 4,5 Mrd. kaufen müssen. Zu jenem Zeitpunkt wurde beschlossen, die Deutsche Mark erneut — diesmal um 5 ½ % — aufzuwerten.

Dies hatte die schon bei der Dollarabwertung vom Februar festgestellte Wirkung, daß die Devisenmärkte noch unruhiger wurden. Die Dollarabzüge zugunsten der Deutschen Mark gingen weiter, bis nach einer Woche, am 6. Juli, der Markt so gestört war, daß die Geschäfte nur noch mit Schwierigkeiten abgewickelt werden konnten. Die Deutsche Mark war gegenüber dem Dollar um weitere 9 ½ % auf einen Aufwertungssatz von 25 % seit 19. März, der Schweizer Franken seit 23. Januar um fast 40 % gestiegen. Der Dollar hatte seit Beginn des Floatings gegenüber den Währungen der wichtigsten Partnerländer der Vereinigten Staaten im nach dem Außenhandel gewogenen Durchschnitt 9 % seines Werts eingebüßt, obwohl sein Kurs gegenüber

Effektive Wechselkursveränderungen (geschätzt)

Währung	19. März– 6. Juli 1973	6. Juli 1973– 25. Januar 1974	25. Januar– 24. Mai 1974	19. März 1973– 24. Mai 1974	21. Dez. 1971– 24. Mai 1974	Schwankungs- bereich seit 19. März 1973: Differenz Höchst–Tiefst
	Prozent					
Japanischer Yen	– 4,2	– 6,1	+ 3,1	– 7,3	+ 5,7	12,2
Schweizer Franken	+ 10,6	– 8,6	+ 6,4	+ 7,6	+ 21,3	11,4
Deutsche Mark	+ 14,7	– 6,7	+ 5,7	+ 13,1	+ 20,7	15,1
Belgischer Franken	+ 0,9	– 4,6	+ 5,1	+ 1,2	+ 5,9	6,2
Französischer Franken	+ 3,6	– 13,2	– 2,2	– 12,0	– 7,0	20,2
Holländischer Gulden	+ 0,2	+ 3,0	+ 3,2	+ 6,5	+ 10,8	9,4
Schwedische Krone	+ 1,1	– 4,0	+ 4,6	+ 1,4	+ 2,5	5,7
Kanadischer Dollar	– 1,7	+ 7,0	– 0,6	+ 4,7	+ 1,7	7,3
Pfund Sterling	– 6,3	– 0,3	+ 0,8	– 5,9	– 17,8	12,4
Italienische Lira	– 14,7	+ 3,5	– 3,1	– 14,5	– 18,4	17,8
US-Dollar	– 8,8	+ 16,7	– 8,4	– 2,5	– 9,3	16,7

1. Effektive Veränderung des Wechselkurses der Währung eines Landes: jene unilaterale Änderung, die für den Außenhandel dieses Landes schätzungsweise den gleichen Effekt hätte wie die tatsächlich stattgefundenen multilateralen Wechselkursveränderungen.
2. Die Veränderungen aller Währungen mit Ausnahme des kanadischen Dollars wurden an den jeweiligen seit dem Washingtoner Realignement geltenden Leit- bzw. Mittelkursen gemessen; beim kanadischen Dollar wurde der Kurs kan \$ 1 = US-\$ 1 zugrunde gelegt.
3. Im Falle von Währungen mit Doppelkurs wurde der Handelskurs zugrunde gelegt.

den beiden wichtigsten Partnerländern — Kanada und Japan — gleichgeblieben war. Dieser Satz entsprach etwa der Größenordnung der Abwertungen im Rahmen des Washingtoner Realignment und vom Februar 1973. Der Goldpreis war angesichts der chaotischen Währungslage auf eine Spitze von \$127 je Unze geklettert, womit er fast doppelt so hoch war wie Ende 1972 und um fast 50% höher als im März.

Bei ihrer monatlichen BIZ-Zusammenkunft im Juli gaben die Notenbankleiter eine Erklärung ab, der zufolge die nötigen Vorkehrungen für behördliche Interventionen zur Wiederherstellung einer geordneteren Marktlage bereitstanden. Selbst am Markt herrschte allgemein die Überzeugung, daß der Dollar eindeutig unter seine Gleichgewichtszone abgesunken war. Dementsprechend setzte eine kräftige Dollarerholung ein, die noch dadurch verstärkt wurde, daß zu jenem Zeitpunkt das Federal-Reserve-Swapnetz von \$11,7 Mrd. auf fast \$18 Mrd. aufgestockt wurde. Gleichzeitig begannen Federal Reserve und Bundesbank am Markt mit begrenzten Interventionen (rund \$600 Mio. bis zum Monatsende). Jedoch erst gegen Ende Juli erhielt der neue Trend am Devisenmarkt durch die Lockerung der deutschen Geldmarktbedingungen eine feste Grundlage, wobei ihm auch eine gewisse Versteifung des US-Geldmarkts sowie die Bekanntgabe eines abermaligen amerikanischen Außenhandelsüberschusses für Juni zugute kamen.

Damit begann die zweite Floating-Phase, die von Anfang Juli 1973 bis gegen Ende Januar 1974 dauerte. Mitte August stand es so, daß der Dollar etwa die Hälfte des in den Monaten Mai-Juli verlorenen Terrains zurückgewonnen hatte und daß die vom Federal Reserve System im Juli aufgenommenen Swapkredite zurückgezahlt waren. Von da an herrschte an den Märkten einigermaßen Ruhe, bis die niederländischen Behörden Mitte September zum Teil aus Gründen der Inflationsbekämpfung den Gulden um 5% aufwerteten. Die Wirkungen dieses Schritts waren hauptsächlich innerhalb der EWG zu spüren, wo in großem Umfang französische Franken in Deutsche Mark und belgische Franken umgetauscht wurden; doch auch die Erholung des Dollars kam vorübergehend ins Stocken. Bis zum Monatsende war die Situation jedoch mit Hilfe von erneuten Marktinterventionen, die die Bank von Frankreich über ein Drittel ihrer Devisenreserven kosteten, sowie von Gegenmaßnahmen der französischen und belgischen Behörden unter Kontrolle gebracht, ohne daß weitere EWG-Wechselkurse geändert worden wären.

Von Ende September bis in die letzten Januartage erholte sich der Dollar, außer während kurzer Zeit nach Ausbruch des Nahostkrieges, immer mehr. Im Oktober erhielt er von zwei Seiten kräftigen Auftrieb. Erstens mehrten sich die Anzeichen für eine nachhaltige Erholung der amerikanischen Zahlungsbilanz. Der Außenhandelsüberschuß erreichte im September nicht weniger als \$800 Mio. und blieb auch danach einige Monate lang recht hoch. Ein zweiter Faktor von mehr mittelbarer Wirkung war, daß die neue Erdölsituation eine im Verhältnis zu anderen Währungen positivere Beurteilung des Dollars zur Folge hatte, weil die Vereinigten Staaten trotz dem arabischen Ölboykott dank ihrer geringeren Abhängigkeit von Öleinfuhren besser als Europa oder Japan mit den binnen- und außenwirtschaftlichen Wirkungen der von den OPEC-Ländern beschlossenen Aktionen fertig werden konnten.

Bis gegen Ende Januar war der gewogene Durchschnittskurs des Dollars zu den Währungen der wichtigsten amerikanischen Handelspartner um nahezu 17%

über das Minimum vom Juli und damit fast doppelt so stark gestiegen, wie er vorher gesunken war. Damit war nicht nur der Kursrückgang von Mai-Juli 1973, sondern grobenteils auch die Abwertung vom Februar 1973 ausgelöscht. Der Dollar stand nun insgesamt, wenn auch nicht gegenüber jeder einzelnen der wichtigsten Partnerwährungen, wieder fast so hoch wie unmittelbar nach dem Washingtoner Realignment. Unter den Währungen, die bis Juli 1973 am meisten gestiegen waren, sackten die Deutsche Mark und der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar im Januar auf Tiefpunkte ab, die um mehr als 20% unter den vorherigen Spitzen lagen. Der Yen, der von Mitte März bis Ende Oktober 1973 bei ¥ 265 = US-\$ 1 gehalten worden war, schwächte sich mit behördlicher Sanktion bis Januar auf einen Kurs von ¥ 300 ab. Ebenfalls im Januar brach aus dem, was vom System fester Wechselkurse noch übriggeblieben war, ein weiteres Stück heraus, als der französische Franken den europäischen Währungsverbund verließ, um gegenüber allen Währungen frei zu schwanken. Mit diesem Schritt wollte Frankreich seine Devisenreserven gegen die von den erhöhten Öleinfuhrkosten befürchteten Einbrüche in seiner Zahlungsbilanz absichern.

Die dritte Floating-Phase setzte gegen Ende Januar ein, als der Dollar abermals nachgab und die meisten europäischen Währungen zu steigen begannen. Diese Wende hatte mehrere Ursachen. Was den Dollar betrifft, so entstand Ende Januar zunehmend der Eindruck, daß der Kursanstieg zu weit gegangen war. Der Markt war zu dem Schluß gekommen, daß die Ölmehrkosten die amerikanische Zahlungsbilanz doch erheblich belasten würden, und darüber hinaus standen den Vereinigten Staaten mit einiger Wahrscheinlichkeit Kapitalabflüsse bevor, nachdem Ende Januar die Kapitalverkehrsbeschränkungen weggefallen waren. Wenn diese beiden Faktoren zunächst vorwiegend psychologischer Natur waren, so wurde es dann doch bald (nämlich im Februar bzw. im März) eine Tatsache, daß die amerikanischen Banken ihre Kreditgewährung an das Ausland steigerten und die Handelsbilanz sich durch die Ölmehrkosten wieder passivierte. Trotz dem Anstieg der Inlandszinsen gegen Quartalsende schwächte sich der Dollar im April und Mai, abermals unter der verstärkenden Wirkung innenpolitischer Ungewißheiten, weiter ab.

Was die anderen Währungen betrifft, so blieben die unmittelbaren Konsequenzen der neuen Erölsituation in Grenzen, weil der Winter verhältnismäßig mild war, die höheren Preise die Nachfrage dämpften und der Ölverbrauch durch behördliche Maßnahmen eingedämmt wurde. Auch gaben die Marktpreise für Erdöl etwas nach. Zudem lockerten, nachdem die Vereinigten Staaten die Kapitalausfuhr liberalisiert hatten, eine Anzahl anderer Länder ihre Kapitalabwehr. Unter diesen befand sich auch Deutschland, dessen Außenhandelsüberschuß in den ersten Monaten von 1974 weiter wuchs, so daß der Markt mit der Möglichkeit einer nochmaligen DM-Aufwertung rechnete, die dann auch bald von deutschen Wirtschaftsforschungsinstituten empfohlen wurde.

Das Zusammenwirken dieser Faktoren führte zu einer Art Neuauflage der Vorgänge vom Mai-Juli 1973. Die Deutsche Mark und der Schweizer Franken stiegen gegenüber dem Dollar um gut 20% über ihr Tief vom Januar 1974 und erreichten fast wieder die Spitzen von Anfang Juli 1973; der Dollar selbst rutschte gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen im gewogenen Durchschnitt um etwa 9% unter sein Januar-Hoch. Der Goldpreis, der gegen Ende November 1973 nur noch rund

zwei Drittel seines Höchststandes vom Juli erreichte, geriet anfangs 1974 erneut in einen spekulativen Sog und kletterte gegen Ende Februar einmal auf eine Spitze von \$ 185 je Unze, bevor er sich im Bereich von \$ 160–170 stabilisierte. Der Anstieg des Goldmarktpreises hing zum Teil mit der Abwärtsbewegung des Dollars zusammen, kam aber viel früher zum Stillstand und war auch durch die Erwartung möglicher Goldkäufe seitens der Ölstaaten und ganz allgemein durch das schwindende Währungsvertrauen bedingt.

Innerhalb eines Jahres hat somit das Pendel der Dollarkurse dreimal kräftig ausgeschwungen; der europäische Währungsblock machte zwei harte Zeiten durch, und die Deutsche Mark und der Gulden wurden ein weiteres Mal aufgewertet; nach dem Ausscheren des französischen Frankens im Januar 1974 war von den vier großen EWG-Staaten nur noch Deutschland in der europäischen Schlange verblieben; und der Marktpreis des Goldes schwankte stärker als je zuvor mit einem steigenden Trend, der ihn im Mai 1974 auf ein Niveau von etwa \$ 160 gebracht hatte. Ende Mai 1974 wich der Wechselkurs des Dollars gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen im gewogenen Durchschnitt um nicht einmal 2½% von dem Stand ab, den er zu Beginn des Floatings eingenommen hatte, während sich die amerikanische Leistungsbilanz erheblich verbessert hatte. Umgekehrt waren die Leistungsbilanzen Deutschlands und Italiens, deren Währungen im gewogenen Durchschnitt um 13% gestiegen bzw. um 14,5% gesunken waren, stärker im Ungleichgewicht als Anfang 1973.

Zum Teil lassen sich die Devisenmarktstörungen zweifellos durch die besonderen Umstände erklären, die im Berichtszeitraum herrschten. Erstens begann das allgemeine Floating in einer Zeit großer Zahlungsungleichgewichte, nachdem das Vertrauen in die bestehenden Wechselkurse bereits völlig untergraben war. Zweitens wirkte auch die immer raschere Inflation dem Vertrauen und der Devisenstabilität entgegen. Zusätzliche Ungewißheit brachte drittens die gewaltige Erdölhausse mit ihren befürchteten Konsequenzen für die Zahlungspositionen. Aber wie auch immer die Kursbildung unter weniger wirren Bedingungen verlaufen wäre, so ist doch offensichtlich, daß der Markt seit März 1973 keine Vorstellung zu entwickeln vermocht hat, wo wirkliche Gleichgewichtskurse ungefähr zu liegen hätten. Deshalb ließ er sich oft von kurzlebigen Stimmungen leiten, denen wegen der großen Risiken keine stabilisierenden Devisenpositionen der Banken und des Devisenhandels gegenüberstanden.

Bei allem Auf und Ab der Wechselkurse hat sich das Welthandelsvolumen weiter ausgedehnt. Allerdings bestand ein ausgesprochener Verkäufermarkt, so daß offenbleibt, wie der Außenhandel unter weniger außergewöhnlichen Umständen auf das Floating reagieren würde. Die Handelsbilanz der Vereinigten Staaten wurde besser, jene Japans schlechter, genau wie es die relativen Veränderungen ihrer Wechselkurse gegenüber ihrem Stand vor dem Washingtoner Realignment erwarten ließen. Dagegen schloß der deutsche Außenhandel mit höheren Überschüssen ab als je zuvor, obwohl die Deutsche Mark insgesamt gewaltig aufgewertet worden war.

Einigen Zentralbanken, vor allem in Ländern mit vorher großen spekulativen Geldzuflüssen, brachte das Floating den offensichtlichen Vorteil, daß sie nicht mehr gezwungen waren, den inländischen Geldumlauf durch Devisenankauf zu vorher dem Markt bekannten Kursen aufzublähen. Mit anderen Worten: die Behörden gaben kein starres Angriffsziel mehr ab, wobei freilich zu bemerken bleibt, daß jene

Zuflüsse nicht einfach auf die festen Kurse an sich, sondern vielmehr auf deren unrealistische Fixierung in Situationen tiefgreifenden Ungleichgewichts zurückzuführen gewesen waren.

Aus dem einen oder anderen Grunde fühlten sich jedoch viele Zentralbanken nicht gänzlich von der Last befreit, an den Devisenmärkten zu intervenieren. Die verhältnismäßig bescheidenen Beträge, mit denen die amerikanischen und die deutschen Behörden unter den chaotischen Verhältnissen vom Juli letzten Jahres operierten, wurden bereits erwähnt. Ähnliche Interventionen erfolgten in weniger hektischen Situationen später im Jahr und Anfang 1974. Von größerer Bedeutung war, daß einige Länder mit Zahlungsungleichgewichten ihre Währung nicht in dem Maße sinken lassen wollten, wie es die reinen Marktkräfte zustande gebracht hätten. Zu diesem Zweck warfen Italien, Großbritannien und Japan Milliarden Dollar auf den Markt. Japan wollte damit verhindern, daß bei der Umkehrung der vorherigen abnormen Mittelzuflüsse der Außenwert des Yen in einem Ausmaß sank, das die Korrektur des Zahlungsüberschusses zum Stillstand gebracht hätte. Die Defizitländer Großbritannien und Italien wollten mehr Zeit für den Anpassungsprozeß gewinnen, ohne daß sich die Terms of trade übermäßig verschlechterten und die Inflationsspirale einen weiteren Anstoß erhielt.

Wenn die Inflation die Wechselkurse destabilisierte, so gilt umgekehrt auch, daß das Floating die Inflation beschleunigt hat. Wo der Außenwert einer Währung sank, wirkte die resultierende Importverteuerung unmittelbar inflationär. Einen umfassenderen Einfluß auf das Inflationsklima hatten die großen Kursausschläge, indem sie das Vertrauen in das Geld untergruben und das Interesse an einer Vielzahl von Sachvermögenswerten verstärkten. Damit hat sich nach nunmehr einjähriger Erfahrung mit dem Floating gezeigt, daß es das Problem der Herstellung und Wahrung monetärer Stabilität insgesamt komplizierte.

Die internationale Währungsreform

Der Zwanziger-Ausschuß war vom Gouverneursrat des IWF im Juli 1972 mit dem Auftrag eingesetzt worden, Vorschläge für eine Reform des internationalen Währungssystems und damit zusammenhängende Fragen vorzubereiten. Damals arbeitete das System natürlich mit den Washingtoner Realignment-Wechselkursen vom Dezember 1971, von denen man hoffte, daß sie eine annehmbare Grundlage für Reformvorschläge abgeben würden. Nachdem dann aber im März 1973 das Floating seinen Siegeszug angetreten hatte, bestand kein Zweifel, daß das Reformproblem viel schwieriger geworden war. Gleichwohl bestimmte der Ausschuß, als die Stellvertreter im September 1973 einen ersten Reformentwurf vorlegten, als Endtermin für die einvernehmliche Regelung der anstehenden Fragen optimistisch den Monat Juli 1974. Doch im Januar 1974 hielt er es dann für geboten, den Termin wegen der nach der Ölhausse unklaren weiteren Entwicklung des internationalen Zahlungsverkehrs zu verschieben.

Wie ursprünglich geplant, soll der Ausschuß seine Arbeit in diesem Sommer abschließen; doch wird er sich darauf beschränken, ein allgemeines Konzept für eine neue Währungsordnung in Form einer Revision des letztjährigen Entwurfs vorzulegen und einige Interimsmaßnahmen zu empfehlen.

Wenn die Neuorientierung des Ausschusses im Januar durch die Ölkrise ausgelöst wurde, so hatte doch auch schon vorher der Stand seiner Arbeiten keine große Hoffnung wecken können, daß man sich bald auf ein funktionsfähiges System einigen würde. Die hauptsächlich umstrittenen Reformthemen waren: ein wirksamer, symmetrischer Anpassungsprozeß mit einem besser funktionierenden Wechselkurssystem; Zusammenarbeit bei der Behandlung destabilisierender Kapitalbewegungen; genügende und zweckmäßig geregelte Konvertibilität mit symmetrischen Pflichten aller Länder; bessere internationale Steuerung der Globalliquidität; Vereinbarkeit der Anpassungs-, Konvertibilitäts- und Globalliquiditätsregelungen; und bessere Versorgung der Entwicklungsländer mit realen Ressourcen.

Die grundlegende Frage betraf die Natur der reformierten Wechselkursordnung. Diesbezüglich hatten die Minister des Zwanziger-Ausschusses im März 1973 unmittelbar nach dem ziemlich weitverbreiteten Übergang zum Floating festgelegt, daß „die Wechselkursordnung im reformierten System weiterhin auf stabilen, aber anpassungsfähigen Paritäten beruhen sollte“, und hinzugefügt, daß „frei schwankende Wechselkurse eine nützliche Technik in besonderen Situationen sein können“. Gemeint war damit eine Paritätenordnung etwa nach dem Muster eines von übertriebenen Starrheiten befreiten Bretton-Woods-Systems. Allerdings stellte sich heraus, daß die einzelnen Länder die relative Bedeutung der Stabilität und Anpaßbarkeit von Wechselkursen unterschiedlich beurteilten, so daß sich die Konturen dieser grundlegenden Frage etwas verwischten.

Die drei Pfeiler des vorgeschlagenen neuen Systems sollten sein: ein verbesserter Anpassungsprozeß, Währungskonvertibilität und Kontrolle der Globalliquidität. Die Meinungen über die Realisierung dieser Ziele waren im Ausschuß stark geteilt, vor allem zwischen den Vereinigten Staaten und einer Anzahl europäischer Länder, und keiner der diesbezüglichen großen Reformvorschläge zeigte einen überzeugenden Weg, wie stabile Wechselkurse wieder die Regel statt die Ausnahme werden könnten.

In bezug auf die Verbesserung des Anpassungsprozesses stammte der Hauptvorschlag von den Vereinigten Staaten: eine Veränderung des Betrags der zentralen Reserven eines Landes über ein vereinbartes Maß hinaus sollte ein objektiver Indikator für ein erhebliches Ungleichgewicht in seiner Zahlungsbilanz sein, das eine Prüfung durch den IWF erfordert. „Unverhältnismäßige“ Veränderungen würden eine objektive Notwendigkeit zur Anpassung anzeigen, wobei dann das betreffende Land oder die betreffenden Länder vom Fonds zu korrigierenden Maßnahmen aufzufordern wären. Die Länder würden ihre Anpassungsmaßnahmen selber bestimmen; allerdings könnte der Fonds auf sie bei genügend langer Dauer der Ungleichgewichte einen „abgestuften Druck“ zur Anpassung ausüben.

Im wesentlichen verfolgten die Amerikaner mit ihrem Vorschlag das Ziel, eine rasche Korrektur von Ungleichgewichten zu gewährleisten, damit die Wiederherstellung der Konvertibilität und stabiler Wechselkurse im neuen System nicht am ständigen Reservenverlust eines Defizitlandes scheiterte. Ferner wollten sie den Anpassungsprozeß politisch erleichtern, indem Überschuß- und Defizitländer zur Zusammenarbeit verpflichtet werden sollten. Es erhob sich jedoch die Frage, ob der Gedanke eines objektiven Indikators praktikabel sei, da der Markt ja über die Annäherung eines Landes an jenen Punkt, wo der Stand seiner Reserven „objektiv“ eine Anpassung

erfordern würde, Bescheid wüßte und eben diese dann vorzeitig in einer aus der letzten Zeit des Bretton-Woods-Systems nur zu gut bekannten ungeordneten Weise herbeiführen könnte.

Auch sonst hatten bedeutende Länder Einwände gegen den Vorschlag. Er werde, so vermuteten sie, obwohl er die Wahl der Anpassungsmaßnahmen den betreffenden Ländern anheimstelle, in Wirklichkeit zu ziemlich häufigen und manchmal unnötigen Wechselkursänderungen führen. Einige befürchteten auch, daß in erster Linie sie statt der Vereinigten Staaten anzupassen hätten, die, zudem mit ihrer größeren Bedeutung, einen diesbezüglichen Beitrag der Überschußländer mit solchem Nachdruck verlangten. Ziemlich allgemein herrschte ferner die Meinung, daß nicht mechanistisch allein nach Maßgabe der Reservenveränderungen angepaßt werden sollte, sondern daß jeder Fall eines Zahlungsungleichgewichts notwendigerweise ein individuelles Urteil unter Einbeziehung auch anderer Erwägungen erfordere. Schließlich kam in dieser Frage der Kompromiß zustande, daß ein IWF-Ausschuß die Notwendigkeit einer Anpassung „festzustellen“ und dabei unverhältnismäßigen Reservenbewegungen „besondere Bedeutung“ beizumessen hätte.

Während die Vereinigten Staaten einen verbindlich geregelten Anpassungsprozeß als den Kern des Reformwerkes ansahen, kam es vielen europäischen Ländern mehr auf die Wiederherstellung und Aufrechterhaltung der Währungskonvertibilität an. Nach ihrer Meinung war das Bretton-Woods-System zusammengebrochen, weil der Dollar Stück für Stück um seine Konvertibilität gebracht worden und es daraufhin zu einer übermäßigen Dollarakkumulation in den Reserven anderer Länder gekommen war. Nach ihren Vorschlägen sollten daher die Währungsbehörden im reformierten System verpflichtet werden, alle am Markt erworbenen Devisenbeträge außer Working balances zur Konversion vorzulegen. Die Vereinigten Staaten (und andere Reservewährungsänder) würden in diesem Fall zum Schutz vor den Folgen einer Konversion „alter“ Devisenreserven die Möglichkeit erhalten, aus einer beim IWF zu schaffenden Ersatzfazilität Reserveforderungen zu erwerben, insoweit ihnen pro Periode mehr Landeswährung präsentiert wird, als ihr offizielles Zahlungsdefizit beträgt.

Die Vereinigten Staaten hielten diesen Vorschlag für nicht akzeptabel, weil jedes Land Gelegenheit behalten solle, seine Reserven auf Wunsch mit Dollar anzureichern. Auch käme durch eine Konversionspflicht ein der Wechselkursstabilität kaum förderliches Element des Zwangs und der Starrheit in das System.

Der dritte Reformbereich sollte die Kontrolle der internationalen Globalliquidität sein, wobei die SZR unter entsprechender Zurückdrängung von Gold und Reservewährungen das hauptsächliche Reservemedium des Systems würden. Genau wie der Vorschlag einer Konversionspflicht geht auch der Gedanke einer unmittelbaren Verwaltung des Wachstums der Weltreserven von der Überzeugung aus, daß ihr unkontrolliertes Wuchern wesentlich zum Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods beigetragen habe. Hierbei wird freilich übersehen, daß die Reserven nicht einfach von selbst, sondern nur deshalb wuchsen, weil im System viele Jahre lang ein fundamentales Ungleichgewicht zugelassen worden war. Es wird also ein Symptom des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems für eine seiner Ursachen gehalten. Ein weiterer Grundgedanke der Weltreservensteuerung ist der, daß objektiv bestimmbar sei, wieviel Reservenwachstum das System benötigen wird. In der Praxis können

jedoch so viele verschiedene Situationen entstehen, daß es ein recht großer Zufall wäre, wenn sich solche Vorausschätzungen im nachhinein als richtig erweisen würden. Nie wird man davon absehen können, die Versorgung mit Reserven flexibel zu handhaben, wenn die Staaten in der Lage sein sollen, am Wechselkursgefüge in Zeiten der Belastung festzuhalten.

Neben diesen das Konzept der Weltreservensteuerung betreffenden Schwierigkeiten machten die Erörterungen klar, daß auch seine Umsetzung in die Praxis nicht problemlos wäre. Sein negativer Aspekt, nämlich die teilweise „Entmachtung“ von Gold und Devisen, war im Ausschuß heftig umstritten. Was das Gold betrifft, so waren die Vereinigten Staaten und einige andere Länder ganz dagegen, seinen offiziellen Preis stark anzuheben, während eine Anzahl wichtiger Staaten fand, man solle das viele Gold in den Reserven in irgendeiner Weise aktiv nutzen. In dieser Überzeugung befürworteten dann die EG-Finanzminister im April 1974 offizielle Goldgeschäfte zu marktnahen Preisen. Was die Devisen-, also praktisch vor allem die Dollarreserven betrifft, so sprachen sich zwar recht viele Länder nachdrücklich gegen ihr weiteres Anwachsen aus. Gleichwohl ist der Dollar nicht anders als beim Bretton-Woods-System nach wie vor das am meisten verwendete, weil brauchbarste Reserveelement. An diesem Faktum käme kein Plan einer drastischen Ausbootung des Dollars vorbei.

Der positive Aspekt des Gesamtsteuerungsplans, daß nämlich die Reserven hauptsächlich durch SZR-Zuteilungen wachsen sollten, warf ebenfalls Probleme auf. Neben der bereits erwähnten Starrheit geht es hier vor allem darum, daß die SZR keine reale Deckung haben. Sie zum Hauptreservemedium des Systems zu machen, würde voraussetzen, daß die Defizitländer sie auf genau derselben Basis wie Gold oder Devisen verwenden können, ohne daß Gläubigerstaaten und Märkte darin eine Art Kreditinanspruchnahme wie bei gewöhnlichen IWF-Ziehungen sähen. Bei immer größer werdendem SZR-Volumen könnten Überschußländer Mühe haben, sich mit einer solchen Konzeption zu befreunden.

Kompliziert wurden die Probleme, die im Ausschuß bei der Erörterung einzelner Reformaspekte in Erscheinung traten, durch bestimmte allgemeine Vorstellungen, die seine ganze Arbeit prägten — so beispielsweise die, daß das neue Währungssystem symmetrisch sein, also keinem seiner Mitglieder besondere Vorteile einräumen sollte. Diese Ansicht — am deutlichsten in der Idee, den Dollar im neuen System zurückzustufen — führte manchmal dazu, daß ein Vorschlag danach beurteilt wurde, ob er fair, und nicht, ob er praktikabel war. Ein anderer Grundgedanke war die Forderung nach Verwaltung des ganzen Systems. Es hat im vergangenen Jahrzehnt nicht an Bestrebungen der Länder gefehlt, im Währungsbereich zusammenzuarbeiten und zu Kompromissen zu kommen; so positiv dies zu werten ist, läßt sich doch nicht ohne weiteres sagen, die bisherige Erfahrung sei eine Ermutigung für einen solchen Versuch. Am fundamentalsten schließlich war die Überzeugung, der Ausschuß solle nicht bloß prüfen, welche Artikel des IWF-Abkommens sinnvollerweise geändert werden könnten, sondern habe ein komplettes neues System zu schaffen und vorherzusehen, wie es funktionieren werde. Dieser Ansatz war ehrgeiziger als jener, aus dem seinerzeit der IWF hervorgegangen war. Die Unterhändler von Bretton Woods hatten sich darauf beschränkt, bestimmte Grundziele aufzustellen, einige wenige Verhaltensregeln festzulegen und Kreditlinien zu schaffen, auf die die Staaten bei Bedarf

zurückgreifen konnten; am Entwurf eines kompletten Systems hätte sich die Nachkriegswelt, so wie die Dinge damals liefen, mit Sicherheit vorbeientwickelt. Diesmal hat die Ölkrise deutlich gemacht, daß der Reformplan, noch bevor über ihn Einvernehmen bestand, durch die neuen Verhältnisse bereits überholt war.

So gesehen hat der Beschluß vom Januar 1974, die Währungsreform evolutionär fortzusetzen, auf dem schwierigen Weg zur Wiedergewinnung der Wechselkursstabilität durchaus seinen Sinn, auch wenn er manchen als einfach durch die Ereignisse erzwungener Rückschritt erschien.

Was die ersten Entscheidungen in diesem Evolutionsprozeß anlangt, so konnte sich der Zwanziger-Ausschuß im Januar 1974 auf zwei Punkte einigen, die er in seine Empfehlungen an den Gouverneursrat des IWF aufnehmen dürfte. Beim einen dieser Punkte geht es darum, zwischen dem Gouverneurs- und dem Exekutivrat des IWF einen neuen Gouverneursausschuß von der Zusammensetzung des Zwanziger-Komitees zu errichten, der Entscheidungsbefugnisse hätte, für die Lenkung und laufende Anpassung des Währungssystems verantwortlich wäre und die Einführung der Währungsreform beaufsichtigen würde. Da ein solcher Ausschuß eine Änderung des IWF-Abkommens erfordert, wäre in gleicher Zusammensetzung ein Interimsausschuß mit beratender Funktion in denselben Bereichen zu schaffen, der sowohl den Anpassungsprozeß wie die Entwicklung der internationalen Liquidität zu überwachen hätte.

Der zweite Punkt, auf den sich der Zwanziger-Ausschuß im Januar einigte, betraf die Bewertung des SZR. Bei der bestehenden Bindung des SZR an das Gold und dem jetzigen in Währungen ausgedrückten offiziellen Goldpreis trennen sich die Länder von ihren SZR fast ebenso ungern wie von ihrem Gold. Um zu gewährleisten, daß die SZR auch unter den derzeitigen Bedingungen des weitverbreiteten Floatings verwendet werden können, bezeichnete es der Ausschuß für eine Übergangszeit als wünschenswert, ihrer Bewertung einen „Standardkorb“ wichtiger Währungen zugrunde zu legen. Im IWF wird jetzt an diesem Vorschlag gearbeitet. Im Hinblick auf die Möglichkeit, dem Gouverneursrat des IWF entsprechende Empfehlungen zu geben, erörtert der Ausschuß ferner die Aufstellung von Richtlinien für die Wechselkurspolitik der Länder in Zeiten des Floatings sowie die Frage einer Unterstützung der Entwicklungsländer, besonders der ölimportierenden, mit realen Ressourcen.

II. ENTWICKLUNGEN UND MASSNAHMEN IN EINZELNEN LÄNDERN

Dieses Kapitel beschreibt die wechselnden Probleme und politischen Ansätze in einzelnen Ländern: den Vereinigten Staaten, Kanada, Japan, den west- und osteuropäischen Staaten, Südafrika, Australien und Neuseeland.

Vereinigte Staaten. Der Konjunkturaufschwung, der durch eine stark expansive Wirtschaftspolitik während fast des ganzen Jahres 1972 unterstützt wurde, erreichte seinen Höhepunkt im ersten Quartal 1973 mit einem Wachstum des realen Bruttosozialprodukts von 8% gegenüber der Vorjahresperiode und von 13% gegenüber vor zwei Jahren. Von da an nahm die Produktion bis in den Herbst zwar noch zu, doch waren die Zuwachsraten langsam rückläufig. Die Abflachung ließ sich zu einem Gutteil auf das Entstehen von Angebotsengpässen zurückführen, da die Ausnützung der Ressourcen an Intensität gewann. Die Arbeitslosigkeit sank von 5,0% im ersten Vierteljahr auf 4,6% im Oktober, und Arbeitskräftemangel wurde sichtbar. Von größerer Bedeutung war jedoch, daß die Auslastung der Fertigungskapazitäten in wichtigen Grundstoffindustrien im dritten Quartal die Rekordmarke von 96% erreichte. Der Wert der Auftragsbestände für dauerhafte Güter stieg im Laufe des Jahres um ein volles Drittel.

Die Überbeanspruchung der Produktionskapazitäten, die noch durch den Weltrohstoffboom und die weitere Dollarabwertung verstärkt wurde, führte bei den amerikanischen Preisen zu starken Auftriebstendenzen. Die Preiskontrolle aufgrund des Gesetzes zur Stabilisierung der Wirtschaft war unter diesen Umständen nicht sehr wirksam, obwohl der lohnpolitische Aspekt der Stabilitätspolitik nicht ernstlich in Frage gestellt wurde. Die Leitlinie für Lohnvereinbarungen betrug sowohl in der zweiten Phase von November 1971 bis Januar 1973 als auch in der anschließenden dritten Phase 6,2% pro Jahr einschließlich Sozialleistungen. Tatsächlich beliefen sich 1973 die Lohnerhöhungen für die erste Jahresperiode neuer Lohnvereinbarungen im Durchschnitt auf weniger als 6% — das niedrigste Ergebnis seit Jahren. In den fünfzehn Monaten bis Ende März 1974 nahmen die Stundenverdienste in einem Jahrestempo von 6% zu. Dagegen betrug der Jahresanstieg der Verbraucherpreise im Dezember 1973 fast 9% und jener der Lebensmittelpreise allein 20%; im ersten Quartal 1974 kletterte der Gesamtindex auf Jahresbasis um 13%, während der Anstieg der Großhandelspreise fast doppelt so hoch war.

Agrarerzeugnisse und Außenhandels Güter unterlagen nicht der direkten Preiskontrolle. Die Behörden versuchten jedoch im Laufe des Jahres 1973 auf verschiedene Weise, das Angebot nicht nur von Nahrungsmitteln, sondern auch von Metallen, Holz und Erdöl auf dem amerikanischen Markt zu erhöhen. Die wichtigsten Maßnahmen waren hierbei die Anhebung der Importkontingente für Nahrungsmittel, vorübergehende Ausfuhrbeschränkungen bei einigen Agrarerzeugnissen und bei Eisenschrott sowie Verkäufe aus staatlichen Beständen und nicht zuletzt die Liberalisierung der Erdölimporte. Zusätzlich wurde das allmähliche Auslaufen der auf Erzeugungsbeschränkung abzielenden Agrarsubventionen eingeleitet.

Sieht man von diesen Maßnahmen ab, so war es vor allem das Auf und Ab der Kontrollpolitik, das die Struktur der monatlichen Preiserhöhungen bestimmte. Von besonderer Bedeutung waren in diesem Zusammenhang die Einführung von Höchstpreisen für Erdölprodukte und Fleisch im März 1973, sodann die ab Mai geltende Verfügung, wonach Großfirmen Preiserhöhungen von mehr als 1,5 % über den Stand von Januar im voraus zu melden hatten, ein zweimonatiger Stopp der Verbraucher- und Großhandelspreise von Mitte Juni bis Mitte August (das Gesundheitswesen und der Nahrungsmittelsektor wurden jedoch nach einem Monat wieder ausgenommen) und im Anschluß daran die Einführung einer vierten Phase, die zwar die früheren Preisbeschränkungen im allgemeinen verschärfte, in einzelnen Bereichen jedoch gleichzeitig eine Abschaffung der Kontrollen vorsah. Die neuen Preisbeschränkungen übertrafen die alten hauptsächlich insoweit an Strenge, als sie nur betragsmäßige und nicht mehr prozentuale Preisaufschläge zur Abgeltung gestiegener Kosten gestatteten. Die Beschränkungen wurden zunächst vor allem in jenen Industriezweigen aufgehoben, die Grundstoffe produzierten, nach denen eine Übernachfrage bestand. Hierzu zählten zum Beispiel Düngemittel, gewisse Nichteisenmetalle und Holz. Hätte man die Inlandspreise weiter niedrig gehalten, wäre eine Verschiebung zum Export eingetreten. Allgemeiner gesehen nahm die schrittweise Aufhebung der Kontrollen das für Ende April 1974 vorgesehene Auslaufen der staatlichen Preiskontrollbefugnisse vorweg, in der Annahme, daß bis zu diesem Zeitpunkt die finanz- und geldpolitische Dämpfung den Nachfragedruck gemildert haben würde.

In der Haushaltspolitik gingen die Verbrauchsausgaben der Bundesregierung von 1972 auf 1973 real um 6 % zurück. Die Transferzahlungen nahmen zwar beträchtlich zu, doch waren auch die Steuereinnahmen höher als veranschlagt. Das Bundesbudget nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung befand sich daher im zweiten Vierteljahr 1973 im Gleichgewicht und verzeichnete anschließend mäßige Überschüsse, nachdem 1971 und 1972 Defizite von \$22,2 Mrd. und \$15,9 Mrd. aufgetreten waren. Die nichtzentralen öffentlichen Haushalte wiesen zum zweiten Mal einen ansehnlichen Überschuß auf — \$10,5 Mrd. gegen \$13,1 Mrd. 1972 —, da die höheren Ausgaben durch vermehrte Steuereinnahmen und Bundeszuschüsse fast völlig gedeckt wurden.

Geldpolitisch wurden die Akzente bei der Dämpfung der Kreditexpansion auf die Kreditverteuerung und nicht auf eine Beschränkung der Kreditverfügbarkeit gesetzt. Man wollte das Nachfragewachstum bremsen, ohne wie 1966 oder 1969 eine ernste Kreditklemme hervorzurufen. Der seit Frühjahr 1972 eingetretene Anstieg der kurzfristigen Zinssätze sowie der Kreditaufnahme der Geschäftsbanken beim Zentralbanksystem beschleunigte sich über das Jahresende. Die starke Kreditnachfrage im ersten Vierteljahr 1973 hing nicht nur mit dem Konjunkturaufschwung, sondern auch mit der Flucht aus dem Dollar im Februar und März zusammen. Der 1972 unverändert auf 4½ % gebliebene Diskontsatz des Zentralbanksystems wurde in zwei Schritten auf 5½ % angehoben. Im März überstieg die Inanspruchnahme des Notenbankkredits durch den Bankenapparat \$1,8 Mrd. — ein Zuwachs von \$1,3 Mrd. in sechs Monaten —, und der Satz für Federal funds erreichte 7 %.

Im April erließ der Ausschuß für Zinsen und Dividenden Leitlinien, die eine Spaltung der Prime rate der Banken mit sich brachten: ein marktgesteuerter Zinssatz sollte wie bis dahin für Großkunden gelten, während kleine Unternehmen und die

Landwirtschaft in den Genuß eines niedrigeren, amtlich geregelten Satzes kommen sollten. Dadurch wurde einer entschiedeneren geldpolitischen Drosselung der Weg bereitet. Mitte Mai suspendierte der Federal Reserve Board den nach Regulation Q zulässigen Höchstzinssatz für Depositenzertifikate über hohe Beträge (der für große Zertifikate mit einer Laufzeit von unter 90 Tagen geltende Höchstsatz war schon im Juni 1970 aufgehoben worden) und erhöhte den Mindestreservesatz für den Zuwachs an Mitteln, die sich die Banken durch Ausgabe von Depositenzertifikaten und anderen Refinanzierungspapieren beschaffen, von 5% auf 8%. Diese Änderungen erleichterten die Abschaffung der Benachteiligung von Geldaufnahmen der Banken im Ausland, deren Reserveerfordernis von 20% auf 8% gesenkt wurde. Der Satz von 8% wurde auch auf Finanzwechsel ausgedehnt, die bis dahin von den Mindestreservebestimmungen ausgenommen waren. Im Juli wurden die Mindestreserveverpflichtungen für die meisten Sichteinlagenkategorien um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt angehoben.

Diese Maßnahmen verstärkten die Tendenz zu höheren Zinssätzen weiter. Der Diskontsatz wurde in fünf Stufen bis Mitte August auf $7\frac{1}{2}\%$ angehoben, während die kurzfristigen Markttrenditen in den Monaten März bis August um rund 3 Prozentpunkte und damit noch steiler kletterten. Die rasche Kreditzunahme hielt jedoch an, wobei die Banken ihre Staatspapierbestände reduzierten und sich energisch um zusätzliche Mittel im Wege der Emission von Depositenzertifikaten bemühten. Die Marktsätze erreichten im September mit einer Prime rate der Banken von 10% und einem Satz für Federal funds von fast 11% ihre Spitze; die Sätze für Depositenzertifikate gingen sogar noch etwas über dieses Niveau hinaus. Die Behörden erhöhten daher im September das marginale Reserveerfordernis auf den seit Mitte Mai durch Ausgabe großer Depositenzertifikate erzielten Mittelzuwachs von 8% auf 11%. Aus der Tabelle auf Seite 40 geht hervor, daß die gesamte Kreditexpansion in den zwölf Monaten bis Mitte 1973 ungewöhnlich stark war und auf das nominelle Bruttosozialprodukt bezogen 15,8% gegenüber bloß 9,8% in dem Restriktionsjahr 1969 erreichte.

Im Herbst führten die hohen Marktsätze allerdings zu deutlich rückläufigen Zuflüssen bei den Hypothekarkreditinstituten. Trotz größerer Unterstützung durch Banken und Bundesstellen gingen die Wohnungsbauausgaben vom dritten bis zum vierten Quartal real um 12% zurück, nachdem sie vorher fast zwei Jahre auf hohem Niveau verharret hatten. Die Jahresrate der Baubeginne im privaten Wohnungsbau fiel von 2,3 Mio. im ersten Halbjahr 1973 auf 1,6 Mio. im Zeitraum Oktober 1973–März 1974. Was die anderen Nachfragekomponenten betrifft, so ist seit Mitte 1973 bei den Konsumausgaben des gesamten öffentlichen Sektors ein schwacher Rückgang zu verzeichnen. Bei den Verbraucherausgaben dauerte der Anstieg vor allem als Folge größerer Aufwendungen für Dienstleistungen bis zum Herbst an. Der Absatz von Gebrauchsgütern war seit dem ersten Quartal rückläufig gewesen; teils ist dies auf die mangelnde Lieferfähigkeit der Industrie zurückzuführen, teils war aber auch eine leichte Nachfrageabschwächung zu erwarten, nachdem vorher in zwei Jahren ein Zuwachs von 30% erzielt worden war. Im letzten Vierteljahr führte die Ölkrise zu einem wesentlich stärkeren Absatzrückgang bei Kraftfahrzeugen, und die gesamten Ausgaben für dauerhafte Güter sanken um 6%, wobei die unmittelbaren Auswirkungen auf die Konjunktur durch eine Lageraufstockung in der Automobilwirtschaft abgefangen wurden. Als einzige expandierende Komponenten der Endnachfrage verblieben die Anlageinvestitionen in der Wirtschaft und der Export, wobei

erstere durch Kapazitätsengpässe und verbesserte Unternehmensgewinne wie auch seit 1971 durch steuerliche Investitionsanreize beschleunigt wurden, letzterer hingegen in der Dollarabwertung und in der außerordentlichen Knappheit von Grundstoffen eine besondere Stütze fand.

Die Produktion wurde in den letzten Monaten des Jahres 1973 erwartungsgemäß rückläufig, wobei die industrielle Erzeugung von November bis März um 2,7% sank. Zwei Drittel der Abnahme entfielen auf die Kraftfahrzeugindustrie und den Sektor der öffentlichen Versorgung und sind demnach direkt dem Ölproblem zuzuschreiben. Die Arbeitslosigkeit stieg von 4,6% im Oktober auf 5,2% im Januar und Februar. Das reale Bruttosozialprodukt ging im ersten Quartal 1974 auf bereinigter Jahresbasis um 6,3% zurück.

Vereinigte Staaten: Mittelnachfrage und -angebot an den Kreditmärkten¹

	1969	1970	1971	1972		1973		1974
				1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Quartal
	Bereinigte Jahreswerte, in Milliarden Dollar							
Mittelnachfrage								
Wertpapiere des Bundes	— 3,6	12,8	25,5	12,4	22,2	17,0	2,5	6,8
Unternehmens- und Auslandsanleihen	13,0	20,6	19,7	14,4	12,0	10,6	12,7	19,4
Wertpapiere der nicht- zentralen öffentlichen Haushalte	9,9	11,3	16,6	12,0	11,9	6,5	13,6	10,9
Hypothekarkredite	27,7	25,7	48,8	60,9	73,7	74,6	71,4	54,7
Konsumkredite	10,4	6,0	11,2	15,8	22,5	24,7	20,4	8,2
Bankdarlehen	15,3	6,4	9,3	14,5	29,3	54,2	29,2	45,3
Sonstiges	15,3	9,8	5,9	4,7	6,2	4,7	19,8	19,1
Zusammen²	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4
Direkt bereitgestellt durch								
Bund	2,9	2,8	3,2	1,5	3,1	1,0	5,1	1,6
Zentralbanksystem	4,2	5,0	8,8	4,5	— 4,1	11,8	6,7	2,5
Geschäftsbanken	18,2	35,1	50,6	57,2	82,4	101,3	77,8	80,8
Sonstige Finanzinstitute	36,7	39,9	60,9	73,2	87,7	83,5	60,2	68,6
Private Haushalte und Unternehmen	26,3	— 0,5	— 14,8	— 7,9	— 1,9	— 16,8	26,7	9,7
Ausland	— 0,3	10,3	26,4	6,2	10,6	11,5	— 6,9	1,2
Zusammen	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4
Entsprechende Ver- änderung im Geld- vermögen								
Geldmenge (M1)	7,7	10,5	13,0	14,5	18,7	10,3	13,6	2,9
Termin- und Spareinlagen	— 2,3	56,1	81,2	88,8	82,6	98,8	60,9	93,0
Kreditmarktforderungen	82,6	26,0	40,8	31,4	76,5	83,2	95,1	68,5
Zusammen	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4

¹ Ohne Emission von Dividendenwerten nichtfinanzieller Unternehmen, die betrug:

Gesamtes Nettoaufkommen mit Dividendenwerten . . .	91,4	97,5	146,7	145,2	187,3	198,0	175,4	165,1
In Prozent des BSP	9,8	10,0	13,9	12,9	15,8	15,7	13,3	12,2

² Ohne jene Beträge, die die vom Bund geförderten Kreditstellen zwecks Weiterverleihung aufgenommen haben.

Die Anfang Februar veröffentlichten Schätzungen für den Bundeshaushalt 1974/75 beruhen auf der Annahme einer nach der Jahresmitte einsetzenden mäßigen Erholung der Produktion vor allem durch Geschäftsinvestitionen und den staatlichen Konsum von Gütern und Dienstleistungen. Das Wachstum des Bruttosozialprodukts wurde für 1974 mit nominal 8% und real 1% angenommen. Dies unterschreitet beträchtlich den langfristigen Wachstumsspielraum der Wirtschaft und impliziert eine Tendenz zu steigender Arbeitslosigkeit im Laufe des Jahres. Wie schon 1973 könnte die Arbeitslosenziffer jedoch die vorhandenen Produktionsreserven größer erscheinen lassen, als sie tatsächlich sind. Verschiedene Grundstoffe bleiben nämlich knapp, und darüber hinaus muß sich die Wirtschaft der neuen Energiesituation anpassen. In gewissen Bereichen kann dies verhältnismäßig rasch geschehen. In der Automobilindustrie müßte beispielsweise ein Übergang zu kleineren Modellen eine Nachfragebelebung im Verlaufe des Jahres erleichtern. In der Energiewirtschaft dürfte die zurückzulegende Strecke allerdings länger sein. Das im November 1973 verkündete Autarkieprojekt zielt auf Selbstversorgung der Vereinigten Staaten bei Brennstoffen ab 1980. Bis man diesem Ziel nähergerückt ist, wird die Energieversorgung mit Unsicherheiten behaftet sein. Beunruhigend ist außerdem natürlich die Inflationsrate. Das verfügbare Lohneinkommen sank in den zwölf Monaten bis März 1974 real um rund 4½%, was zum Teil auf das Fehlen von Produktivitätsfortschritten in dieser Konjunkturphase zurückzuführen ist. Wenn sich in der kommenden Periode die Produktivitätsfortschritte vielleicht beschleunigen werden, so gilt das auch von der Zunahme der Geldlöhne, da die Arbeitnehmer bestrebt sein werden, mit den Preisteigerungen Schritt zu halten, und weitreichendere Indexlohnabkommen in Kraft treten. Mit Rücksicht auf diese Konstellation zögerte die öffentliche Hand mit einer Nachfragebelebung, und das neue Bundesbudget wird trotz erhöhtem Staatsverbrauch von Gütern und Dienstleistungen kaum expansiv wirken. Für 1974/75 ist ein Defizit von \$ 9,4 Mrd. gegenüber einem geschätzten Fehlbetrag von \$ 4,7 Mrd. für 1973/74 (ursprünglich mit \$ 12,7 Mrd. angenommen) veranschlagt, was bei Vollbeschäftigung einem Überschuß von \$ 8 Mrd. entspräche.

Die Geldpolitik verhielt sich ähnlich vorsichtig. Die Tendenz zur Geldverknappung wurde im Frühherbst 1973 gestoppt, als die Kreditausweitung nachzulassen schien, doch folgte im Gegensatz zu den Markterwartungen keine wesentliche Erleichterung. Bei stabil bleibender Federal-funds-Rate gaben die kurzfristigen Marktzinssätze im Oktober um 1¼ Prozentpunkte nach, stiegen jedoch gegen Jahresende wieder an. Die Prime rate wurde erneut auf 10% angehoben, nachdem sie kurz auf 9½% zurückgegangen war. Da das Wachstum der Bankkredite offensichtlich in gemäßigten Bahnen verlief, kürzten die Behörden die marginalen Reservesätze auf den Zuwachs bei großen Depositenzertifikaten von 11% wieder auf 8%.

Die Lage in den ersten vier Monaten von 1974 entwickelte sich ähnlich. Andeutungen einer leichteren Geldpolitik führten anfänglich zu einem Rückgang der Markttrenditen, und einige Geschäftsbanken setzten ihre Prime rate Anfang März bis auf 8½% herunter. Dann trat jedoch eine scharfe Umkehr ein, und die Prime rate begann wieder zu steigen. Die Kreditgewährung der Großbanken an die Wirtschaft im Zeitraum Januar-April 1974, die sich in jedem der beiden Vorjahre um 18% ausweitete hatte, wuchs fast ebensoschnell wie vorher. Der Anstieg der langfristigen Zinssätze, der 1973 nur zögernd vor sich gegangen war, zeigte nun eine Verstärkung,

wobei im April die Renditen erstklassiger Industriefinanzen 8,3% gegenüber 7,7% zu Jahresbeginn erreichten. Nach zwei schwächeren Jahren nahmen die Anleiheemissionen der Industrie und der nichtzentralen öffentlichen Haushalte wieder beträchtlich zu.

Der Zahlungsbilanzüberschuß und die Festigung des Dollars auf den Devisenmärkten im Herbst 1973 veranlaßten die Behörden, die für den Kapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten bestehenden Kontrollen nach mehr als einem Jahrzehnt zu beenden. Ende Januar 1974 wurde die Zinsausgleichsteuer gänzlich ausgesetzt, und alle Beschränkungen für Kredite und Anlagen amerikanischer Banken und Wirtschaftsunternehmen im Ausland wurden aufgehoben. In den Folgemonaten waren die auf dem Eurogeldmarkt steigenden Zinssätze von einer wesentlichen Zunahme der amerikanischen Bankkreditgewährung an das Ausland, einer Abschwächung des Dollars an den Devisenbörsen und einem erneuten Zinsanstieg in den Vereinigten Staaten begleitet. Als sich im Frühjahr die Preisentwicklung und die Bankkreditnachfrage neuerlich beschleunigten, bekräftigten die Währungsbehörden ihre Entschlossenheit, eine restriktive Linie einzuhalten. Im April wurde der offizielle Diskontsatz auf 8% erhöht, und die Prime rate der Geschäftsbanken stieg bis Ende Mai auf 11½%.

Kanada. Im Laufe des Jahres 1973 näherte sich die kanadische Wirtschaft unerwartet rasch der vollen Auslastung, und die Wirtschaftspolitik begann eine weniger expansive Linie einzuschlagen. Sowohl die inländische wie die ausländische Nachfrage waren kräftig. Der private Verbrauch beschleunigte sich durch die rasche Zunahme des Absatzes von fabrikneuen Kraftfahrzeugen, anderen dauerhaften und weniger langlebigen Gütern weiter. Diese Umsätze waren in einem gewissen Ausmaß mit der Entwicklung des Wohnungsbaus verknüpft, da die Zahl der neubegonnenen Wohnungsbauten das dritte Jahr in ununterbrochener Reihenfolge eine Spitze erreichte. Die Unternehmensinvestitionen stiegen 1973 unter dem Einfluß fiskalischer Anreize, die raschere Abschreibungen erlauben, real um etwa 12%. Das Tempo des Anstiegs der Verbrauchsausgaben des öffentlichen Sektors nahm geringfügig zu. Die Warenausfuhr expandierte im Laufe des Jahres mengenmäßig um 8%, während die Exportpreise im Einklang mit der weltweiten Rohstoffhausse stiegen. Trotz dem noch stärkeren Wachstum des Einfuhrvolumens verschlechterte sich die Handelsbilanz daher nicht.

Die Gesamtbeschäftigung, die wiederholt Anlaß zur Sorge gegeben hatte, verzeichnete das schnellste Wachstum seit fünfundzwanzig Jahren. Die Arbeitslosigkeit ging fühlbar zurück, während die Kapazitätsauslastung 95% erreichte, was an vergangene Rekordmarken herankommt. Das Verbraucherpreisniveau erhöhte sich von Ende 1972 bis Ende 1973 hauptsächlich infolge der steigenden Lebensmittelpreise um 9%. Die Tarifabschlüsse erbrachten eine durchschnittliche Anhebung der Verdienste um gleichfalls 9%, wobei sich bei größeren, später im Jahr abgeschlossenen Abkommen die Tendenz herausbildete, künftige Anpassungen an die Entwicklung der Verbraucherpreise zu binden.

Der Haushaltsplan der Bundesregierung für 1973 war von der ständigen und, wie sich herausstellte, übertriebenen Besorgnis über den immer noch hohen Stand der Arbeitslosigkeit beeinflusst. Die Einkommens- und Körperschaftssteuern wur-

den gesenkt, und für industrielle Anlagen und Ausrüstungen wurde eine Abschreibungsfrist von zwei Jahren eingeführt. Bei einigen indirekten Steuern kam es zu einer Ermäßigung, während die Alterspensionen angehoben wurden. Man rechnete deshalb mit einer Erhöhung der Nettoausgaben des Bundes um über kan\$ 0,5 Mrd., was etwa ½% des Bruttosozialprodukts entsprach. Längerfristig war die Verpflichtung von Bedeutung, die Einkommenssteuerstufen und -freibeträge ab 1974 regelmäßig den Auswirkungen der Inflation auf das Einkommen anzupassen.

Die Geldpolitik bewies beim Umschwenken auf eine weniger expansive Linie größere Flexibilität. Von April bis September 1973 wurde die Bankrate in fünf Stufen von 4¼% auf 7¼% angehoben. Im April wurden mit den Kreditinstituten Gespräche über eine mäßige, nicht allzu drastische Beschränkung des Kreditzuwachses geführt. Die Mäßigung sollte mit möglichst geringen Auswirkungen auf Kleinunternehmer, rückständige Landesregionen und den Hypothekarkredit erreicht werden. In Verbindung damit wurde die Liquidität der Banken durch Beschränkung der Versorgung mit Kassenreserven zusätzlich unter Druck gesetzt. Da man aber andererseits befürchten mußte, den kanadischen Dollar durch solche Maßnahmen für die internationalen Kapitalströme interessant zu machen, ließ man die kurzfristigen inländischen Zinssätze nach Möglichkeit weniger rasch als die vergleichbaren Zinssätze im Ausland — besonders in den Vereinigten Staaten — steigen. Dies erforderte zeitweilig auch Erleichterungen bei der Liquiditätspolitik gegenüber den Banken.

Das Wachstum der wesentlichen Aktivpositionen der Geschäftsbanken erreichte unter diesen Umständen und angesichts einer sehr lebhaften Kreditnachfrage 17% im Jahr 1973 gegenüber 15% im Jahr zuvor. Der Kreditzuwachs war das ganze Jahr 1973 hoch, teilweise allerdings infolge einer umfangreichen Umstellung der Unternehmensfinanzierung vom Wechseldiskont zu reinen Bankkrediten ab der Jahresmitte, was auf Verschiebungen in der Zinsstruktur zurückgeführt werden kann. Die Personalkredite verzeichneten schon das dritte Jahr einen Anstieg von über 20%. Die ausstehenden Hypothekarkredite des Bankensektors lagen um über ein Drittel höher. Lediglich die liquiden Aktiven der Banken — vornehmlich Obligationen der kanadischen Regierung — nahmen 1973 um genau 3% und somit langsamer als im Vorjahr zu.

Die entsprechenden Einlagenzuwächse bei den Kreditbanken ergaben 1973 zusammen mit der Erhöhung des Bargeldumlaufes einen Anstieg des Geldvolumens im weiteren Sinne um 15%, was in etwa dem Wert von 1972 entsprach. Das Wachstum von Bargeld plus Sichteinlagen war jedoch als Folge des raschen Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze rückläufig. Die Wachstumsrate dieses monetären Aggregats, das von den kanadischen Währungsbehörden nun als besserer Indikator für die Wirksamkeit währungspolitischer Maßnahmen angesehen wird, halbierte sich in der zweiten Hälfte von 1973 auf 8% pro Jahr.

Die gesamte Mittelaufnahme durch inländische Kreditnehmer (ohne Regierung) stieg 1973 um fast 30%, wobei besonders hohe Werte für die Kreditaufnahmen der Unternehmen, die nicht zum Finanzsektor gehören, und für Hypothekarkredite registriert wurden. Die kräftige Tendenz zu vermehrten Unternehmensinvestitionen einschließlich Vorratsbildung belebte die Mittelnachfrage sehr stark. Die

Kanada: Gesamte Mittelaufnahme nach Sektoren

	1969	1970	1971	1972	1973
	Milliarden kanadische Dollar				
Unternehmen außerhalb des Finanzsektors	4,2	3,2	5,3	4,7	6,7
Verbraucher	1,3	0,7	1,4	2,2	2,6
Hypothekarschuldner	1,7	1,5	2,5	4,0	6,0
Nichtzentrale öffentliche Haushalte	2,2	2,3	2,9	3,5	3,1
Zusammen	9,4	7,7	12,1	14,4	18,4
Bund	0,3	2,0	3,0	1,6	— 0,1
Insgesamt	9,7	9,7	15,1	16,0	18,3
In Prozent des BSP	12,2	11,3	16,2	15,5	15,4

hierfür benötigten Beträge stammten vor allem aus dem Bankensektor, was zum Teil auf der etwas gedrückten Haltung der Aktien- und Anleihemärkte beruhte. Der Hypothekarkredit entwickelte sich 1973 in Kanada ganz anders als in den USA. Die auf das Hypothekargeschäft spezialisierten Institute konnten mit einer geringeren als bisher in Kanada üblichen Zinsmarge operieren und daher in einer Zeit rasch steigender Zinssätze ihren Anteil am Sparaufkommen besser aufrechterhalten. Die Förderung des Hypothekarkredits der Kreditbanken durch die Zentralbank war für diese Sparte eine weitere wesentliche Stütze. Dagegen schrumpften 1973 die von verschiedenen öffentlichen Haushalten aufgenommenen Mittel. Auf Bundesebene gestatteten die Erlöse von Devisenabgaben an den Markt im Verein mit dem Abbau von laufenden Inlandsguthaben eine geringfügige Reduzierung der ausstehenden Schuld. Auch bei den nichtzentralen öffentlichen Stellen wurde per Saldo geringfügig auf früher aufgebaute Guthaben zurückgegriffen.

Unter dem Einfluß der Zinsentwicklung im Ausland, der starken heimischen Kreditnachfrage und einer weniger expansiven Geldpolitik kam es 1973 zu einer beträchtlichen Anhebung der Zinssätze. Obzwar die Geldpolitik nicht so restriktiv war, daß die kanadischen Zinssätze das Niveau in den USA erreichten, lagen die Sätze für kurzfristige Geldmarktpapiere zu Jahresende 1973 doch um 5 Prozentpunkte über den Sätzen zu Jahresbeginn. Die Kreditbanken erhöhten ihre Sollzinsen für Großkunden um $3\frac{1}{2}$ Prozentpunkte. Für längerfristige Anleihen stiegen die Zinssätze im Jahresverlauf um etwa $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte.

Im Frühjahr 1974 hielt der Druck der Gesamtnachfrage wie des Preisauftriebs ungebrochen an. Die Unternehmensinvestitionen verzeichneten unter dem Einfluß des Bedarfes an neuen Kapazitäten, der hohen Gewinne des Jahres 1973 und neuer Vorhaben auf dem Energiesektor starke Fortschritte. Der Wohnungsbau und der Absatz von Neuwagen ließen kaum Anzeichen einer Abschwächung erkennen. Der Export profitierte noch immer von der internationalen Rohstoffhausse. Die Beibehaltung der restriktiven Nachfragepolitik schien daher angesichts der andauernden Beschleunigung des Auftriebs der Verbraucherpreise angemessen. Durch steigende ausländische Zinssätze und kräftige heimische Kreditnachfrage veranlaßt, erhöhte die Bank von Kanada in zwei Stufen im April und im Mai ihren Diskontsatz von $7\frac{1}{4}\%$ auf $8\frac{3}{4}\%$.

Veränderung von Forderungen und Verbindlichkeiten des Bankensystems

	Jahr	Forderungen			Verbindlichkeiten		In-lands-kredite ¹	Geld, sonstige liquide Verbindlichkeiten	Nominale BSP ²
		Netto-aus-lands-forde-rungen	Inlandskredite an den		Geld	Sonstige liquide Verbind-lichkeiten			
			öffent-lichen Sektor	privaten Sektor					
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in									
Milliarden Einheiten der Landeswährung							Prozent		
Belgien	1972	16,30	46,20	66,00	61,30	96,30	18,3	17,5	11,6
	1973	7,20	45,10	53,90	38,10	114,10	13,6	14,4	13,4
Dänemark	1972	1,69	2,30	9,48	7,29	4,01	18,7	18,9	13,7
	1973 ³	2,40	0,57	10,63	6,40	5,55	15,0	16,5	17,5
Deutschland (BR) . . .	1972	8,66	10,26	78,22	17,78	40,07	15,2	12,8	9,2
	1973	26,68	10,59	54,63	3,56	32,27	9,7	7,0	11,6
Finnland ⁴	1972	812	— 272	3 260	981	2 561	13,8	16,0	16,0
	1973	— 462	— 2 468	6 146	1 151	3 014	14,9	16,2	19,6
Frankreich	1972	6,51	— 2,30	76,12	39,33	38,27	18,5	18,6	11,4
	1973	— 7,43	— 8,69	73,09	29,69	44,31	13,6	15,0	13,7
Großbritannien ⁴ . . .	1972	— 835	1 033	5 714	1 569	4 135	25,6	27,8	10,2
	1973	— 634	2 139	6 170	646	6 540	25,1	27,4	14,0
Italien	1972	— 676	4 114	7 360	9 396	3 401	20,5	22,9	9,1
	1973 ⁵	— 693 ⁶	6 169	10 875	10 195	3 668	27,2	22,4	17,0
Japan	1972	1 483	736	18 323	6 833	9 809	25,2	24,7	14,4
	1973	— 3 100	— 473	16 700	5 785	8 363	17,1	16,8	24,5
Kanada	1972	— 0,37 ⁷	0,39	5,67	2,82	2,05	18,2	12,9	10,7
	1973 ⁷	0,20 ⁸	0,11	6,96	2,04	4,65	18,2	15,9	14,8
Niederlande	1972	3,71	0,17	7,10	5,26	3,93	12,9	14,8	13,8
	1973	1,78	— 1,42	13,14	— 0,06	11,30	18,4	15,8	13,6
Norwegen	1972	1,03	1,95	4,49	3,12	3,62	13,0	12,6	9,0
	1973	0,08	2,08	5,21	3,45	4,62	13,0	13,6	13,1
Österreich	1972	7,30	4,87	42,29	17,71	24,06	18,6	16,2	15,4
	1973	— 1,14	15,60	25,98	8,57	30,74	13,8	13,1	14,6
Schweden	1972	2,97	1,10	5,75	1,46	6,21	9,9	12,6	8,9
	1973	5,75	1,37	7,29	2,13	8,31	11,4	15,3	10,3
Schweiz	1972	2,01 ⁹	1,62	12,17	2,91	6,66	11,5	7,8	15,2
	1973	0,52 ⁹	2,57	10,68	— 0,09	7,38	9,9	5,5	12,9
Spanien	1972	81,88	24,56	455,05	226,05	337,26	20,6	23,3	17,7
	1973	63,20	7,78	701,12	262,76	453,88	25,2	24,1	20,5
Vereinigte Staaten . .	1972	0,20 ⁹	13,10	61,50	18,60	39,70	13,0	11,5	9,5
	1973	1,20 ⁹	14,00	73,30	17,50	48,70	13,4	11,7	11,6

¹ Dezember gegenüber Dezember. ² Jahreswert gegenüber Vorjahreswert. ³ Alle Angaben (außer BSP) November gegenüber November. ⁴ Alle Beträge in Millionen Einheiten der Landeswährung. ⁵ Geschätzt. ⁶ Nur Währungsbehörden. ⁷ Alle Angaben (außer BSP) September gegenüber September. ⁸ Nur Nationalbank.

Japan. Der wirtschaftliche Aufschwung war im Vorjahr besonders rasch, und die entstandene Überhitzung zeitigte spektakuläre Auswirkungen auf den Preisauftrieb und das Importwachstum. Obwohl die Produktionszunahme seit Herbst 1972 mit großem Tempo erfolgt war, schloß die Rücksichtnahme auf den Abbau des Zahlungsbilanzüberschusses eine entschiedene Hinwendung zu monetärer Drosselung aus, bis Anfang 1973 der Wechselkurs des Yen freigegeben wurde. Der Aufschwung hatte bis dahin bereits eine starke Schubkraft entwickelt, und die aufgebauten Liquiditätspolster verzögerten die Wirkung der Kreditrestriktion. Bei seit dem Sommer infolge zunehmender Engpässe und Knappheiten sinkendem Produktionswachstum stieg das reale Bruttosozialprodukt während des Jahres um 11%, was für Japan keinesfalls

einen besonderen Erfolg darstellt. Da sich die Ausgaben in zunehmendem Maße in höheren Preisen niederschlugen, stieg der Preisindex des Bruttosozialprodukts um 12,1% gegen 5,0% im Jahr 1972.

Im vergangenen Jahr lag der größte Wachstumsimpuls bei dem Anstieg der privaten Ausrüstungsinvestitionen, die in den beiden Vorjahren eher schwach tendiert hatten, um real 19% und in dem anhaltendem Boom beim privaten Wohnungsbau. 1972 war die Erholung von den Staatsausgaben angeführt worden, die neue Akzente bei Sozialleistungen und der Infrastruktur gesetzt hatten, und das Budget des bis März 1974 laufenden Haushaltsjahres sorgte für eine weitere große Ausgabensteigerung. Seit Mai wurden Schritte unternommen, um einige öffentliche Investitionen aufzuschieben, doch blieben die Staatsausgaben ein expansiver Faktor. Auch der private Verbrauch nahm weiter stark zu. Der Lageraufbau war im ersten Halbjahr sehr bedeutend, verlangsamte sich dann jedoch, als die Restriktionspolitik zu wirken begann.

Zu den Überhitzungserscheinungen gesellte sich gegen Jahresende die Ölkrise. Der Erdölimport hatte in Japan sowohl an der Gesamteinfuhr als auch am gesamten Energiebedarf einen größeren Anteil als in jedem anderen Industriestaat. Die Industrie war darüber hinaus auf einen sehr raschen Zuwachs des Energieverbrauchs ausgerichtet. Drohende Ölknappheit und die vorübergehende Rationierung von Energie kamen zu den schon bestehenden Versorgungsschwierigkeiten der Wirtschaft hinzu und lösten eine spekulative Kaufwelle aus.

Unter scharfer Beschleunigung gegen Jahresende erhöhten sich die Großhandelspreise, die viele Jahre lang nur sehr wenig zugenommen hatten, 1973 um 29%, während die Verbraucherpreise um 19% stiegen. Die Preiserhöhungen waren zum Teil die Folge der verteuerten Rohstoff- und Energieimporte, wobei gegen Jahresende der Rückgang des Yen-Kurses noch tendenzverstärkend wirkte. Größtenteils scheint der Preisanstieg jedoch in der Überforderung der Wirtschaft begründet gewesen zu sein.

Angesichts dieser Situation kam es zu einer zunehmenden Verschärfung der Geldpolitik im Laufe des Jahres. Die im Januar wieder eingeführte Begrenzung des Kreditzuwachses der Banken wurde im April auf Lokalbanken und Spargenossenschaften, die wesentlichen Finanzierungsquellen für Kleinunternehmen, ausgedehnt und von Quartal zu Quartal restriktiver gestaltet. Verstärkt wurde diese Politik durch fünf aufeinanderfolgende Erhöhungen der Pflichtreserven der Banken. Die je nach Art der Verbindlichkeit und Höhe des Einlagenstandes der betreffenden Bank unterschiedlichen Sätze wurden von maximal 1½% Anfang Januar 1973 im Laufe des Jahres auf maximal 4¼% im Januar 1974 angehoben. Die Geldmarktsätze begannen nach Durchquerung einer Talsohle gegen Ende 1972 steil anzusteigen, was die Bank von Japan durch Erhöhung ihres Basisdiskontsatzes von zunächst 4¼% auf 5% im April und dann in drei Stufen im Mai, Juli und August auf 7% noch förderte. Eine weitere Anhebung des Satzes auf 9% folgte im Dezember.

Unter dem Einfluß dieser Maßnahmen verlangsamte sich die Kreditvergabe der Geschäftsbanken ab Frühjahr deutlich. Der Jahreszuwachs betrug 16,6% gegen 25,6% 1972. Mit Hilfe einer scharfen Saldendrehung in der Zahlungsbilanz wurde die Jahreszuwachsrate des Geldvolumens im weiteren Sinne von 28,5% im November 1972 auf 16,0% im Dezember 1973 herabgedrückt. Dieser Zuwachs steht einem Anstieg

des nominellen Bruttosozialprodukts von 25,8% im Zeitraum vom letzten Quartal 1972 bis zum letzten Quartal 1973 gegenüber. Die Verschärfung der Geldpolitik kam 1973 auch in der allgemeinen starken Erhöhung der Zinssätze besonders gegen Jahresende zum Ausdruck. Im März 1974 lagen die Sätze für Tagesgeld mit rund 12% um 7 Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor, während die Obligationenrenditen im gleichen Zeitraum um 4-5 Prozentpunkte gestiegen waren.

Die Auswirkungen der Kreditbegrenzung werden aus der finanziellen Position der Wirtschaftsunternehmen deutlich. Als Folge des erhöhten Investitionsvolumens verzeichneten sie im letzten Jahr ein größeres Finanzierungsdefizit, beanspruchten jedoch den Bankkredit wesentlich weniger. Trotz größeren Mittelaufnahmen am Wertpapiermarkt führten die Unternehmen ihrer Liquiditätsposition nur wesentlich verringerte Beträge zu. Die Staatsbetriebe und die nichtzentralen öffentlichen Haushalte zeigten eine ähnliche Entwicklung, obwohl ihre Finanzlage durch eine erhöhte staatliche Kreditvergabe abgestützt wurde. Die privaten Haushalte verzeichneten,

Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung

	Jahr	Unter- nehmen	Private Haus- halte	Staat	Staats- betriebe, nicht- zentrale öffent- liche Stellen	Banken- system	Andere Finanz- institute	Aus- land ¹
		Milliarden Yen						
Finanzierungs- überschuß bzw. -defizit (—)	1971	— 4 130	7 530	830	— 2 230			— 2 000
	1972	— 6 180	10 580	720	— 3 080			— 2 040
	1973	— 6 875	9 920	1 510	— 4 585			30
Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten								
Geld und Termineinlagen	1971	8 220	8 185	— 1 820	255	— 10 755	— 4 085	
	1972	7 440	13 905	— 2 630	275	— 12 830	— 6 160	
	1973	4 440	15 665	— 3 050	360	— 8 845	— 9 570	
Versicherungs- und Trust- forderungen	1971	375	2 590	— 475	10	5	— 2 505	
	1972	665	3 180	— 610	5	10	— 3 230	
	1973	445	3 440	— 790	10	95	— 3 210	
Wertpapiere (netto)	1971	— 635	1 705	385	— 1 370	— 840	915	380
	1972	— 625	1 240	— 1 040	— 1 525	330	2 210	210
	1973	— 780	1 660	70	— 1 960	1 050	400	— 190
Kredite	1971	— 13 620	— 3 825	2 490	— 1 130	9 530	6 555	
	1972	— 16 180	— 5 375	3 010	— 1 745	11 035	9 255	
	1973	— 15 160	— 8 670	5 090	— 2 810	6 950	14 600	
Zentrale Reserven	1971							— 3 775
	1972							— 915
	1973							1 645
Sonstige Auslands- forderungen (netto)	1971	— 740	20	175	5	— 760	25	1 395
	1972	10	50	190	5	800	85	— 1 335
	1973	990	20	255	5	20	80	— 1 425
Verschiedene Transaktionen²	1971	2 270	— 1 145	75	—	2 820	— 805	
	1972	2 510	— 2 400	1 800	— 95	655	— 2 160	
	1973	3 180	— 2 195	— 65	— 190	770	— 3 300	

¹ Negatives Vorzeichen: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Japans gegenüber dem Ausland. ² Einschließlich Handelskrediten und statistischen Differenzen.

größtenteils infolge gestiegener Wohnungsbauausgaben, einen verminderten Überschuß, erhöhten jedoch gleichzeitig ihre Darlehensaufnahmen deutlich und fuhren fort, liquide Anlagewerte anzusammeln. Bemerkenswert war das starke Anwachsen der Einlagen und Kredite der Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors in scharfem Gegensatz zu der Entwicklung im Bankensystem. Da sich die Staatseinnahmen sehr günstig gestalteten, verdoppelte sich der Finanzierungsüberschuß des Staates in etwa, wodurch die Voraussetzungen für eine erhöhte staatliche Kreditgewährung an andere Sektoren geschaffen wurden und sich die staatliche Nettoinanspruchnahme des Wertpapiermarktes verringerte. Diese Abnahme glich den erhöhten Rückgriff auf den Markt durch andere Emittenten mehr als aus. Der große japanische Leistungsbilanzüberschuß von 1972 verwandelte sich 1973 in ein geringfügiges Defizit; die Abnahme der amtlichen Devisenreserven fand ihre Entsprechung zum Großteil in den erhöhten Auslandsinvestitionen der Unternehmen.

Anfang 1974 gaben die Behörden den Bemühungen zur Dämpfung des Preisauftriebs eindeutigen Vorrang, auch wenn dadurch die Produktionszunahme möglicherweise beträchtlich unter die Wachstumsmöglichkeiten der Wirtschaft absinken würde. Der Staatshaushalt für das Finanzjahr bis März 1975 zielte auf eine deutliche Verlangsamung des Anstiegs der Ausgaben, besonders für Investitionen, ab und sah Steuererhöhungen, zumal bei Unternehmensgewinnen und Dividenden, vor. Die den Finanzinstituten auferlegten Kreditzuwachsgrenzen wurden für die ersten beiden Quartale 1974 beträchtlich eingeengt, wobei im Februar der Bankensektor noch ersucht wurde, seine Ausleihungen an den Groß- und Einzelhandel, für offenbar überhöhte Lagerhaltung von Industrieunternehmen und zur Finanzierung von Grunderwerb energisch zu drosseln. Darüber hinaus beschloß die Regierung administrative Maßnahmen zunächst zur Einschränkung der Investitionstätigkeit der Unternehmen und sodann zur Begrenzung der Preisauftriebs bei wichtigen Rohstoffen und Konsumgütern. Ende März billigte das Parlament einen 10prozentigen Steuerzuschlag auf Unternehmensgewinne, soweit sie bestimmte Grenzen übersteigen.

Im Frühjahr gab es Anzeichen dafür, daß der spekulative Druck nachgelassen hatte und die Wirtschaftstätigkeit sich abzukühlen begann.

Großbritannien. Nach einer rund zweijährigen Expansionsperiode begann die wirtschaftliche Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 1973 mit dem Fühlbarwerden von Kapazitätsgrenzen nachzulassen. Während der Wachstumsphase hatte das Schwerkgewicht der Politik auf fiskalischen Anreizen gelegen, während die Geldpolitik weitgehend so gestaltet wurde, daß die Kreditnachfrage befriedigt werden konnte. Die Steuern wurden beträchtlich herabgesetzt, wodurch der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors 1972 auf £ 2,1 Mrd. und 1973 auf £ 4,2 Mrd. stieg. In diesen beiden Jahren wurde etwa die Hälfte des öffentlichen Defizits durch Verschuldung gegenüber Nichtbanken des privaten Sektors gedeckt. Gleichzeitig erhöhten sich die Bankkredite an den privaten Sektor (ohne Fremdwährungskredite für Investitionen im Ausland) 1972 um £ 5,7 Mrd. und 1973 um £ 6,2 Mrd. In einem gewissen Ausmaß war dies durch eine verstärkte Wiedereinschaltung der Banken in das Kreditgeschäft nach Aufhebung der quantitativen Kreditbegrenzungen bedingt. Die inländische Kreditexpansion — 1971 bei £ 1,1 Mrd. — schnellte dergestalt auf £ 6,9 Mrd. 1972 und £ 8,7 Mrd. 1973 hinauf.

Großbritannien: Inländische Kreditexpansion

	1969	1970	1971	1972	1973
	Millionen Pfund Sterling				
Kreditbedarf des öffentlichen Sektors ¹	— 475	—	1 380	2 055	4 200
Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors bei Nichtbanken des privaten Sektors (—)	— 345	— 115	—2 105	—1 025	—2 050
Bankkredite an den privaten Sektor ²	530	1 125	1 580	5 720	6 155
Bankkredite in Landeswährung an das Ausland	150	25	295	135	390
Inländische Kreditexpansion	— 140	1 035	1 150	6 885	6 695

¹ Die Differenz zwischen dem Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors (s. Tabelle auf S. 51) und seinem Nettokreditbedarf erklärt sich durch Darlehen verschiedener Art, durch die Refinanzierung von Exportkrediten und bis 1971 durch Importdepot-Transaktionen. ² Ohne Fremdwährungskredite für Investitionen im Ausland.

Der in der Folge eintretende wirtschaftliche Aufschwung wurde durch die Verbrauchsausgaben, vor allem für Kraftfahrzeuge und andere dauerhafte Güter, und durch den privaten Wohnungsbau gestützt. Die realen Anlageinvestitionen der Wirtschaft und des öffentlichen Sektors blieben 1971 und 1972 eher schwach, doch in der ersten Hälfte 1973 setzte eine langerwartete Belebung ein. Der öffentliche Verbrauch zeigte saisonbereinigt eine mäßige, aber konstante Ausweitung. Der Export von Gütern und Dienstleistungen nahm zu Beginn des Jahres 1973 gleichfalls beträchtlich zu, nachdem er vorher mehr als achtzehn Monate nicht gestiegen war; der reale Zuwachs im Zweijahreszeitraum von Mitte 1971 bis Mitte 1973 belief sich auf rund 12½%, was in etwa der Entwicklung des privaten Verbrauchs entsprach und leicht unter dem Zuwachs bei den privaten Anlageinvestitionen lag. Die Einfuhr stieg allerdings mit rund 20% fast doppelt so rasch wie die Gesamtausgaben. Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts erreichte damit in der Zweijahresperiode 9%.

Die nach der Jahresmitte einsetzende Abflachung beruhte zum Teil auf zeitlich bedingten Sondereinflüssen; so war 1973 ein Teil der Verbrauchsausgaben angesichts der Einführung der Mehrwertsteuer im April auf die ersten Monate des Jahres vorgezogen worden. Hinzu kamen die durch die Erölsituation und den Lohnkonflikt mit den Bergarbeitern im November und Dezember verursachten Störungen. Der Hauptgrund für die Verlangsamung war jedoch das rasche Schwinden der Wachstumsreserven der Wirtschaft. Die Arbeitslosigkeit war von Monat zu Monat rückläufig und erreichte saisonbereinigt im Dezember 1973 500 000 oder 2,2% gegenüber einem Spitzenwert von über 900 000 im März 1972. Facharbeiter- und Grundstoffmangel wurde verbreitet gemeldet. Die Zahl der offenen Stellen war im Dezember mit mehr als 460 000 fast so groß wie die Arbeitslosenziffer und dreimal so hoch wie vor zwei Jahren. Darüber hinaus war der Anstieg der Beschäftigtenzahl viel stärker als der Rückgang der Zahl der gemeldeten Arbeitslosen, da zusätzliche, vor allem teilzeitbeschäftigte weibliche Arbeitskräfte in den Arbeitsprozeß eingeschaltet wurden. Die Zunahme der Beschäftigung war auch im Verhältnis zum Produktionswachstum größer als erwartet und enttäuschte damit frühere Hoffnungen auf eine allgemeine Produktivitätssteigerung. Die zusätzliche Beschäftigung entfiel fast völlig auf die verschiedenen Dienstleistungsbereiche und brachte damit die beherrschende Rolle der Verbrauchsnachfrage in der Aufschwungsphase zum Ausdruck.

Die Ausweitung der Binnennachfrage und die fortschreitende Anspannung der Angebotslage förderten die Einfuhr und hielten die Verbesserung der Exportleistung

zurück. Darüber hinaus verschlechterten sich die Terms of trade von der Jahresmitte 1972 bis Dezember 1973 um rund 20%. Der Grund hierfür lag vorwiegend in der Rohstoffhausse, aber auch in dem effektiven Wertverlust des Pfundes um 13% im gleichen Zeitraum. Angesichts dieser sehr ungünstigen Entwicklung der Terms of trade hätte man eine bessere Mengenreaktion des Außenhandels erwarten können, obwohl der Anpassung natürlich ein zeitlicher Spielraum zugebilligt werden muß. Zur Überbrückung der Anpassungsperiode wurden besondere Maßnahmen gegen ein weiteres Abgleiten des Pfundkurses ergriffen. Hierzu zählte die Bereitstellung von Kurssicherungsfazilitäten für Kreditaufnahmen öffentlicher Stellen im Ausland, die Erneuerung der Sterling-Garantievereinbarungen und die Erleichterung der Bestimmungen über die private Aufnahme von Devisenkrediten zur Verwendung im Inland.

Zusätzlich wurde die Geldpolitik auf die Aufrechterhaltung eines international konkurrenzfähigen Zinsniveaus ausgerichtet. Der Rückgang der kurzfristigen Renditen im Frühjahr 1973 hatte bei gegenläufiger Entwicklung im Ausland ein beträchtliches Absacken des Pfundkurses auf den Devisenmärkten im Frühsommer nach sich gezogen. Die Bank von England erhöhte daher Mitte Juli den Satz der Sonderdepositen der Geschäftsbanken von 3% auf 4% und entzog dadurch Liquidität in Höhe von rund £ 260 Mio. Gleichzeitig wurden die Anlageregeln für die Discount houses modifiziert, die von der Verpflichtung entbunden wurden, zumindest die Hälfte ihrer Aktiven in kurz- und mittelfristigen Wertpapieren des öffentlichen Sektors anzulegen. Statt dessen wurde ihnen vorgeschrieben, ein bestimmtes Verhältnis zwischen ihren Forderungen an den privaten Sektor und ihrem Eigenkapital nicht zu überschreiten. Die Zinssätze stiegen hierauf steil an, und der Mindestzinssatz der Bank von England wurde in zwei Etappen von 7½% auf 11½% hinaufgesetzt.

Das hohe Niveau der Marktzinssätze hatte einige unwillkommene binnenwirtschaftliche Folgen. Im September wurden die Hypothekarzinsen für neue Kreditnehmer auf 11% angehoben, nachdem sie schon in den vorangegangenen Monaten von 8½% auf 10% gestiegen waren. Diese Entwicklung trat trotz den Bemühungen der Behörden zur Unterstützung der Bausparkassen durch Begrenzung des Zinssatzes für Bank-einlagen unter £ 10 000 auf höchstens 9½% ein. Den Banken wurde auch eine Beschränkung des Konsumentenkredits, der Kredite zur Baulanderschließung und für Finanztransaktionen nahegelegt, um eine ausreichende Finanzierung des Exports und der industriellen Anlageinvestitionen sicherzustellen. Auch wurde nachdrücklich darauf hingewiesen, daß es unerwünscht sei, wenn der Bankenkundschaft Überziehungsmöglichkeiten zum Zwecke der Anlage in Geldmarktpapieren mit höheren Renditen gewährt werden.

Im Herbst zeigten sich stärkere Belastungen der wirtschaftlichen Ressourcen, und der Kostendruck nahm weiter zu; das Defizit der Handelsbilanz verschlechterte sich, und der Preisauftrieb erreichte zuletzt 10%. Ein weiteres Einschwenken der Geldpolitik in Richtung einer Drosselung war nicht mehr aufschiebbar. Mitte November hob die Bank von England den Mindestzinssatz von 11¼% auf 13% an, und weitere 2% Sonderdepositen wurden eingefordert. Als in der Wirtschaft einen Monat danach im Zusammenhang mit dem Bergarbeiterkonflikt und der nationalen Energiekrise vorübergehend eine Dreitagewoche galt, beschränkte man auch wieder den Ratenkredit und ähnliche Darlehensfazilitäten. Eine neue Form von Sonderdepositen, die

Großbritannien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Öffentliche Haushalte	Ausland ¹	Private Haushalte	Unternehmen	Banken	Andere Finanzinstitute
		Millionen Pfund Sterling					
Ersparnis und Nettovermögensübertragungen . .	1971	4 339		2 822	4 008		449
	1972	3 093		3 479	4 949		535
	1973	2 775		4 664	6 590		1 134
Bruttoinlandsinvestitionen (—)	1971	—4 588		—2 030	—4 036		—524
	1972	—4 674		—2 731	—4 198		—592
	1973	—5 732		—3 195	—7 208		—943
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (—)	1971	— 249	— 1 067 ²	792	— 28		— 75
	1972	—1 581	— 69 ²	748	751		— 57
	1973	—2 957	1 527 ²	1 469	— 628		191
Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten ³							
Bankkredite	1971	442	— 2 228	— 576	— 730	3 511	— 419
	1972	— 589	— 7 489	—1 927	—2 988	14 025	—1 032
	1973	—1 782	—12 595	—1 027	—4 302	20 543	— 837
Bargeld und Bankguthaben . .	1971	— 204	3 359	1 153	993	— 5 482	181
	1972	— 498	7 462	2 013	2 288	—12 183	918
	1973	— 444	13 877	3 519	2 607	—20 584	1 025
Zentrale Finanzierungstransaktionen mit dem Ausland	1971	3 228	— 3 228				
	1972	— 1 265	1 265				
	1973	210	— 210				
Auslandskredite und -anlagen	1971	319	77		— 360		— 36
	1972	486	— 570		87		— 3
	1973	351	— 285		— 102		36
Staatsanleihen und Schatzwechsel	1971	—3 703	472	470	— 1	1 383	1 379
	1972	981	327	5	— 20	— 1 713	420
	1973	—1 234	— 267	820	— 9	7	683
Sonstige Staatschuld	1971	— 171	— 28	395	— 184	— 16	4
	1972	— 362	—	467	— 76	— 21	— 8
	1973	68	—	48	— 67	— 41	— 8
Verschuldung der nichtzentralen öffentlichen Haushalte . .	1971	— 654	83	— 232	25	772	6
	1972	— 423	149	— 82	125	31	200
	1973	—1 214	308	329	164	21	392
Forderungen an andere Finanzinstitute ⁴	1971		54	4 189	47		—4 290
	1972		— 111	4 840	45		—4 774
	1973		51	4 955	75		—5 081
Wertpapiere ⁵	1971	79	74	—1 223	6	155	909
	1972	12	— 525	— 855	— 132	115	1 385
	1973	8	175	—1 287	475	295	334
Sonstige Inlandskredite ⁶	1971	260		—2 039	— 184	89	1 874
	1972	143		—2 941	— 18	350	2 466
	1973	953		—2 854	— 921	297	2 525
Nichtaufklärbarer Rest	1971	155	298	—1 345	360		— 95
	1972	— 66	— 577	— 772	1 440		—233
	1973	127	473	—3 034	1 452		584

¹ Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Großbritanniens gegenüber dem Ausland. ² Saldo der Leistungsbilanz zuzüglich (1973) Kapitalübertragungen im Rahmen der Sterling-Vereinbarungen.

³ Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten. ⁴ Nettoerwerb von Forderungen gegen Lebensversicherungen und Pensionskassen und Einlagen bei anderen Finanzinstituten.

⁵ Einschließlich Käufen und Verkäufen von Investmentanteilen. ⁶ Hauptsächlich Kredite für den Häuserwerb.

Quelle: Bank von England.

auf das künftige Wachstum der verzinslichen Verbindlichkeiten der Banken abstellte, wurde geschaffen, um die Zunahme des Geldumlaufs im weiteren Sinne zu begrenzen — zum Teil dadurch, daß die Banken veranlaßt wurden, die oben beschriebenen Geldmarktarbitragegeschäfte einzudämmen. Zunächst war das Ziel eine Beschränkung des Wachstums der genannten Verbindlichkeiten auf nicht mehr als 8% im Halbjahr, beginnend mit dem Durchschnitt des letzten Quartals. Banken und Finance houses, die diese Leitlinie überschreiten, wurden verpflichtet, Sonderdepositen in sehr stark gestaffelten Prozentsätzen (bis zu 50% jeder Überschreitung über 3%) ab Juli 1974 zu bilden. Die Hälfte der früher eingeforderten Sonderdepositen von 2% wurde dagegen wieder freigegeben.

Haushaltspolitisch wurde eine Herabsetzung der öffentlichen Ausgaben um £ 1 200 Mio. (etwa 2% des Bruttoinlandsprodukts) für 1974/75 verfügt, die durch eine Verminderung der öffentlichen Investitionen (außer in der Energiewirtschaft und im öffentlichen Wohnungsbau) um 20% und der laufenden Ausgaben (ohne Personalkosten) um 10% herbeigeführt werden sollte. Ein Zuschlag von 10% wurde der Einkommenssondersteuer für 1972/73 hinzugefügt und Kapitalgewinne aus Immobilien mit Erschließungswert der Einkommenssteuer oder dem vollen Satz der Körperschaftssteuer unterworfen.

Die Arbeitszeitbeschränkungen in der Wirtschaft dauerten bis Anfang März und bedeuteten für das erste Quartal beim realen Bruttoinlandsprodukt eine Einbuße von 3½% gegenüber dem Vorquartal. Die Ausgaben verringerten sich weniger, da Garantielöhne und Arbeitslosenunterstützung zur Aufrechterhaltung der privaten Einkommen beitrugen. Die Lager müssen sich daher beträchtlich zurückgebildet haben; die weitere Verschlechterung der Handelsbilanz ist jedoch gänzlich auf die gestiegenen Ölkosten zurückzuführen.

Sieht man von den Bergleuten ab, fand die im November in Kraft getretene dritte Phase der Preis- und Einkommenspolitik der konservativen Regierung weitgehend Zustimmung. Hatte noch die zweite Phase im April 1973 Lohnvereinbarungen auf 8% jährlich beschränkt, gestattete die dritte Phase Erhöhungen von etwa 10% einschließlich Leistungsprämien und Entschädigungen für „unsoziale Arbeitszeiten“. Sie schloß auch eine Schwellenvereinbarung über zusätzliche Erhöhungen bis zu 40 p pro Woche (etwa 1% der Bruttolöhne) ein, die Platz greifen würde, wenn der Einzelhandelspreisindex ab Oktober 1973 innerhalb von zwölf Monaten um 7% steigen sollte, sowie zusätzliche 40 p pro Woche für jeden weiteren Prozentpunkt Anstieg. Bei der Abfassung dieser Bestimmung dürften die verzögerten Auswirkungen des Rückgangs des Pfundkurses auf das Kostengefüge der Wirtschaft unterschätzt worden sein; mit der anhaltenden Rohstoffhausse und vor allem mit dem sprunghaften Anstieg der Erdölpreise konnte natürlich nicht gerechnet werden. Im Rahmen der neuen Richtlinien wurden vor den allgemeinen Wahlen von Ende Februar 1974 Lohnvereinbarungen abgeschlossen, die etwa ein Drittel der erwerbstätigen Bevölkerung (7–8 Mio. Arbeitnehmer) betrafen.

Der neue Schatzkanzler der Labour Party veränderte in seinem nach den Wahlen im März eingebrachten Budget die wirtschaftspolitischen Akzente in Anbetracht der herrschenden Ungewißheiten nur wenig und deutete die Möglichkeit eines Nachtragsbudgets im weiteren Jahresverlauf an. Erhöhungen direkter und indirekter Steuern sollen pro Jahr zusätzlich £ 1 380 Mio. erbringen, und die Sozialversicherungsbeiträge,

speziell die von den Arbeitgebern zu tragenden Anteile, wurden beträchtlich angehoben. Darüber hinaus wurden größere Preiserhöhungen in einigen staatlichen Wirtschaftszweigen (Strom, Kohle, Bahn und Post) verfügt, um die Subventionierung dieser Wirtschaftsbetriebe durch das Schatzamt für 1974/75 auf £ 500 Mio. zu vermindern. Andernfalls hätten die Subventionen möglicherweise £ 1 400 Mio. erreicht. Die Stahlpreise wurden gleichfalls um 25 % hinaufgesetzt. Dagegen wurden für höhere Pensionen ein Mehraufwand von £ 1 240 Mio. pro Jahr, für zusätzliche Lebensmittelsubventionen £ 500 Mio. und für höhere Ausgaben im Wohnungsbau £ 200 Mio. vorgesehen. Insgesamt wurde der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors für 1974/75 mit £ 2 733 Mio., rund £ 1 500 Mio. unter dem Ergebnis von 1973/74, angesetzt. Diese Budgetgrundsätze wurden durch die Zahlungsbilanzentwicklung und den Wunsch, den Kreditbedarf der Regierung zu verringern, beeinflusst. Der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von der zweiten Hälfte 1973 bis zur zweiten Hälfte 1974 wurde mit 2½ % angenommen, wobei man dem Lageraufbau einen sehr bedeutenden Beitrag zumaß, und man unterstellte somit eine verringerte Anspannung der Ressourcen. Zur Abdeckung des außenwirtschaftlichen Defizits nahm der Staat auf dem Eurodevisenmarkt eine Anleihe von \$ 2,5 Mrd. mit einer Laufzeit von 10 Jahren auf.

Was die Entwicklung der Preis-Lohn-Spirale betrifft, ist zu erwähnen, daß der Bergarbeiterkonflikt mit einer Lohnerhöhung von fast 30 % außerhalb der Richtwerte der Phase III beigelegt wurde. Die Labour-Regierung hat zu erkennen gegeben, daß die bestehenden Leitlinien zu gegebener Zeit durch ein System freiwilliger Lohndisziplin als Teil einer sozialpartnerschaftlichen Vereinbarung mit den Gewerkschaften ersetzt werden sollen. In diesem Zusammenhang enthielt das Budget zusätzlich zu Pensionserhöhungen und vermehrten Lebensmittelsubventionen eine Einkommenssteuererhöhung mit Schwergewicht auf den oberen Einkommensschichten, schloß verschiedene steuerliche Lücken und kündigte für später eine Schenkungssteuer sowie Pläne für eine Reichtumssteuer an. Schon vor dem Budget waren die Wohnungsmieten bis Ende 1974 gestoppt worden. Außerdem sollten der Industrial Relations Act der früheren Regierung außer Kraft gesetzt und die gesetzlichen Rechte der Gewerkschaften gestärkt werden. Vorderhand bleibt die Schwellenvereinbarung noch bis Herbst in Kraft. Sie wurde erstmals im Mai wirksam, nachdem die Einzelhandelspreise die 7 %-Schwelle überschritten und sich im Vergleich zu Oktober 1973 um 9,8 % erhöht hatten.

Die in der Industrie hinaufschnellenden Kosten und die aufrechterhaltene strenge Kontrolle der Inlandspreise verschlechterten die Aussichten für Gewinne und Liquidität der Wirtschaftsunternehmen, was eine Kürzung von Investitionsvorhaben als naheliegend erscheinen ließ. Die Gewinne waren aber zumindest 1973 beträchtlich schneller als das nominelle Bruttoinlandsprodukt gewachsen. Die heimischen Finanzmärkte reagierten auf die Budgeterklärung jedenfalls negativ, besonders auf die angehobenen Beiträge zur Sozialversicherung und den für 1974/75 um über £ 420 Mio. hinaufgesetzten Voranschlag der Körperschaftssteuerzahlungen (hauptsächlich infolge vorverlegter Steuertermine). Der Sektor der privaten Haushalte war durch die Erhöhung der Einkommenssteuer ebenfalls betroffen, da sich der Ertrag bei festverzinslichen Wertpapieren nach Versteuerung verringerte. Ferner führte die Abschaffung der Steuerbegünstigung für den privaten Zinsaufwand in bezug auf Darlehen, die nicht zur Wohnraumbeschaffung aufgenommen wurden, zu einer beträchtlichen Erhöhung

der Kreditkosten. Die Rendite von Staatspapieren mit langer Laufzeit, die schon von 9,6% im Februar 1973 auf 13,5% ein Jahr danach stetig angestiegen war, zog im März auf fast 15% an. Der Aktienmarkt erlebte vorübergehend einen scharfen Einbruch und ging auf den Stand von vor sechs Jahren oder 50% unter die bisherige Höchstmarke zurück, bevor wieder eine Erholung einsetzte.

Der Satz der Sonderdepositen der Banken war schon Anfang Februar von 5% auf 4½% herabgesetzt worden, um einen saisonal unerwartet großen Steuertermin zu überbrücken. Um die Finanzmärkte zu beruhigen und eine gewisse Senkung der Zinssätze anzuregen, die nach internationalen wie binnenwirtschaftlichen Maßstäben sehr hoch lagen, erfolgte im April in drei Stufen eine weitere Zurücknahme des Satzes für Sonderdepositen auf 3%. Die kurzfristigen Zinsen gaben nach und ermöglichten es der Bank von England, ihren Mindestzinssatz schrittweise auf 11¼% zu reduzieren. Der Staat gewährte den Bausparkassen eine Sonderanleihe von £500 Mio., um eine weitere Anhebung der Hypothekarzinsen zu verhindern. Der Geldumlauf im weiteren Sinne wuchs im ersten Quartal 1974 saisonbereinigt mit einem Jahrestempo von 16% gegen rund 29% 1973.

Bundesrepublik Deutschland. In den achtzehn Monaten bis Ende des ersten Quartals 1974 stiegen die deutschen Warenexporte mengenmäßig um über 30% und wertmäßig um 50%. Der Anstieg der Exportaufträge war sogar noch größer, wodurch ein beträchtlicher Lieferrückstand aufgebaut wurde. Spiegelte diese Zunahme anfänglich noch die steigende Weltnachfrage wider, so kann ihr Andauern jedoch nicht nur auf Lieferschwierigkeiten und Arbeitskonflikte in anderen Industriestaaten, sondern auch auf den Erfolg der deutschen Inflationsbekämpfungsmaßnahmen zurückgeführt werden. Dadurch wurden nämlich größere Kapazitäten für die Erzeugung von Exportgütern frei, was die Industrie in die Lage versetzte, in der Lieferfähigkeit zu konkurrieren und die Auswirkung wiederholter DM-Aufwertungen zu überwinden. Befürchtungen hinsichtlich weiterer Wechselkursveränderungen haben gelegentlich als zusätzliches Moment zur Förderung der Auslandsnachfrage beigetragen.

Dem ersten Stadium des Exportbooms folgte eine kurze Belebung bei Anlage- und Ausrüstungsinvestitionen; und da andere Nachfragekomponenten, insbesondere der Wohnungsbau, gleichfalls Fortschritte erzielten, stieg das reale Bruttosozialprodukt vom dritten Quartal 1972 bis zum ersten Quartal 1973 in einem Jahrestempo von 12%. Der Arbeitsmarkt begann sich zu verknappen, und die Lohnentwicklung zeigte Anzeichen einer Beschleunigung. Die Kreditpolitik schwenkte daher im Winter 1972/73 mit Erhöhungen des offiziellen Diskontsatzes und Beschränkungen der Rediskontkontingente der Banken auf eine restriktive Linie ein, die durch schon früher eingeführte Kontrollen des Kapitalzuflusses aus dem Ausland abgesichert war. Im Rahmen des im Februar vorgelegten Bundeshaushaltes für 1973 wurden eine Reihe von Drosselungsmaßnahmen angekündigt, darunter der Stabilitätszuschlag zu Einkommen- und Körperschaftsteuer, eine Herabsetzung der Investitionsförderungen, eine Erhöhung der Mineralölsteuer und eine Stabilitätsanleihe des Bundes.

Nach der Währungskrise vom Februar/März schlug die Geldpolitik eine neue Richtung ein. Die Entscheidung über die neuerliche Aufwertung der Deutschen

Mark um 3 % und über die Teilnahme am Gruppen-Floating mit anderen europäischen Währungen stärkte die Absicherung gegen Auslandszuflüsse außerordentlich. Ferner hatten die liquiditätsabsorbierenden Maßnahmen die freien Liquiditätsreserven der Banken Ende März bis auf ganz geringfügige Reste zum Verschwinden gebracht. In den letzten Jahren hatte die zunehmende Funktionstüchtigkeit der heimischen und internationalen Geldmärkte dazu geführt, daß diese Reserven von den Banken zur Geschäftsabwicklung tatsächlich nicht mehr benötigt wurden und daher als verlässlicher Ansatzpunkt für geldpolitische Maßnahmen ausschieden. Die Behörden bemühten sich daher, ihren Abbau zu beschleunigen, und seit Frühjahr 1973 richtete sich die Politik unmittelbar auf die Beeinflussung der Zentralbankgeldmenge.

Die restriktive Politik wurde in den folgenden Monaten weiter verstärkt. Im Mai und Juni erhöhte die Bundesbank ihren Diskontsatz in zwei Schritten auf 7 % und stellte bis auf weiteres die Gewährung von Lombardkrediten an die Banken grundsätzlich ein. Darüber hinaus beschloß die Regierung eine größere fiskalpolitische Drosselung, die zusammen mit den im Februar ergriffenen Maßnahmen lediglich als Primäreffekt die inländische Nachfrage in den zwölf Monaten bis Mitte 1974 um DM 15 Mrd. (rund 1 ½ % des Bruttosozialprodukts) reduzieren sollte. Steuerpolitisch wurden der 10prozentige Stabilitätzuschlag auf die Einkommen- und Körperschaftsteuer von den höheren auf die mittleren Einkommensschichten ausgedehnt, die schon früher für Gebäude ausgesetzte degressive Abschreibung vorübergehend auch für bewegliche Wirtschaftsgüter aufgehoben, die Steuererleichterungen für vom Eigentümer selbst bewohnte Wohnungen zurückgezogen und auf alle Anlageinvestitionen eine Investitionsabgabe mit einem Basissatz von 11 % für maximal zwei Jahre eingeführt. Bei den Ausgaben der Bundesregierung wurden einige Investitionsvorhaben um ein Jahr verschoben und die nicht rechtlich gebundenen Ausgaben um 5 % gekürzt. Den Länderregierungen wurden ähnliche Maßnahmen empfohlen. Um die Kreditbeschränkung zu erleichtern, sollten ferner die über den Voranschlag hinausgehenden Staatseinnahmen bis zu DM 5,5 Mrd. zur Verringerung des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors herangezogen und darüber hinausgehende Beträge zusammen mit den beträchtlichen liquiden Reserven der Sozialversicherung und den Eingängen aus den verschiedenen Tranchen der im Februar angekündigten Stabilitätsanleihe bei der Bundesbank stillgelegt werden.

Diese Maßnahmen führten zu einem starken Anstieg der lang- und kurzfristigen Zinssätze, wobei die Renditen der Bundesanleihen von 8,5 % im März auf 10 % zur Jahresmitte kletterten. Die Kapitalzuflüsse wuchsen nun abermals an, und im Juni wurden die Devisenvorschriften verschärft. Nichtsdestoweniger wurde angesichts des weiter expandierenden Exports und der noch immer vorhandenen spekulativen Zuflüsse die Deutsche Mark gegen Ende Juni nochmals um 5,5 % aufgewertet. Auch nach dieser Maßnahme gaben die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland noch einige Monate Anlaß zu Sorge und führten zu neuen devisenwirtschaftlichen Maßnahmen.

Ab Jahresmitte war die Geldpolitik darauf gerichtet, das erreichte Ausmaß der Dämpfung beizubehalten. Da der Bankensektor praktisch nicht mehr über freie Liquiditätsreserven verfügte, fanden es die Behörden nützlich, von Zeit zu Zeit neue Instrumente kreditpolitischer Feinsteuerung zum Ausgleich vorübergehender Liquiditätsengpässe und -überschüsse am Geldmarkt einzusetzen. In Fortführung einer im

April begonnenen Praxis intervenierte die Bundesbank im Falle akuter Verknappung durch den Ankauf von Inlandswechseln von den Banken mit zehntägiger Rückkaufvereinbarung ohne Anrechnung auf die Rediskontkontingente zu Zinssätzen zwischen 11% und 16%. Übermäßige Geldmarktiliquidität wurde dagegen durch Abgabe von fünf- und zehntägigen Schatzwechseln sterilisiert. Im Oktober wurde die Grenze für die Inanspruchnahme der eingeräumten Rediskontkontingente von 60% auf 45% für Großbanken und auf 55% für mittelgroße Institute herabgesetzt. Die Mindestreservesätze für Sicht- und befristete Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen wurden um 3% ihres Standes vom September 1973 erhöht. Ab Ende November gewährte die Bundesbank auch täglich kündbare Sonderlombardkredite.

Die Restriktionspolitik hatte deutliche Auswirkungen auf die Kreditströme und das Tempo der Konjunkturentwicklung. Die Ausweitung des Volumens der Kredite an inländische Nichtbanken einschließlich des öffentlichen Sektors, die in den zwei Jahren bis März 1973 mehr als 14,5% jährlich betragen hatte, ermäßigte sich in den folgenden zwölf Monaten auf 8,3%. Im selben Zeitraum verlangsamte sich die Ausweitung des Geldumlaufs, jedoch in geringerem Maße, wenn man auch das Quasigeld hinzurechnet, da die steigenden Zinssätze zu einem sehr großen Aufbau von Termineinlagen zulasten nicht nur der Sichtdepositen, sondern auch der Spareinlagen führten. Hohe Renditen brachten weiterhin gute Absatzerfolge für festverzinsliche Wertpapiere, besonders ab Mitte 1973. Die Hypothekarkreditinstitute hatten Schwierigkeiten, ihre Mittelaufbringung aufrechtzuerhalten, doch schwächte sich die Nachfrage nach Hypothekarkredit infolge der Aufhebung der Steuererleichterungen und des Überangebots am Wohnungsmarkt gleichzeitig ab. Das Kassendefizit des öffentlichen Sektors wurde von DM 13,2 Mrd. 1972 auf DM 3,5 Mrd. 1973 verringert, was in der Hauptsache auf eine Umkehrung des Effekts der antizyklischen Besteuerung von DM 5,6 Mrd. Nettorückzahlungen auf DM 2 Mrd. Nettoeingänge zurückzuführen ist. Die Beanspruchung der Kreditmärkte durch den öffentlichen Sektor (ohne Sozialversicherungen) war mit DM 14,5 Mrd. fast ebenso hoch wie 1972, was teilweise darin begründet war, daß dieser Sektor 1973 zusätzliche DM 4,3 Mrd. als Teil des Stabilisierungsprogrammes bei der Bundesbank stillzulegen hatte. Die Sozialversicherungsträger sterilisierten zusätzliche DM 4,5 Mrd. durch Erhöhung ihrer Bestände an Geldmarktpapieren der Bundesbank. Die Finanzierungslage der Unternehmen verschlechterte sich andererseits beträchtlich, da ein beschleunigter Kostenauftrieb und eine Abflachung des Gesamtumsatzes mit erhöhten Steuerzahlungen auf in der Vergangenheit erzielte Gewinne zusammenfielen. Die Wirtschaft zog es vor, anstelle eines erhöhten Rückgriffs auf den Bankkredit die Investitionspläne zu kürzen und liquide Mittel abzubauen. Die von dem nichtfinanziellen Sektor auf den Kreditmärkten 1973 aufgenommenen Mittel beliefen sich auf DM 122,8 Mrd. oder 13,3% des Bruttosozialprodukts gegen 14,9% im Jahr 1972.

Die anderen inländischen Nachfragekomponenten neben dem öffentlichen Konsum sanken, real gesehen, ab dem ersten Vierteljahr 1973. Beim privaten Verbrauch und bei den Ausgaben für Anlage- und Ausrüstungsinvestitionen war der Rückgang nur gering, im Baugewerbe jedoch sehr stark. Obwohl sich der Export nach oben entwickelte, hielt sich das reale Bruttosozialprodukt in den folgenden zwölf Monaten mehr oder weniger auf gleichem Niveau, und die Anspannung am Arbeitsmarkt ging schrittweise zurück. Saisonbereinigt stieg die Arbeitslosenzahl von 220 000 im ersten

Bundesrepublik Deutschland: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Private Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	Öffentliche Haushalte	Ausland ¹	Banken ²	Andere Finanzinstitute ³
Milliarden DM								
Nettoersparnis und Vermögensübertragungen.	1971	56,60	8,25	24,45	28,80		6,10	0,85
	1972	65,45	5,85	25,55	24,00		6,45	1,05
	1973	67,20	— 0,05	27,75	39,55		8,05	0,65
Nettoinvestitionen (—) . . .	1971	.	—32,10	—61,80	—27,05		— 1,65	— 0,90
	1972	.	—40,10	—57,80	—25,65		— 1,75	— 1,05
	1973	.	—42,55	—60,95	—26,15		— 1,70	— 1,55
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit	1971	56,60	—23,85	—37,35	1,75	— 1,56 ⁴	4,45	— 0,05
	1972	65,45	—34,45	—32,25	— 1,65	— 1,85 ⁴	4,70	0,00
	1973	67,20	—42,60	—33,20	13,40	—10,30 ⁴	6,35	— 0,90
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten*</i>								
Bargeld, Sichteinlagen, Termingelder, Spareinlagen	1971	38,35	0,25	17,50	8,95	3,60	—72,70	4,15
	1972	46,80	0,30	24,15	6,00	1,60	—82,60	3,80
	1973	37,80	— 0,10	15,45	13,10	3,45	—71,95	2,25
Geldanlagen bei Nichtbanken-Finanzinstituten	1971	15,20		1,80	0,15	0,05	0,10	—17,35
	1972	18,40		2,25	0,20	0,05	0,10	—21,05
	1973	20,35		3,15	0,20	0,05	0,15	—23,95
Geldmarktpapiere	1971	—		0,55	— 0,55	— 0,50	0,50	—
	1972	—		— 0,55	— 0,20	0,15	0,60	—
	1973	0,50		1,25	4,90	— 1,05	— 5,75	0,15
<i>Festverzinsliche Wertpapiere und Aktien:</i>								
Erwerb	1971	8,80		3,10	2,70	2,75	6,80	3,40
	1972	8,35		2,05	1,75	12,70	8,15	4,35
	1973	12,20		3,20	1,65	6,55	4,35	3,95
Absatz	1971		— 0,05	— 8,45	— 1,95	— 0,85	—16,15	— 0,10
	1972		— 0,20	— 8,15	— 4,60	1,65	—27,95	— 0,20
	1973		— 0,10	— 4,10	— 2,05	— 1,95	—23,55	— 0,15
Bankkredite	1971	— 5,25	—16,15	—36,65	—10,60	— 0,95	70,10	— 0,50
	1972	— 7,40	—24,25	—46,85	—10,35	— 1,15	90,60	— 0,60
	1973	— 2,95	—26,70	—27,80	—13,95	— 6,55	77,55	0,40
Andere Darlehen	1971	— 0,40	— 6,75	— 2,65	— 0,55			10,35
	1972	— 0,55	— 8,90	— 3,45	— 0,80			13,70
	1973	— 0,70	—14,00	— 1,00	— 0,75			16,45
Übrige Forderungen und Verbindlichkeiten	1971	— 0,10	— 1,15	—12,55	3,60	10,15		
	1972	— 0,15	— 1,40	— 3,70	6,35	— 1,05		
	1973	—	— 1,70	—23,35	10,30	14,75		
Gold- und Devisenbestand .	1971					—15,80	15,80	
	1972					—15,80	15,80	
	1973					—25,55	25,55	

¹ Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Deutschlands gegenüber dem Ausland. ² Einschließlich Bundesbank. ³ Bausparkassen, Versicherungen, Pensionskassen. ⁴ Nettoauslandsanlagen (= Saldo der Leistungsbilanz). ⁵ Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten.

Quartal auf 355 000 oder 1,6% der Beschäftigten im vierten Quartal, während die offenen Stellen von 610 000 unter 500 000 sanken. Die Preis-Lohn-Spirale beschleunigte sich jedoch. Ende 1973 betrug der Jahresanstieg der Verbraucherpreise 7,8% gegen 6,3% ein Jahr zuvor. Die Stundenlöhne waren um fast 11% gegen 8% 1972, die Effektivverdienste um 12,8% gegen 10,2% gestiegen.

Trotz einem weiterhin starken Preisauftrieb veranlaßte der Rückgang der Nachfragespannungen in gewissen Branchen die Behörden zu einer Erleichterung ihrer Dämpfungspolitik auf selektiver Basis ab November 1973. Frühere Streckungen von Aufwendungen des Bundes für Gemeinschaftsaufgaben wurden ganz oder teilweise aufgehoben. Die Investitionssteuer von 11% wurde außer Kraft gesetzt und die degressive Abschreibung von Gütern des Anlagevermögens wieder zugelassen. Auch die Sonderabschreibung für von den Eigentümern bewohnte Wohnungen wurde wieder ermöglicht. Ferner gab die Regierung bekannt, daß sie Zinszuschüsse für den Bau von 50 000 öffentlich geförderten Wohnungen gewähren und Ausgabenprogramme zur Förderung der Klein- und Mittelbetriebe wieder aufnehmen würde, was insbesondere die Textil- und Bekleidungsindustrie betraf.

Der Stabilitätzuschlag zur Einkommensteuer wurde jedoch beibehalten, und die Geldpolitik blieb im großen und ganzen restriktiv, wenngleich vor allem außenwirtschaftliche Erwägungen zu gewissen Anpassungen führten. Gegen Ende November erhöhte die Bundesbank die Limite für die Ausnützung der Rediskontkontingente um 15%, und im Januar ermäßigte sie die Mindestreserveanforderungen um DM 4,5 Mrd., indem sie die Zuwachsreserve von 60% auf Auslandsverbindlichkeiten abschaffte und die übrigen Reservesätze senkte. Im Anschluß daran wurden die zur Abwehr von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland eingeführten administrativen Beschränkungen zum größten Teil wieder aufgehoben und insbesondere die Bardepotpflicht für Auslandsverbindlichkeiten des Nichtbankensektors ermäßigt.

In den ersten Monaten des Jahres 1974 nahm der inländische Auftragseingang wieder zu, und die Exportaufträge stiegen weiter an. Gegenwärtig hat sich die industrielle Produktion jedoch abgeflacht. Auf dem Arbeitsmarkt stieg die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit über die Anzahl der offenen Stellen, und die Kurzarbeit nahm — zumal in der Kraftfahrzeugindustrie — kräftig zu. Dennoch, und trotz der Tatsache, daß sich die Verbraucherpreissteigerungen nicht weiter beschleunigten, erhöhten die Gewerkschaften ihre Lohnforderungen. Lohnsteigerungen auf der Basis von 11% wurden für die neue Lohnrunde charakteristisch. Die Kreditpolitik wurde daher, auch im Hinblick auf die Erwartung, daß der Staatshaushalt künftig expansiver sein wird, auf ihrer restriktiven Linie belassen. Die langfristigen Zinssätze, die im zweiten Halbjahr 1973 etwas nachgegeben hatten, begannen erneut zu steigen, und die Renditen der Bundesanleihen überschritten ab März trotz einer Emissionspause 10%. Gegen Ende Mai setzte die Bundesbank die zulässige Inanspruchnahme der Rediskontkontingente um 25% herab, wodurch zur Kompensation der Liquiditätswirkungen vorangegangener Auslandszuflüsse und in gewissem Ausmaß auch der Stützung des Anleihemarktes beigetragen werden sollte.

Frankreich. Nach einer sehr milden Abflachung entwickelte sich die Wirtschaft ab dem Sommer 1972 wieder nach oben, so daß am Beginn des letzten Jahres der zunehmende Preisauftrieb die Hauptsorge wurde. Die zu diesem Zeitpunkt verfolgte Politik umfaßte eine strenge Kontrolle der Zunahme der Staatsausgaben und eine Beschränkung der monetären Expansion. So wurden Kreditinstitute, die ihre Ausleihungen über bestimmte Limiten hinaus — 19 bzw. 17% für die mit März bzw. Juni 1973 endende Zwölfmonatsperiode — ausgeweitet hatten, speziellen zusätzlichen

Reserveverpflichtungen unterworfen. Außerdem hatte die Regierung direkte Eingriffe im Preissektor, einschließlich Ermäßigungen der Mehrwertsteuer zu Jahresbeginn, vorgenommen. Im Frühjahr wurden die Vereinbarungen über die Begrenzung von Preissteigerungen bei industriellen Erzeugnissen verlängert.

Infolge dieser Maßnahmen verlangsamte sich die Ausweitung des Geldvolumens und vorübergehend auch der Anstieg der Verbraucherpreise. Da die Wirtschaft jedoch sehr flüssig blieb, hielten sich die Ausgaben der Verbraucher für langlebige Güter und den Wohnungsbau auf hohem Niveau, während die Produktivinvestitionen der Unternehmen sich deutlich ausweiteten. Da auch die Auslandsnachfrage nach französischen Exportgütern gut zunahm, erhöhte sich die industrielle Erzeugung bis in den Sommer kräftig. Dann aber begannen Engpässe und Facharbeitermangel den weiteren Fortschritt zu behindern. Die Stundenlöhne beschleunigten ihr Wachstum auf 16% im Laufe des Jahres gegenüber 12% 1972. Da auch die Lebensmittelpreise und die Preise der Importwaren rasch anstiegen, entwickelten sich die Verbraucherpreise bald wieder steil nach oben. Die Richtlinien für die Kreditausweitung wurden im Laufe des Sommers verschärft, um den zulässigen Jahreszuwachs bis Jahresende auf 13% zurückzuschrauben. Außerdem wurden im Juli der Konsumenten- und der Hypothekarkredit beschränkt. Gleichzeitig verfügte die Regierung die Vorverlegung der Fälligkeit von etwa ffr 3,5 Mrd. Steuerschulden der Unternehmen von Dezember auf Oktober.

Die offiziellen Geldmarktinterventionssätze wurden bis spät in den Juni verhältnismäßig stabil gehalten. Als sich dann der Dollar wieder festigte und das ausländische Zinsniveau anzog, unterstützten die Behörden eine Anhebung der inländischen Zinssätze. Als Signal der veränderten Politik galt die Erhöhung des amtlichen Diskontsatzes in zwei Stufen im Juli und August von 7½% auf 9½%. Der Anstieg der Geldmarktsätze wurde steiler, als der Franken im September unter Druck geriet, und der Diskontsatz wurde zum Schutz der Devisenreserven auf 11% angehoben. Die Geldmarktinterventionssätze der Zentralbank, die Ende Juni für kurzfristige Geschäfte 7⅛% betragen hatten, wurden bis Ende Dezember auf 10¾% für Ankäufe von Geldmarktpapieren erhöht. Gleichzeitig stieg der Druck auf die Bankliquidität stetig an, was seine Ursache in den Mittelabflüssen, in der vorübergehenden Stilllegung des Erlöses der im Januar plazierten Staatsanleihe in Höhe von ffr 6,5 Mrd. bei der Bank von Frankreich und in dem hohen Stand der für die Banken geltenden normalen Reservekoeffizienten, insbesondere des Satzes von 33% auf den Kreditzuwachs, hatte. Der Stichtag für die Berechnung des dem Reserveerfordernis unterliegenden Kreditzuwachses wurde wiederholt vorverlegt, doch glich man die verminderte Reservebelastung der Banken, die sich daraus ergeben hätte, zum Großteil durch gleichzeitige Erhöhung der Mindestreserveverpflichtungen für Inländersichteinlagen um insgesamt 4 Prozentpunkte aus.

Um den Kreditapparat zu veranlassen, die Kreditgewährung der vorhersehbaren Liquiditätsentwicklung anzupassen, stellte die Bank von Frankreich ihre täglichen Geldmarktstützungen grundsätzlich ein. Statt dessen hat sie seit Ende Juni den Liquiditätsbedarf der Banken hauptsächlich durch den zeitweisen direkten Ankauf von Geldmarktpapieren oder durch Kredite mit einmonatiger Laufzeit gedeckt.

Die Drosselungspolitik führte zu einem scharfen Anstieg der Sollzinsen der Banken, wobei der Basissatz von 7,1% im April auf 11,4% im Januar 1974 kletterte,

Frankreich: Kreditangebot und -verwendung

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Milliarden französische Franken						
Kreditverwendung						
Amtliche Währungsreserven	-15,7	- 9,4	13,7	17,8	6,5	- 7,4
Öffentlicher Sektor ¹	5,8	5,9	7,2	8,3	11,8	12,5
Unternehmen	39,5	35,6	58,7	66,3	81,5	83,2
Wohnungsbau	17,3	21,1	21,1	27,4	39,2	42,5
Private	1,7	0,1	0,5	4,3	6,5	0,9
Sonstiges	9,5	6,8	- 2,5	0,9	10,9	24,8
Insgesamt	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Kreditangebot						
Banken			52,4	64,7	84,3	88,8
Sonderkreditinstitute und Schatzamt			31,6	40,5	50,7	46,1
Versicherungen			2,8	3,8	3,4	3,6
Kapitalmarkt			11,9	16,0	18,0	18,0
Insgesamt	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Entsprechende Veränderungen im Geldvermögen						
Geldumlauf	15,8	0,8	23,5	27,8	39,3	29,7
Liquide Ersparnisse	22,6	31,8	39,3	57,8	60,0	68,3
Wertpapiere ²	3,7	7,7	10,5	16,4	11,4	14,0
Schatzamt-Forderungen ³	- 2,8	2,0	10,1	2,2	12,5	9,7
Andere Forderungen	18,7	17,0	15,3	20,8	33,2	34,8
Insgesamt	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Insgesamt in Prozent des BSP	9,2	8,1	12,2	13,9	15,6	13,7

¹ Ohne Schatzamt. ² Bestände bei Unternehmen und Privaten. ³ Entspricht dem Überschuß des Schatzamtes.
Quelle: Bank von Frankreich.

und das Wachstum des Geldvolumens verlangsamte sich. Insgesamt betrug die Zunahme der Geldmenge und der liquiden Ersparnisse 1973 15,1% gegen 18,6% 1972. Da die Regierung die Banken weniger beanspruchte und die Auslandsposition des Kreditapparats sich nur geringfügig änderte, bestand der Gegenposten der monetären Expansion zur Gänze aus Krediten an den privaten Sektor. Der administrativen Normen unterliegende Kredit nahm um etwa 14¼% zu, wobei die Überschreitung um 1½ Prozentpunkte im wesentlichen die Schwierigkeiten der Banken zum Ausdruck brachte, den immer engeren Leitlinien gerecht zu werden, als sich die Liquidität der Wirtschaft gegen Jahresende verknappte. Nach Abzug der nicht administrativ geregelten Transaktionen, darunter bestimmter Kredite für den Export oder zur Verwendung im Ausland, erhöhte sich das gesamte Kreditvolumen an den privaten Sektor um 17,9% gegen 23,5% 1972, wobei der langfristige nichtrefinanzierbare Kredit für Anlageinvestitionen und den Wohnungsbau den raschesten Anstieg aufwies. Die Kreditbeschränkung verlagerte die Darlehensfinanzierung teilweise auf den Kapitalmarkt, wo die Gesamtemissionen auf netto ffr 38,3 Mrd. (einschließlich der staatlichen Sonderanleihe von Januar 1973 mit ffr 6,5 Mrd.) gegen ffr 27,8 Mrd. 1972 zunahmen.

Im Herbst ließ die Wirtschaft Anzeichen einer Abkühlung erkennen, doch nahm die Preissteigerungsrate zu. Dem im September vorgelegten Haushaltsplan für 1974 lag das Prinzip eines gesamthaften Gleichgewichts und der Verhütung einer über der Wachstumsrate des nominellen Bruttosozialprodukts liegenden Steigerung der Ausgaben zugrunde. Diese Kriterien waren im großen und ganzen auch 1973 erfüllt worden. Zusätzlich wurden verschiedene direkte Maßnahmen zur Dämpfung des

Preisaufrichts ergriffen, wobei die im November erfolgte Verschärfung der Kontrollen über die Handelsspannen bei wichtigen Konsumgütern und die Vereinbarungen betreffend die Preisentwicklung bei industriellen Erzeugnissen zu erwähnen sind. Die Ölknappheit gegen Ende des vergangenen Jahres war in Frankreich weniger bedrohlich als in anderen Ländern, doch führte die Krisenstimmung zu zusätzlichen Verbrauchsausgaben und bewirkte abermals Anspannungen. Im Dezember erließ die Regierung neue Restriktionsmaßnahmen, darunter die Vorverlegung des Steuertermins für Einkommens- und Körperschaftssteuern auf Februar 1974, was etwa für 4,3 Mrd. betraf. Ferner wurden gewisse öffentliche Investitionen auf die zweite Jahreshälfte 1974 aufgeschoben, ein Mietstopp und ein Einfrieren der meisten Tarife für öffentliche Dienstleistungen verfügt und der Zuwachs bei Dividendenausschüttungen auf 5 % im Jahre 1974 begrenzt. In geldpolitischer Hinsicht wurde der Rahmen für die zulässige Kreditausweitung der Banken gegenüber dem Vorjahr für Februar und März auf 11 % herabgesetzt.

Anfang 1974 hatte sich die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen abgeschwächt, und die Beschränkung des Ratenkredits beim Verkauf von Gebrauchtwagen wurde daher im Januar beendet. Im allgemeinen blieb die wirtschaftliche Entwicklung jedoch auf hohem Niveau, wobei der Wohnungsbau und die betrieblichen Anlageinvestitionen besonders stark waren. Die Behörden befürchteten zu diesem Zeitpunkt die Möglichkeit eines großen Zahlungsbilanzdefizits infolge der Ölpreisentwicklung. Im Januar wurde das Reserveverfordernis der Banken für Inländereinlagen erhöht; bei Sichtverbindlichkeiten wurde der Satz von 14 % auf 16 % hinaufgesetzt. Sowohl damals wie später im April wurde jedoch der Berechnungstichtag für den zu 33 % reservepflichtigen Kreditzuwachs geändert, um bei den Banken gewisse Mittel zu deblockieren. Aus den gleichen Gründen, nämlich um die Auswirkungen der Mittelabflüsse auf die Binnenliquidität zu mildern, wurden die zulässigen Grenzen für Kreditzusagen leicht erhöht, obwohl die Richtlinien bis Juni verlängert worden waren. Bestimmte Kredite zur Exportfinanzierung oder für Investitionen zur Energieersparnis wurden im März hauptsächlich aus Gründen der Handelsbilanzverbesserung von diesen Richtsätzen ausgenommen.

Italien. Im Frühjahr 1973 trat die wirtschaftliche Entwicklung nach zwei Stagnationsjahren und einem Jahr zögernder Erholung in eine Aufschwungsphase. Bei expansiv orientierter Geldpolitik setzte die industrielle Produktion ihren Anstieg fort und verzeichnete einen Jahreszuwachs von insgesamt 9,3 %. Der private Verbrauch verstärkte sich, und die privaten Anlageinvestitionen erholten sich nach dem Rückgang von 1972 kräftig, doch die seit langem angekündigte Beschleunigung der öffentlichen Investitionen trat wiederum nicht ein, und der Wohnungsbau stagnierte weiter. Da die produktiven Investitionen viele Jahre lang verhältnismäßig niedrig gewesen waren und außerdem schon bald nach Jahresbeginn 1973 Arbeitskonflikte ausbrachen, reagierte die Produktion in mancher Hinsicht nur zögernd, der Import nahm sprunghaft zu, der private Kapitalabfluß ging weiter, und der Preisaufricht erreichte bedrohliche Ausmaße.

Die Inflationsspirale hatte Anfang 1973 einen scharfen Aufwärtsschub durch die sehr hohe Lohnkostensteigerung infolge einer neuen nationalen Lohnvereinbarung erhalten. Zudem verursachte die um diese Zeit in der Wirtschaft herrschende Unrast einen ersten Ausfall in Erzeugung und Export. Mit der Einführung des gespaltenen

Devisenmarktes im Januar und der Wechselkursfreigabe für die Handelslira im Februar hatte man die Hoffnung verbunden, eine größere geldpolitische Autonomie zu gewinnen und den Kapitalabfluß unter Kontrolle zu bringen, doch schon nach kurzer Zeit begann der Kursverfall der Währung im Verein mit der Rohstoffpreishausse und verschärft durch Italiens gleitende Lohnstarife den Auftrieb des inländischen Preisniveaus weiter anzuheizen.

In dem Bemühen, die Inflation direkt zu bekämpfen, wurde im Juli 1973 für die Preise vieler wichtiger Güter (vornehmlich Lebensmittel) und industrieller Erzeugnisse von Großfirmen sowie für Mieten ein Preisstopp erlassen. Anfänglich nur auf drei Monate befristet, wurde dieser dann bis Oktober verlängert. Da jedoch der starke Anstieg der Import- und Lohnkosten andauerte, kam es zu einer weiteren Aushöhlung der Gewinnspannen am Inlandsmarkt, und bei einzelnen dem Preisstopp unterworfenen Waren zeigten sich Verknappungserscheinungen. Anfang 1974 konnte die Genehmigung einiger ziemlich kräftiger Preiserhöhungen nicht länger aufgeschoben werden. Der Einzelhandelspreisindex lag im März um 16% über dem Vorjahresniveau, woran nicht zuletzt auch die Ölhausse beteiligt war.

Während die Behörden die Lira durch Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors im Ausland stützten, wollten sie eine generelle Begrenzung der Kreditexpansion vermeiden. So richteten sich ihre Maßnahmen auf eine selektive Lenkung des Bankkredits zugunsten langfristiger Investitionsfinanzierungen. Im ersten Halbjahr war die Kreditausweitung der Banken kräftig; sie überschritt den Einlagenzuwachs bei weitem und veranlaßte die Banken, weniger Wertpapiere zu kaufen, vor allem Emissionen der Sonderkreditinstitute für die mittelfristige Industriefinanzierung. Die Währungsbehörden wiesen daher die Banken im Juni an, im Laufe des Jahres 1973 in Übereinstimmung mit den früheren Gepflogenheiten mindestens 6% ihrer gesamten Ende 1972 bestehenden Einlagen in bestimmten Anleihen, darunter zumindest 1% in Staatsanleihen, anzulegen. Gleichzeitig wurden für die Geschäftsbanken die bei wiederholter Inanspruchnahme der Darlehen der Banca d'Italia mit fester Laufzeit berechneten Strafzinsen verdoppelt, die damit um insgesamt 3% über den Basissatz stiegen. Im Juli wurde für die Ausweitung der Bankkredite an Private, Finanz- und Handelsunternehmen sowie der Darlehen an Großkunden, soweit sie nicht der Vorfinanzierung von Investitionen dienen, im Zeitraum April 1973–März 1974 eine Obergrenze von 12% gesetzt. Dieser Plafond sollte nicht so sehr allgemein drosselnd wirken als vielmehr den Zugang der Kleinunternehmer zu Finanzierungsmöglichkeiten erhalten und die Kreditaufnahme aus rein spekulativen Gründen unterbinden. Auch verhinderte er nicht eine Ausdehnung der Bankkredite an den Staat und die Sonderkreditinstitute, die ihrerseits die Ausleihungen an die nichtzentralen öffentlichen Haushalte und die private Wirtschaft steigerten.

Das Haushaltsdefizit der Zentralregierung für das ganze Jahr belief sich auf Lit 7 540 Mrd. gegen Lit 5 610 Mrd. 1972 und entsprach fast 9% des Bruttosozialprodukts. Die Banca d'Italia hatte davon Lit 5 100 Mrd. abgedeckt, während der Rest zum überwiegenden Teil durch Banken und Postsparkassen finanziert wurde. Da andere Faktoren per Saldo in Richtung einer Schrumpfung wirkten, übertraf die Liquiditätsschöpfung durch das Schatzamt im Jahre 1973 den Anstieg der monetären Basis, der Lit 5 080 Mrd. gegen Lit 3 600 Mrd. 1972 betrug.

Die Geldpolitik war daher bestrebt, Überschußliquiditäten aufzusaugen, und gestattete den Anstieg der kurzfristigen Zinssätze, obwohl man sich noch immer bemühte, die Anleihekurse zu stabilisieren, um das Sparen in dieser Form zu ermutigen. Im September wurde eine erste Ausgabe von sechsmonatigen Schatzwechseln mit einem Nominalzins von 9% ausgestattet, wogegen die einjährigen Schatzwechsel der vorangegangenen Emission nur 7% getragen hatten. Gleichzeitig hob die Banca d'Italia den Diskontsatz von 4% und die Basissätze für Lombardkredite von 3½% auf Kontokorrentbasis und von 5½% mit fester Laufzeit auf einheitlich 6½% an. Weitere große Tranchen der neuen sechsmonatigen Schatzwechsel wurden von Oktober bis Dezember hauptsächlich bei den Kreditinstituten untergebracht. Parallel dazu wurde den Banken nahegelegt, ausstehende Kredite an Institutionen des öffentlichen Sektors und an große private Kreditnehmer durch Anleihefinanzierungen zu ersetzen. Die Kreditausweitung der Banken nahm infolge dieser Politik steil zu, während sich die Obligationenrenditen nur wenig besserten. Im Dezember wurde angekündigt, daß die Verpflichtung der Banken zur Wertpapieranlage auf die erste Hälfte 1974 ausgedehnt würde.

Italien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Öffentliche Haushalte	Öffentliche und halb-öffentliche Unternehmen ¹	Privater Sektor	Banken und Finanzinstitute	Ausland ²
	Milliarden Lire					
Bruttoersparnis und Vermögensübertragungen	1972	-3 085	690	16 815	645	-1 190
	1973	-4 945	1 030	20 360	700	1 475
Bruttoinlandsinvestitionen (-)	1972	-2 380	-3 100	-8 095	-300	
	1973	-2 775	-3 410	-12 105	-330	
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (-)	1972	-5 465	-2 410	8 720	345	-1 190
	1973	-7 720	-2 380	8 255	370	1 475
Entsprechende Veränderung der Forderungen						
Liquide Forderungen	1972	-255	390	10 975	665	-5
	1973	750	-105	16 400	3 250	180
Rentenwerte, Aktien und Beteiligungen	1972	760	140	2 790	3 165	400
	1973	975	385	3 095	4 085	140
Sonstige Forderungen (netto)	1972	565	-55	3 040	13 470	4 720
	1973	125	415	1 970	17 380	6 850
Verbindlichkeiten (-)						
Kurzfristige Verbindlichkeiten ³	1972	-4 810	-735	-3 045	-14 270	-4 325
	1973	-8 190	195	-5 075	-20 335	-3 920
Langfristige Verbindlichkeiten						
Inland	1972	-1 085	-720	-2 785	-825	-1 435
	1973	-1 230	-890	-5 385	-565	-1 255
Ausland	1972	-80	30	-155	-425	-
	1973	-95	-595	-400	-1 905	-
Rentenwerte, Aktien und Beteiligungen	1972	-1 495	-1 455	-1 075	-1 435	-520
	1973	-595	-1 780	-1 445	-1 750	-590
Statistische Differenz	1972	935	-	-1 030	-	20
	1973	540	-	-905	215	70

¹ Firmen mit staatlicher Beteiligung; auch Ente Nazionale per l'Energia Elettrica. ² Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Italiens gegenüber dem Ausland. ³ Einschließlich der vom öffentlichen Sektor begebenen langfristigen Wertpapiere, die von der Bank von Italien und dem Italienischen Devisenamt angekauft worden sind.

Das Wachstum des Geldvolumens im weiteren Sinne betrug im Jahresverlauf 23,3% gegen 18% 1972. Die Geschäftsbanken weiteten ihre Kreditforderungen an die inländische Wirtschaft um 19% und damit in etwa gleich stark wie 1972 aus, erhöhten aber ihre Wertpapierbestände um Lit 6 690 Mrd. oder 35%, vor allem gegen Ende des Jahres in Erfüllung der Anlageverpflichtungen für Januar–Juni 1974. Die Wertpapierkäufe nützten speziell den Sonderkreditinstituten, die auch infolge höherer Beiträge seitens des Schatzamtes in der Lage waren, ihre Kreditgewährung um 24% zu erhöhen. Die Neuemissionen auf dem inländischen Kapitalmarkt stiegen von Lit 5 970 Mrd. 1972 auf Lit 10 420 Mrd. im vergangenen Jahr. Der Zuwachs ist größtenteils auf Emissionen der Sonderkreditinstitute und des Schatzamtes zurückzuführen, wobei die Banca d'Italia eine wichtige Rolle bei der Übernahme der nicht am Markt absetzbaren Spitzen ausübte. Das gesamte Nettokreditaufkommen aus allen Quellen dürfte sich um Lit 20 500 Mrd. gegen Lit 14 980 Mrd. 1972 ausgeweitet haben.

1974 fand in der Kreditpolitik ein Wandel statt. Nach einer im Januar eingeführten Verschärfung der Strafsätze für übermäßige Inanspruchnahme des Notenbankkredits wurden der Basisdiskontsatz und der Basislombardsatz Mitte März auf 9% angehoben. Bei der Vereinbarung eines IWF-Kredits verpflichtete sich die Regierung im März, die Gesamtkreditexpansion im Zeitraum April 1974–März 1975 auf Lit 22 400 Mrd. zu begrenzen. Im April wurde ein Plafond von 15% für die Ausweitung der meisten Kategorien des direkten Bankkredits in den zwölf Monaten bis März 1975 eingeführt. Anfang 1974 wurde die ursprüngliche Schätzung des Haushaltsdefizits der Regierung für 1974 von Lit 7 400 Mrd. auf möglicherweise bis zu Lit 9 200 Mrd. revidiert. In der Absichtserklärung gegenüber dem IWF wird dieser Betrag als absolutes Maximum genannt. Gegen Ende April führte die Regierung ein Einfuhrdepotssystem ein, das alle Waren mit Ausnahme von Rohstoffen und Anlageinvestitionsgütern betrifft und wonach 50% des Importwerts für sechs Monate auf unverzinslichen Konten bei der Banca d'Italia zu hinterlegen sind. Dadurch könnte es gelingen, den bisher unaufhaltsamen Zahlungsbilanzabfluß einzudämmen. Fest steht, daß damit auch Binnenliquidität gebunden werden wird, doch andererseits werden die Importkosten steigen. Im Mai erfuhren die Löhne — zum zweiten Mal in aufeinanderfolgenden Quartalen — eine besonders hohe Aufstockung aufgrund der automatischen Anpassung an die Lebenshaltungskostensteigerung. Im selben Monat lagen die Vorzugszinssätze für Bankkredite bei fast 15%, und die langfristigen Zinsen stiegen ein wenig an.

Belgien. Der Anfang 1972 einsetzende wirtschaftliche Aufschwung hielt dank der starken Stützung durch die ausländische und inländische Nachfrage im ersten Halbjahr 1973 an. Verbesserte Gewinne und eine hohe Kapazitätsauslastung führten zu einer kräftigen Ausweitung der industriellen Investitionen, und die verschiedenen dem Wohnungsbau von der Regierung seit 1971 gewährten Förderungsmaßnahmen stellten sicher, daß sich die Bautätigkeit rasch entwickelte. Dagegen stiegen die öffentlichen Ausgaben, welche im vorangegangenen Jahr sehr expansiv orientiert gewesen waren, Anfang 1973 langsamer. Im Mai verschärfte die Regierung die Haushaltspolitik weiter durch Herabsetzung der laufenden Ausgaben einschließlich Kürzungen der Arbeitsbeschaffungsprogramme und durch Reduzierung der öffentlichen Investitionen, um die Bautätigkeit zu dämpfen. Später im Sommer wurden dann auch dem subventionierten Wohnungsbau Schranken auferlegt. Der private Verbrauch weitete

sich, wenngleich er von den im Februar verfügbaren Ratenkreditbeschränkungen beeinflusst wurde, mit der gleichen Steigerungsrate aus wie 1972. Die Kapazitätsauslastung erreichte im Frühjahr ihren höchsten Stand seit dem Boom von 1969–70. Trotzdem, und obwohl auch die Löhne und Importpreise rascher zunahmen, beschleunigte sich der Anstieg der Verbraucherpreise weiterhin relativ mäßig, was zum Teil dem Einfrieren bestimmter Preise gegen Ende 1972 und den im Februar 1973 ergangenen strengeren Bestimmungen bezüglich der Bekanntgabe von beabsichtigten Preiserhöhungen zuzuschreiben war.

Die Währungspolitik, welche Anfang 1973 hauptsächlich auf die Neutralisierung der Mittelzuflüsse abgezielt hatte, steuerte nun in zunehmendem Maß auf eine Verlangsamung der inländischen Kreditexpansion hin. Im März forderte die Nationalbank die Geschäftsbanken auf, das Wachstum ihrer Gesamtausleihungen an den privaten Sektor 1973 freiwillig auf höchstens 14% zu beschränken. Im Mai wurde das 1972 eingeführte und im Februar verschärfte System von Pflichtreserven auf Einlagenverbindlichkeiten auch auf Lebensversicherungsgesellschaften ausgedehnt, nachdem es schon bisher für Banken, Sparkassen und öffentliche Kreditinstitute gegolten hatte. Vom Mai bis August erhöhte die Nationalbank in drei Stufen den Diskontsatz von 5% auf 6½% und kürzte die Rediskontkontingente der Banken von 7½% auf 6½% der anrechenbaren Verbindlichkeiten.

Im Sommer ergab sich eine Verlangsamung des Produktionswachstums infolge von Streiks in wichtigen Industriezweigen und eines generell auftretenden Mangels an freien Kapazitäten. Dazu kam, daß die inländische Kreditexpansion die Leitlinie von 14% beträchtlich überschritten hatte, obwohl ein Teil der Mittelzuflüsse zu den Banken dadurch absorbiert worden war, daß sich die Pflichtreserven im Zeitraum Januar–August von bfr 12 Mrd. auf bfr 25 Mrd. erhöht hatten und die Banken seit Mitte 1972 die üblichen 50% ihres Zuwachses an freien Mitteln in öffentlichen Anleihen anlegen mußten. Im Hinblick auf die Kreditexpansion wurden Ende September erstmals Pflichtreserven auf die Ausleihungen der Banken eingeführt, wobei je nach Ausmaß des Kreditzuwachses gegenüber bestimmten Bezugsperioden gestaffelte Sätze vorgeschrieben wurden. Außerdem wurden die Pflichtreserven auf Einlagenverbindlichkeiten von Oktober bis Dezember schrittweise erhöht, wodurch der Gesamtbetrag der bei der Nationalbank zinslos gebundenen Beträge zu Jahresende fast bfr 35 Mrd. erreichte. Im Herbst erfolgte eine weitere Kürzung der Rediskontkontingente der Banken auf 5,5%, und der Diskontsatz wurde zweimal auf zuletzt 7¾% Ende November erhöht.

Das Tempo der Ausweitung des Geldvolumens ging im Laufe des Jahres 1973, vor allem gegen Jahresende, kontinuierlich zurück. Ein wesentlicher Grund war die deutlich verlangsamte Kreditgewährung an den öffentlichen Sektor nach der Jahresmitte, was hauptsächlich auf eine verringerte Kreditnachfrage des Staates zurückging, die sich für das ganze Jahr auf bfr 48 Mrd. gegen bfr 64 Mrd. 1972 belief. Da sich die Beanspruchung des inländischen Kapitalmarktes durch die Regierung in etwa im gleichen Rahmen hielt wie 1972, war eine Stilllegung von Beträgen bei der Nationalbank und die Rückzahlung der noch ausstehenden kurzfristigen Verschuldung durch die Regierung möglich. Das Wachstum des Kredits an den privaten Sektor erreichte dagegen rund 17%, wobei die stärksten Zunahmen in der ersten Jahreshälfte beim Hypothekarkredit und bei der Finanzierung von Geschäftsinvestitionen und danach

bei den kurzfristigen Ausleihungen stattfanden. Auch der Zahlungsbilanzüberschuß trug zur monetären Expansion bei, zumal gegen Jahresende. Insgesamt erhöhte sich das Geldvolumen im weiteren Sinne im Laufe des Jahres um 14% gegen 16% 1972.

Nach einer kurzlebigen Wachstumspause im Winter waren die Anzeichen eines neuen Aufschwungs im Frühjahr 1974 nicht zu übersehen. Man nahm an, daß die höheren Ölpreise den außenwirtschaftlichen Überschuß zwar stark reduzieren, jedoch nicht zur Gänze beseitigen würden. Da auch die Nachfrage nach dauerhaften Gütern, im Wohnungssektor und bei den industriellen Investitionen erneut Stärke zeigte und die steigenden Kosten sich durch Indexbindungen in ein rascheres Wachstum der Löhne übertrugen, waren die Behörden entschlossen, ihre antiinflationäre Linie beizubehalten. Anfang 1974 wurden die Pflichtreserven aus Liquiditätsrücksichten herabgesetzt, binnen- und außenwirtschaftliche Gründe führten jedoch zu einer weiteren Korrektur der Zinssätze nach oben. Der Prozentsatz des Mittelzuwachses, den die Banken in Staatspapieren zu veranlassen haben, wurde in diesem Zusammenhang im Januar von 50% auf 43% ermäßigt. Im Februar folgte eine Diskontsatzserhöhung von 7¼% auf 8¼%. Die Rediskontkontingente der Banken wurden zweimal, im Februar und April, auf zuletzt 4½% vermindert. Durch die höheren Zinssätze sollte unter anderem das Schatzamt in die Lage versetzt werden, seine Finanzierungsbedürfnisse zu decken, von denen man annahm, daß sie trotz fortgesetzten Bemühungen zur Ausgabenbegrenzung auch 1974 weiter wachsen würden. Bei einer Erneuerung der geldpolitischen Vereinbarungen mit dem Bankenapparat wurde der Kreditplafond von 14% jährlich bis zum zweiten Vierteljahr verlängert, wobei für den Fall der Nichteinhaltung Strafdepositen in abgestuften Prozentsätzen der Überschreitung zu errichten sein werden.

Niederlande. Sowohl aus strukturellen Gründen wie konjunkturbedingt gestaltete sich das Wachstum der inländischen Nachfrage 1973 weiterhin eher schwach. Die betrieblichen Investitionen erholten sich zwar gut von ihrem früheren konjunkturellen Tief, standen jedoch noch immer unter dem Eindruck der in großem Ausmaß vorgenommenen Ausweitung der Anlagen- und Ausrüstungsinvestitionen in den sechziger Jahren. Ferner blieben die Behörden, im Einklang mit ihrem Bestreben zur Begrenzung des Wachstums des staatlichen Sektors, bei ihrer Politik, den Umfang der öffentlichen Anlageinvestitionen zum Ausgleich der gestiegenen Kosten zurückzuschrauben; die Subventionen für den Wohnungsbau wurden verringert, und die Bautätigkeit ging zurück. Die Verbrauchsausgaben, die seit 1970 eher mäßig gestiegen waren, erhöhten sich auch im letzten Jahr real nur wenig. Trotz einer gegenüber 1972 stärkeren Zunahme der Lohnkosten führten erhöhte Steuern und Sozialversicherungsbeiträge zusammen mit höheren Preisen zu einem Rückgang des Anstiegs des verfügbaren Realeinkommens von 3% 1972 auf 1½–2% 1973. Die Schwäche der heimischen Nachfrage wurde zum Großteil durch die Auslandsnachfrage ausgeglichen, welche sich bis Mitte 1973 recht rasch entwickelte, dann aber auf hohem Niveau nachließ, wodurch sich die Zunahme des Bruttosozialprodukts weiterhin bei rund 5% hielt.

Angesichts des raschen Preisauftriebs und der hartnäckigen Arbeitslosigkeit in manchen Branchen griffen die Behörden zu einer Kombination von selektiven und globalen Maßnahmen. Arbeitsbeschaffungsprogramme über hfl 1 Mrd. öffentlicher

Ausgaben wurden in die Wege geleitet, und das 1972 eingeführte Preisüberwachungssystem erfuhr im Mai eine Verschärfung. Ferner wurde im September der Gulden um 5 % aufgewertet, wobei vor allem der starke Anstieg der Importpreise gemildert werden sollte. In der Haushaltspolitik schließlich hielt sich die Regierung im großen und ganzen an jene restriktive Linie, die sie seit 1971 eingeschlagen hatte. Neben einer straffen Zügelung der Ausgaben wurden die Sätze der Mehrwertsteuer, der Körperschaftssteuer und der Vermögenssteuer erhöht, wodurch der aus der Abschaffung des antizyklischen Steuerzuschlages resultierende Einnahmenverlust mehr als ausgeglichen wurde. Der Finanzierungsüberschuß des Staates betrug auf Kassenbasis hfl 585 Mio., was einer Verbesserung um rund hfl 2 250 Mio. innerhalb von zwei Jahren entspricht.

Auch 1973 verfolgten die Behörden eine aktive Schuldenpolitik, um den Liquiditätszuwachs, der durch den Devisenzustrom entstanden war, auszugleichen. Der Staat beanspruchte mit hfl 1,8 Mrd. den Kapitalmarkt etwas weniger als im Vorjahr und verwendete die Erlöse hauptsächlich zur Rückzahlung der schwebenden Schuld und zur Erhöhung seiner Guthaben bei der Zentralbank. Die nichtzentralen öffentlichen Stellen konnten andererseits trotz einem etwas größeren Finanzierungsdefizit als 1972 ihre Kapitalmarktbeanspruchung von hfl 4,3 Mrd. auf hfl 2,0 Mrd.

Niederlande: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung

	Jahr	Staat	Nicht- zentrale öffentliche Stellen	Banken	Kapital- sammel- stellen ¹	Private Haushalte, Unter- nehmen	Ausland ²
		Millionen Gulden					
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (—) (Zahlungsbasis)	1971	— 1 665	— 2 860	4 920	8 970	— 9 025	— 340
	1972	205	— 2 585	4 435	11 210	— 8 945	— 4 315
	1973	585	— 2 775	2 520	13 250	— 8 350	— 5 235
Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten ³							
Primärliquidität	1971		30		215	3 660	
	1972		130		— 25	5 170	
	1973		40		— 35	15	
Sekundärliquidität	1971		— 190		340	— 605	— 2 680
	1972		250		— 595	75	— 3 225
	1973		—		1 620	8 655	— 2 270
Bankkredite	1971	540	— 140	755	— 215	— 1 715	
	1972	2 110	1 290	— 2 785	— 250	— 2 145	
	1973	2 250	— 830	— 3 075	220	— 6 605	
Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes	1971	— 2 215	— 2 510	4 165	8 630	— 8 245	175
	1972	— 2 215	— 4 270	7 220	12 080	— 11 430	— 1 385
	1973	— 1 805	— 2 005	5 595	11 445	— 10 155	— 3 065
Direktinvestitionen im Verkehr mit dem Ausland	1971	10	— 55			— 2 120	2 165
	1972	310	15			— 615	290
	1973	140	20			— 260	100

¹ Lebensversicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Sozialversicherungsträger und Sparkassen. ² Minuszeichen: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) der Niederlande gegenüber dem Ausland. ³ Minuszeichen: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten.

vermindern und ihre zusätzlichen Bedürfnisse über den Bankkredit decken. Insgesamt absorbierte daher der öffentliche Sektor nicht ganz so viel Liquidität wie im Vorjahr.

Seit Aufhebung der Leitlinien für den Kreditzuwachs der Banken im Jahre 1972 erfolgt die Kreditsteuerung durch indirekte Maßnahmen. In den Anfangsmonaten des Jahres wurden Mindestreserven zur Stilllegung von Auslandszuffüssen vorgeschrieben, ab Juli verlagerte sich jedoch der Schwerpunkt der Politik auf neue Liquiditätserfordernisse, die zwischen der Zentralbank und den Geschäftsbanken vereinbart worden waren. Für kurzfristige Verbindlichkeiten war ursprünglich ein Liquiditätserfordernis von 8% vorgeschrieben, welches jedoch bis in den Herbst schrittweise auf 10% erhöht wurde. Das Liquiditätserfordernis für langfristige Verbindlichkeiten blieb dagegen auf 7% unverändert bestehen. Ferner plafondierte die Nederlandsche Bank ab September die Inanspruchnahme des Notenbankkredits durch die Geschäftsbanken, da sich diese Kreditaufnahmen während des Sommers beträchtlich erhöht hatten. Für Überschreitungen wurden Zuschlagszinsen festgesetzt.

In Anbetracht der wirtschaftlichen Situation im Inland nahm die Nederlandsche Bank von einer völligen Angleichung ihres Diskontsatzes an die scharf gestiegenen Geldmarktsätze im In- und Ausland Abstand. Von Juni bis August erhöhte sie ihren Satz jedoch in einer Reihe von Anpassungen von 4% auf 6½%. Da sich infolge der Schwäche des Guldens am Devisenmarkt eine Anspannung am Geldmarkt ergeben hatte, sah sich die Zentralbank veranlaßt, ihren Satz im Zeitraum Oktober-Dezember weiter auf 8% zu erhöhen und vorübergehend auch die Strafzinsen für eine übermäßige Kreditinanspruchnahme durch die Banken hinaufzusetzen. Im zweiten Halbjahr begann sich eine Schere zwischen den Geldmarktsätzen und den an den amtlichen Diskontsatz gebundenen Sollzinsen der Banken zu öffnen, was zur Inanspruchnahme kurzfristiger Kredite (vornehmlich in Form von Kontenüberziehungen) führte, die sodann als Termineinlagen wieder angelegt wurden. Der Bedarf an Betriebsmitteln als Folge des starken Lageraufbaus und der steigenden Kosten trug ebenfalls zum steilen Anstieg der Nachfrage nach Bankkredit bei. Die gesamte Zunahme inländischer liquider Aktiva belief sich auf fast 22%, was weit über dem Zuwachs des Nettovolkeinkommens von 13½% lag. Der Anteil der liquiden Aktiva am Nettovolkeinkommen stieg um 2½ Prozentpunkte — seit zehn Jahren die größte Ausweitung — und betrug Ende des Jahres 35,1%.

Die Ausweitung der kurzfristigen Kreditgewährung wurde von einem echten Rückgang der Kapitalmarktaktivität begleitet. Hier ging die Mittelaufnahme durch Inländer von hfl 20,0 Mrd. 1972 auf hfl 18,6 Mrd. 1973 zurück, wobei die große Abnahme bei der Unterbringung von Anleihen und privaten Darlehen nur zum Teil durch die erhöhte Hypothekendarfinanzierung wettgemacht wurde. Im Verlaufe des Jahres, jedoch hauptsächlich als Folge der Guldenschwäche im Herbst, zogen ausländische Anleger vom holländischen Kapitalmarkt Mittel zurück, während Inländer in erhöhtem Ausmaß ausländische Werte erwarben. Daraus resultierte ein Nettokapitalabfluß von hfl 3,0 Mrd. gegen hfl 1,4 Mrd. 1972. Die Renditen der langfristigen Regierungsanleihen erhöhten sich im Jahresverlauf um 1-1½ Prozentpunkte und lagen im Dezember bei 8½-9%.

Zu Beginn des Jahres 1974 trafen die Behörden Maßnahmen zum Schutz der Produktion und des Realeinkommens vor den Folgen der Energieverknappung und der

erwarteten Verschlechterung in den Terms of trade. Schritte zur Nachfragebelebung erhielten Vorrang, doch zugleich wurden die Preise stärker unter Kontrolle gehalten. Ein besonderes Ermächtigungsgesetz trat im Januar in Kraft, welches die Regierung beauftragte, 1974 die Löhne und Preise zu regeln und die Schaffung neuer Arbeitsplätze zu beschleunigen. Auch wurden die Bestimmungen über die vorherige Bekanntgabe von beabsichtigten Preiserhöhungen verschärft. Im Februar wurden bisher blockierte Budgetmittel in Höhe von hfl 750 Mio. freigegeben, das Arbeitsbeschaffungsprogramm beschleunigt und zur Förderung der Investitionstätigkeit die Sondersteuer auf Geschäftsinvestitionen in den westlichen Landesteilen aufgeschoben. Die Nederlandsche Bank erleichterte durch Anhebung der Refinanzierungslafonds und Herabsetzung der Strafzinsen auf Überschreitungen den Zugang der Banken zum Notenbankkredit.

Im Zusammenhang mit den Bemühungen um eine einvernehmliche Einkommenspolitik erließ die Regierung im März 1974 eine Reihe von rezessionsbekämpfenden Maßnahmen, die in zwölf Monaten die Ausgaben um hfl 2–2,5 Mrd. erhöhen sollen. Hierbei sind eine Herabsetzung der Lohn- und Einkommenssteuern, neue steuerliche Anreize für private Investitionen und eine Anhebung der Staatsausgaben zu nennen. Dennoch nahm man an, daß die Anlageinvestitionen stagnieren würden und die Arbeitslosigkeit etwas steigen könnte.

Schweiz. Die Wirtschaft der Schweiz war auch im vergangenen Jahr wieder durch eine anhaltende Konjunkturüberhitzung gekennzeichnet. Der Export dehnte sich nachhaltig aus, die öffentlichen Ausgaben entwickelten sich kräftig, und der Wohnungsbau hielt sich die meiste Zeit auf hohem Niveau. Das Wachstum des privaten Verbrauchs und der industriellen Investitionen war andererseits verhältnismäßig bescheiden. Die Lohnerhöhungen erreichten etwa 9%, verglichen mit einem Jahresanstieg des Konsumentenpreisindex um rund 8% vor der Ölkrise im September und fast 12% im Dezember. Obwohl die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft und der Arbeitsmarkt einen übermäßigen Nachfragedruck anzeigten, trugen vor allem die höheren Importpreise zum Preisauftrieb von der Kostenseite her bei.

In Erwartung einer Verstärkung des inflationären Drucks hatten die Behörden bereits um die Jahreswende 1972/1973 ihre Dämpfungspolitik verstärkt. Die Baubeschränkungen wurden verschärft und die Abwehrmaßnahmen gegen den Zufluß von Auslandsgeldern aufrechterhalten. Das Hauptgewicht der Maßnahmen lag jedoch auf der Kreditzuwachsbeschränkung. In Anbetracht der hohen Bankenliquidität wurde die Ausweitung der Bankkredite bis 31. Juli 1973 auf 6% des ein Jahr vorher zulässigen Standes begrenzt und die Bildung von Sperrguthaben bei der Nationalbank für Überschreitungen verlangt. Ferner waren die Nettoemissionen schweizerischer Obligationenanleihen innerhalb bestimmter Grenzen zu halten. Außerdem wurde der Diskontsatz von 3¾% auf 4½% erhöht.

Mit der Freigabe des Frankenkurses gegen Ende Januar 1973 begann eine neue Phase der Geldpolitik, da man nunmehr über eine gewisse Abschilderung gegen spekulative Kapitalzuflüsse verfügte, die jahrelang jede restriktive Politik behindert hatten. In den anschließenden Monaten setzten die Behörden außerdem die Förderung des Mittelabflusses fort. Um die Jahresmitte wurde die Kreditzuwachsbeschränkung von 6% für ein Jahr verlängert, allerdings mit einem zusätzlichen Härtekontingent. Im

Anschluß daran wurde die volle Einzahlung der Überschreibungsbeträge auf Sperrkonten verfügt.

Im Laufe des Jahres führten die beträchtlichen Einzahlungen auf Sperrkonten infolge übermäßiger Kreditausweitung zu einer Verringerung der Überschußliquidität des Bankensektors. Die spätere Festigung des Dollars bewirkte einen weiteren Entzug von Liquidität. Im Herbst stiegen die Geldmarktsätze im Einklang mit einer Versteifung der Konditionen am Eurofrankenmarkt, und auch die mittel- und langfristigen Renditen erhöhten sich merklich. Gegen Jahresende gerieten die Banken unter starken Liquiditätsdruck, und die Nationalbank gab 20% der Mindestguthaben frei und gewährte außerdem Beistand vor allem im Wege von Devisenswaps.

Für das ganze Jahr betrug die Inlandskreditexpansion der Banken 8,5% gegenüber 11,2% 1972. Das Geld- und Quasigeldvolumen stieg um nicht mehr als 3,9% gegen nur 2,2% im Jahr zuvor. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarkts betrug sfr 6,5 Mrd. und lag somit etwa 12% unter dem Wert von 1972, wobei sowohl die inländischen wie die ausländischen Emissionen etwa um den gleichen Prozentsatz abnahmen. Die Plazierung mittelfristiger Schuldverschreibungen von Ausländern erhöhte sich hingegen geringfügig auf sfr 3,4 Mrd.

Anfang 1974 veranlaßte die anhaltende Liquiditätsanspannung die Behörden zu einer Herabsetzung der Mindestguthaben um weitere 20%. Parallel dazu wurde jedoch der Diskontsatz von 4½% auf 5½% erhöht. Etwa um diese Zeit begann sich die offizielle Einstellung gegenüber den Kapitalbewegungen zu ändern. Die Erholung des Dollarkurses und die vorhersehbaren Auswirkungen der Ölpreissteigerung hatten hieran Anteil, wichtiger war vielleicht aber die zunehmende Anspannung des inländischen Kapitalmarktes. Diese war die Folge einerseits beträchtlicher Abflüsse auf den Eurofrankenmarkt aufgrund von Zinsunterschieden und andererseits der starken inländischen Mittelnachfrage vornehmlich seitens der öffentlichen Stellen und der Elektrizitätswirtschaft. Im Februar zielten devisenwirtschaftliche Maßnahmen auf eine Erleichterung des Kapitalzuflusses und auf eine Drosselung der Kapitalaufnahme durch Ausländer in der Schweiz ab. Dennoch stiegen die langfristigen Obligationenrenditen im Frühjahr 1974 für erste Adressen weiter auf fast 7¼% an, nachdem sie ein Jahr zuvor bei weniger als 5½% gestanden hatten. Mit dem erhöhten Zinsniveau verbesserte sich der Mittelzufluß, doch blieben die Eurofrankensätze attraktiv, was seine Ursache zum Teil in Geldaufnahmen von Schweizer Banken hatte, die ihre Liquidität zu verbessern suchten. Die Nationalbank bot zur Linderung der Liquiditätsanspannung im April und Mai Devisenswaps mit Laufzeiten bis zu drei Monaten an und setzte erneut die Mindestguthabenanforderungen, diesmal um 15% ihres Oktoberstandes, herab. Darüber hinaus wurde die Begrenzung des Bankkreditwachses für den Zeitraum bis Ende Juli von 6% auf 7% erhöht, wodurch die Verpflichtungen der Banken zur Bildung von Sperrguthaben für Zuwachsüberschreitungen deutlich verringert wurden. Außerdem wurde die Einzahlungsverpflichtung, die bereits unter ihren Spitzensatz von 100% reduziert worden war, auf 30% herabgesetzt.

In den letzten Monaten entwickelte sich die Gesamtnachfrage weiter recht stark, obwohl es im Wohnungsmarkt jetzt Anzeichen eines besseren Gleichgewichts gibt. Die Haushaltspolitik hat bisher keine positive Stabilisierungsrolle gespielt, da die Defizite sowohl beim Bund als auch bei den meisten Kantonen im vergangenen Jahr größer als früher waren. Darüber hinaus hatten die Bemühungen, Leitlinien für die

Lohnentwicklung festzulegen, keinen Erfolg, und das Preisüberwachungssystem war nur beschränkt wirksam. Seit der Freigabe des Frankenkurses genoß die Geld- und Kreditpolitik jedoch einen größeren Spielraum, und die private Liquidität war erstmals seit vielen Jahren fest unter Kontrolle. Als Nebenergebnis hat sich jedoch, zum Teil im Gefolge der Entwicklung im Ausland, ein Anstieg der Zinssätze ergeben, von dem über die Landwirtschaft und den Wohnungssektor, die beide mit Hypothekarkredit schwer belastet sind, ein Kostendruck von erheblichem Gewicht ausgeht. Gegen Ende Mai verfügten die Behörden nach einem schwachen Zeichnungsergebnis bei einer Bundesanleihe ein vorübergehendes Emissionsverbot für ausländische Anleihen und mittelfristige Schuldverschreibungen und gaben ihrer Absicht Ausdruck, zugunsten von Anleihen des Bundes zu intervenieren. Kurz darauf wurde die zulässige Zuwachsrate von 7% für Bankkredite für das mit Juli 1975 endende Jahr verlängert.

Österreich. Das österreichische Wirtschaftswachstum hat seit fünf Jahren praktisch ungebrochen angehalten. Nach einer vorübergehenden Abschwächung anfangs 1973 im Zusammenhang mit der Einführung der Mehrwertsteuer verstärkte sich die Gesamtnachfrage bald wieder und blieb bis in den Herbst hinein verhältnismäßig lebhaft. Die realen Anlageinvestitionen verlangsamten sich beträchtlich, vor allem im Bereich der Wirtschaft, und die stärksten Triebkräfte der Nachfrage wurden Export und privater Verbrauch, obwohl sie weniger rasch als 1972 expandierten. Die Produktionskapazitäten waren voll ausgeschöpft, und die Verknappung am Arbeitsmarkt führte zu einer erneuten Zunahme der Gastarbeiterzahl. Die Löhne stiegen jedoch etwas weniger als 1972, und der Anstieg der Verbraucherpreise, obwohl leicht beschleunigt, lag unter dem in den meisten anderen Ländern verzeichneten Wert.

Insgesamt scheinen daher die Bemühungen der Behörden zur Linderung der wirtschaftlichen Anspannung verhältnismäßig erfolgreich gewesen zu sein. Dies war teilweise darauf zurückzuführen, daß um die Jahreswende 1972/1973 rechtzeitig auf breiter Front nachfragedrosselnde Maßnahmen ergriffen worden waren. Es handelte sich hierbei unter anderem um Beschränkungen bei den Staatsausgaben, um die Begrenzung der Ausleihungen der Kreditinstitute, um eine Anhebung der Mindestreserven und um höhere Zinssätze. Darüber hinaus wurde der Rückgriff auf den Notenbankkredit durch den Bankenapparat an die Einhaltung der Kreditleitlinien gebunden. Schließlich wurden die devisenwirtschaftlichen Maßnahmen und sonstigen Vorkehrungen zur Abwehr oder zur Stilllegung von Auslandszuflüssen beibehalten.

Im März 1973 wurde der Wechselkurs des Schillings freigegeben, was einem Aufwärts-Floating gleichkam, und Anfang Juli folgte eine neuerliche Aufwertung im Zusammenhang mit einer ähnlichen Anpassung der Deutschen Mark. Diese Maßnahmen wurden als Beitrag zur Linderung der Auswirkungen des weltweiten Preisauftriebs auf die inländische Wirtschaft angesehen und sollten auch die Abwanderung von Arbeitskräften nach der Bundesrepublik Deutschland verhindern. Darüber hinaus wurde im Mai die Verlängerung der gegen Ende 1972 getroffenen monetären und fiskalischen Maßnahmen bis Jahresende beschlossen. Gleichzeitig nahmen die Länder und die Gemeinden ähnliche haushaltspolitische Beschränkungen wie die Bundesregierung auf sich und verpflichteten sich auch, einen Teil ihrer Einnahmen während des Sommers stillzulegen.

Da der Mittelzufluß aus dem Ausland unter Kontrolle gebracht war und das Zahlungsbilanzdefizit zu einer monetären Anspannung beitrug, verknappte sich die Bankenliquidität im Frühjahr, und die Geldmarktsätze begannen die Kapitalmarkrenditen zu übersteigen. Um Marktverzerrungen zu vermeiden, erleichterte die Notenbank im April 1973 die Lage der Banken durch Herabsetzung der Pflichtreserven und durch ein begrenztes Maß von Offenmarktoperationen. Die Liquidität der Kreditinstitute wurde in den folgenden Monaten flexibel gesteuert, doch blieb die restriktive Linie vorherrschend. Die Kreditexpansion der Banken hielt sich mit bloß 11% gegen 21% 1972 im allgemeinen unter der Leitlinie. Dagegen erhöhte sich das Volumen der von den Banken übernommenen Wertpapiere einschließlich kurzfristiger Staatspapiere von S 3 Mrd. 1972 auf S 10,4 Mrd. im letzten Jahr. Die gesamte Kreditgewährung an den Nichtbankensektor belief sich daher auf S 38,1 Mrd. gegen S 47,3 Mrd. 1972. Da sich auch die Nettoauslandsförderungen des Bankensystems beträchtlich weniger erhöhten, wurde die Ausweitung des Geldvolumens (M1) von 23% im Jahre 1972 auf 6% 1973 herabgedrückt.

Die Nettoemissionen von Anleihen gingen von S 15,7 Mrd. auf S 12,3 Mrd. zurück. Verantwortlich hierfür war in erster Linie das Absinken der privaten Wertpapiernachfrage, da im Zusammenhang mit gewissen neuen Regelungen nicht zuletzt steuerlichen Charakters andere Anlagen gewinnträchtiger wurden. Die Zunahme der Anleiherenditen um 1 Prozentpunkt auf durchschnittlich 8,5% im Dezember bot offenbar nicht genügend Anreiz.

Die Nachfrageverhältnisse entspannten sich gegen Ende 1973 leicht, doch hielt sich die wirtschaftliche Aktivität in den jüngsten Monaten nach wie vor auf hohem Niveau. Da ein weiterer Preisauftrieb zu erwarten steht, wurden die fiskalischen und geldpolitischen Restriktionen nochmals verlängert. Lediglich durch eine bescheidene Erhöhung der Bezugsbasis für die zulässige Kreditausweitung und durch eine vorübergehende Senkung der Mindestreserven, wodurch die Anspannung der Bankenliquidität etwas gelockert werden sollte, erfolgte eine gewisse Erleichterung. Als Mitte Mai der Druck des Marktes die durchschnittlichen Anleiherenditen auf 9,1% erhöht hatte, kamen die Behörden mit dem Kreditapparat überein, die Zinssätze einer allgemeinen Anpassung zu unterziehen. Der Diskontsatz wurde von 5½% auf 6½% angehoben, während der Sparzinsfuß und die nominelle Anleiheverzinsung im Juni generell um 1½ Prozentpunkte auf 5% bzw. 8½% erhöht werden sollten. Darüber hinaus modifizierte die Notenbank ihre Wechselkurspolitik, und der Schilling verteuerte sich gegenüber der Deutschen Mark um rund 3%.

Dänemark. Nach dem Beitritt Dänemarks zu den Europäischen Gemeinschaften zu Beginn des Jahres erhöhte sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage 1973 kräftig. Der Export entwickelte sich ausgezeichnet, zumal in die EWG-Länder, obwohl der inländische Nachfragedruck und ein im Frühjahr aufgetretener Arbeitskonflikt ein noch besseres mengenmäßiges Ergebnis verhinderten. Die Anlageinvestitionen der Wirtschaft stiegen real um 15%, und die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter beschleunigten sich. Die durchschnittlichen Lohnkosten pro Stunde stiegen in der verarbeitenden Industrie im Laufe des Jahres um 25% gegen gut 11% 1972, während der Anstieg der Verbraucherpreise von etwa 7% im Vorjahr auf 12,6% hinaufschnellte. Der durch die Nachfrage gegebene Druck auf die Produktionskapazität führte im

Verein mit einem starken Lageraufbau zu einer großen Importausweitung, die durch die Aufhebung der befristeten Einfuhrzusatzsteuer zu Beginn des Jahres noch unterstützt wurde.

Im Laufe des Jahres 1973 wurde die Haushaltspolitik beträchtlich restriktiver gestaltet. Der neue Voranschlag im März enthielt unter anderem Erhöhungen der Unternehmensbesteuerung, die Einführung der Mehrwertsteuer für neue Wohnbauten und Beschränkungen der öffentlichen Investitionen. Im Oktober wurde das Wohnbaukontingent um 14% gekürzt und die indirekten Steuern auf nicht lebenswichtige Güter erhöht. Für 1973 wird der Anstieg der gesamten öffentlichen Ausgaben auf real 3,5% geschätzt; das ist anderthalbmal soviel wie 1972. Im November angestellte Berechnungen ließen einen staatlichen Budgetüberschuß in Höhe von rund dkr 3,7 Mrd. für das im März 1974 zu Ende gehende Finanzjahr erwarten; ein Jahr zuvor hatte der Überschuß dkr 1,8 Mrd. betragen. Aufgrund der verbesserten Haushaltslage und der — wenn auch verringert — fortgesetzten Inanspruchnahme von Auslandskredit konnte der Staat seine Nettoposition gegenüber der Nationalbank um dkr 3,3 Mrd. im Kalenderjahr 1973 verbessern.

Die Geldpolitik hielt sich während des ganzen Jahres auf einer restriktiven Linie. Der Kreditplafond für Geschäftsbanken und Sparkassen wurde nach seiner Erhöhung vom Dezember 1972 um 4% bis in den Herbst 1973 unverändert belassen, doch dauerte die Kreditausweitung innerhalb der bestehenden Kreditlinien mit raschem Tempo an. Im Oktober beschloß das Parlament ein neues Gesetz zur Kreditsteuerung, das die Durchschlagskraft der Geldpolitik verbessern und eine selektive Kreditlenkung erleichtern sollte. Auf Basis des neuen Gesetzes kamen die Nationalbank und die Kreditinstitute überein, den Kreditplafond, der im November um weitere 2% erhöht wurde, sowie die Beschränkung der Konsumentenkredite beizubehalten. Der Kreditplafond wurde auf die längerfristigen Ausleihungen der Sparkassen ausgedehnt; ferner wurde die Verpflichtung erlassen, im Falle einer Überschreitung des Plafonds einen gleich hohen Betrag auf ein unverzinsliches Einlagenkonto bei der Nationalbank einzuzahlen. Das Gesetz sah auch die Einführung von Liquiditätskoeffizienten vor, doch wurde dies in Anbetracht der angespannten Liquiditätslage aufgeschoben. Der Diskontsatz, der im Juli weitgehend aus außenwirtschaftlichen Gründen von 7% auf 8% erhöht worden war, wurde um die Jahreswende hauptsächlich zur Dämpfung der Inflation in zwei Schritten auf 10% hinaufgesetzt.

Die gesamten Ausleihungen der Geschäftsbanken und größeren Sparkassen nahmen 1973 um 15,5% gegen 12,3% 1972 zu. Infolge des schrumpfenden Kredit-spielraums im Inland erhöhte die Wirtschaft zudem ihren Rückgriff auf den Auslandskredit sehr stark, so daß trotz einem größeren Defizit in der Bilanz der laufenden Posten die Nationalbank ihre Devisenreserven aufstockte. Da der Staat bei der Nationalbank Mittel stilllegte, nahm das Geldvolumen in weiterem Sinne jedoch nur um 12,5%, oder knapp weniger als 1972, zu.

Das Emissionsvolumen auf dem Kapitalmarkt, vor allem in Form von Pfandbriefen, stieg per Saldo von dkr 13,4 Mrd. 1972 auf dkr 17,2 Mrd. im Jahr 1973. Mitte Februar 1974 hatten die Renditen einiger Anleihen 15%, verglichen mit rund 12% gegen Ende 1972, erreicht.

Zu Beginn des Jahres 1974 waren die wirtschaftlichen Aussichten nicht beruhigend. Schon vor Ausbruch der Ölkrise war das Defizit in der Leistungsbilanz sehr gewachsen, und der Preisauftrieb hatte sich beschleunigt; die große Abhängigkeit Dänemarks vom Brennstoffimport verschärfte diese Probleme noch stark. Im Januar verfügte die Regierung einen zweimonatigen Preis- und Gewinnstopp, der anschließend auf der Basis eines reduzierten Güter- und Dienstleistungskatalogs verlängert wurde. Ein im Februar erlassenes Inflationsbekämpfungsprogramm enthielt Kürzungen der Staatsausgaben, einen Plan für obligatorische Ersparnisbildung für Einkommensteuerpflichtige und Staatssubventionen an die Industrie, die die höheren Lohnkosten ausgleichen und dadurch den Preisauftrieb zurückhalten sollten. Geldpolitisch erleichterte die Nationalbank zwar in den ersten Monaten des Jahres 1974 die Anspannungen in der Bankenliquidität, blieb jedoch entschlossen, eine restriktive Linie beizubehalten, um sowohl die Inflation zu bekämpfen als auch die Finanzierung des außenwirtschaftlichen Defizits sicherzustellen. Im Mai verfügte die Regierung beträchtliche Erhöhungen der Verkaufssteuern bei dauerhaften und bestimmten anderen Verbrauchsgütern.

Norwegen. Wie im Jahr zuvor trug auch während fast des ganzen Jahres 1973 die kräftige Aufwärtsentwicklung beim Export dazu bei, die Wirtschaft auf einem zufriedenstellenden Wachstumspfad zu halten. Die Investitionstätigkeit in der Industrie verstärkte sich nach dem Rückgang von 1972 im Laufe des Jahres beträchtlich — worin sich teilweise die höheren Schiffsimporte und nicht zuletzt die Ausgaben im Zusammenhang mit der Ölförderung widerspiegeln. Die öffentlichen Investitionen und der Wohnungsbau nahmen jedoch langsamer als früher zu. Das reale Brutto-sozialprodukt erhöhte sich um 3,6%, während der private Verbrauch nur etwa halb so stark wuchs. Wie in anderen Ländern waren Kapazitätsengpässe und Facharbeitermangel in der Erzeugung und besonders in der Exportwirtschaft fühlbar.

Die Regierung war bestrebt, die Nachfrageausweitung und den Kostendruck zu dämpfen. Die Zielsetzungen des Staatshaushalts lagen 1973 in einer Begrenzung der Ausgabensteigerung auf das Wachstum des nominellen Bruttosozialprodukts. Zusammen mit der Sozialversicherung wies der Staatshaushalt einen Überschuß von rund 4,3% des Bruttoinlandsprodukts gegen 3,5% 1972 auf. Anfang des Jahres war anstelle des im September 1972 verfüigten generellen Preisstopps ein Preisüberwachungssystem eingeführt worden. Dies und die Regierungszusage, vorübergehend Lebensmittelsubventionen zu gewähren und die allgemeine Dämpfungspolitik fortzuführen, trugen dazu bei, daß die Lohnforderungen in der Verhandlungsrunde im Frühjahr mäßig blieben. Insbesondere wurden die Indexbindungen restriktiver als früher gefaßt.

Die während des Jahres revidierten Kreditleitlinien für 1973 gestatteten eine globale inländische Kreditausweitung von ungefähr 7%. Darüber hinaus rechneten die Behörden jedoch mit einem starken Anstieg der Kapitalimporte vor allem für den Schiffssektor sowie für die Ölförderung und die Offshore-Dienstleistungen, so daß das gesamte Kreditangebot um mehr als ein Drittel zugenommen hätte. Die internationale Währungsunruhe im ersten Halbjahr 1973 führte jedoch zu beträchtlichen Mittelzuflüssen und erforderte Schritte, um die inländische Bankkreditausweitung an einem Überschreiten der Leitlinien zu hindern. Im April griff die Bank von Norwegen auf

die Möglichkeit der Auferlegung von Zusatzpflichtreserven von 50% für die Überschreitung des gestatteten Kreditwachses durch die Geschäftsbanken zurück. Im Juni und im September wurden darüber hinaus die den Sparkassen im südlichen Landesteil vorgeschriebenen Primärreserven erhöht. Diese Maßnahmen führten in Verbindung mit den im Ausland steigenden Zinssätzen zu einer Verknappung der Bankenliquidität. Als im Dezember die Zunahme der Ausleihungen der Sparkassen den Leitlinien entsprach und die Kreditgewährung der Geschäftsbanken sogar unter das gestattete Höchstmaß gesunken war, wurde die Verpflichtung zur Haltung von Zusatzreserven wieder aufgehoben. Das Geld- und Quasigeldvolumen erhöhte sich im Laufe des Jahres praktisch wie 1972 um 12%.

Gegen Ende 1973 sahen die Behörden die Notwendigkeit weiterer Dämpfungsmaßnahmen voraus. Da die Außenhandelspreise stark stiegen und eine neue Lohnrunde für das Frühjahr 1974 bevorstand, schritt man aus antiinflationären Überlegungen zu einer Aufwertung der norwegischen Krone um 5% Mitte November. Im staatlichen Haushaltsplan für 1974 war ein im Verhältnis zur Zunahme des Bruttoinlandsprodukts langsames Ausgabenwachstum veranschlagt. Ende März 1974 nahm die Bank von Norwegen erstmals seit Ende 1969 eine Erhöhung ihres Diskontsatzes von 4½% auf 5½% vor. Da die Anlageinvestitionen weiter kräftig expandierten, wurde die Geldpolitik darauf ausgerichtet, daß die inländische Kreditausweitung ungefähr 6% betragen und der Kapitalimport in etwa auf dem Stand von 1973 bleiben würde. In diesem Zusammenhang wurden die den Sparkassen im Süden vorgeschriebenen Primärreserven von 5% auf 4% herabgesetzt.

Schweden. Die wirtschaftliche Entwicklung unterschied sich im letzten Jahr einigermaßen von dem in den meisten anderen Ländern beobachteten Trend. Nach einer langsamen Erholung von dem Rückschlag des Jahres 1971 verlor der Konjunkturaufschwung Anfang 1973 sogar an Kraft, die er dann erst wieder um die Jahresmitte zurückgewinnen sollte. Der Export wurde durch die lebhaftere Konjunktur im Ausland sehr begünstigt, und im Gegensatz zu den öffentlichen Investitionen machten die Anlageinvestitionen der Wirtschaft unter dem Einfluß der gebotenen Anreize gute Fortschritte. Die erwartete Beschleunigung des privaten Konsums und des Lageraufbaus stellte sich jedoch nicht ein, und die Sättigung am Wohnungsmarkt führte zu einem Rückgang der Wohnungsbautätigkeit und damit im Zusammenhang stehender Investitionen der Gemeinden. Die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts erreichte daher für das Jahr nur 2,9% und somit wenig mehr als 1972.

Die 1971 und 1972 eingeführten finanzpolitischen Belebungsmaßnahmen wurden aufrechterhalten, während die Regierung den Preisauftrieb durch direkte Maßnahmen zu dämpfen suchte. Die Milch- und Fleischpreise wurden zu Jahresbeginn gestoppt und für die Erzeugnisse der Holzindustrie im September eine für das Inland gültige Höchstpreisregelung erlassen. Die gleichzeitige Verfügung, Preiserhöhungen für Zellstoff- und Papierprodukte im voraus bekanntzugeben, wurde später auf Benzin ausgedehnt.

Im Herbst schien es wahrscheinlich, daß der Konjunkturaufschwung im Ausland vorübergehen würde, ohne in Schweden eine allgemeine Überhitzung zu verursachen. Mit einer durch die Unsicherheit über die wahrscheinlichen Auswirkungen der

Ölknappheit verursachten Verzögerung wurden im Dezember Maßnahmen zur Aufrechterhaltung des Wirtschaftswachstums ergriffen. Zunächst wurde den Unternehmen bis Ende 1974 gestattet, früher bei der Riksbank stillgelegte Mittel nicht nur für Bautätigkeit, sondern auch für die Anschaffung von Maschinen in Förderungsgebieten zu verwenden. Ferner wurden erhöhte staatliche Subventionen für Investitionen zur Umweltverbesserung im Zeitraum von Ende Oktober 1973 bis Ende Mai 1974 vorgesehen. Sodann wurden die Kinderzulagen erhöht und größere Beträge für öffentliche Investitionen und für soziale Vorhaben zur Verringerung struktureller Arbeitslosigkeit bereitgestellt. Der Preisstopp für Nahrungsmittel wurde gleichzeitig bis Ende 1974 verlängert, wobei der Landwirtschaft zum Ausgleich erhöhte Subventionen gewährt wurden. Die daraus resultierende Belastung des Staatshaushalts wurde auf etwa skr 1,5 Mrd. geschätzt.

In der Geldpolitik wurde gleichfalls eine expansive Linie ohne wesentliche Änderungen in den Reserveverpflichtungen der Banken oder bei den Zinssätzen verfolgt. Unter dem Einfluß des zunehmenden Zahlungsbilanzüberschusses und des noch immer beträchtlichen Haushaltsdefizits nahm die Bankenliquidität weiterhin stark zu. Das Geldvolumen im weiteren Sinne stieg um rund 12½% und damit etwa gleich schnell wie 1972 und in der letzten Flaute von 1967-1968.

Die Kreditmärkte waren flüssig, und Kreditnehmer hatten bei der Deckung ihrer Finanzierungsbedürfnisse keine Schwierigkeiten. Der gesamte Nettokreditzuwachs betrug 1973 skr 30,2 Mrd. gegen skr 27,0 Mrd. 1972 und entsprach damit un-

Schweden: Nettokreditgewährung

Kreditgeber	Jahr	Kreditnehmer				
		Staat	Nicht-zentrale öffentliche Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	Insgesamt
		Millionen schwedische Kronen				
Zentralbank	1971	1 524	—	— 30	30	1 524
	1972	— 183	6	—	3	— 174
	1973	— 1 538	5	—	22	— 1 511
Geschäftsbanken	1971	1 220	203	596	3 193	5 212
	1972	1 949	125	1 946	4 053	8 073
	1973	3 252	286	2 411	5 262	11 211
Sonstige Banken	1971	— 698	665	1 593	949	2 509
	1972	1 831	673	2 685	1 330	6 519
	1973	— 294	125	3 334	2 044	5 209
Öffentliche Versicherungsinstitute . .	1971	953	822	4 139	3 269	9 183
	1972	1 936	766	2 676	2 797	8 175
	1973	1 868	686	3 598	3 130	9 282
Private Versicherungsgesellschaften .	1971	— 90	141	1 736	911	2 698
	1972	460	291	1 401	1 092	3 244
	1973	832	147	1 699	1 370	4 048
Sonstige	1971	— 273	5	45	372	149
	1972	352	39	18	745	1 154
	1973	2 030	88	— 254	128	1 992
Insgesamt	1971	2 636	1 836	8 079	8 724	21 275
	1972	6 345	1 900	8 726	10 020	26 991
	1973	6 150	1 337	10 788	11 956	30 231

Quelle: Sveriges Riksbank.

gefähr 13½% des laufenden Bruttoinlandsprodukts in jedem der beiden Jahre. Im Sommer wurden die zwischen den Behörden und den Kreditinstituten getroffenen Vereinbarungen modifiziert, um die Umwandlung von Baukrediten in Hypothekarkredite zu erleichtern. Obwohl steigende Gewinne die Selbstfinanzierung von Investitionen der Wirtschaft begünstigten, erhöhte sich die Kreditgewährung auch gegenüber diesem Sektor, wobei die Unternehmen die Krediterlöse zum Teil für den Liquiditätsaufbau verwendeten.

In Anbetracht der nur zögernd voranschreitenden inländischen Wirtschaftsentfaltung waren Kapazitätsengpässe nur in der Exportindustrie anzutreffen. Die Arbeitslosigkeit blieb auf bereinigter Basis bis zum Herbst relativ hoch, nahm aber dann zusehends ab. Bei den Verbraucherpreisen ergab sich vor der durch die Ölpreiserhöhung verursachten Beschleunigung ein geringerer Anstieg als in den meisten anderen Ländern. Die Lohnkosten wurden durch im Dezember getroffene gesetzliche Maßnahmen erhöht, da den Unternehmen die Leistung der früher von den Arbeitnehmern getragenen Pensionsversicherungsbeiträge aufgelastet wurde. Das im Januar abgeschlossene neue nationale Lohnabkommen, das vor dem Deutlichwerden der Auswirkungen der Ölpreiserhöhung ausgehandelt worden war, beinhaltete allerdings nur ziemlich mäßige Lohnerhöhungen.

Wie sich dann herausstellte, hatte die Erdölsituation nur wenig Einfluß auf die Produktion. Anfang 1974 ging trotz schwacher Wohnbautätigkeit die Arbeitslosigkeit weiter zurück. In dem im Januar vorgelegten Staatshaushalt für 1974/75 war zunächst ein Defizit von skr 6,5 Mrd. angenommen. Kurz darauf wurden jedoch neue Maßnahmen ergriffen, um die von der Ölpreiserhöhung möglicherweise ausgehenden dämpfenden Einflüsse auszugleichen und einen Teil ihrer inflationären Wirkungen zu kompensieren. Im einzelnen erfolgten im April eine Sonderzahlung bei Alterspensionen und Kinderzulagen, eine Befreiung für im Laufe des Jahres 1974 begonnene Wohnungsbauten von der Mehrwertsteuer und erhöhte Subventionen für Nahrungsmittel und energiesparende Investitionen. Dazu kam im Februar eine allgemeine Herabsetzung des Basissatzes der Mehrwertsteuer von 17,65% auf 13,64% für den Zeitraum April–September 1974. Die sich aus diesen neuen Maßnahmen ergebenden Kosten wurden auf skr 4 Mrd. oder etwa 1½% des Bruttoinlandsprodukts geschätzt. Später wurde dann angenommen, daß das Haushaltsdefizit der Regierung sowohl im laufenden wie im nächsten Fiskaljahr skr 10–11 Mrd. gegen skr 6,2 Mrd. 1972/73 erreichen könnte. Auch der Preisstopp für Fleisch, Milch und Holzprodukte wurde über Ende Juni 1974 hinaus verlängert; im März wurden dann auch Brot, die meisten Baustoffe und Zeitungspapier einbezogen.

Der seit November 1971 unveränderte Diskontsatz erfuhr im April 1974 eine Erhöhung von 5% auf 6%. Ferner wurden Maßnahmen zu einer leichten Anhebung der langfristigen Zinssätze ergriffen, die 1972 und 1973 stabil geblieben waren. Gleichzeitig wurde das Erfordernis für die Pflichtreserven der Geschäftsbanken von 1% auf 5% erhöht, wodurch beim Kreditapparat skr 2,9 Mrd. blockiert wurden, und die Banken wurden ersucht, die Ausweitung ihrer Kredite für andere Zwecke als den Wohnungsbau zu mäßigen. Diese Schritte erfolgten nach dem Auftreten starker Mittelabflüsse. Da sich die Konjunktur nunmehr jedoch rascher entfaltete, schien eine weniger leichte Geldpolitik auch aus binnenwirtschaftlichen Gründen angemessen.

Finnland. Die Konjunktur hatte sich seit Sommer 1972 unter dem Einfluß einer expansiven Geld- und Finanzpolitik sehr rasch entwickelt. 1973 wurde das Produktionswachstum dann bald durch Facharbeitermangel und Kapazitätsengpässe behindert, obwohl die Arbeitslosigkeit im Norden des Landes hoch blieb. Drückend wurde die Nachfrage, als zusätzlich zu dem anhaltenden Boom im Wohnungsbau und der kräftigen Ausweitung der Gebrauchsgüterkäufe auch die Produktivinvestitionen in den Konjunktursog gerieten. Dabei erhöhten sich die Verbraucherpreise während des Jahres um 15,6%, da sich nicht nur die Importe verteuerten, sondern auch die Löhne bedeutend stärker stiegen als die Produktivität. Die Ausfuhren expandierten aus Kapazitätsgründen verlangsamt, hingegen die Einfuhren stark beschleunigt, so daß sich die Zahlungsbilanz schon bald nach Jahresbeginn passivierte.

Der zahlungsbilanzbedingte Liquiditätsentzug wurde durch eine immer restriktivere Wirtschaftspolitik verstärkt. Ab Februar beteiligte sich die Bank von Finnland an der Finanzierung inländischer Produktionskredite nur noch mit 15% (vorher 30%). Die Regierung schränkte vom Frühjahr an ihre Programme für öffentliche Arbeiten und Arbeitsbeschaffung ein und stockte auch ihre Zentralbankguthaben auf. Neben der Drosselung ihrer eigenen Ausgabetätigkeit belegte sie alle im Zeitraum Juni 1973–September 1974 begonnenen nichtvorrangigen Bauten in Südfinnland mit einer Steuer von 40%.

Im Juli hob die Bank von Finnland im Rahmen eines im Juni bekanntgegebenen geld- und kreditpolitischen Restriktionspakets ihren Diskontsatz von 7¾% auf 9¼% an, worauf die Banken ihre Soll- und Habenzinsen erhöhten. Ferner forderte sie die Banken auf, ihre Kreditgewährung für Zwecke des Verbrauchs, der Vorratsbildung und der Errichtung nichtvorrangiger Bauten einzuschränken und generell die Eröffnung neuer Kredite für weniger wichtige Vorhaben zurückzustellen. Darüber hinaus suchte sie die inländische Liquidität zu verknappen, indem sie die Kreditfinanzierung des Imports von bestimmten Waren (vor allem Konsumgütern) verbot und die Aufnahme mittel- und langfristiger Auslandskredite bardepotpflichtig machte. Im August erhöhte sie die Refinanzierungskontingente der Geschäftsbanken, um deren ausreichende Liquiditätsversorgung sicherzustellen, und ging anschließend dazu über, sich nur noch jenen Betrag ihrer Kredite, der die Refinanzierungskontingente der Banken um mehr als 40% (vorher 20%) überschritt, zum Diskontsatz zuzüglich 4% verzinsen zu lassen. Die Regierung, die einen großen Haushaltsüberschuß erzielte, zahlte im November Fmk 500 Mio. auf ein Stabilisierungs-Sperrkonto ein. Ferner stiegen die bei der Bank von Finnland in Form von Depositenzertifikaten plazierten Beträge 1973 um Fmk 660 Mio.

Die Geld- und Quasigeldmenge wuchs im ganzen Jahr um 15½% (1972: 17%). Das Volumen der Bankkredite an die Wirtschaft dehnte sich um 23% aus. Da die Geschäftsbanken ihren Einlagenbestand nur um 11% erweitern konnten, nahmen sie im Laufe des Jahres Fmk 1 860 Mio. an neuen Krediten bei der Bank von Finnland auf. Ihre Zentralbankschuld betrug am Jahresende Fmk 2 615 Mio. — 169% des Gesamtbetrags ihrer Refinanzierungskontingente.

In den ersten Monaten von 1974 stand zwar die Investitionstätigkeit noch unter der belebenden Wirkung des Handelsvertrages mit der EWG vom Oktober 1973, doch der Verbrauchsboom schien sich abzukühlen, und von der Ölkrise wurde be-

fürchtet, daß sie ein gewisses Maß an Arbeitslosigkeit verursachen würde. So vergrößerte die Bank von Finnland im Februar ihren Anteil an der Finanzierung inländischer Produktionskredite auf 30%, und auch die Gewährung von Exportkrediten wurde gefördert. Darüber hinaus erhöhte sie die Refinanzierungskontingente der Geschäftsbanken im Februar und April um insgesamt rund 50%. Die indirekte Steuerbelastung der Mineralölprodukte wurde um durchschnittlich rund 15% gesenkt. In dem im März revidierten Staatshaushaltsplan für 1974 war ein Nettokreditbedarf von Fmk 165 Mio. eingesetzt (verglichen mit einem Überschuß von Fmk 1 700 Mio. 1973). Die Ausgaben sollen um 25% steigen. Bei der Einkommenssteuer sind im Rahmen des einkommenspolitischen Zweijahresabkommens vom April Erleichterungen vorgesehen, die den Staatshaushalt mit Fmk 950 Mio. belasten. Nach diesem Abkommen sollen unter anderem die Sozialleistungen und die Nahrungsmittelsubventionen erhöht und neue Bereiche in die Preiskontrolle einbezogen werden. Die Löhne und Gehälter werden durch das Abkommen und die Lohndrift nach vorliegenden Berechnungen 1974 gegenüber dem Vorjahr im Durchschnitt um etwa 14½% steigen.

Spanien. Der kräftige wirtschaftliche Aufschwung, der gegen Ende 1971 begonnen hatte, dauerte bis in den vergangenen Sommer an, verlangsamte sich dann jedoch, als sich die Produktion der vollen Auslastung der Kapazitäten näherte. Die stärksten Komponenten der Nachfrage waren der Export und die Investitionen, aber auch der private Verbrauch machte gute Fortschritte, und der Anstieg des realen Bruttosozialprodukts belief sich für das Jahr ähnlich wie 1972 auf 8%. Es wurde ein hoher Beschäftigungsstand erreicht, doch stieg der Import steil an, und bei den Preisen baute sich ein ernster Kostendruck auf. Der Lebenshaltungskostenindex stieg während des Jahres um 14%. Die Geldpolitik wurde daher restriktiver gestaltet, die Preiskontrolle verschärft und gegen Jahresende eine Einkommenspolitik eingeführt.

Zum Teil um die Liquiditätswirkung der vorangegangenen Mittelzuflüsse aufzuheben, wurden die Banken veranlaßt, ab März 1973 die Pflichtreservevorschriften auf Tagesbasis zu erfüllen, und im April wurden ihre normalen Rediskontkontingente bei der Bank von Spanien um Pta 5 Mrd. gekürzt. Im Juli wurde der offizielle Rediskontsatz von 5% auf 6% erhöht. Darüber hinaus begann die Regierung mit der Ausgabe von dreimonatigen Schatzwechseln auf flexibler Basis, und die Bank von Spanien unternahm erstmals reguläre Offenmarkttransaktionen zur Beeinflussung der Bankenliquidität.

Der Anstieg der Staatsausgaben hielt sich im letzten Jahr unter dem Wachstum des nominellen Bruttosozialprodukts, wobei sich der Budgetabschluß ohne Finanztransaktionen in einen Überschuß verwandelte. Da jedoch die Zuweisungen des Schatzamtes an die öffentlichen Kreditinstitute zunahmen und die Ausgabe von Staatspapieren wesentlich unter dem Volumen von 1972 blieb, verschlechterte sich die Nettoposition der Regierung gegenüber der Bank von Spanien, wogegen sie sich 1972 sehr stark verbessert hatte. Der Haushaltsvoranschlag für 1974 sah ein ziemlich mäßiges Ausgabenwachstum vor, enthielt jedoch erstmals einen Eventualfonds zur Konjunkturstützung.

Im September wurde für eine Reihe von Gütern und Dienstleistungen ein bis Ende des Jahres gültiger Preisstopp erlassen. Flankiert wurde diese Maßnahme durch

eine Lockerung der Einfuhrbeschränkungen und durch das Verbot der Ausfuhr bestimmter Waren. Gegen Ende November wurde ein umfassenderes Preis- und Einkommensprogramm für 1974 verlautbart, wobei die Preise von Gütern, die im Warenkorb des Lebenshaltungskostenindex zusammen über ein Gewicht von zwei Dritteln verfügen, der Kontrolle oder öffentlichen Einflußnahme unterworfen wurden. Lohn-erhöhungen im Rahmen von Kollektivvereinbarungen wurden grundsätzlich auf die Zunahme der Lebenshaltungskosten beschränkt. Den Unternehmen wurde vorgeschrieben, Dividendenausschüttungen auf den Durchschnitt von 1972–1973 zu begrenzen, und Schritte wurden unternommen, um die Entwicklung der öffentlichen Ausgaben im ersten Halbjahr 1974 streng auf die Budgetansätze zu beschränken.

Etwa um die gleiche Zeit war jedoch die Sorge, daß die ausgezeichnete Entwicklung des Exports und der Investitionen bald nachlassen könnte, durch den Ausbruch der Erdölkrise verstärkt worden. Die im November getroffenen Maßnahmen umfaßten daher auch selektive Investitionsanreize, die nötigenfalls gewährt werden konnten, und die Lohnsteuer wurde von 14% auf 12% reduziert. Ferner wurden keine weiteren Schatzwechselemissionen vorgenommen und im Dezember der Satz für die Pflichtreserven der Geschäftsbanken von 7½% auf 6¾% vermindert, wobei die Zahl der dem Reserveerfordernis unterliegende Verbindlichkeitskategorien verringert wurde.

Die Schwerpunktverlagerung auf preis- und einkommenspolitische Maßnahmen führte zu einer weiteren Erleichterung der Geldpolitik Anfang 1974. Zwar wurde im Januar die Quote der den Banken vorgeschriebenen Wertpapieranlagen von 21% auf 22% erhöht, doch nahm die Notenbank von einem Ausgleich der normalen saisonalen Ausweitung der Bankenliquidität Abstand und setzte in den Monaten Januar–März auch die normalen Rediskontkontingente der Banken in vier Stufen um insgesamt Pta 21 Mrd. hinauf. Die Regierung entschloß sich darüber hinaus im März zu einer Begrenzung der Ölpreise, wodurch dem Staat ein Einnahmefall von Pta 30 Mrd. entstand. Ferner wurde die Anhebung der Sozialversicherungsbeiträge aufgeschoben, was einen Ausfall von Pta 15 Mrd. verursachte, und eine beträchtliche Erhöhung der staatlichen Investitionsausgaben angekündigt.

Portugal. Nach einer gewissen Erholung der Produktion im Jahr 1972 dauerte die wirtschaftliche Entfaltung im letzten Jahr mit mäßigem Tempo dank steigenden Exporten und zunehmendem Ausländertourismus an. Die Anlageinvestitionen scheinen sich erneut ausgeweitet zu haben, und der Konsum hielt sich auf einem Aufwärtstrend. Die Importe nahmen zu Jahresbeginn ab, stiegen aber anschließend beträchtlich. Der Preisauftrieb beschleunigte sich weiter, wobei die Verbraucherpreisindizes im Jahresverlauf einen Anstieg von etwa 20% aufwiesen.

Die Geld- und Quasigeldbestände des privaten Sektors wuchsen um rund 28% gegen 22% 1972. Der Nettodevisenankauf durch die Behörden hatte auf die Liquidität der Wirtschaft im vergangenen Jahr einen geringeren Einfluß als 1972, doch glich dies die Bank von Portugal teilweise durch vermehrte Kreditgewährung an das Inland, größtenteils in Form von Export- und Investitionskrediten mit Prioritätscharakter, aus. Trotz einer leichten Erhöhung der Pflichtreserven der Banken zu Beginn des Jahres 1973 war der Kreditapparat in der Lage, das Volumen seiner Kredite an den privaten Sektor um 33% gegen 23% 1972 auszuweiten. Dieser Zuwachs fand wiederum größtenteils über Wechselfinanzierungen statt, und unter dem Einfluß selektiver Maß-

nahmen, die zur Beschränkung der Kreditgewährung der Geschäftsbanken für den Konsum und den Import in den ersten Monaten des Jahres getroffen wurden, erhöhte sich der Anteil der Exportfinanzierungen und der für inländische produktive Zwecke gewährten Kredite.

Neben direkten Maßnahmen zur Regelung der Preise bestimmter Güter und Dienstleistungen errichtete die Regierung im Oktober einen Nationalen Preisrat, der Vereinbarungen über die Begrenzung von Preiserhöhungen in bestimmten Wirtschaftszweigen abschließen sollte. Da die schneller steigenden Staatsausgaben durch erhöhte Steuereinnahmen ungefähr kompensiert wurden, ergab sich für das Jahr im Staatshaushalt erneut ein Gesamtüberschuß.

Im Dezember setzte die Bank von Portugal den Diskontsatz von 4% auf 5% und den Satz für ihre Kontokorrentkredite auf $5\frac{1}{2}\%$ hinauf. Die meisten Soll- und Habenzinsen der Banken stiegen gleichfalls, wobei man Schritte unternahm, um den Zinsabstand zugunsten der längerfristigen Einlagen zu erhöhen. Den öffentlichen Kreditinstituten und den mit langfristigen Krediten befaßten Banken wurde gleichzeitig die Genehmigung erteilt, übertragbare Depositenzertifikate zu begeben. Anfang 1974 wurde die Inanspruchnahme von Kontokorrentkrediten der Bank von Portugal über gewisse Grenzen hinaus einem Strafzins von 6,5% unterworfen und auch Vorsorge für eine Kürzung dieser Fazilitäten in den Fällen getroffen, in denen sie für andere Zwecke als zur Überbrückung vorübergehender Liquiditätsschwierigkeiten verwendet werden. Außerdem wurden selektivere Kriterien bei der Beurteilung der Refinanzierungswünsche der Banken angewandt.

Die neue Regierung brachte im Mai ihre Absicht zum Ausdruck, der Herabsetzung der hohen Inflationsrate und der Verbesserung der Industriestruktur Vorrang zu gewähren.

Jugoslawien. Die in den zwei vorangegangenen Jahren verfügten weitreichenden Antiinflationsmaßnahmen wurden in den ersten Monaten des Jahres 1973 weiter verstärkt. Die neuen Schritte bestanden nicht nur aus steuerlichen und monetären Dämpfungsmaßnahmen, sondern beinhalteten auch eine selektive Beschränkung der Löhne, Preise und Investitionen sowie eine beträchtliche Importliberalisierung. Diese Politik trug zu einer Verlangsamung der inländischen Nachfrage, vor allem im Bereich der Anlageinvestitionen, bei. Die industrielle Erzeugung und die Beschäftigungslage flachten sich daraufhin ab, und die Lagerhaltung von Fertigwaren nahm kräftig zu. Der Preisauftrieb dauerte dennoch an, was einestails auf die Notwendigkeit weiterer administrativer Preisanpassungen zurückging, zum anderen jedoch die Folge der steigenden Importpreise und der Entwertung des Dinars parallel zum Dollar war.

Im Sommer wurde ein wirtschaftspolitischer Kurswechsel vorgenommen. Fiskalische, administrative und finanzielle Maßnahmen, die die Entwicklung der produktiven Investitionen behinderten, wurden gelockert und Vorhaben im Bereich der Landwirtschaft, der Energiewirtschaft und der Rohstoffproduktion gefördert. Die Reallöhne wurden angehoben und der Konsumentenkredit leichter zugänglich gemacht. Gleichzeitig wurden Schritte zur Verbesserung der landwirtschaftlichen Produktion und der Versorgung mit importierten Konsum- und Investitionsgütern getroffen. In der zweiten Jahreshälfte kehrte sich die bis Juli abwärts gerichtete Kurs tendenz des Dinars um. Trotz dieser Entwicklung und der entspannteren Situation

der inländischen Nachfrage blieben die Kräfte des Preisauftriebs weiterhin stark, und für das Jahr als Ganzes stiegen die meisten Preisindizes um etwa 20% und damit mehr als 1972.

Ursprünglich hatte die Zielvorstellung bestanden, den Anstieg des Geldvolumens unter der Wachstumsrate des Sozialprodukts zu laufenden Preisen zu halten, und dementsprechend war das Planziel für die Kreditgewährung der Banken festgesetzt worden. Die tatsächliche Zunahme überstieg jedoch das vorgesehene Wachstum und auch die an sich schon ungewöhnlich große Expansion des Jahres 1972. In den zwölf Monaten bis November letzten Jahres nahmen die Bankkredite um etwa 20% gegen 17,5% in der Vergleichsperiode des Vorjahres zu, und das Geldvolumen weitete sich im gleichen Zeitraum um fast 42% gegen 36% vorher aus. Dies ging zum Teil auf die neuerliche Hinwendung zu einer expansiven Politik zurück, doch in erster Linie hatte der neue und unerwartet große Überschuß in der Zahlungsbilanz, hauptsächlich infolge von mittel- und langfristigen Kreditaufnahmen im Ausland, dazu beigetragen. In Anbetracht von Kreditverpflichtungen der Zentralbank für festgelegte Prioritätsvorhaben zu vorausbestimmten Konditionen erwies es sich als schwierig, die gesamte Geldschöpfung angesichts des außenwirtschaftlichen Überschusses unter Kontrolle zu halten.

1973 stiegen die gesamten Inlandsausgaben dem Volumen nach um 8% gegen 5% 1972. Um im Jahr 1974 das Wachstum zu fördern, soll der private Verbrauch u.a. durch Herabsetzung der indirekten Besteuerung gefördert und der Eigenfinanzierung von Unternehmensinvestitionen ein größerer Spielraum eingeräumt werden. Um eine Beschleunigung des Preisauftriebs zu verhindern, hat die Regierung eine beträchtliche Anhebung der Einfuhr in Aussicht genommen, wobei sie einen Rückgang der Devisenreserven in Kauf nimmt.

Ungarn. In den letzten Jahren hat der Schwerpunkt der Wirtschaftspolitik auf der Strukturverbesserung gelegen, um zwischen Angebot und Nachfrage ein besseres Gleichgewicht herzustellen. Zu diesem Zweck versuchte man, eine straffere zentrale Kontrolle über die Unternehmensentscheidungen auszuüben. 1973 wurden hierbei befriedigende Ergebnisse erzielt. Das Produktionswachstum in Industrie, Landwirtschaft und Baugewerbe beschleunigte sich nach der Verlangsamung von 1972 wieder, obgleich die Anlageinvestitionen — die in den vorangegangenen Jahren den Hauptgrund der Anspannung gebildet hatten — auf gleichem Stand und damit etwas unter dem Plansoll blieben. Eine der wesentlichen Zielsetzungen der Geld- und Kreditpolitik war die bessere Auslastung der vorhandenen Kapazitäten und die Beschleunigung der Vermarktung von Gütern, während die Lagerbildung niedrig gehalten werden sollte. Investitionskredite wurden in einem beträchtlich erhöhten Ausmaß gewährt, jedoch müssen sich die Auswirkungen erst noch zeigen. Eine Reihe großer — meist weniger ertragreicher — Unternehmen wurde tiefgreifend reorganisiert. Ferner stieg die Beschäftigung in der Industrie nach zwei Jahren des Rückgangs um 1,3%, und es wurde eine weitere Produktivitätssteigerung von 5,8% erzielt. Es gelang dadurch, in fast allen Industriezweigen die Produktion auszuweiten. Das gesamte Geldeinkommen nahm um etwa 10% zu, was teilweise auf Maßnahmen zum Ausgleich von Einkommensdisparitäten zwischen den Sektoren und zur Verbesserung der Sozialrenten zurückging. Die Einzelhandelspreise stiegen im Durchschnitt um

3,5%, wobei sich Nahrungsmittel um 5,2% verteuerten. Diese Zunahmen trugen dazu bei, das Preisniveau der gegebenen Kostenstruktur anzupassen. Der private Verbrauch expandierte 1973 um 4½–5% gegen 3,7% im Vorjahr. Der Verbrauch von nicht dem Lebensmittelsektor zurechenbaren Gütern zeigte das größte Wachstum, möglicherweise infolge des erhöhten Angebots von dauerhaften Gütern, was zum Teil mit einer Einfuhrzunahme verbunden war. Für 1974 ist ein beträchtliches Wachstum bei den Investitionen vorgesehen, wobei auf die verbesserte Ausnützung der lokalen Energiequellen, vor allem von Kohle, und auf die Herabsetzung der Abhängigkeit von Importöl besonderes Gewicht gelegt wird. Das Planziel für die gesamte Produktion läßt jedoch auf eine weniger rasche Ausweitung als im Jahr 1973 schließen. Im Mai 1974 wurden die Steuern erhöht und andere Beschränkungen verfügt, die die Ansammlung von Privateigentum in Grenzen halten sollen.

Tschechoslowakei. Die wirtschaftliche Expansion verlangsamte sich 1973, doch waren die Wachstumsraten im Vergleich zu anderen Industriestaaten noch immer sehr günstig. Da die Arbeitskraftreserven voll ausgeschöpft waren, spielten Produktivitätsverbesserungen (etwa 5½% in der Industrie) eine entscheidende Rolle. Allerdings haben diese Fortschritte in den letzten Jahren eine Abnahmetendenz gezeigt, was u.a. auf die verzögerte Fertigstellung von Investitionsvorhaben, den geringen Leistungsgrad einiger neuer Anlagen und die nicht volle Auslastung der vorhandenen Kapazitäten zurückging. Ein Hauptanliegen war daher die Modernisierung und Rationalisierung der Produktionsstruktur und die Umleitung von Arbeitskräften in produktivere Branchen, zum Teil durch Schließung älterer Fabriken. Die Bruttoinvestitionen nahmen 1973 um etwa 8½% zu, und für 1974 wird sogar ein etwas weiter erhöhtes Wachstum erwartet. Gleichzeitig wird der Energieerzeugung, die seit einigen Jahren einen Engpaß darstellt, abermals hohe Priorität eingeräumt. Die industrielle Erzeugung weitete sich in etwa wie 1972 aus, wobei im Vergleich zu früher die Produktionsgüter größere Fortschritte machten, die Konsumgüter dagegen eine abnehmende Wachstumsrate zeigten. Die Bautätigkeit verlangsamte sich beträchtlich, doch gab es in der Landwirtschaft eine gewisse Beschleunigung. Mit einem Plus von 6,2% lag die Erhöhung der Geldeinkommen der Haushalte etwas über dem Ergebnis von 1972. Der private Verbrauch erhöhte sich um 5,8% gegen 4,8% im Vorjahr. In- und ausländische Güter waren zu fast gleichgebliebenen Preisen ausreichend verfügbar; bei

**Osteuropäische Volkswirtschaften:
Erzeugung nach Sektoren und produziertes Nationaleinkommen**

	Bruttoerzeugung						Produziertes National-einkommen ¹	
	Industrie		Land-wirtschaft		Bau		1972	1973
	1972	1973	1972	1973	1972	1973		
	Prozentualer realer Jahreszuwachs							
Bulgarien	8,3	10,6	4,8	3,0	9,3	7,0	7,0	8,7
DDR	6,3	6,8	10,7		2,8	6,1	5,7	5,5
Polen	10,7	11,6	8,4	7,8	16,4	20,8	10,1	10,0 ²
Rumänien	11,7	14,7	9,2	0,2	7,5	7,3	10,0	10,8
Sowjetunion	6,5	7,4	-4,1	14,0	6,8		3,9	6,8
Tschechoslowakei	6,4	6,3	3,9	4,2	9,8	6,5	5,9	5,2
Ungarn	5,0	7,2	2,7	5,0	2,0	3,0	5,1	6,8 ²

¹ Materielles Nettoprodukt. ² Geschätzt.

Quelle: UN Economic Commission for Europe, „Economic Survey of Europe in 1973“.

gewissen dauerhaften Gütern nahm die Lagerhaltung zu; darunter befand sich eine beträchtliche Zahl von unverkauften Automobilen. Abgesehen von einer geplanten höheren Wachstumsrate in der Bauwirtschaft wurden die Ziele für 1974 in ungefährem Einklang mit den tatsächlichen Ergebnissen von 1973 angesetzt.

Deutsche Demokratische Republik. Das Wachstum des Nationaleinkommens erreichte ungefähr das Ausmaß des Jahres 1972 und lag damit etwas über dem Durchschnitt früherer Jahre, obwohl die Zunahme der gesamten landwirtschaftlichen Erzeugung kleiner geworden zu sein scheint. Der größte prozentuale Fortschritt wurde im Bauwesen erzielt, wo die Produktion um 6,1% gegen 2,8% 1972 stieg. Dieses Ergebnis ist in der Hauptsache auf eine Zunahme der Zahl der errichteten Wohneinheiten um 16% zurückzuführen, wogegen 1972 der Anstieg 7% und in früheren Jahren noch weniger betragen hatte. Die Wachstumsrate der industriellen Erzeugung erhöhte sich nochmals ein wenig und überstieg den Durchschnitt der späten sechziger Jahre. Dies war trotz Engpässen bei Arbeitskräften und Fabrikkapazitäten dank der Steigerung der Arbeitsproduktivität um 5,8% und hoher Überstundenleistung möglich. Modernisierung und Rationalisierung blieben daher die Hauptsorge, wogegen Investitionen zur Arbeitsplatzschaffung einer Überprüfung unterzogen wurden. Die Bruttoanlagekapitalbildung stieg 1973 um 9,7% gegen 2,7% im Vorjahr. Da die Bauleistung sich weniger erhöht hat, scheinen die Ausrüstungsinvestitionen recht kräftig expandiert zu haben, wobei ein gewisser Vorrang einer Erhöhung der Erzeugungskapazitäten bei Verbrauchsgütern gegeben worden ist. Da Engpässe in der Energieversorgung schon lange ein Problem gewesen waren, nahmen die Investitionen auf diesem Sektor nach dem starken Anstieg um etwa 30% 1972 erneut um rund 10% zu. Teilweise infolge einer Erhöhung der staatlichen Sozialrenten um 15% hielt sich das Wachstum des privaten Verbrauchs ungefähr auf dem Vorjahresstand; die gesamten Einzelhandelsumsätze expandierten im letzten Jahr um etwa 6% (rund 9% bei nicht dem Nahrungsmittelsektor zuzuzählenden Produkten). Das Planziel für 1974 sieht die ungefähre Aufrechterhaltung der im Vorjahr erreichten Wachstumsraten vor. Das Schwergewicht wird auf die Ausfuhrförderung und auf die Rationalisierung gelegt, wobei der Import von hochentwickelten Technologien und Know-how eine größere Rolle als bisher spielen soll.

Polen. Die Maßnahmen zur Verbesserung der Flexibilität der Wirtschaft und zur Erhöhung der Realeinkommen, mit denen 1971 begonnen worden war, führten im abgelaufenen Jahr zu einem weiteren raschen Wachstum. Das Nationaleinkommen erhöhte sich erneut um rund 10% gegen 8% 1971 und 6% in den Jahren 1966–1970. Die Ergebnisse der Landwirtschaft waren abermals sehr gut, die industrielle Erzeugung beschleunigte sich wiederum, und die Bauwirtschaft, einschließlich des Wohnungsbaus, erreichte einen neuen Rekord. Dieser Fortschritt ließ sich größtenteils auf das hohe Ausmaß früherer Produktivinvestitionen zurückführen, die dazu beitrugen, daß sich 1973 die Arbeitsproduktivität in der Industrie um mehr als 8% und in der Bauwirtschaft um 12% erhöhte. Da außerdem noch immer Arbeitskraftreserven vorhanden waren, stieg die Beschäftigung in der Industrie um mehr als 3% und in der Bauwirtschaft sogar um 7,9%. Da sich die Arbeitskräfte jedoch zusehends verknäpften, wurde das Schwergewicht der Politik immer mehr auf die Erzielung weiterer Produktivitätsfortschritte ausgerichtet, was z.B. durch Bindung der Löhne an die Unterneh-

mensleistung geschah. Darüber hinaus wurden im vergangenen Jahr Schritte zur Verbesserung der Unternehmensorganisation und der Rohmaterialausnutzung unternommen. Die Ölkrise schuf zusätzliche Probleme, obwohl das Energieangebot im allgemeinen ausreichte. Die Bruttoanlagekapitalbildung nahm 1973 mit 23% genauso schnell wie im Vorjahr zu. Das Geldeinkommen weitete sich um rund 13% aus, während der private Verbrauch um rund 9% und damit etwa im Vorjahrestempo gewachsen zu sein scheint. Die Gesamtnachfrage übertraf die inländische Erzeugung und führte zu beträchtlich erhöhten Nettoeinfuhren. Gleichzeitig stiegen die Spareinlagen im Jahr 1973 um nicht weniger als ein knappes Viertel an. Daraus läßt sich ableiten, daß eine gewisse Knappheit an Verbrauchsgütern bestand; die beträchtlichen Aufwärtskorrekturen der Preise bestimmter Erzeugnisse Anfang 1974 sind in diesem Zusammenhang zu sehen. Der Plan für 1974, der wiederum ein beträchtliches Wachstum vorsieht, legt besonderes Gewicht auf die Steigerung der Ausfuhr. Die Importe sollen ihren großen Umfang beibehalten und weiterhin in einem beträchtlichen Ausmaß durch Auslandskredite finanziert werden.

Rumänien. 1973 war die Mobilisierung brachliegender Ressourcen eine der vorrangigen Zielsetzungen. Um das Potential an Arbeitskräften zu vergrößern, wurden die Löhne um 4,3% gegen 1,8% 1972 erhöht und besondere Maßnahmen für die Anwerbung zusätzlicher Arbeitskräfte ergriffen. Zur Verbesserung der Produktivität wurde eine Reihe von organisatorischen Änderungen verfügt (vor allem in Richtung einer erneuten Zentralisierung) und stärkeres Gewicht auf die Fertigstellung von Investitionsvorhaben gelegt. Darüber hinaus wurde beträchtliche Aufmerksamkeit der Rohstoffproduktion und der Entwicklung der Energiequellen gewidmet. Das Wachstum der industriellen Erzeugung stieg von 11,7% in den beiden vorangegangenen Jahren auf 14,7% 1973. Ursächlich hierfür war in der Hauptsache eine deutliche Verbesserung der Produktivität, die sich um 9,1% gegen einen durchschnittlichen Zuwachs von rund 5,3% in den beiden Vorjahren erhöhte. Die Beschäftigung weitete sich andererseits um rund 5% oder weniger als 1972 und 1971 aus. Die größten Produktionszuwächse hatten der Sektor Maschinenbau und Metallverarbeitung (+ 20,7%) und die chemische Industrie (+ 18,3%), wogegen sich die Erzeugung von Elektrizität und Baustoffen weniger stark ausweitete. Ausfälle in der Produktion von Düngemitteln trugen zu schwächeren Getreide- und Gemüseernten bei, doch konnte in der Viehzucht einiger Fortschritt erzielt werden. Trotz dem schwachen Wachstum der gesamten landwirtschaftlichen Erzeugung wuchs das Agrareinkommen um 11,2% und überschritt damit die Zunahme des gesamten Geldeinkommens, das sich um 9,3% erhöhte. Die Einzelhandelsumsätze expandierten um 7,8% und das Realeinkommen pro Kopf um 4,4%. Da das Nationaleinkommen um 10,8% stieg und die Investitionen praktisch gleichblieben, bestand für einen weiteren Zuwachs der Ausfuhr beträchtlicher Spielraum, so daß sich die Handelsbilanz aktivierte. Der Plan für 1974 sieht ein gegenüber den Ergebnissen von 1973 vergrößertes Wachstum vor.

Bulgarien. Die Wachstumsrate des Nationaleinkommens erhöhte sich 1973, nachdem sie drei Jahre lang stabil geblieben war. Die Verbesserung ergab sich aus dem schnelleren Anstieg der Industrieproduktion, der 1972 etwas hinter dem langfristigen Durchschnitt zurückgeblieben war. Die Erzeugung von Investitionsgütern wuchs am schnellsten; wobei der Sektor Maschinenbau und Metallverarbeitung

ein Plus von 16,6% verzeichnete, aber auch die Konsumgüterproduktion brachte im Vergleich zu den vorangegangenen Jahren eine gewisse Zunahme. Ein schwacher Punkt war die Energieversorgung, deren Wachstum weit unter dem blieb, was in den vergangenen drei Jahren gemeldet worden war. Die Erzeugung von Baumaterialien war wiederum durch Engpässe behindert. Da außerdem — teilweise wegen der bulgarischen Teilnahme an Projekten im Ausland — ein Mangel an Bauarbeitern zu verzeichnen war, wuchs die von der Bauindustrie erstellte Leistung langsamer. Die Bruttoanlageinvestitionen stiegen weniger als 1972, doch die Investitionen im Elektrizitätsbereich kamen auf breiter Basis voran. Die landwirtschaftliche Produktion blieb — trotz der seit 1970 betriebenen umfassenden Neuorganisation des landwirtschaftlichen Bereichs — etwas unter dem Niveau, das man erwartet hatte. Vor allem beeinträchtigte der Futtermangel die Viehzucht. Der Anstieg der Beschäftigung in der Industrie und selektive Lohnanhebungen trugen zu einer beträchtlichen Zunahme des Gesamteinkommens bei, die ihrerseits zu einer Expansion der Einzelhandelsumsätze um 8,6%, gegen etwa 6½% in den vorangegangenen zwei Jahren, führte. Bei relativ stabilen Verbraucherpreisen erhöhte sich das reale Pro-Kopf-Einkommen um 7,9%, d.h. fast doppelt so stark wie 1971 und 1972. Bei verschiedenen Konsumgütern und landwirtschaftlichen Erzeugnissen gab es gelegentlich Versorgungsschwierigkeiten. Die Pläne sehen für 1974 abermals ein beträchtliches Wachstum besonders im industriellen Bereich vor.

Sowjetunion. Das Jahr 1973 war ein Jahr der Konsolidierung. Nach einer ausgedehnten Periode sich abschwächenden Wachstums, das dazu führte, daß die Planziffern bald nach Beginn des Jahres 1973 nach unten angepaßt werden mußten, gewann die Gesamtproduktion wieder an Schwung. Das Nationaleinkommen nahm im Jahresergebnis um 6,8% zu, gegen nur 3,9% 1972, als eine schlechte Ernte das Gesamtergebnis gedrückt hatte. 1973 waren die landwirtschaftlichen Ergebnisse hervorragend; die Getreideernten waren größer als je zuvor. Die Industrieproduktion wuchs etwas schneller als 1972, konnte aber die Entwicklung früherer Jahre nicht erreichen. Die Hauptsteigerungen waren wieder in der chemischen Industrie, im Automobilbau, in der elektronischen Industrie und im allgemeinen Maschinenbau zu verzeichnen, wogegen die Produktion von landwirtschaftlichen Maschinen, Öl und Erdgas unter den Planansätzen blieb. Was die Energieversorgung betrifft, so wurde der heimische Bedarf im großen und ganzen befriedigt, während die Exportverträge nicht immer ganz erfüllt werden konnten. Die Erzeugung von Produktionsgütern stieg um 8,2%, verglichen mit 6,8% 1972, aber der Zuwachs der Konsumgüterproduktion war mit 5,9% nur geringfügig höher als im Jahr zuvor. Da Arbeitskräfte knapp waren, profitierte die Industrieproduktion von einer 6prozentigen Erhöhung der Arbeitsproduktivität, die sich vor allem aus der Bevorzugung von Rationalisierungsinvestitionen ergab. Von der weitreichenden Reorganisation der Verwaltungsstruktur der Industrie, die 1973 in Angriff genommen wurde, wird eine Erhöhung der Leistungsfähigkeit erwartet. Die Bruttoanlageinvestitionen stiegen 1973 um 3,9% gegen 7,2% 1972, jedoch wurde ein größerer Anteil für die Fertigstellung von Projekten verwendet. Die Nominallöhne erhöhten sich um 3,7%, aber dank einem Beschäftigungsanstieg von 2,3% und einer Zunahme der Einkommen aus der Landwirtschaft um 5,9% stiegen die gesamten Geldeinkommen um 6,1%. Bei fast stabilen Preisen nahmen die Einzelhandelsumsätze um 5,3% und das Realeinkommen um 5% zu. Die Differenz

zwischen Einkommen und Ausgaben, die sich in einer 13prozentigen Steigerung der Spareinlagen niederschlug, legt den Schluß nahe, daß die Konsumgüterversorgung nicht immer der Nachfrage entsprach. Für 1974 wurde deshalb der Schwerpunkt des Plans auf die Konsumgüterproduktion gelegt, und den Produzenten wurde ein gewisser Spielraum eingeräumt, damit sie ihre Angebotspalette der Marktnachfrage anpassen können. Der Plan zielt auf eine Erhöhung der Gesamtinvestition um 6,3 % und mehr auf Produktivitätssteigerungen als auf Kapazitätsausweitungen. Das gesamte Wachstum soll sich leicht beschleunigen.

Südafrika. Gegen Ende 1972 hatte mit dem Aufschwung des privaten Verbrauchs, des Wohnungsbaus und der öffentlichen Investitionen eine wirtschaftliche Erholung begonnen, aber sie gewann bis spät ins Jahr 1973 hinein wegen der Lustlosigkeit der industriellen Anlageinvestitionen keinen Schwung. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte, bei abnehmender Agrar- und Goldproduktion, 1973 um etwa 4 % gegen 3 % 1972. Da die Wachstumsmöglichkeiten immer noch nicht voll ausgenutzt waren, gingen Fiskal- und Geldpolitik grundsätzlich darauf aus, die Wiederbelebung zu begünstigen, aber der 10prozentige Anstieg der Verbraucherpreise während des Jahres und ein entstehendes Zahlungsbilanzdefizit brachten die Wirtschaftspolitik in ein Dilemma.

Begünstigt durch einen steilen Anstieg im Wert der Rohstoffexporte und der Goldproduktion verzeichnete die Leistungsbilanz 1973 insgesamt einen Überschuß von nahezu R 200 Mio. Später im Jahr geriet sie jedoch ins Defizit, als die Beschleunigung des wirtschaftlichen Aufschwungs sofort den Lageraufbau anregte. Außerdem wechselten die grenzüberschreitenden Kapitalströme die Richtung, so daß anstelle eines Überschusses von R 400 Mio. 1972 im letzten Jahr ein Defizit von R 210 Mio. entstand. Dies war, abgesehen von den Schritten, die Großbritannien im Juni 1972 unternommen hatte, um die Portfolioinvestitionen im Ausland zu beschränken, weitgehend auf die in Südafrika herrschenden leichten monetären Bedingungen und — später im Jahr — auf die Spekulation um eine Randabwertung zurückzuführen. Bei weiterbestehender Bindung an den Dollar hatte der Rand die Dollarabwertung vom Februar nicht mitgemacht und war im Juni dem Dollar gegenüber um 4,98 % aufgewertet worden.

Der Voranschlag der Regierung für das im März 1974 endende Haushaltsjahr hatte verschiedene Steuerkürzungen und gleichzeitig verstärkte Anregungen für Anlageinvestitionen und Exporte gebracht. Was die Geldpolitik betrifft, so waren gegen Ende 1972 die seit langem in Kraft befindlichen Bankkredit Höchstgrenzen aufgehoben worden und neue Kassenhaltungs- und Liquiditätsvorschriften erlassen worden, die den Banken reichlich Liquidität beließen. Nach der Herabsetzung des Diskontsatzes von 6 % auf $5\frac{1}{2}$ % im März 1973 sanken auch die Sollzinsen der Banken, und die von der Notenbank für Geschäfte in Regierungsanleihen festgelegten Sätze wurden ermäßigt. Allerdings wurden auch gewisse Schritte unternommen, um die Inflation zu dämpfen, einschließlich einer fortschreitenden Liberalisierung der Einfuhren, der Aufwertung des Rand und einer im August verkündeten Kürzung der Verkaufssteuern auf Haushaltswaren und Nahrungsmittel.

Schließlich stellte sich heraus, daß der Staatshaushaltsplan weniger expansiv war als erwartet. Da die Steuereinnahmen sehr schnell anstiegen, belief sich der Kreditbedarf der Regierung lediglich auf R 246 Mio. für das Kalenderjahr 1973, gegen

R 748 Mio. 1972. Außerdem hatte die Geldpolitik zunehmend auf Zahlungsbilanzgesichtspunkte Rücksicht zu nehmen. Das entstehende Zahlungsbilanzdefizit verringerte die Bankenliquidität unmittelbar und steigerte auch die Nachfrage nach Bankkrediten, da die Kreditnehmer sich wieder den heimischen Kreditquellen zuwandten. Die Behörden unternahmen daher, weil sie immer noch die Erholung der heimischen Wirtschaftsentwicklung fördern wollten, Schritte, um den Druck auf die Discount houses zu verringern, und boten dem Bankensystem großzügige Hilfe an, wenngleich im allgemeinen zu Strafsätzen, die meist deutlich über dem Diskontsatz lagen. Die Geldmarktsätze stiegen, und von September bis November hoben die Kreditinstitute ihre Soll- und Habenzinsen um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt an. Über das ganze Jahr nahm die Bankkreditausreichung an den privaten Sektor um 36% zu, gegen 12% im vorangegangenen Jahr, während die Geld- und Quasigeldbestände um 23% anstiegen, verglichen mit 14% 1972.

Als sich die Mittelabflüsse um die Jahreswende beschleunigten, wurde der Diskontsatz im Januar 1974 auf 6 $\frac{1}{2}$ % erhöht, und die meisten Soll- und Habenzinsen der Kreditinstitute wurden ebenfalls um 1 Prozentpunkt angehoben. Die Wirtschaft expandierte jedoch immer noch nicht in angemessenem Verhältnis zu ihrem Produktionspotential. Um einen Teil der Auswirkungen der unerwartet hohen staatlichen Einnahmen auszugleichen, kündigte die Regierung im Februar an, daß sie die früher eingeführten Steuerzuschläge („loan levies“) eher als beabsichtigt zurückzahlen wolle; ferner sollten die Sozialleistungen verbessert und die Verkaufssteuern weiter gekürzt werden. Am 1. Juni wurde die Bankrate auf 7 $\frac{1}{2}$ % und der den Banken vorgeschriebene Habenzinsplafond um 1 $\frac{1}{2}$ Prozentpunkte erhöht.

Australien. Die Wirtschaftsentwicklung gewann, nachdem sie etwa um die Mitte des Jahres 1972 sich zu erholen begonnen hatte, ab Anfang 1973 erheblich an Schwung. Anfangs basierte der Aufwärtstrend vor allem auf zunehmenden Exporten, einem Wohnungsbauboom und einem starken Anstieg des privaten Verbrauchs, aber später im Jahr erholte sich die private Anlageinvestition von ihrem zweijährigen Einbruch. Im Zusammenhang mit dem Nachlassen der Einwanderung und einer ausgesprochenen Verschlechterung der Beziehungen zwischen den Tarifpartnern begannen Arbeitskräfte- und Materialmangel die Produktion bald zu beeinträchtigen, und der inflationäre Druck wurde sehr ernst.

Die Zahlungsbilanz erbrachte statt des Überschusses von \$A 2 180 Mio. 1972 im vergangenen Jahr ein Defizit von \$A 320 Mio. Der Leistungsbilanzüberschuß stieg von \$A 270 Mio. auf \$A 400 Mio., doch kehrte sich die Kapitalbilanz (mit Restposten) unter dem Einfluß von Devisenbeschränkungen um, so daß es, statt des Zuflusses von \$A 1 910 Mio. 1972, im letzten Jahr einen Abfluß von \$A 720 Mio. gab. Das Ergebnis in laufender Rechnung war größtenteils dem Boom bei den Weltmarktpreisen für die exportierten australischen Rohstoffe zu verdanken. Die Ausweitung der Einfuhr verstärkte sich wertmäßig im Verlauf des Jahres immer mehr und ließ das Tempo der Exportsteigerung zunehmend hinter sich. Dies war hauptsächlich eine Folge der heimischen Überhitzung, doch wurden die Importe im Juli auch durch eine umfassende 25prozentige Zollsenkung und durch eine Aufwertung ermutigt. Nach einer 7prozentigen Aufwertung gegenüber anderen Währungen im Dezember 1972 folgte der australische Dollar, der sonst in fester Relation zum US-

Dollar gehalten wurde, der Abwertung dieser Währung im Februar 1973 nicht und wurde ihr gegenüber im September um weitere 5% aufgewertet.

Der Anstieg der Verbraucherpreise, der 1972 nur 4,7% betragen hatte, beschleunigte sich stark und stellte sich im letzten Quartal 1973 gegenüber der gleichen Zeit des Vorjahres auf etwa 13%. Beim Öl ist Australien beinahe autark, und die Preise für heimisches Rohöl sind in langfristigen Verträgen zwischen der Regierung und den Konzessionsgesellschaften festgelegt worden. Aber die Exportpreissteigerungen bei anderen Rohstoffen beeinflussten die inländischen Preise sehr schnell und steigerten insbesondere die Einkommen im landwirtschaftlichen Sektor. Gegen Ende des Jahres gaben auch die zunehmenden Lohnsteigerungen Anlaß zur Sorge. Um die Inflation in den Griff zu bekommen, errichtete die Regierung ein Preisrechtfertigungstribunal, das — wegen seiner begrenzten Rechte auf diesem Gebiet — grundsätzlich mit Überredungsstrategie arbeitete.

Da der Spielraum für eine restriktivere Fiskalpolitik durch verschiedene Ausgabenzusagen und Steuerzugeständnisse beschränkt war, sah der Staatshaushalt für das im Juni 1974 endende Jahr einen inlandswirksamen Fehlbetrag von \$A 162 Mio. vor. Im Kalenderjahr 1973 befriedigte das Schatzamt seinen inländischen Mittelbedarf von \$A 1 200 Mio. vor allem durch Rückgriff auf seine Guthaben.

Die Geldpolitik wurde jedoch so umgestellt, daß sie die sich aus der Umkehr der grenzüberschreitenden Kapitalströme ergebende Liquiditätsbeengung verstärkte. Insbesondere wurde das Barreserveverfordernis für Geschäftsbanken im April von 6,6% auf 7,6% und im August auf 9% erhöht, die Banken wurden aufgefordert, sich beim Wohnungsbaukredit zurückzuhalten, und ab September wurden auch umfangreiche restriktive Offenmarktoperationen durchgeführt. Außerdem wurden Schritte unternommen, um das inländische Zinsniveau anzuheben, und das besondere Bardepoterfordernis wurde zur Abhaltung neuerlicher Mittelzuflüsse im Oktober von 25% auf 33 $\frac{1}{3}$ % angehoben. Dieser Satz galt für im Ausland von Inländern aufgenommene Kredite mit Laufzeit über zwei Jahre; Auslandskreditaufnahmen mit kürzerer Befristung blieben verboten.

Geld und Quasigeld erhöhten sich 1973 um 21%, etwa genausoviel wie 1972. Da die Kreditnachfrage wegen der Beschränkung für Auslandskreditaufnahmen und des wirtschaftlichen Aufschwungs stark expandierte, nahm die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor um fast 33% zu, gegen 16% 1972. Die Bestände der Banken an liquiden Anlagen und Staatspapieren, gemessen als Prozentsatz der Einlagen, sanken im Verlaufe des Jahres von 31,8% auf 24,9%. In den ersten Monaten von 1974, in denen die Konjunktur weiterhin durch hohe Kapazitätsausnutzung gekennzeichnet war, wurde die Geldpolitik auf einer streng restriktiven Linie belassen.

Neuseeland. Die wirtschaftliche Erholung nach der rezessiven Phase machte im vergangenen Jahr schnelle Fortschritte. Die expansive Geld- und Fiskalpolitik blähte, zusammen mit steigenden Preisen für landwirtschaftliche Exporte, die die Zahlungsbilanz in eine Überschussposition brachten, sowohl die inländischen Einkommen als auch die Liquidität auf. Der beschleunigten Ausweitung der Verbrauchs- und Wohnraumnachfrage ab Ende 1972 folgte später im Jahr 1973 eine Verstärkung der Investition. Anfang 1974 war die Expansion in allen Bereichen zu spüren, und die Produktion näherte sich den Kapazitätsgrenzen.

Gegen Ende 1973 begannen die Einfuhren schneller als die Ausfuhren zu wachsen, doch verzeichnete die Leistungsbilanz für das ganze Jahr auf Zahlungsbasis einen Überschuß von NZ\$ 152 Mio., verglichen mit NZ\$ 208 Mio. 1972. Die Kapitalbilanz schloß nach den Nettozuflüssen von 1972 in Höhe von NZ\$ 92 Mio. im Jahr 1973 mit einem Defizit von NZ\$ 21 Mio. Die Nettorückzahlungen von Auslandsschulden der Regierung erhöhten sich, und die privaten Kapitalzuflüsse gingen zurück, weil sich die Kreditnehmer inländischen Quellen zuwandten. Im Juli wurde der Neuseeland-Dollar gegenüber dem US-Dollar, an den er bis dahin gebunden gewesen war, um rund 3 % und im September nochmals um weitere 10 % aufgewertet.

Die Verbraucherpreise stiegen 1973 um 10,2 %, verglichen mit 5,5 % 1972. Zu Beginn des Jahres, als Löhne und Dividenden von den bis dahin geltenden Beschränkungen freigestellt worden waren, arbeitete die antiinflationäre Politik vor allem mit Preiskontrollen, die auf bestimmte landwirtschaftliche Erzeugnisse ausgedehnt und durch Subventionszahlungen, Exportbeschränkungen und Einfuhrliberalisierungen unterstützt wurden. Außerdem wurden den wolle- und fleischerzeugenden Farmern Anreize gegeben, die sie veranlaßten, im ganzen Jahr etwa NZ\$ 90 Mio. ihres Einkommenszuwachses auf Sperrkonten bei der Notenbank stillzulegen. Im Juni setzte die Regierung eine Lohnleitlinie fest; aber im August gestand sie eine sofortige allgemeine Lohnanhebung von 8,5 % zu. Im Anschluß an einen 30tägigen Preisstopp unterwarf sie die Erhöhung von Löhnen, Preisen und Gewinnen strengen Begrenzungen, die bis Juni 1974 in Kraft bleiben sollen.

Das Regierungsbudget für das im März 1974 endende Jahr sah beträchtliche Ausgabensteigerungen, erhöhte Subventionen für Exporte, industrielle Investitionen und regionale Entwicklungsmaßnahmen sowie die Beibehaltung gewisser befristeter Einkommenssteuerermäßigungen vor, die 1972 zugestanden worden waren. Was die Geldpolitik betrifft, so wurden die seit langem geltenden Bankkredithöchstgrenzen Ende 1972 aufgehoben. Im Juni 1973 wurde den Banken die Haltung von Kassenreserven und Staatspapieren nach Maßgabe eines variablen Satzes vorgeschrieben, der zunächst auf 42 % für Sicht- und 17 % für Termineinlagen festgelegt wurde. Im August, als sich der wirtschaftliche Aufschwung verstärkte, hoben die Behörden diese Sätze sowie jene, die für die Anlagen der Finanzgesellschaften in Regierungstiteln gelten, mit Wirkung vom Dezember um 2 Prozentpunkte an. Dazu kam noch, daß die Banken im November ersucht wurden, den Gesamtbetrag ihrer Kreditlinien für andere Finanzinstitute und Privatpersonen, ausgenommen zur Finanzierung des Wohnungsbaus, nicht zu erhöhen.

Im gesamten Jahr stiegen die privaten Einlagen bei Geschäftsbanken, nach der Zunahme um fast 40 % 1972, um über 30 %. Durch Zurückhaltung bei ihren Wertpapieranlagen konnten die Geschäftsbanken ihre Kreditausreichungen, die 1972 nur um 7 % gestiegen waren, im letzten Jahr um etwa 55 % erhöhen. Nur ein kleiner Teil davon ging an die verarbeitende Industrie. Um mehr Mittel für die Industrie verfügbar zu machen und die Spannungen am Hypothekenmarkt zu mildern, ermäßigten die Behörden im Februar 1974 die Sätze für die den Finanzgesellschaften und Sparkassen vorgeschriebenen Anlagen in Staatspapieren.

III. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Welthandel

1973 weitete sich der Welthandel kräftig aus und erreichte einen Umsatz von \$ 508 Mrd.; das sind 35 % Zuwachs gegenüber 1972. Die Steigerung war dreieinhalbmal so groß wie die durchschnittliche Wachstumsrate der letzten zwanzig Jahre und zweimal so hoch wie 1972. Das Volumen des Welthandels nahm um 11½ % zu (rund 2½ Prozentpunkte mehr als im vorangegangenen Jahr), während die Durchschnittswerte der international gehandelten Güter, zum Teil als Reflex der weiteren Entwertung des Dollars, um 21 % hinaufschossen (1972: +7½ %).

Das schnellere mengenmäßige Wachstum des Welthandels entfiel im vergangenen Jahr auf die Industrieländer, die einen Anstieg von rund 14 %, gegen 9 % 1972, verzeichneten. Bei den Entwicklungsländern gab es eine deutliche Wachstumsverlangsamung: die Zunahme von Ausfuhr und Einfuhr stellte sich auf je 1½ %, verglichen mit 14 % bzw. 5½ % im vergangenen Jahr.

In den Handelsströmen der Industrieländer kam es zu bedeutsamen Verlagerungen. Da die Exporte der erweiterten EWG um 37 %, ihre Importe jedoch um über 40 % stiegen, entstand — nach dem kleinen Überschuß des Jahres 1972 — 1973 ein Defizit

Welthandel¹

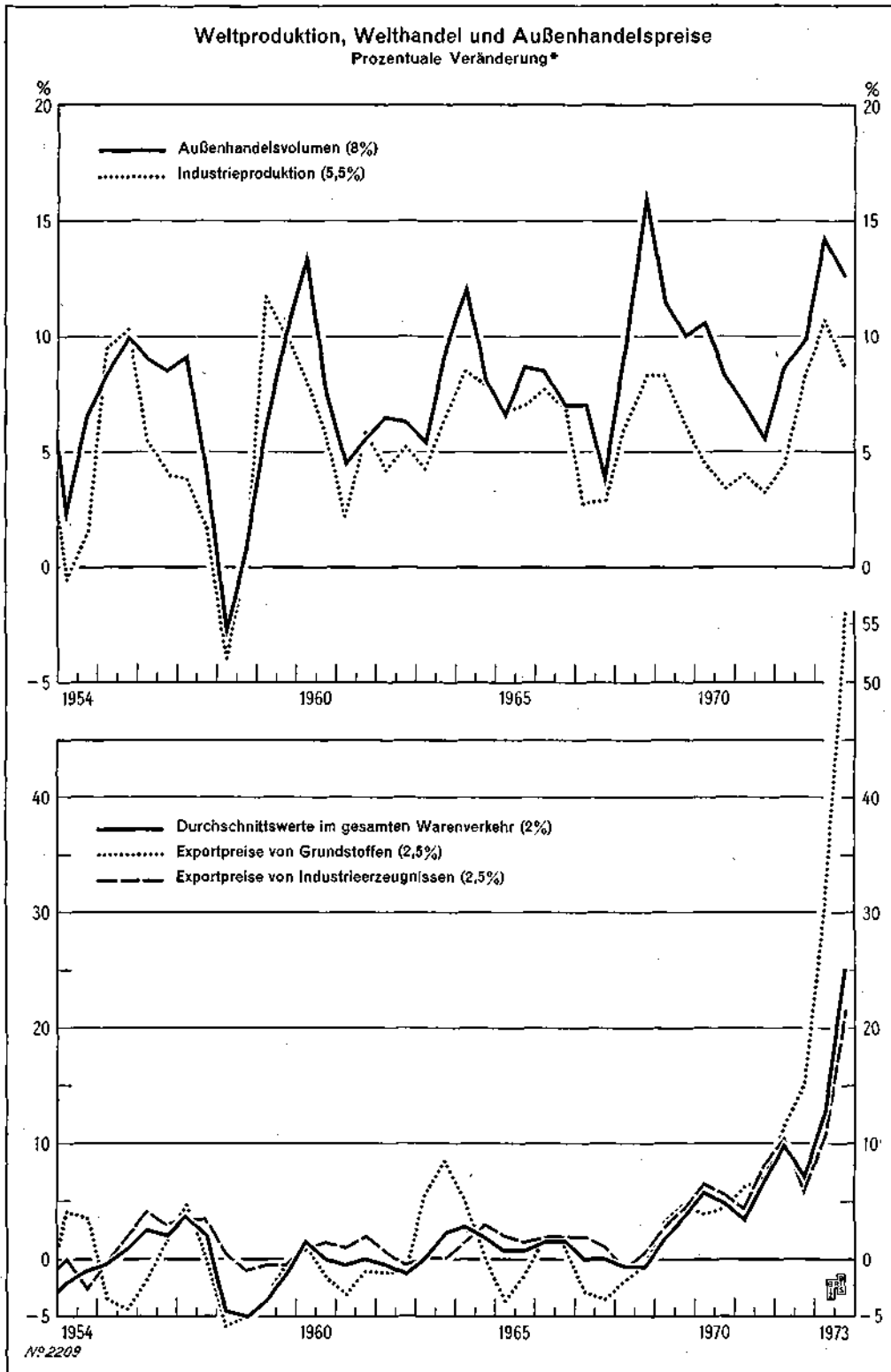
	Ausfuhr (fob)		Einfuhr (cif)		Zuwachsrste der			
					Ausfuhr		Einfuhr	
	1972	1973	1972	1973	1972	1973	1972	1973
	Milliarden US-Dollar				Prozent			
Industrialisierte Gebiete								
Europa								
EWG ²	153,1	209,8	152,4	213,8	+20	+37	+18	+40½
Sonstige Länder	34,2	47,0	44,4	61,5	+22	+37½	+17	+38½
Zusammen	187,3	256,8	196,8	275,3	+20	+37	+18	+40
Vereinigte Staaten	49,0	70,2	58,9	73,2	+12½	+43½	+22	+24½
Kanada	20,3	25,2	20,2	24,9	+15	+24½	+21½	+23½
Japan	28,6	37,0	23,5	38,3	+19	+29½	+19	+63½
Sonstige Industrieländer ³	11,6	17,0	12,0	17,6	+24	+47	- 1½	+46½
Zusammen ⁴	297,3	407,0	311,3	429,0	+18½	+37	+18	+38
(Volumenindex 1971 = 100)	(108,5)	(123,7)	(109,7)	(124,6)	(+ 8½)	(+14)	(+ 9½)	(+13½)
Sonstige Gebiete								
(Volumenindex 1971 = 100)	73,0	90,0	70,9	89,5	+19	+23½	+12	+26
(114,0)	(115,7)	(105,7)	(107,4)	(+14)	(+ 1½)	(+ 5½)	(+ 1½)	
Insgesamt	370,3	497,0	382,2	518,5	+18½	+34	+17	+35½
(Volumenindex 1971 = 100)	(110,2)	(123,0)	(108,5)	(121,2)	(+10)	(+11½)	(+ 8½)	(+11½)

¹ Ungefähr 90 % des Welthandels, da die Ausfuhren und Einfuhren von Planwirtschaftsländern nur insoweit enthalten sind, als sie sich im Außenhandel mit der übrigen Welt niederschlagen. ² Neun Länder. ³ Australien, Israel, Neuseeland, Südafrika. ⁴ Summe stimmt nicht immer mit der Addition der einzelnen Zahlen überein.

von \$4 Mrd. Die scharfe Beschleunigung der Einfuhr verteilte sich ziemlich gleichmäßig auf alle Länder, wogegen bei der Ausfuhr Deutschland und die Niederlande besonders große Steigerungen erzielten. Sehr stark expandierten die EWG-Verkäufe an Japan mit über 70%, während die Binnenexporte der EWG um mehr als 35% und die nach Nordamerika um über 20% stiegen. Das von den sonstigen westeuropäischen Ländern 1972 verzeichnete Defizit von \$10 Mrd. wuchs um über \$4 Mrd., wobei sowohl die Importe als auch die Exporte Steigerungsraten von nahezu 40% aufwiesen. Mit Ausnahme von Schweden, dessen Handelsbilanzüberschuß sich mit \$1,7 Mrd. mehr als verdoppelte, ergab sich bei allen Ländern dieser Gruppe eine Vergrößerung ihrer Defizite. Die Exporte aus Nordamerika gewannen weiter an Schwung. Sie stiegen im vergangenen Jahr um fast zwei Fünftel, während die Importe einen Anstieg von etwa einem Viertel aufwiesen. Der Handelsbilanzüberschuß Kanadas vergrößerte sich; das US-amerikanische Defizit verringerte sich stark, und zwar von \$9,9 Mrd. 1972 auf \$3 Mrd. 1973. Die Ausfuhren von Nordamerika nach Japan stiegen um mehr als 70%, und bei den Verkäufen von landwirtschaftlichen Produkten an Planwirtschaftsländer war ein starker Anstieg zu verzeichnen. Die japanische Handelsbilanz drehte sich um \$6,4 Mrd. und geriet in ein Defizit. Die Exporte stiegen um 30%, während die Importe um den doppelten Prozentsatz zunahmen. Die Ausfuhren nach Europa weiteten sich um ein Drittel aus, während die nach Nordamerika einen Anstieg von unter 5% aufwiesen. Bei den sonstigen Industrieländern als Ganzes expandierten sowohl Importe als auch Exporte um mehr als die Hälfte. Der Anstieg der Importe ist in Australien, Südafrika, Neuseeland und Israel vor allem durch den konjunkturellen Aufschwung verursacht worden, während die Exporte von den gestiegenen Preisen für Rohstoffe und — im Falle Südafrikas — Gold profitierten.

Wie das nebenstehende Diagramm zeigt, bestand in den vergangenen zwanzig Jahren ein enger Zusammenhang zwischen Veränderungen im Welthandelsvolumen und der Industrieproduktion. Langfristig gesehen war die Zunahme des Außenhandelsvolumens im vergangenen Jahr keineswegs außergewöhnlich, wenngleich die durchschnittliche Zuwachsrate seit 1968 beträchtlich höher war als die der Jahre 1954–1967. Was 1973 so zu Buche schlug, war der Anstieg der Außenhandelspreise verglichen mit den letzten Jahren und noch viel mehr, wenn man die Zeit seit 1953 betrachtet. Im Zeitraum 1953–1967 hatten die Durchschnittspreise der international gehandelten Güter einen mittleren Jahresanstieg von nur 0,1% aufgewiesen. Danach folgte 1968–1972 ein Anstieg von 4%, während die Steigerungsrate 1973 21% ausmachte. Von besonderer Bedeutung war in diesem Zusammenhang der Boom der Rohstoffpreise. Nach dem Koreakrieg hatte es bis Ende 1971 nie eine besonders bemerkenswerte Divergenz zwischen den Exportpreistrends von Grundstoffen und Industrieerzeugnissen gegeben. Vom letzten Quartal 1971 bis zum letzten Quartal 1973 haben sich jedoch die Exportpreise von Grundstoffen nahezu verdoppelt, wogegen sie bei Industrieprodukten nur um etwa ein Viertel gestiegen sind. Wie in Kapitel I bereits dargelegt, reflektierten diese Zunahmen nicht nur die Stärke der Weltnachfrage bei beschränktem Angebot, sondern auch Vorsorge- und Spekulationskäufe, die aus der schnellen monetären Expansion, tiefverwurzelter Inflationsangst und verbreiteten Währungsanpassungen und -ungewißheiten erwuchsen.

Das Diagramm macht auch deutlich, daß die Elastizität des Welthandelsvolumens bezogen auf die Industrieproduktion gut über 1 liegt. Im Durchschnitt des Zeitraums



* Halbjahresdurchschnitte gegenüber der gleichen Zeit des Vorjahres. Preise in US-Dollar. Die Zahlen in Klammern geben die durchschnittliche Steigerungsrate für 1953-1973 an.

1959-1973 war eine Veränderung in der Industrieproduktion um 1 Prozentpunkt von einer eineinhalbmal so großen Veränderung des Außenhandelsvolumens begleitet.

Die Umwälzungen des letzten Jahres auf dem Gebiet der Preise und Wechselkurse haben die Handelsbilanzen der wichtigsten Industrieländer deutlich beeinflusst. Früher hatten merkliche Veränderungen der Terms of trade in der Regel effektive Wechselkursänderungen zum Ausdruck gebracht; 1973 wurde dieser Einfluß jedoch häufig von der relativen Bedeutung von Rohstoffen gegenüber Industrieprodukten in den Einfuhren und Ausfuhren der einzelnen Länder übertroffen. So verzeichnete der kanadische Dollar — um das eine Extrem aufzuzeigen — eine effektive Abwertung um 1½%, und doch profitierte Kanada wegen des großen Anteils der Grundstoffe an seinen Exporten von einer 8prozentigen Verbesserung der Terms of trade. (Diese und die folgenden Werte dieses Abschnitts basieren, wie aus den begleitenden Tabellen ersichtlich ist, auf Jahresendstandsvergleichen 1973 gegen 1972.) Die effektive Abwertung des US-Dollars belief sich auf 6%, doch die US-amerikanischen Terms of trade verschlechterten sich um lediglich 2½%. Andererseits belief sich die Verschlechterung der japanischen Terms of trade, trotz effektiver Höherbewertung der Währung um 2½%, auf 5%. In der Tat waren Japan, die Schweiz, Großbritannien und Italien vom Anstieg der Rohstoffpreise am stärksten betroffen. In den beiden letztgenannten Ländern resultierte die Verschlechterung der Terms of trade um etwa 15% zudem teilweise aus der effektiven Abwertung ihrer Währung.

Veränderung der Durchschnittswerte* im Außenhandel
und der Terms of trade

	Durchschnittswerte der Ausfuhr			Durchschnittswerte der Einfuhr			Terms of trade		
	1972	1973		1972	1973		1972	1973	
		Ganzes Jahr	4. Quartal		Ganzes Jahr	4. Quartal		Ganzes Jahr	4. Quartal
	Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr bzw. der entsprechenden Vorjahresperiode								
Belgien	- 2½	+ 11½	+ 17	+ ½	+ 16½	+ 22½	- 3	- 4½	- 4½
Deutschland (BR) .	+ 1	+ 1½	+ 4½	- 2	+ 5	+ 9	+ 3	- 3	- 4
Frankreich	+ 1	+ 10	+ 14½	+ 1	+ 8	+ 14	0	+ 1	+ ½
Großbritannien . .	+ 5	+ 12½	+ 17	+ 4	+ 28½	+ 39½	+ 1	- 12½	- 16
Italien	+ 1	+ 14½	+ 23½	+ 1½	+ 27	+ 43	- ½	- 10	- 14
Japan	- 2	+ 8½	+ 15½	- 7½	+ 12½	+ 22	+ 6	- 3½	- 5
Kanada	+ 3	+ 17	+ 24	+ 3	+ 10½	+ 14½	0	+ 6	+ 8
Niederlande	+ 1	+ 7	+ 10½	- 1	+ 7½	+ 12	+ 2	- 1½	- 1½
Schweden	+ 4	+ 10	+ 16½	+ 1½	+ 13	+ 19½	+ 2	- 2	- 2
Schweiz	+ 2	+ 2½	+ 2½	+ ½	+ 5½	+ 12½	+ 1	- 3	- 9
Vereinigte Staaten .	+ 3	+ 17	+ 24	+ 7½	+ 18½	+ 27½	- 4	- 1½	- 2½

* In Landeswährungen.

Die 23prozentige Expansion des Exportvolumens, die die Vereinigten Staaten letztes Jahr erzielten, und die Verlangsamung der japanischen Ausfuhren sind praktisch die einzigen Beispiele, die jene Theorien stützten, die hinsichtlich der Anpassungsprozesse im internationalen Handel vor allem die Bedeutung der Preiselastizitäten betonen. Nach den Vereinigten Staaten verzeichneten Deutschland und die Schweiz die stärksten Zunahmen im Exportvolumen, d.h. die Länder mit der — abgesehen von Japan — höchsten effektiven Aufwertung ihrer Währung innerhalb der vergangenen drei Jahre (16½% bzw. 12%). Zudem verzeichneten diese beiden Länder mit die

geringsten Zunahmen beim Importvolumen. Auf der anderen Seite erzielten Großbritannien und Italien, trotz großen Abwertungen, unzureichende Steigerungen ihres Exportvolumens. Diese unterschiedlichen Erfahrungen bestätigen eher, daß Wechselkursbewegungen oft von konjunkturellen Entwicklungen, Versorgungssituationen und — allgemeiner — relativen monetären Faktoren überspielt werden.

Veränderung des Export- und Importvolumens und
der effektiven Wechselkurse

	Exportvolumen			Importvolumen			Effektive Wechselkurse		
	1972	1973		1972	1973		1971 Dez.	1972 Dez.	1973 Dez.
		Ganzes Jahr	4. Quartal		Ganzes Jahr	4. Quartal			
Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr bzw. der entsprechenden Vorjahresperiode									
Belgien	+ 17½	+ 10	+ 4½	+ 8	+ 7½	+ 4½	+ 2	+ 1	- 2½
Deutschland (BR)	+ 8½	+ 18	+ 13	+ 9	+ 7½	+ 4	+ 5½	0	+ 11
Frankreich	+ 13½	+ 11	+ 5½	+ 13½	+ 14	+ 8	- 5	+ 4½	+ 1
Großbritannien	+ 2	+ 14	+ 4½	+ 11	+ 16	+ 11	0	- 10	- 11½
Italien	+ 14½	+ 4	+ 5	+ 12	+ 13½	+ 6½	- 3	- 1½	- 16
Japan	+ 7	+ 5	+ 2	+ 13	+ 28	+ 26½	+ 8½	+ 5	+ 2½
Kanada	+ 10	+ 8	+ ½	+ 16½	+ 14	+ 12	0	0	- 1½
Niederlande	+ 11	+ 14	+ 9	+ 5	+ 14	+ 5	+ 2	- ½	+ 3½
Schweden	+ 5½	+ 16	+ 9	+ 4	+ 7½	+ 10	- 1	+ 2½	- 4½
Schweiz	+ 9	+ 12	+ 12	+ 8½	+ 7	+ 4	+ 3½	+ 1½	+ 7
Vereinigte Staaten	+ 9½	+ 23	+ 23	+ 13½	+ 5	- ½	- 6	- 2	- 6
Insgesamt	+ 9½	+ 13½	+ 9½	+ 11	+ 12	+ 8	+ ½	- ½	- 1

In Anbetracht des Preisbooms bei Rohstoffen sind globale Indizes der durchschnittlichen Exportpreise keine brauchbaren Indikatoren der Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit der verschiedenen Industrieländer mehr. Diese wird besser direkt an den durchschnittlichen Exportpreisen von Industrieprodukten und auch an den Veränderungen der Lohnkosten je Produkteinheit gemessen. Die Bewegung dieser Indizes liefert einige überraschende Erkenntnisse über das Ausmaß der Anpassungen in den relativen Preisen in den vergangenen Jahren — und ist auch indikativ für das Ausmaß des vorherigen Ungleichgewichts. Beispielsweise stiegen die deutschen Lohnstückkosten, in US-Dollar gerechnet, während der letzten vier Jahre mit durchschnittlichen Jahresraten von 18½%. Das waren jedes Jahr rund 16 Prozentpunkte mehr als der Anstieg in den Vereinigten Staaten, womit sich die relative Wettbewerbsfähigkeit um gut 60% geändert hätte.

Internationaler Zahlungsverkehr

Eine der Folgen der Wechselkursbewegungen der letzten drei Jahre, und insbesondere des Jahres 1973, ist die Verschlechterung der Qualität der Zahlungsbilanzangaben. Wo immer möglich ist versucht worden, in den nachstehenden Zahlen Bewertungsänderungen auszuschalten, um ein verlässlicheres Bild der tatsächlichen Transaktionen zu gewinnen. Die Trendvergleiche für den internationalen Zahlungsverkehr werden auf Dollarbasis angestellt, während der anschließende Überblick über die Entwicklung in den einzelnen Ländern im allgemeinen auf Angaben in Landeswährung basiert.

Die Gesamtzahlungsbilanzen der wichtigsten Industriegebiete zeigten 1973 bedeutende Veränderungen, die sich aber weitgehend ausglich. Die zusammengefaßte Zahlungsbilanz der westeuropäischen Länder verzeichnete einen Überschuß von \$16 Mrd., verglichen mit \$9,4 Mrd. im Jahr davor. Die Beinahe-Verdoppelung des EWG-Überschusses auf \$10,4 Mrd. spiegelte hauptsächlich die weitere Stärkung der deutschen Zahlungsbilanzposition wider, während die anderen EWG-Länder weit kleinere und einander größtenteils kompensierende Veränderungen aufwiesen. Die Zunahme im westeuropäischen Gesamtüberschuß war begleitet von einer Verringerung des US-amerikanischen Defizits, das mit \$4,7 Mrd. um \$8,9 Mrd. geringer ausfiel als 1972. Das Gegenstück zu diesen Veränderungen waren eine sehr große Passivierung in der japanischen Zahlungsbilanz (Defizit von \$10,2 Mrd. 1973, Überschuß von \$4,6 Mrd. 1972) und eine Verringerung des Gesamtüberschusses der Industrieländer der südlichen Erdhälfte (Australien, Neuseeland und Südafrika) um \$3,3 Mrd. auf eine in etwa ausgeglichene Position. Alles in allem schwand so der zusammengefaßte Überschuß der industrialisierten Gebiete bis auf \$0,9 Mrd. dahin, gegen \$3,3 Mrd. 1972.

Wenn Japan die drastischste Änderung in der Gesamtbilanz aufwies, so sind es die USA, die mit einem Überschuß von \$3 Mrd. (nach einem Defizit von \$8,4 Mrd. im Vorjahr) für den größten Umschwung in der Leistungsbilanz sorgten. Das kanadische Leistungsbilanzdefizit halbierte sich im vergangenen Jahr auf \$0,3 Mrd., während der Überschuß der Industrieländer der südlichen Erdhälfte um \$0,5 Mrd. auf \$1,1 Mrd. anstieg. Entgegengesetzte Bewegungen waren zu verzeichnen in Japan,

Industrialisierte Gebiete: Zahlungsbilanzen

	EWG ¹	Andere nord- und mitteleuropäische Länder ²	Andere südeuropäische Länder ³	West-europa insgesamt	Ver-einigte Staaten	Kanada	Japan	Länder der südlichen Erd-hälfte ⁴	Indu-striali-sierte Gebiete ins-gesamt
Milliarden US-Dollar									
Handelsbilanz ⁵									
1972	+ 8,5	- 2,1	- 5,4	+ 1,0	- 6,9	+ 1,6	+ 9,0	+ 3,2	+ 7,9
1973	+ 7,2	- 2,5	- 8,4	- 3,7	+ 0,7	+ 2,1	+ 3,7	+ 4,7	+ 7,5
Veränderung . .	- 1,3	- 0,4	- 3,0	- 4,7	+ 7,6	+ 0,5	- 5,3	+ 1,5	- 0,4
Dienstleistungen, Übertragungen									
1972	- 2,9	+ 2,2	+ 6,6	+ 5,9	- 1,5	- 2,2	- 2,4	- 2,6	- 2,8
1973	- 6,4	+ 2,8	+ 9,2	+ 5,6	+ 2,3	- 2,4	- 3,8	- 3,6	- 1,9
Veränderung . .	- 3,5	+ 0,6	+ 2,6	- 0,3	+ 3,8	- 0,2	- 1,4	- 1,0	+ 0,9
Leistungsbilanz									
1972	+ 5,6	+ 0,1	+ 1,2	+ 6,9	- 8,4	- 0,6	+ 6,6	+ 0,6	+ 5,1
1973	+ 0,8	+ 0,3	+ 0,8	+ 1,9	+ 3,0	- 0,3	- 0,1	+ 1,1	+ 5,6
Veränderung . .	- 4,8	+ 0,2	- 0,4	- 5,0	+ 11,4	+ 0,3	- 6,7	+ 0,5	+ 0,5
Kapitalbilanz									
1972	- 0,1	+ 1,0	+ 1,6	+ 2,5	- 5,2	+ 0,2	- 2,0	+ 2,7	- 1,8
1973	+ 9,6	+ 2,2	+ 2,3	+ 14,1	- 7,7	+ 0,1	- 10,1	- 1,1	- 4,7
Veränderung . .	+ 9,7	+ 1,2	+ 0,7	+ 11,6	- 2,5	- 0,1	- 8,1	- 3,8	- 2,9
Gesamtbilanz ⁶									
1972	+ 5,5	+ 1,1	+ 2,8	+ 9,4	- 13,6	- 0,4	+ 4,6	+ 3,3	+ 3,3
1973	+ 10,4	+ 2,5	+ 3,1	+ 16,0	- 4,7	- 0,2	- 10,2	-	+ 0,9
Veränderung . .	+ 4,9	+ 1,4	+ 0,3	+ 6,6	+ 8,9	+ 0,2	- 14,8	- 3,3	- 2,4

¹ Neun Länder. ² Finnland, Island, Norwegen, Österreich, Schweden, Schweiz. ³ Griechenland, Jugoslawien, Portugal, Spanien, Türkei. ⁴ Australien, Neuseeland, Südafrika. ⁵ Fob, teilweise geschätzt. ⁶ Entspricht der Veränderung von Netto-Währungsreserven und kurzfristiger Auslandsposition der Banken; Bewertungsänderungen bei den Beständen sind soweit wie möglich ausgeschaltet.

wo sich die Leistungsbilanz, nach dem Überschuß von \$6,6 Mrd. 1972, ungefähr im Gleichgewicht befand, und in Westeuropa, dessen Überschuß um \$5 Mrd. auf \$1,9 Mrd. schrumpfte. Diese letztere Veränderung beruhte vor allem auf den Ergebnissen der EWG: die vergrößerten Überschüsse Deutschlands und der Niederlande konnten nur einen kleinen Teil dessen kompensieren, was die anderen Länder an Rückgängen verzeichneten, namentlich Italien und Großbritannien, die beide zusammen eine Passivierung von mehr als \$8 Mrd. hinnehmen mußten. Als Ergebnis all dieser Bewegungen zeigte der Überschuß in der zusammengefaßten Leistungsbilanz der industrialisierten Gebiete mit einer Zunahme um \$0,5 Mrd. auf \$5,6 Mrd. wenig Änderung.

Was die Kapitalbewegungen betrifft, so stiegen die Nettozuflüsse nach Westeuropa im vergangenen Jahr um \$11,6 Mrd. auf \$14,1 Mrd. steil an. Diese Verschiebung resultierte weitgehend aus Entwicklungen in der EWG; die größte Veränderung — eine Aktivierung um \$5,4 Mrd. — war in Italien zu verzeichnen, wobei sich ein Großteil aus den stark gestiegenen kompensatorischen Kreditaufnahmen der Behörden am Eurodollarmarkt ergab. Diese Art von Kreditaufnahme trug auch entscheidend dazu bei, daß Großbritannien im vergangenen Jahr in seiner Kapitalbilanz einen Überschuß erzielte. Die Nettozuflüsse nach Deutschland schwollen weiter an und erreichten \$6,8 Mrd. — \$2,8 Mrd. mehr als 1972. Die erhöhten Nettokapitalzuflüsse, die Westeuropa zu verzeichnen hatte, gingen mit Passivierungen der Kapitalbilanzen aller anderen Gebiete einher. Das Defizit Japans stieg um \$8,1 Mrd. auf \$10,1 Mrd. Die zusammengefaßte Kapitalbilanz der drei Industrieländer der südlichen Erdhälfte erbrachte statt des Vorjahresüberschusses von \$2,7 Mrd. ein Defizit von \$1,1 Mrd., wofür insbesondere der Umschwung im australischen Kapitalverkehr verantwortlich war. Und auch in der US-amerikanischen Kapitalbilanz vergrößerte sich das Defizit um \$2,5 Mrd. auf insgesamt \$7,7 Mrd. Die Kapitalabflüsse aus allen industrialisierten Gebieten zusammen genommen betrugen \$4,7 Mrd., verglichen mit \$1,8 Mrd. 1972.

Ein wichtiger Faktor in den internationalen Zahlungsströmen der letzten Jahre war die wachsende Bedeutung des Reiseverkehrs und der Gastarbeiterüberweisungen, besonders bei einigen europäischen Ländern. Das eine Extrem ist Deutschland, mit umfangreichen und wachsenden Defiziten in beiden Bilanzen. Im letzten Jahr hatte Deutschland ein Defizit von \$4,3 Mrd. im Reiseverkehr und von \$3,7 Mrd. durch Gastarbeiterüberweisungen; den Hauptteil dieser Überweisungen nahmen Arbeiter aus Mittelmeerländern vor, wobei der größte Anteil — \$1 Mrd. — in die Türkei ging. Zusammen belief sich das Defizit in diesen beiden Bereichen auf \$8 Mrd. Auch Frankreich hat insgesamt einen passiven Saldo (1973 \$1,2 Mrd.), der sich aus einem Überschuß im Reiseverkehr und Nettozahlungen der Gastarbeiter — größtenteils nach Portugal — ergibt. Die Schweiz befindet sich insgesamt im Plus; die Nettoeingänge aus dem Reiseverkehr betrugen im vergangenen Jahr \$0,9 Mrd., während die Überweisungen \$0,6 Mrd. ausmachten. Österreich erfreut sich eines beträchtlichen Überschusses, der fast ausschließlich aus Fremdenverkehrseinnahmen stammt. Unter den südeuropäischen Ländern hatte Italien früher den größten Überschuß, doch wurde es im vergangenen Jahr von Spanien überholt, dessen Überschuß sich auf \$3,8 Mrd. belief (Italien \$3,3 Mrd.). Die Reiseverkehrseinnahmen Spaniens waren im vergangenen Jahr mit netto \$2,9 Mrd. genauso groß wie die aller anderen in der

Reiseverkehrsbilanzen und Gastarbeiterüberweisungen

	Auslandsreiseverkehr (Saldo)			Gastarbeiterüberweisungen (Saldo)			Gesamtsaldo		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	1971	1972	1973
	Milliarden US-Dollar								
Deutschland (BR)	- 2,0	- 2,7	- 4,3	- 2,2	- 2,8	- 3,7	- 4,2	- 5,5	- 8,0
Frankreich	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,2	- 0,9	- 1,1	- 1,4	- 0,6	- 0,8	- 1,2
Griechenland	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,1
Italien	+ 1,3	+ 1,5	+ 1,8	+ 1,3	+ 1,4	+ 1,5	+ 2,6	+ 2,9	+ 3,3
Jugoslawien	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,3	+ 0,8	+ 1,1	+ 1,6
Österreich	+ 0,9	+ 1,2	+ 1,4	0	0	0	+ 0,9	+ 1,2	+ 1,4
Portugal	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,1	+ 0,9	+ 1,1	+ 1,4
Schweiz	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,9	- 0,4	- 0,5	- 0,6	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3
Spanien	+ 1,9	+ 2,3	+ 2,9	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,9	+ 2,4	+ 2,9	+ 3,8
Türkei	0	0	+ 0,1	+ 0,5	+ 0,8	+ 1,2	+ 0,5	+ 0,8	+ 1,3

Tabelle aufgeführten südeuropäischen Länder zusammengekommen. Was die Gastarbeiterüberweisungen anbelangt, so betrugen die Nettoeinnahmen Italiens \$ 1,5 Mrd. An nächster Stelle liegt Jugoslawien mit \$ 1,3 Mrd., was nahezu doppelt soviel ist wie 1971. Die Einnahmen der Türkei erreichten \$ 1,2 Mrd., das ist zweieinhalbmal der Überschuß von 1971. Portugal erzielte \$ 1,1 Mrd.; ihm folgten Spanien und Griechenland mit Überschüssen von \$ 0,9 Mrd. bzw. \$ 0,7 Mrd.

Die Entwicklung in den einzelnen Ländern

Vereinigte Staaten. Die 1973 eingetretene Erholung der amerikanischen Zahlungsbilanz wurde von der langerwarteten Leistungsbilanzbesserung eingeleitet, die im Laufe des Jahres noch an Schwungkraft gewann. Das im zweiten Halbjahr 1972 verzeichnete Leistungsbilanzdefizit von \$ 3,6 Mrd. verringerte sich in der ersten Hälfte 1973 auf \$ 1 Mrd. und wandelte sich in der zweiten Jahreshälfte in einen Überschuß von \$ 4 Mrd. Das Jahr schloß mit einem Überschuß von \$ 3 Mrd., was im Vergleich zum Defizit des Jahres 1972 eine Verbesserung von \$ 11,4 Mrd. bedeutete.

Die beträchtliche effektive Abwertung des Dollars spielte bei dieser raschen Entwicklung unzweifelhaft eine entscheidende Rolle, doch übten auch andere Faktoren einen starken Einfluß aus. Die weltweite Knappheit an Agrarprodukten rief einen starken Anstieg des landwirtschaftlichen Exports aus den Vereinigten Staaten hervor, während zugleich die inländischen Preiskontrollen den US-Produzenten einen gewissen Anreiz boten, Lieferungen auf ausländische Märkte zu verlagern.

Die Erholung der Leistungsbilanz geht zu zwei Dritteln auf Warentransaktionen zurück. Der Überschuß des letzten Jahres betrug \$ 0,7 Mrd. gegen einen Fehlbetrag von \$ 6,9 Mrd. 1972. Die Ausfuhr stieg um fast die Hälfte, wogegen der Import um ein Viertel zunahm. Mengenmäßig war die Verbesserung sogar noch deutlicher, da die Ausfuhr hier einen Zuwachs von 23 %, die Importe dagegen nur von 5 % registrierten. Der Export von landwirtschaftlichen Gütern stieg wertmäßig um rund \$ 8,4 Mrd. oder 90 % und bestritt somit fast 40 % der gesamten Exportausweitung von \$ 21,5 Mrd. Unter den anderen Warenkategorien wurde der größte Zuwachs mit über 40 % bei Grundstoffen und Halbwaren festgestellt. Die Ausfuhr von Investitionsgütern und industriellen Konsumgütern stieg um nur etwa ein Viertel.

Auf der Importseite wurde das deutlichste Wachstum bei gewerblichen Roh- und Halbwaren verzeichnet; diese nahmen um über 30% zu und bestritten damit fast die Hälfte der Einfuhrausweitung. Der Import von Erdölprodukten stieg um 75 % auf insgesamt \$ 7,5 Mrd. Die Zunahme beim Import von Industrieerzeugnissen stimmte in etwa mit der Entwicklung der inländischen Nachfragekomponenten überein; Investitionsgüter expandierten um 35 %, wogegen Konsumgüter 14% höher lagen. Noch unvollständige Angaben über die regionale Gliederung des amerikanischen Handelsverkehrs deuten darauf hin, daß die Verbesserung vor allem im Handel mit Japan, den sechs ursprünglichen EG-Staaten und, weitgehend infolge abermals stark erhöhter Getreidelieferungen, mit Osteuropa stattfand.

Neben der Handelsbilanz zeigte auch die übrige Leistungsbilanz eine beträchtliche Verbesserung: das Vorjahresdefizit von \$ 1,4 Mrd. verwandelte sich in einen Überschuß von \$ 2,4 Mrd. Zur Hälfte ging dies auf ein Anwachsen der Nettokapitalerträge zurück: die Einnahmen aus amerikanischen Investitionen im Ausland stiegen um \$ 4,6 Mrd., von denen etwa die Hälfte aus Erdölgeschäften stammten. Zwar nahmen auch die Abflüsse zu, hauptsächlich infolge erhöhter Verbindlichkeiten und gestiegener Zinssätze, doch lediglich um \$ 2,8 Mrd., so daß der Saldo um \$ 1,8 Mrd. stieg. Deutlich verbessert schlossen die militärischen Transaktionen bei einem um \$ 1,4 Mrd. geringeren Defizit von \$ 2,2 Mrd. Hierbei spielten größtenteils erhöhte Flugzeuglieferungen an Australien, Deutschland und den Iran sowie besondere Lieferungen von militärischem Material an Israel im vierten Quartal eine Rolle. Eine andere Verbesserung um \$ 0,5 Mrd. ergab sich im Rückgang des Defizits bei Reiseverkehr und Transport.

Im langfristigen Kapitalverkehr schlossen die Nettoabflüsse gegenüber 1972 leicht erhöht. Die wichtigsten Veränderungen fanden bei den Direktinvestitionen statt: die Abflüsse nahmen um \$ 1,5 Mrd. zu, wobei die gesamte Verschlechterung in der ersten Jahreshälfte anfiel, was zur Annahme berechtigt, daß ihr Wechselkurserwartungen zugrunde lagen. Die Eingänge schnellten jedoch von \$ 0,2 Mrd. 1972 auf \$ 2,1 Mrd. hinauf. Dies bringt offenbar die große in den letzten Jahren erzielte Verbesserung der amerikanischen Arbeitskosten je Produkteinheit im Verhältnis zu den Hauptkonkurrenzländern zum Ausdruck. Der Verbesserung bei den Direktinvestitionen stand jedoch ein Rückgang des Überschusses bei Wertpapieren gegenüber, was sowohl auf die raschere Zunahme amerikanischer Käufe wie auf eine Verlangsamung ausländischer Anlagetätigkeit zurückzuführen ist. In der Grundbilanz ergab sich ein Überschuß von \$ 1,2 Mrd. gegen einen Fehlbetrag von \$ 9,8 Mrd. 1972. Seit Kriegsende ist es das erste Mal, daß in dieser Position ein Überschuß verzeichnet worden ist.

Die kurzfristigen Kapitalbewegungen (ohne Banken, jedoch einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) ergaben 1973 einen Nettoabfluß von \$ 5,9 Mrd., der somit gegen 1972 um \$ 2,1 Mrd. höher, jedoch immer noch \$ 8,1 Mrd. niedriger war als 1971. Die Abflüsse fanden fast ausschließlich im ersten Quartal 1973 statt. Da die Flucht aus dem Dollar zu Beginn des Jahres — vor allem im Februar vor der Abwertung und Anfang März in Erwartung der Wechselkursneuordnung — über das Bankensystem stattfand, stand im ersten Quartal dem Defizit der Gesamtbilanz von \$ 5,4 Mrd. 1973 ein Minussaldo der zentralen Reservetransaktionen von \$ 10,5 Mrd. gegenüber. Im weiteren Jahresverlauf wurde bei den kurzfristigen Kapitalbewegungen

ein Nettoabfluß von \$1,3 Mrd. verzeichnet, der jedoch durch kurzfristige Nettozuflüsse von \$4,4 Mrd. über die Banken mehr als ausgeglichen wurde. Der größte Teil dieser Gelder strömte im letzten Vierteljahr zu, wahrscheinlich unter der Annahme, daß die Vereinigten Staaten von der Ölpreiserhöhung weniger stark getroffen würden als einige andere wichtige Industriestaaten. Zusammengenommen erbrachten diese gegenläufigen Entwicklungen bei der Gesamtbilanz — die den kurzfristigen Kapitalverkehr des Bankensektors nicht einschließt — für den Zeitraum April-Dezember einen Nettozugang von \$0,8 Mrd., der aus einem Überschuß von \$2,1 Mrd. in der Grundbilanz und einem Defizit von \$1,3 Mrd. beim kurzfristigen Kapitalverkehr resultiert. Rechnet man den Nettozufluß über den Bankensektor von \$4,4 Mrd. hinzu, ergibt sich für die zentralen Reservetransaktionen ein Nettozuwachs von \$5,2 Mrd. Auf das ganze Jahr bezogen hielten sich die kurzfristigen Zu- und Abflüsse über die Banken etwa die Waage, so daß die Fehlbeträge der Gesamtbilanz und der Bilanz der zentralen Reservetransaktionen sehr ähnlich waren: \$4,7 Mrd. bzw. \$5,3 Mrd. Für 1972 lauteten die entsprechenden Zahlen \$13,6 Mrd.

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz¹

	1972	Ganzes Jahr	1973				1974
	I		II	III	IV	I	
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	49770	70255	15230	16675	18140	20210	22380
Einfuhr	55685	69565	16175	17010	17530	19950	22090
Saldo	- 6915	+ 690	- 945	- 335	+ 610	+ 1360	+ 290
Übrige Leistungsbilanz							
Militär	- 3560	- 2170	- 825	- 730	- 540	- 75	.
Reiseverkehr, Transport	- 2950	- 2310	- 605	- 705	- 475	- 525	.
Kapitalerträge	+ 7865	+ 9725	+ 2330	+ 2135	+ 2335	+ 2925	.
Sonstiges	+ 850	+ 970	+ 230	+ 240	+ 220	+ 280	.
Überweisungen	- 1570	- 1915	- 395	- 390	- 405	- 725	.
Unentgeltliche staatliche Leistungen	- 2175	- 1950	- 345	- 655	- 500	- 450	.
Zusammen	- 1440	+ 2350	+ 390	- 105	+ 635	+ 1430	.
Leistungsbilanz	- 8355	+ 3040	- 555	- 440	+ 1245	+ 2790	.
Langfristiges Kapital							
Regierung	- 1340	- 1470	- 335	+ 75	- 365	- 845	.
Direktinvestitionen	- 3245	- 2785	- 1750	- 410	+ 275	- 900	.
Wertpapiere	+ 3720	+ 3300	+ 1795	+ 370	+ 985	+ 150	.
Sonstiges	- 625	- 870	- 40	- 260	+ 410	- 980	.
Zusammen	- 1490	- 1925	- 330	- 225	+ 1305	- 2575	.
Grundbilanz	- 9845	+ 1215	- 885	- 665	+ 2550	+ 215	.
Kurzfristiges Kapital -							
Nichtbanken	- 635	- 1090	- 655	- 85	- 190	- 160	.
Restposten	- 3110	- 4795	- 3895	+ 475	- 1100	- 275	.
Gesamtbilanz ²	-13590	- 4670	- 5435	- 275	+ 1260	- 220	+ 1035
davon:							
Zentrale Reservetransaktionen ²	-11050	- 5290	-10475	+ 355	+ 2130	+ 2700	+ 865
Kurzfristiges Kapital -							
Banken	- 2540	+ 620	+ 5040	- 630	- 870	- 2920	+ 170

¹ Saisonbereinigt. ² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilung (1972: \$710 Mio.) und ohne Neubewertung der zentralen Nettoreserven.

bzw. \$11,1 Mrd., wobei der Unterschiedsbetrag von \$2,5 Mrd. Nettozuflüsse von kurzfristigen Geldern über den Bankenapparat waren.

Im ersten Vierteljahr 1974 ging der Überschuß der zentralen Reservetransaktionen, der im letzten Vierteljahr 1973 \$2,7 Mrd. betragen hatte, scharf auf \$0,9 Mrd. zurück. Nach den noch unvollständigen statistischen Angaben läßt sich diese Verschlechterung zum Teil auf die Abnahme des Handelsbilanzüberschusses — weitgehend wegen der höheren Ölpreise — zurückführen, hauptsächlich aber auf die Passivierung der kurzfristigen Kapitaltransaktionen der Banken um \$3,1 Mrd., wo es nach der Aufhebung der amerikanischen Kapitalexportbeschränkungen Ende Januar und der Lockerung von Kapitalimportbeschränkungen verschiedener anderer Länder anstelle der vorherigen erheblichen Nettozuflüsse zu einem kleinen Abfluß kam. Die Gesamtbilanz verbesserte sich von einem Defizit von \$0,2 Mrd. in den vorangegangenen drei Monaten auf einen Aktivsaldo von \$1 Mrd. Der Exportüberschuß sank auf \$0,3 Mrd., gegenüber \$1,4 Mrd. im Vorquartal. Mengenmäßig stiegen sowohl Exporte wie Importe nur um etwa 2½%, aber wertmäßig nahm der Export um \$2,2 Mrd. (11%) zu, während der Import sogar um \$3,2 Mrd. (17%) stieg. Die Einfuhr von Rohöl und Raffinerieprodukten sank volumenmäßig um nahezu ein Fünftel, aber wertmäßig nahm sie um rund \$1,9 Mrd. zu; das entspricht fast 60% der Gesamtzunahme der Einfuhr.

Kanada. Trotz dem raschen Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung und wachsender Kapazitätsanspannung hatte sich das Defizit in der Leistungsbilanz 1973 auf fast die Hälfte reduziert. Dies war auf den um \$0,5 Mrd. erhöhten Handelsbilanzüberschuß von \$2,1 Mrd. zurückzuführen. Die Auslandsnachfrage nach kanadischen Exportgütern war während des ganzen Jahres sehr stark, und das Exportvolumen wäre noch größer gewesen, hätten nicht Lieferschwierigkeiten bestanden. Die Warenausfuhr nahm jedenfalls wertmäßig um 26% und mengenmäßig um 8% zu. Besonders deutlich war die Erhöhung mit über einem Drittel in der Landwirtschaft, in der Fischerei sowie bei Metallen und Mineralien. Der Import nahm wertmäßig um 25% zu; mengenmäßig war der Anstieg mit 14% geringer als 1972, obwohl das Wirtschaftswachstum sich beschleunigt hatte. Trotz einer Verminderung des Aktivsaldos gegenüber den Vereinigten Staaten um \$0,5 Mrd., der durch eine Wende im Kraftfahrzeugaußenhandel verursacht wurde, erhöhte sich der gesamte Exportüberschuß. Die Verbesserung im Handel mit anderen Ländern erreichte \$1 Mrd. und ließ sich größtenteils auf die fast verdoppelten Exporte nach Japan zurückführen.

Die Zunahme des Ausfuhrüberschusses wurde teilweise kompensiert durch den Anstieg der Nettoabflüsse bei den Dienstleistungen um \$0,3 Mrd. auf insgesamt \$2,8 Mrd. Mehr als zwei Drittel der Verschlechterung gehen auf höhere Zins- und Dividendenzahlungen zurück. Bei den Übertragungen ergab sich ein geringer Anstieg des Aktivsaldos, hauptsächlich infolge höherer Zahlungen an Einwanderer und durch Erbschaften.

Die Kapitalbewegungen waren 1973 durch scharfe, praktisch gleich hohe Rückgänge der Nettozuflüsse langfristigen Kapitals und der Nettoabflüsse kurzfristigen Kapitals (einschließlich des Restpostens) gekennzeichnet. Der Überschuß im langfristigen Kapitalverkehr reduzierte sich um \$1,1 Mrd. auf \$0,7 Mrd. Dies ging vor

Kanada: Zahlungsbilanz

	1973					
	1970	1971	1972	Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Millionen US-Dollar					
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr	16 215	17 785	20 375	25 405	12 305	13 100
Einfuhr	13 280	15 380	18 750	23 275	11 345	11 930
Saldo	+2 935	+2 405	+1 625	+2 130	+ 960	+1 170
Dienstleistungen, Übertragungen	-1 855	-2 105	-2 250	-2 465	-1 450	-1 015
Leistungsbilanz	+1 080	+ 300	- 825	- 335	- 490	+ 155
Langfristiges Kapital	+ 705	+ 480	+1 780	+ 665	+ 475	+ 190
Grundbilanz	+1 785	+ 780	+1 155	+ 330	- 15	+ 345
Kurzfristiges Kapital, Restposten	- 200	-1 400	-1 575	- 510	- 330	- 180
Gesamtbilanz*	+1 585	- 620	- 420	- 180	- 345	+ 165

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1970, 1971 und 1972: US-\$ 124 Mio., US-\$ 118 Mio. und US-\$ 117 Mio.) und ohne Neubewertung der zentralen Nettoreserven.

allen auf die Wertpapiertransaktionen und die Direktinvestitionen zurück, wo die Nettozuflüsse um \$1 Mrd. bzw. \$0,2 Mrd. abnahmen. Die Zuflüsse für Direktinvestitionen hielten sich in etwa auf dem gleichen Niveau wie 1972, doch in der anderen Richtung ergab sich eine starke Erhöhung; diese geht vor allem auf eine große Sondertransaktion im vierten Quartal zurück, die den Erwerb einer wesentlichen Beteiligung an einer mit der Erschließung kanadischer Minerallager befaßten amerikanischen Gesellschaft durch die Canada Development Corporation zum Gegenstand hatte. Die Verringerung der Nettozuflüsse aus Wertpapiertransaktionen ergab sich wahrscheinlich auch aus dem Zinsgefälle, das gegenüber den Vereinigten Staaten und im zweiten Halbjahr gegenüber Europa kleiner wurde; der Rückgriff der Provinzen und Städte auf internationale Finanzmärkte nahm deutlich ab, was teilweise die Folge des im Jahre 1972 vorgenommenen Aufbaus finanzieller Aktiva gewesen sein mag.

Im kurzfristigen Kapitalverkehr betrug der Nettoabfluß \$0,5 Mrd.; der Rückgang gegenüber 1972 stellte sich auf \$1,1 Mrd. Seine Ursache war im wesentlichen das während der meisten Zeit von 1973 sich behauptende beträchtliche kursgesicherte Zinsgefälle der kurzfristigen Sätze zugunsten Kanadas gegenüber den vergleichbaren amerikanischen Sätzen. Außerdem wurden im vierten Quartal, als die Devisenmärkte die Auswirkungen der Ölkrise zu spüren begannen, nicht kursgesicherte Mittel in Kanada angelegt.

Im ersten Vierteljahr 1974 lagen Aus- und Einfuhr saisonbereinigt um über 7% bzw. 12% über den Werten des Vorquartals. Der Handelsbilanzüberschuß fiel auf \$0,1 Mrd., nachdem er für Oktober-Dezember 1973 noch \$0,4 Mrd. betragen hatte. Zurückzuführen war die Abnahme des Überschusses ausschließlich auf den Handelsverkehr mit anderen Ländern als den Vereinigten Staaten; sie spiegelte größtenteils die erhöhten Ölzahlungen wider.

Japan. Ein Zusammenwirken von zyklischen Faktoren, Wechselkurs-Realignment und selektiven Anpassungsmaßnahmen veränderte die japanische Zahlungsbilanz gründlich. Nach dem Überschuß von \$4,6 Mrd. 1972 schloß die Gesamtbilanz

im nächsten Jahr mit einem Defizit von \$10,2 Mrd. Sogar in der Leistungsbilanz wurde ein kleines Defizit registriert, wogegen 1972 noch ein Rekordüberschuß von \$6,6 Mrd. aufgelaufen war, und die Nettoabflüsse im langfristigen Kapitalverkehr erreichten \$9,8 Mrd., womit das Vorjahresergebnis um mehr als 100% übertroffen wurde. Schließlich ergab sich auch bei den nicht erfaßten Transaktionen ein Minus (\$2,6 Mrd.).

Der Ausfuhrüberschuß nahm von \$9 Mrd. 1972 auf \$3,7 Mrd. im letzten Jahr ab. Der Export stieg wertmäßig um \$8,2 Mrd. oder fast 30%, mengenmäßig jedoch nur um 5%; hierin werden sowohl die Verteuerung des Yen wie die angespannten inländischen Nachfrageverhältnisse sichtbar, die den Güterstrom auf Kosten des Exports in das Inland lenkten. Auf der Importseite wurden die gleichen Faktoren in umgekehrter Richtung wirksam, vor allem im zweiten Halbjahr 1973, als die Importeure auf den Weltmärkten Rohmaterialien in Erwartung sowohl von Verknappungen als auch einer Abschwächung des Yen aufkauften. Volumenmäßig nahmen die Einfuhren daher um über ein Viertel zu. Da die japanischen Importe hauptsächlich aus Nahrungsmitteln, Grund- und Brennstoffen bestehen, führten die höheren Preise dieser Güter zu einem Anstieg der durchschnittlichen Einfuhrwerte um etwa ein Drittel. Insgesamt betrug die Erhöhung beim Import \$13,5 Mrd. oder 70%. Parallel zur Verringerung des Handelsbilanzüberschusses um \$5,3 Mrd. ergab sich ein Anwachsen der Nettoausgaben bei den unsichtbaren Transaktionen um \$1,5 Mrd., was im wesentlichen auf größere Ausgaben im Transport und Reiseverkehr zurückgeht.

Das Defizit im langfristigen Kapitalverkehr stammte vornehmlich aus zwei Quellen: der Nettoauslandskreditgewährung durch japanische Banken von \$3,4 Mrd. und den Nettodirektinvestitionen im Ausland von \$1,9 Mrd. Gegenüber 1972 bedeutet das einen Anstieg von \$1,5 Mrd. bzw. \$1,4 Mrd. Ein beträchtlicher Abfluß fand auch bei den Wertpapiertransaktionen statt, da im zweiten Halbjahr das Ausland einen Teil seiner früheren Anlagen im Hinblick auf die ungewissen Kursaussichten des Yen liquidierte. Gegenüber 1972 verschlechterte sich diese Position um \$1,8 Mrd.

Japan: Zahlungsbilanz

	1970	1971	1972	1973	1973 Januar-April	1974
	Millionen US-Dollar					
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr	18 970	23 565	28 030	36 265	10 205	14 280
Einfuhr	15 005	15 780	19 060	32 575	8 730	18 510
Saldo	+3 965	+7 785	+8 970	+3 690	+1 475	-2 230
Dienstleistungen, Übertragungen	-1 995	-1 990	-2 345	-3 825	- 825	-1 870
Leistungsbilanz	+1 970	+5 795	+6 625	- 135	+ 650	-4 100
Langfristiges Kapital	-1 590	-1 080	-4 490	-9 750	-2 960	-1 780
Grundbilanz	+ 380	+4 715	+2 135	-9 885	-2 310	-5 880
Kurzfristiges Kapital, Restposten	+ 995	+2 960	+2 495	- 355	+ 185	+ 920
Gesamtbilanz*	+1 375	+7 675	+4 630	-10 240	-2 125	-4 960

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1970, 1971 und 1972: US-\$ 122 Mio., US-\$ 128 Mio. und US-\$160 Mio.) und ohne Neubewertung der zentralen Nettoreserven.

Im kurzfristigen Kapitalverkehr wurden Zuflüsse von \$2,4 Mrd. erfaßt — \$0,4 Mrd. mehr als im Jahr 1972. Dies läßt sich im wesentlichen auf erhöhte ausländische Handelskredite im Zusammenhang mit der gestiegenen Einfuhr zurückführen. Beim Restposten der Zahlungsbilanz gab es dagegen einen Nettoabfluß von \$2,8 Mrd. gegenüber einem Überschuß von \$0,5 Mrd. 1972, was hauptsächlich auf die Veränderung der Leads and lags zurückzuführen ist.

Da sich die Zahlungsbilanzsituation rasch verschlechterte, trafen die Behörden um die Jahreswende 1973/1974 eine Reihe von Maßnahmen, die im folgenden Kapitel dieses Berichts beschrieben werden und die im wesentlichen darauf abzielten, den Mittelzufluß zu fördern, den Abfluß dagegen zu bremsen. Diesen Schritten war ein gewisser Erfolg beschieden; die gesamten Nettokapitalabflüsse sackten im ersten Jahresdrittel 1974 auf \$0,9 Mrd. ab. Die Verbesserung wurde vor allem durch eine Verlangsamung der langfristigen japanischen Kapitalexporte verursacht. Andererseits wurden beträchtliche Abflüsse durch Nettoabgaben japanischer Wertpapiere seitens des Auslands verursacht. Im kurzfristigen Kapitalverkehr (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) gab es bereits seit Jahresbeginn Nettozuflüsse, so daß für die gesamte Periode Januar–April die Eingänge per Saldo \$0,9 Mrd. erreichten. Zum Teil ging dies auch auf erhöhte Kreditaufnahmen der Unternehmen im Ausland im Zusammenhang mit der von den Behörden geforderten Auflösung von Fremdwährungseinlagen zurück.

Die Verringerung der Nettokapitalabflüsse wurde jedoch von einer beträchtlichen Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits begleitet, das in den ersten vier Monaten von 1974 \$4,1 Mrd. erreichte, worin sowohl die Verschlechterung im Handelsverkehr als auch bei den unsichtbaren Transaktionen zum Ausdruck kam. Hauptsächlich infolge der Ölpreiserhöhung stiegen die Importe gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 90%, während der Export um 40% wuchs. Die Handelsbilanz verwandelte daher den Überschuß von \$1,5 Mrd. für Januar–April 1973 ein Jahr später in ein Defizit von \$2,2 Mrd. Das Defizit bei den unsichtbaren Transaktionen erhöhte sich weiter und erreichte \$1,9 Mrd. oder um \$1 Mrd. mehr als im Zeitraum Januar–April 1973. Für die Gesamtbilanz ergab sich daher ein Minus von \$5 Mrd., was ungefähr der Hälfte des Defizits für das gesamte Jahr 1973 entspricht.

Großbritannien. Die Leistungsbilanz hat sich im Jahre 1973 weiter stark verschlechtert. Nach dem 1971 verzeichneten Überschuß von £ 1 070 Mio., der 1972 praktisch verschwunden war, erbrachten die laufenden Transaktionen 1973 ein Rekorddefizit von £ 1 470 Mio. Die Verschlechterung war ganz dem Warenhandel anzulasten, denn der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen stieg sogar um £ 160 Mio. auf £ 905 Mio.

Die Ausweitung des Handelsdefizits kann auf eine Reihe gleichgerichteter Faktoren zurückgeführt werden. Erstens hat die 12prozentige Verschlechterung der Terms of trade, die sich aus der Pfundabwertung zu einer Zeit steigender Weltmarktpreise ergab, Großbritannien stark betroffen; zweitens gab es — nach dem Abbau von 1972 — einen starken Anstieg der Lagerhaltung mit hohem Importanteil; und drittens sind in vielen Sektoren in der zweiten Hälfte des Jahres die Kapazitätsgrenzen erreicht worden. Daher blieb die Einfuhrnachfrage sehr lebhaft, was in der Einkom-

menselastizität der Einfuhr zum Ausdruck kommt, die von fast 2 in der ersten Jahreshälfte auf 5 in der zweiten Hälfte des Jahres sprang. Der Export wurde ebenfalls betroffen. Nachdem er in den ersten neun Monaten von 1973 mengenmäßig schnell gestiegen war, ging er im vierten Quartal zurück, zu einer Zeit, in der die Weltnachfrage — wenngleich sie sich verlangsamt hatte — immer noch einen starken Sog ausübte und die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der britischen Waren deren Anteil auf den Weltmärkten eigentlich hätte erhöhen können.

Wertmäßig war die Ausfuhr 1973 um ein Viertel höher als im Jahr zuvor. Die stärkste Ausweitung, fast 40%, vollzog sich gegenüber den neuen EWG-Partnern. Die Einfuhr stieg wertmäßig um über 40%, wobei sowohl Fertigwaren als auch Grundstoffe besonders schnell expandierten.

Der Überschuß in den Dienstleistungen und Übertragungen stieg 1973 wesentlich an, weil sich die Nettoeinkünfte aus Zinsen, Gewinnen und Dividenden um

Großbritannien: Zahlungsbilanz¹

	1971	1972	1973	1972		1973	
				1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
	Millionen Pfund Sterling						
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	8 795	9 135	11 435	4 470	4 665	5 425	6 010
Einfuhr	8 510	9 810	13 810	4 655	5 155	6 175	7 635
Saldo	+ 285	— 675	— 2 375	— 185	— 490	— 750	— 1 625
Dienstleistungen, Übertragungen	+ 785	+ 745	+ 905	+ 370	+ 375	+ 365	+ 540
Leistungsbilanz	+ 1 070	+ 70	— 1 470	+ 185	— 115	— 385	— 1 085
Leistungsbilanz unbereinigt . .	+ 1 070	+ 70	— 1 470	+ 155	— 85	— 550	— 920
Kapitalübertragungen	—	—	— 60	—	—	— 55	— 5
Kapitalbewegungen							
Strukturelle Kapitalbewegungen:							
Öffentliches langfristiges Kapital . .	— 270	— 255	— 255	— 80	— 175	— 85	— 170
Auslandsanlagen im Inland	+ 1 185	+ 840	+ 1 495	+ 395	+ 445	+ 695	+ 800
Private britische Auslandsanlagen . .	— 875	— 1 450	— 1 250	— 700	— 750	— 620	— 630
Netto-Fremdwährungsverschuldung britischer Banken zur Finanzierung privater britischer Auslandsanlagen	+ 280	+ 720	+ 470	+ 350	+ 370	+ 240	+ 230
Langfristige Handelskredite	— 280	— 165	— 155	— 95	— 70	— 75	— 80
Zusammen	+ 40	— 310	+ 305	— 130	— 180	+ 155	+ 150
Sonstige Kapitalbewegungen:							
Kreditaufnahmen des britischen öffentlichen Sektors im Rahmen des Kreditsicherungsprogramms . .	—	—	+ 1 000	—	—	+ 325	+ 675
Erfasste kurzfristige Kapitalbewegungen	+ 250	+ 10	+ 60	— 5	+ 15	+ 80	— 20
Restposten	+ 300	— 575	+ 475	— 305	— 270	+ 300	+ 175
Zusammen	+ 550	— 565	+ 1 535	— 310	— 255	+ 705	+ 830
Gesamte Kapitalbewegungen . .	+ 590	— 875	+ 1 840	— 440	— 435	+ 860	+ 980
Gesamtbilanz ²	+ 1 660	— 805	+ 310	— 285	— 520	+ 255	+ 55

¹ Angaben zur Leistungsbilanz saisonbereinigt. und 1972: £ 125 Mio. und £ 124 Mio.).

² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1971

£ 285 Mio. erhöhten. Wenig verändert war der geringe Überschuß in der Reise- und Transportbilanz. Der Nettoüberschuß bei anderen privaten Dienstleistungen belief sich auf nahezu £ 1 000 Mio.; das sind £ 120 Mio. mehr als 1972, obwohl die Nettoeinkünfte aus Versicherungsgeschäften als Folge zunehmenden Wettbewerbs und höherer Schadensforderungen gesunken sind. Diese Gewinne wurden teilweise wettgemacht durch die Zunahme des Defizits bei den staatlichen Leistungen und Übertragungen um £ 210 Mio. auf £ 770 Mio. Nahezu die Hälfte des Zuwachses beruhte auf Nettozahlungen an die EWG.

Die Kapitalübertragungen, die sich aus den Garantieklauseln der Sterlingabkommen ergaben, betrugen 1973 £ 60 Mio.

Die Verschlechterung der Leistungsbilanz wurde mehr als ausgeglichen durch den Umschwung bei den Kapitalbewegungen, die Nettozuflüsse von zusammen £ 1 840 Mio. erbrachten, gegenüber Nettoabflüssen von £ 875 Mio. 1972. Einen wesentlichen Beitrag zu diesem massiven Umschwung lieferte die Inanspruchnahme von Auslandskrediten durch den britischen öffentlichen Sektor im Rahmen des staatlichen Kurssicherungsprogramms, das im März 1973 wieder eingeführt worden war; die gesamte Kreditaufnahme belief sich auf £ 1 000 Mio. Ein anderer wichtiger Faktor war die Zunahme ausländischer Anlagen um £ 655 Mio., vor allem im privaten Sektor. Nahezu 40% dieses Zugangs beruhten auf höheren Direktinvestitionen des Auslands (außerhalb des Öl- und Versicherungssektors), die möglicherweise die verbesserte Wettbewerbslage Großbritanniens reflektierten. Auch die Investitionen im Ölsektor zeigten einen starken Anstieg. Andererseits gab es eine leichte Zunahme bei den britischen privaten Netto-Auslandsanlagen (nach Abzug der Fremdwährungsverschuldung der Banken im Ausland zur Finanzierung solcher Anlagen).

Zu einer wesentlichen Änderung kam es auch im kurzfristigen Kapitalverkehr (namentlich im Restposten), wobei auf einen Nettokapitalabfluß von £ 565 Mio. im Jahre 1972 im vergangenen Jahr — vorwiegend im ersten Quartal — Nettozuflüsse von £ 535 Mio. folgten. Da die kursgesicherte Zinsdifferenz wegen der teuren Termindeckung das ganze Jahr über zuungunsten des Sterlings stand, müssen diese Zuflüsse zum großen Teil mit nicht kursgesicherten Transaktionen und mit der scharfen Expansion der Importkosten zusammenhängen.

In den ersten vier Monaten von 1974 verschlechterte sich die Handelsbilanz. Die Jahreszuwachsrate bei der Ausfuhr betrug 30%, aber die der Einfuhr stellte sich auf 60%. Saisonbereinigt kam das Defizit auf einen Jahresbetrag von £ 5 000 Mio., wovon £ 3 000 Mio. Öldefizit sind. Sieht man vom Öl ab, ergab sich im Warenverkehr sogar eine gewisse Verbesserung; trotz den Auswirkungen der Dreitagewoche sank die Jahresrate der Nettozahlungen an das Ausland von etwa £ 2 500 Mio. im letzten Drittel 1973 auf £ 1 900 Mio. für Januar–April 1974. Der Überschuß in den unsichtbaren Transaktionen stellte sich auf Jahresbasis auf £ 1 000 Mio. — das ist etwas mehr als im entsprechenden Vorjahresdrittel —, so daß die Jahresrate des Leistungsbilanzdefizits £ 4 000 Mio. betrug.

Deutschland. Auch 1973 hat die Struktur des Außenhandels anscheinend nicht in der gewünschten Weise auf die wiederholten DM-Aufwertungen reagiert. Der Überschuß im Warenhandel stieg sogar auf DM 40,3 Mrd. (1972: DM 26,5 Mrd.).

Die Leistungsbilanz zeigte daher, trotz einer Zunahme der Aufwendungen für Dienstleistungen und Übertragungen um DM 4,7 Mrd., den höchsten Überschuß, der je erzielt wurde: DM 12,4 Mrd. — fast viermal soviel wie im Jahr zuvor. Die langfristigen Nettokapitalimporte gingen scharf zurück, jedoch verwandelten die statistisch erfaßten kurzfristigen Transaktionen bei einem Umschwung von DM 11,8 Mrd. das Vorjahresdefizit in einen Überschuß. Die Gesamtbilanz schloß daher mit einem Überschuß von DM 31,6 Mrd., verglichen mit DM 16,1 Mrd. 1972.

Nahezu die Hälfte des Gesamtüberschusses fiel in das erste Quartal des Jahres, wobei die Leistungsbilanztransaktionen hierzu nur gut ein Zehntel beitrugen und der Hauptteil von den kurzfristigen Kapitalzuflüssen einschließlich des Restpostens bestritten wurde. In der übrigen Zeit des Jahres war die Lage insofern umgekehrt, als nahezu zwei Drittel des Gesamtüberschusses aus Leistungsbilanztransaktionen flossen.

Während sich die Zunahme im Exportüberschuß 1972 auf eine kleine Anzahl von Partnerländern konzentriert hatte, insbesondere die USA, erfolgte die Verbesserung 1973 auf breiterer Basis. Der Überschuß im Verkehr mit den EWG-Partnern stieg um DM 7,8 Mrd. auf DM 8,6 Mrd., wobei die größten Zuwächse gegenüber Frankreich (+ DM 3 Mrd.) und Italien (+ DM 2,3 Mrd.) zustande kamen. Weitere Zunahmen (+ DM 0,9 Mrd. bzw. + DM 0,7 Mrd.) gab es bei den Überschüssen gegenüber der Schweiz und Österreich, die im vergangenen Jahr zusammen DM 11,4 Mrd., d. h. mehr als ein Drittel des deutschen Gesamtausfuhrüberschusses (Basis Zollstatistik), betrugen. Einen weiteren scharfen Anstieg (+ DM 1,9 Mrd.) erreichte der Handelsbilanzüberschuß gegenüber den Planwirtschaftsländern, der sich in den vergangenen zwei Jahren vervierfacht hat und damit DM 4,2 Mrd. erreichte.

Wenn man die Warenstruktur des Handels betrachtet, so ist es interessant, festzustellen, daß die Exporte von Investitionsgütern nur um ein Sechstel gewachsen sind, während an landwirtschaftlichen und industriellen Nahrungsmitteln über ein Viertel und an Grundstoffen und Produktionsgütern ein Drittel mehr exportiert wurde.

Bundesrepublik Deutschland: Zahlungsbilanz

	1970	1971	1972	1973	1973 1. Quartal	1974
	Millionen Deutsche Mark					
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr	124 850	136 555	149 535	178 995	41 600	55 205
Einfuhr	103 630	113 260	122 995	138 680	33 685	41 005
Saldo	+21 220	+23 295	+26 540	+40 315	+ 7 915	+14 200
Dienstleistungen, Übertragungen	-17 635	-20 180	-23 190	-27 910	- 6 115	- 7 360
Leistungsbilanz	+ 3 585	+ 3 115	+ 3 350	+12 405	+ 1 800	+ 6 840
Langfristiges Kapital	- 935	+ 6 295	+14 640	+ 8 090	+ 2 720	- 700
Grundbilanz	+ 2 650	+ 9 410	+18 190	+20 495	+ 4 520	+ 6 140
Kurzfristiges Kapital	+ 8 025	+ 3 055	- 3 235	+ 8 540	+ 5 305	+ 270
Restposten	+ 3 310	+ 2 720	+ 1 155	+ 2 540	+ 4 465	- 6 425
Gesamtbilanz*	+13 985	+15 185	+16 110	+31 575	+14 290	- 15

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1970, 1971 und 1972: DM 738 Mio., DM 627 Mio. und DM 620 Mio.) und ohne Neubewertung der zentralen Nettoreserven.

Die Defizite bei den Dienstleistungen und den Übertragungen stiegen im letzten Jahr weiter; sie erreichten DM 11,8 Mrd. bzw. DM 16,1 Mrd., verglichen mit DM 9,2 Mrd. bzw. DM 14 Mrd. 1972. Das Wachstum der Nettoszahungen für Dienstleistungen beruht auf dem Reiseverkehr, der ein um DM 2,9 Mrd. gestiegenes Defizit von DM 11,5 Mrd. meldete. Das erstmal seit zehn Jahren sanken die Einkünfte geringfügig, während sich die Ausgaben beschleunigten. Dies stützt die allgemeine Ansicht, daß die Reiseausgaben eine größere kurzfristige Preiselastizität zeigen als der Warenverkehr. Die Zunahme von DM 2 Mrd. in den Netto-Übertragungszahlungen beruht im wesentlichen auf höheren Überweisungen von ausländischen Arbeitnehmern (+ DM 1 Mrd.) und höheren Nettoszahungen an die EWG (+ DM 0,7 Mrd.).

Die Nettozuflüsse aus langfristigem Kapitalverkehr beliefen sich 1973 auf DM 8,1 Mrd.; das waren DM 6,8 Mrd. weniger als 1972, aber DM 1,8 Mrd. mehr als 1971. Die Zuflüsse wurden gebremst durch die 1972 eingeführten und im Februar und Juni 1973 verschärften administrativen Maßnahmen, die vor allem gegen spekulative Bewegungen in Form von Wertpapiertransaktionen gerichtet waren. Die Nettozuflüsse über diese Kanäle, die überwiegend in den ersten drei Quartalen zustande kamen, sanken auf DM 2,9 Mrd. (1972: DM 14,8 Mrd.). Hauptquelle der verzeichneten Zuflüsse waren deshalb im vergangenen Jahr die Direktkredite und Darlehen, die mit DM 7,7 Mrd. um DM 5,7 Mrd. höher waren als 1972. Es besteht kein Zweifel daran, daß eine Kombination von Verfügbarkeit, Rendite und Wechselkurs-erwartungen dafür bestimmend war. Den gleichen Faktoren — allerdings mit den Wechselkursüberlegungen im Vordergrund — entsprangen die sehr erheblichen kurzfristigen Kapitalzuflüsse (einschließlich Restposten), die für die ersten drei Quartale von 1973 und besonders für den Zeitraum Januar-März festgestellt wurden. Hauptkanal für solche Zuflüsse bildeten die Handelskredite, deren nichterfaßter Teil im Restposten enthalten ist.

Nach den beträchtlichen, aber abnehmenden Quartalsüberschüssen 1973 war die Gesamtbilanz in den ersten drei Monaten von 1974 praktisch im Gleichgewicht. Ursache war die massive Wende in der Kapitalbilanz. Die spekulativen Zuflüsse von 1973 kehrten sich Anfang 1974 in einem gewissen Ausmaß um, als sich die Leads and lags zurückdrehten. Die kurzfristigen Kapitalabflüsse (einschließlich Restposten) beliefen sich auf DM 6,2 Mrd., und auch der langfristige Kapitalverkehr schloß mit einem Defizit von DM 0,7 Mrd.; zu diesen Bewegungen kam es trotz der Lockerung der Kapitaleinfuhrbeschränkungen und den amerikanischen Maßnahmen zur Liberalisierung der Kapitalausfuhr von Ende Januar.

Die Leistungsbilanz andererseits zeigte weiterhin einen steigenden Überschuß, der DM 6,8 Mrd. erreichte. Die Stärke lag erneut im Außenhandel, denn die Exporte erhöhten sich trotz den Auswirkungen der Ölpreissteigerungen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um ein Drittel, verglichen mit über 20% bei den Importen. Die Einfuhren aus Italien und Großbritannien wurden durch meist streikbedingte Lieferschwierigkeiten behindert. Der Überschuß im Warenverkehr machte DM 14,2 Mrd. aus; das sind DM 6,3 Mrd. mehr als in der entsprechenden Vorjahresperiode und saisonbereinigt mehr als das Eineinhalbfache des vorausgegangenen Quartals. Das Defizit in den unsichtbaren Transaktionen vergrößerte sich andererseits weiter und erreichte mit DM 7,4 Mrd. rund DM 1,2 Mrd. mehr als im ersten

Quartal 1973. Die günstigen Außenhandelsergebnisse führten von April an bald zu Nettokapitalzuflüssen und zu einem neuen Aufwertungsdruck auf die Deutsche Mark.

Frankreich. Bei einem Umschlag der Leistungsbilanz in ein kleines Defizit und einem scharfen Anstieg der Nettoabflüsse im langfristigen Kapitalverkehr schloß die Gesamtbilanz im vergangenen Jahr mit einem Defizit von ffr 3,6 Mrd., gegen Überschüsse von ffr 1,2 Mrd. und 10,3 Mrd. in den Jahren 1972 und 1971.

Der Umschlag in der Leistungsbilanz beruht zur Gänze auf dem Schrumpfen der Nettoeingänge aus Dienstleistungen, die von ffr 2,8 Mrd. im Jahr 1972 auf ffr 0,9 Mrd. sanken. Der Nettoüberschuß aus dem Reiseverkehr (ffr 1 Mrd.) schmolz um fast die Hälfte, während der Fehlbetrag bei den Transportleistungen und den Frachtnebenkosten bei einer Zunahme von über 50% ffr 2,1 Mrd. erreichte. Der Rückschlag bei den Einkünften aus dem Reiseverkehr mag zum Teil auf den im Verhältnis zu den Währungen anderer Reiseländer gestiegenen Frankenkurs zurückgehen. Der Anstieg bei den Transportkosten und Nebenleistungen war das Ergebnis sowohl eines scharfen Anstiegs der Frachtraten als auch der mengenmäßigen Ausdehnung des Warenhandels. Der Warenverkehr entwickelte sich weiterhin recht zufriedenstellend; er erbrachte einen Überschuß von ffr 6,5 Mrd.; das entspricht in etwa dem von 1972. Sowohl die Einfuhren als auch die Ausfuhren stiegen um rund 20%, wobei mehr als die Hälfte auf den mengenmäßigen Zuwachs entfiel. Sowohl beim Export wie auch beim Import zeigten landwirtschaftliche Erzeugnisse, Grundstoffe und Halbwaren ein relativ schnelles Wachstum. Bezüglich der geographischen Streuung des Außenhandels führte die geförderte Tendenz zur Diversifikation zu einem leichten prozentualen Rückgang im Verkehr mit den EWG-Ländern.

Frankreich: Zahlungsbilanz

	1971	1972	1973	1972		1973	
				1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr
	Millionen französische Franken						
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	114 460	131 885	159 985	65 100	66 785	78 510	81 475
Einfuhr	108 325	125 365	153 445	62 860	62 505	74 985	78 460
Saldo	+ 6 135	+ 6 520	+ 6 540	+ 2 240	+ 4 280	+ 3 525	+ 3 015
Dienstleistungen . . .	+ 3 690	+ 2 790	+ 930	+ 1 600	+ 1 190	+ 785	+ 145
Übertragungen	- 6 905	- 7 855	- 7 645	- 3 225	- 4 630	- 3 655	- 3 990
Zusammen	- 3 215	- 5 065	- 6 715	- 1 625	- 3 440	- 2 870	- 3 845
Leistungsbilanz . .	+ 2 920	+ 1 455	- 175	+ 615	+ 840	+ 655	- 830
Langfristiges Kapital							
Öffentlicher Sektor . .	- 975	- 235	- 1 130	- 835	+ 600	- 755	- 375
Private Nichtbanken . .	+ 1 065	+ 540	- 1 350	+ 1 140	- 600	+ 345	- 1 695
Bankentransaktionen . .	- 75	- 3 660	- 7 065	- 1 980	- 1 680	- 2 185	- 4 880
Zusammen	+ 15	- 3 355	- 9 545	- 1 675	- 1 680	- 2 595	- 6 950
Grundbilanz	+ 2 935	- 1 900	- 9 720	- 1 060	- 840	- 1 940	- 7 780
Kurzfristiges Kapital, Restposten	+ 7 405	+ 3 105	+ 6 145	+ 1 170	+ 1 935	+ 4 225	+ 1 920
Gesamtbilanz* . . .	+ 10 340	+ 1 205	- 3 575	+ 110	+ 1 095	+ 2 285	- 5 860

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1971 und 1972: ffr 891 Mio. bzw. 883 Mio.).

Ein gewichtiger Faktor waren im vergangenen Jahr die Nettoabflüsse langfristigen Kapitals, die ffr 9,5 Mrd. erreichten und sich damit nahezu verdreifachten. Viererlei war dafür verantwortlich: wirkliche und erwartete Wechselkursbewegungen, das Zinsgefälle, die Politik einer strengen Begrenzung der langfristigen Kreditaufnahmen französischer Gesellschaften am Euromarkt und insbesondere die von den Banken vorgenommenen Fristentransformationen. Diese allein führten zu einem Nettoabfluß von ffr 7,1 Mrd., nahezu doppelt soviel wie 1972, wobei langfristige Auslandskreditgewährungen durch kurzfristige Kreditaufnahmen am Euromarkt finanziert wurden. Der Umschwung in den Transaktionen privater Nichtbanken, die ein Defizit von ffr 1,4 Mrd. verglichen mit einem Überschuß von ffr 0,5 Mrd. 1972 erbrachten, ließ sich im wesentlichen auf Portfoliotransaktionen von Gebietsansässigen und noch mehr von Gebietsfremden zurückführen. Erstere erhöhten ihre Käufe besonders im dritten Quartal. Andererseits wurden die Auslandskäufe französischer Wertpapiere durch Gebietsfremde stark reduziert. Eine kräftige Zunahme der Nettozahlungsausgänge wird auch bei den öffentlichen langfristigen Kapitaltransaktionen verzeichnet. Dies ist allerdings ausschließlich auf die 1972 vorgenommene Abschreibung von ffr 1,1 Mrd. Schulden bestimmter afrikanischer Länder zurückzuführen.

Die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse (einschließlich Restposten) beliefen sich für das Jahr insgesamt auf ffr 6,1 Mrd. Der Überschuß blieb während der ersten neun Monate des Jahres bestehen, obwohl im März strenge Maßnahmen zur Abwehr von Zuflüssen ergriffen worden waren. Vom 15. September an änderte sich die Situation jedoch als Folge der Aufwertung des holländischen Guldens, mit der Spekulationen zugunsten des belgischen Frankens und der Deutschen Mark auf Kosten des französischen Frankens einhergingen. Zu diesem Zeitpunkt wurden die früher eingeführten Beschränkungsmaßnahmen rückgängig gemacht.

Im ersten Vierteljahr 1974 waren die Exporte saisonbereinigt um mehr als 20% höher als im Zeitraum Oktober–Dezember 1973, und die Importe waren um über 30% gestiegen. Der Saldo des Warenhandels ergab ein Defizit von ffr 3,3 Mrd. anstelle des Überschusses von ffr 0,9 Mrd. in den vorausgegangenen drei Monaten.

Italien. Trotz einer ernsten Verschlechterung der italienischen Zahlungsbilanzstruktur ist das Gesamtdefizit von Lit 745 Mrd. 1972 auf Lit 175 Mrd. im vergangenen Jahr zurückgegangen. Der Unterschied ist aus dem scharfen Anstieg der kompensatorischen Auslandsverschuldung des öffentlichen Sektors zu erklären, die sich auf netto Lit 2 570 Mrd. belief (1972: Lit 350 Mrd.). Diese Kreditaufnahme geschah angesichts einer Passivierung der Leistungsbilanz um Lit 2 575 Mrd., die teilweise durch eine Verringerung der privaten Kapitalabflüsse wettgemacht wurde.

Die Verschlechterung in der Leistungsbilanz konzentrierte sich auf den Warenhandel. Nach der Zahlungsbilanzstatistik folgte auf den kleinen Überschuß von 1972 ein Defizit von Lit 2 275 Mrd. Mit der Expansion der inländischen Nachfrage stiegen die Importe um über 40%, während die Exporte um 20% zunahmen, wobei dieser Anstieg — wegen der Streiks zu Beginn des Jahres — vor allem im zweiten Halbjahr zustande kam. 1972 hatten die entsprechenden Zuwachsraten für Exporte und Importe rund 15% betragen. Mengenmäßig war die Zunahme der Einfuhr (13%) geringfügig höher als 1972, aber das Wachstum der Ausfuhr machte mit etwa 4% weniger als

ein Drittel des Vorjahres aus. Die Verschlechterung der Terms of trade — ein Produkt der Rohstoffhausse und der Liraschwäche — stellte sich auf 10%.

Nach den Zollstatistiken betraf die Verschlechterung auf den Warenhandelskonten alle wichtigen Sektoren: das strukturelle Defizit bei Grundstoffen und Energieträgern erhöhte sich um Lit 1 085 Mrd. auf Lit 3 610 Mrd., der Überschuß bei Halb- und Fertigwaren (ohne Nahrungsmittel) verringerte sich um Lit 820 Mrd. auf Lit 2 645 Mrd., und die Nettozahlungen für Nahrungsmittel stiegen um Lit 935 Mrd. auf Lit 2 290 Mrd. Diese Zahlen zeigen klar, insbesondere angesichts der höheren Preise für die Energieversorgung, wie notwendig ein Abbau des Warenhandelsungleichgewichts ist. Da sich das traditionelle Defizit bei Grundstoffen und Energie zwangsläufig vergrößern wird, muß ein Ausgleich dadurch erfolgen, daß Fertigwaren statt in den Inlandsverbrauch auf die Exportmärkte gelangen und daß beispielsweise bei den Nahrungsmitteln gewisse Importe durch gesteigerte Inlandsproduktion ersetzt werden.

Diese Entwicklungen bereiteten den Boden für die Einführung einer 30prozentigen Depotpflicht im Mai 1974 für Einfuhren von Ernährungs- und Konsumgütern. In diesem Zeitpunkt hatte das Warenhandelsdefizit alarmierende Ausmaße erreicht; vorläufige Zahlen der Zollstatistik für die ersten vier Monate des laufenden Jahres lassen auf über Lit 2 500 Mrd. (Januar–April 1973: Lit 900 Mrd.) schließen, wovon etwa die Hälfte auf Öl entfällt.

Das weiterhin gültige Verbot, eingeführte italienische Banknoten auf Ausländerkonten gutzuschreiben, führte im letzten Jahr — nach der Stagnation 1972 — zu einer Abnahme der erfaßten Fremdwährungseingänge aus dem Reiseverkehr und den Überweisungen von Arbeitskräften. Um diese Verzerrung auszugleichen, werden in

Italien: Zahlungsbilanz

	1971	1972	1973	1972		1973	
				1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
	Milliarden Lire						
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	9 275	10 755	12 870	5 220	5 535	5 560	7 310
Einfuhr	9 205	10 725	15 145	5 055	5 670	6 635	8 510
Saldo	+ 70	+ 30	- 2 275	+ 165	- 135	- 1 075	- 1 200
Dienstleistungen, Übertragungen	+ 910	+ 1 140	+ 870	+ 590	+ 550	+ 220	+ 650
Leistungsbilanz	+ 980	+ 1 170	- 1 405	+ 755	+ 415	- 855	- 550
Erfaßte Kapitalbewegungen . . .							
Kompensatorische Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors	- 140	+ 350	+ 2 570	- 260	+ 610	+ 555	+ 2 015
Sonstige	- 235	- 1 920	- 980	- 670	- 1 250	- 670	- 310
Zusammen	- 375	- 1 570	+ 1 590	- 930	- 640	- 115	+ 1 705
Restposten	- 115	- 345	- 360	- 150	- 195	+ 55	- 415
Kapitalbilanz	- 490	- 1 915	+ 1 230	- 1 080	- 835	- 60	+ 1 290
Gesamtbilanz*	+ 490	- 745	- 175	- 325	- 420	- 915	+ 740

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1971 und 1972: Lit 67 Mrd. bzw. Lit 66 Mrd.) und ohne Neubewertung der zentralen Nettoreserven.

der Zahlungsbilanz auf Transaktionsbasis nun Schätzwerte für die tatsächlichen unsichtbaren Einnahmen und Kapitalzahlungen eingesetzt. Nach diesen Schätzungen, die, um Vergleiche zu ermöglichen, auf frühere Jahre zurückgeführt wurden, betrugen die Überschüsse beim Reiseverkehr und den Arbeiterüberweisungen 1973 Lit 1050 Mrd. bzw. Lit 860 Mrd.; das ist etwas mehr als 1972. Dennoch belief sich der Gesamtüberschuß bei den unsichtbaren Transaktionen 1973 auf nur Lit 870 Mrd. — Lit 270 Mrd. weniger als ein Jahr zuvor. Es kam nämlich zu einem starken Anstieg der Nettoauszahlungen aufgrund von Kapitalerträgen, Transportleistungen und öffentlichen Übertragungen, letztere vor allem in Form höherer Beiträge zum Europäischen Agrarfonds.

Zusätzlich zu den erwähnten kompensatorischen Kreditaufnahmen durch öffentliche Institutionen sanken die autonomen Abflüsse (einschließlich Restposten), vor allem als Ergebnis einer verbesserten Position bei den Handelskrediten, im vergangenen Jahr per Saldo um Lit 925 Mrd. auf Lit 1340 Mrd. Die gesamte Kapitalbilanz schlug so von einem Nettoabfluß von Lit 1915 Mrd. 1972 in einen Nettozufluß von Lit 1230 Mrd. 1973 um.

Nach einer weiteren erheblichen kompensatorischen Kreditaufnahme in den ersten fünf Monaten von 1974 beläuft sich nun die Verschuldung in dieser Form auf etwa Lit 5500 Mrd., was für die kommenden Jahre eine beträchtliche Zins- und Tilgungslast bedeutet.

Belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion. Die Zahlungsbilanzentwicklung war im vergangenen Jahr von einem scharfen Rückgang der Nettokapitalabflüsse beherrscht. Daher zeigte die Gesamtbilanz, trotz einem Rückgang des Aktivsaldos in der Leistungsbilanz, einen Überschuß von bfr 37,5 Mrd.; das sind bfr 17 Mrd. mehr als 1972.

Belgien-Luxemburg: Zahlungsbilanz¹

	1970	1971	1972	1973	1973	1974
					1. Quartal	
	Milliarden belgische Franken					
Warenhandel ²						
Ausfuhr	465,5	527,9	586,5	730,3	166,7	239,2
Einfuhr	446,9	486,7	540,1	684,6	155,1	230,4
Saldo	+ 38,6	+ 41,2	+ 46,4	+ 45,7	+ 11,6	+ 8,8
Dienstleistungen, Übertragungen	- 2,9	+ 0,1	+ 4,8	- 2,8	+ 3,0	+ 2,5
Leistungsbilanz	+ 35,7	+ 41,3	+ 51,2	+ 42,9	+ 14,6	+ 11,3
Erfaßte Kapitaleleistungen						
Öffentliche	- 2,8	- 12,7	- 12,9	- 7,3	- 1,6	- 2,2
Direktinvestitionen	+ 8,1	+ 13,0	+ 11,2	+ 19,0	+ 5,3	+ 7,4
Wertpapiere	- 14,4	- 18,5	- 31,9	- 24,3	- 10,3	- 5,2
Sonstige	- 10,2	+ 0,9	+ 3,4	- 2,8	- 7,3	- 2,7
Zusammen	- 19,3	- 17,3	- 30,2	- 15,4	- 13,9	- 2,7
Restposten	- 1,2	- 0,6	- 0,5	+ 10,0	+ 4,0	- 4,4
Kapitalbilanz	- 20,5	- 17,9	- 30,7	- 5,4	- 9,9	- 7,1
Gesamtbilanz ³	+ 15,2	+ 23,4	+ 20,5	+ 37,5	+ 4,7	+ 4,2

¹ Teilweise auf Zahlungsbasis. ² Ausfuhr und Einfuhr teilweise cif. ³ Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1970, 1971 und 1972 jeweils bfr 3,5 Mrd.).

Der Leistungsbilanzüberschuß verringerte sich, vor allem weil die Dienstleistungen und Übertragungen ins Defizit gerieten, um bfr 8,3 Mrd. auf bfr 42,9 Mrd. Die Zahlungsbilanzstatistik, die zum Teil auf Zahlungsbasis aufbereitet wird, zeigt einen Rückgang der Nettoeinnahmen aus dem Warenverkehr um bfr 0,7 Mrd. auf bfr 45,7 Mrd. Die Zollstatistik auf bereinigter fob-Basis weist einen ähnlichen Trend aus, wobei hier der Überschuß um bfr 4,4 Mrd. auf bfr 55,5 Mrd. sank. Die Einfuhren nahmen wertmäßig um ein Viertel zu, weil die Inlandsnachfrage stark stieg. Die Ausfuhren erhöhten sich um über 20 %, trotz den Streiks und Produktionsengpässen in der zweiten Jahreshälfte. Die Verschlechterung der Terms of trade machte etwa 4 % aus. Im Handelsverkehr mit den anderen EWG-Ländern erhöhte sich der Ausfuhrüberschuß gegenüber Ländern mit schwacher Währung beträchtlich, während gegenüber Ländern mit starker Währung das Gegenteil der Fall war. Die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz geriet in ein Defizit von bfr 2,8 Mrd., wobei der starke Umschwung vor allem auf die kräftige Zunahme der staatlichen Nettozahlungen zurückging.

Die Nettokapitalabflüsse (einschließlich Restposten) verringerten sich von bfr 30,7 Mrd. 1972 auf bfr 5,4 Mrd., anscheinend vor allem infolge steigenden Vertrauens in den belgischen Franken. Die Nettoabflüsse konzentrierten sich auf die erste Jahreshälfte, in der sie bfr 18,9 Mrd. ausmachten; in der zweiten Hälfte war die Situation umgekehrt, mit Nettoeinzügen von bfr 13,5 Mrd. Die erfaßten privaten Kapitaltransaktionen ergaben Nettoabflüsse von bfr 8,1 Mrd., verglichen mit dem Rekord von bfr 17,3 Mrd. 1972. Dieser Rückgang beruht vor allem auf einer Erhöhung der Nettozuflüsse bei Direktinvestitionen um bfr 7,8 Mrd. und einer Verringerung der Nettoabflüsse aus Wertpapiertransaktionen um bfr 7,6 Mrd. Die ausländischen Direktinvestitionen erhöhten sich nach dem Rückgang von 1972 stark, während die belgischen Investitionen im Ausland nur wenig zunahmen. Außerdem erwarben Gebietsfremde mehr belgische Wertpapiere, und noch wichtiger war, daß die Einwohner von Belgien und Luxemburg geringeres Interesse an ausländischen Wertpapieren zeigten. Hinzu kam noch, daß die Zahlungsausgänge der öffentlichen Stellen um bfr 5,6 Mrd. auf bfr 7,3 Mrd. zurückgingen. Dies erklärt sich allein schon daraus, daß das Schatzamt Anfang 1973 die Tilgung der auf Fremdwährungen und Gold lautenden kurzfristigen Verschuldung abgeschlossen hatte.

Die übrigen Kapitalströme, meist nichterfaßte Transaktionen spekulativer Art, führten zu Nettoabflüssen von bfr 7,2 Mrd. (1972: bfr 2,9 Mrd.). Erhebliche Zuflüsse wurden Anfang 1973, vor und unmittelbar nach der Dollarabwertung, gemeldet. Darauf folgten dann Nettoabflüsse, jedoch kam es vom Sommer an wieder zu Zuflüssen, die sich besonders gegen Ende des Jahres verstärkten.

Im ersten Vierteljahr 1974 verringerte sich der Handelsbilanzüberschuß — verglichen mit dem entsprechenden Vorjahresquartal — ein wenig, und es waren etwas niedrigere Nettoeinkünfte aus Dienstleistungen und Übertragungen zu verzeichnen. Der Überschuß der Leistungsbilanz war jedoch mit bfr 11,3 Mrd., das sind bfr 3,3 Mrd. weniger als im ersten Quartal 1973, immer noch beträchtlich, wenn man die Ölpreisteigerungen in Rechnung stellt. Die Nettokapitalabflüsse, hauptsächlich nichterfaßte Transaktionen, beliefen sich auf bfr 7,1 Mrd., so daß sich ein Gesamtüberschuß von bfr 4,2 Mrd. ergab.

Niederlande. Nach drei Jahren der Zunahme sank der Gesamtüberschuß 1973 auf hfl 1,1 Mrd. Diese Änderung ergab sich als Folge der Nettokapitalabflüsse, die (einschließlich Restposten) wegen der im Ausland erzielbaren höheren Renditen um hfl 2,4 Mrd. stiegen. Der Überschuß der Leistungsbilanz erhöhte sich um hfl 1,3 Mrd. auf hfl 5 Mrd.

Trotz einer geringfügigen Verschlechterung der Terms of trade vergrößerte sich der Überschuß im Warenhandel um hfl 0,7 Mrd. auf hfl 2 Mrd. und trug so mit drei Fünfteln zum Leistungsbilanzüberschuß bei. Die Exporte wuchsen um etwa 20%, wobei sich diejenigen, die auf neue Märkte — meist Entwicklungsländer — vorstießen, besonders schwunghaft entwickelten. Die Einfuhren, die in den vorausgegangenen zwei Jahren recht mäßig gestiegen waren, erhöhten sich ebenfalls um etwa ein Fünftel, vor allem wegen der Erholung bei den Produktivinvestitionen und bei der Lagerbildung.

Die Nettoeinfänge aus Dienstleistungen und Übertragungen stiegen im vergangenen Jahr weiter, und zwar auf hfl 3 Mrd. Dies muß weitgehend dem erheblichen Anwachsen der Nettokapitalerträge — besonders aus Geldmarktanlagen im Ausland — zugeschrieben werden, denn das Defizit im Reiseverkehr wurde größer, und der Überschuß aus Transportleistungen und Warenversicherungen ging zurück.

Die langfristigen Kapitalbewegungen erbrachten einen Nettoabfluß von hfl 4,5 Mrd.; das sind hfl 1,9 Mrd. mehr als 1972. Drei Viertel dieser Zunahme entfielen auf Wertpapiertransaktionen. Der Anstieg bei den Käufen ausländischer Aktien durch Inländer war begleitet von einem auf Trendumkehr beruhenden beträchtlichen Nettoverkauf niederländischer Aktien durch Ausländer, woraus ein Nettoabfluß von hfl 2,3 Mrd. (1972: hfl 1 Mrd.) resultierte. Außerdem stiegen die Käufe ausländischer Obligationen durch Inländer, und beim Verkehr mit Inlandsobligationen kam es per Saldo sogar zu einer kleinen Repatriierung, nach dem sehr scharfen Rückgang der Verkäufe an Ausländer 1972, der sich aus dem im September des vorausgegangenen Jahres eingeführten „geschlossenen Obligationenkreislauf“ ergeben hatte. Dieses

Niederlande: Zahlungsbilanz

	1971	1972	1973	1972		1973	
				1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr
Millionen Gulden							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	44 215	50 225	61 500	24 315	25 910	30 090	31 410
Einfuhr	46 380	48 950	59 500	24 145	24 805	28 910	30 590
Saldo	-2 165	+1 275	+2 000	+ 170	+1 105	+1 180	+ 820
Dienstleistungen, Übertragungen	+1 570	+2 425	+2 955	+ 915	+1 510	+1 690	+1 265
Leistungsbilanz	- 595	+3 700	+4 955	+1 085	+2 615	+2 870	+2 085
Langfristiges Kapital	+1 400	-2 595	-4 515	- 900	-1 695	-2 025	-2 490
Grundbilanz	+ 805	+1 105	+ 440	+ 185	+ 920	+ 845	- 405
Kurzfristiges Kapital, Restposten	+1 210	+1 105	+ 630	+ 815	+ 290	+ 380	+ 250
Gesamtbilanz*	+2 015	+2 210	+1 070	+1 000	+1 210	+1 225	- 155

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1971 und 1972: hfl 271 Mio. und 269 Mio.).

letztere System wurde allerdings im Februar 1974 abgeschafft, als verschiedene andere Länder ähnliche Lockerungen vornahmen. Im Bereich der langfristigen Darlehen und Kredite ergaben sich, wegen Nettoschuldentilgungen an das Ausland, um hfl 0,6 Mrd. höhere Nettoabflüsse. Im Gegensatz dazu kam es bei den Direktinvestitionen durch einen Umschwung von hfl 0,4 Mrd. zu einem Überschuß, weil die Auslandsinvestitionen nach dem Rückgang von 1972 wieder anstiegen, während die niederländischen Investitionen im Ausland stagnierten.

Die gesamten kurzfristigen Kapitaltransaktionen, vor allem unerfaßte Bewegungen im Zusammenhang mit den Leads and lags, ergaben einen Überschuß von hfl 0,6 Mrd. — etwa die Hälfte des Ergebnisses von 1972, was darauf beruhte, daß im Ausland ein höheres Zinsniveau herrschte und der Gulden im Frühjahr und im Spätherbst, nach dem Ölembargo, unter einigem spekulativen Druck lag.

Dänemark. Im Gegensatz zum Jahre 1972 vergrößerte sich das Defizit in der Leistungsbilanz im letzten Jahr merklich, während der vorjährige scharfe Rückgang bei den Nettokapitalzuflüssen einer neuerlichen, erheblichen Zunahme Platz machte, so daß der Gesamtüberschuß um dkr 0,9 Mrd. auf dkr 2 Mrd. stieg.

Obwohl die Zunahme bei den Warenexporten wertmäßig auf 22% (1972: 13%) stieg, hat sich das Handelsbilanzdefizit mit dkr 7,1 Mrd. mehr als verdoppelt, weil die Importe um 33% answollen (1972: 3%). Ungefähr ein Drittel der Ausfuhrzunahme resultierte aus einer Erhöhung der Mengen, während im Fall der Einfuhren die Relation drei Fünftel ausmacht. Bei den Terms of trade gab es eine leichte Verbesserung wegen der relativen Bedeutung landwirtschaftlicher Erzeugnisse in den dänischen Ausfuhren. Der scharfe Anstieg in der wertmäßigen Einfuhr und die im Vergleich dazu geringere Zunahme bei den Ausfuhren spiegelte vor allem das sehr hohe Niveau der inländischen Wirtschaftsaktivität und den starken Nachfragedruck wider; außerdem wurden die Einfuhren durch eine starke Aufstockung der Lager, die 1972 abgebaut worden waren, beeinflusst. Ein weiterer Importanreiz ergab sich im letzten Teil des Jahres deshalb, weil die befristete Importsteuer im Frühjahr 1973 auslief. Was die Exporte betrifft, so waren die Auswirkungen der Tarifkonflikte vom Frühjahr 1973 auf die industrielle Produktion beträchtliche Zeit spürbar, und die Exportindustrien hatten Schwierigkeiten, die Nachfrage zu befriedigen. Mit dem Eintritt in die EWG wurde der Außenhandel Dänemarks zunehmend auf die europäischen Partner konzentriert. Der Gesamtwert der Ausfuhr in dieses Gebiet stieg im vergangenen Jahr um rund 30%, wobei die Agrarexporte um rund 40% zunahmen.

Bei gegenüber dem Vorjahresniveau geringen Veränderungen der Nettoeinkünfte aus Schiffsfrachten und einem Rückgang des Aktivsaldos im Reiseverkehr um dkr 0,3 Mrd. beruhte der Anstieg des Überschusses aus unsichtbaren Transaktionen um dkr 1,7 Mrd. weitgehend auf den Nettoeinkünften von dkr 2 Mrd. aus den EWG-Agrarmarktstützungsvereinbarungen.

Der gesamte Nettokapitalzufluß belief sich 1973 auf dkr 5 Mrd.; das waren dkr 3,4 Mrd. mehr als im Jahr zuvor. Die Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland ging im vergangenen Jahr weiter zurück; sie war insgesamt 1 Mrd. niedriger als 1972, aber der private Kapitalverkehr (einschließlich Restposten), der zuvor

nahezu ausgeglichen gewesen war, erbrachte Nettoimporte von dkr 4,5 Mrd. Ursächlich hierfür war größtenteils die restriktive Geldpolitik, die verhinderte, daß die Kreditnachfrage voll aus inländischen Quellen befriedigt wurde.

Im ersten Quartal 1974 erhöhte sich das Defizit im Warenhandel auf dkr 4,5 Mrd., womit es etwa doppelt so groß war wie in der Vergleichsperiode des Vorjahres. Die Exporte waren etwa 30% höher, die Importe aber um fast die Hälfte. Wie erwartet stiegen die Einfuhren von Ölprodukten am schnellsten, aber auch bei den Konsumgütern war eine sehr starke Expansion zu verzeichnen. Da sich auch bei der Schifffahrt ein geringerer Überschuß ergab, vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit auf dkr 3,2 Mrd. Das waren rund dkr 0,2 Mrd. mehr als im ganzen Jahr 1973.

Übrige EWG-Länder: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel (fob)			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz¹	Gesamtbilanz²
	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo				
Dänemark (Millionen Kronen)							
1971 ..	26 995	32 310	~ 5 315	+ 2 145	- 3 170	+ 4 000	+ 830
1972 ..	30 440	33 440	~ 3 000	+ 2 535	- 465	+ 1 615	+ 1 150
1973 ..	37 210	44 355	- 7 145	+ 4 200	- 2 945	+ 4 980	+ 2 035
Irland (Millionen Pfund)							
1971 ..	525	740³	- 215	+ 130	- 85	..⁴	..⁴
1972 ..	635	825³	~ 190	+ 125	- 65	+ 25	- 40
1973 ..	855	1 125³	~ 270	+ 175	- 95	+ 125	+ 30

¹ Einschließlich Restposten. ² Ohne SZR-Zuteilungen. ³ cif. ⁴ Wegen des irischen Bankstreiks nicht verfügbar.

Irland. Bei sehr kräftiger inländischer und ausländischer Nachfrage während des gesamten Jahres expandierten die Warenausfuhr und -einfuhr um etwa ein Drittel, d.h. erheblich schneller als 1972 und annähernd dreimal so schnell, wie den langjährigen durchschnittlichen Wachstumsraten entspricht. Das Handelsbilanzdefizit vergrößerte sich von £ 190 Mio. 1972 auf £ 270 Mio. 1973, ohne daß sich die Terms of trade geändert hätten. Sowohl die Ausfuhr- wie die Einfuhrpreise stiegen um rund 20%, so daß es bei der 1972 erfolgten Verbesserung der Terms of trade um 8½% blieb. Wie im vorangegangenen Jahr war der Exportzuwachs bei den gewerblichen Produkten erheblich stärker als bei den landwirtschaftlichen Erzeugnissen. Die Einfuhren dagegen nahmen in allen Bereichen ziemlich gleichmäßig zu. Der Verschlechterung in der Handelsbilanz um £ 80 Mio. stand ein um £ 50 Mio. gestiegener Überschuß bei den unsichtbaren Transaktionen gegenüber. Diese Verbesserung beruhte vor allem auf den ersten EWG-Transferzahlungen, die £ 30 Mio. ausmachten, und einer teilweisen Erholung des Tourismus.

Die gesamten Nettokapitalzuflüsse stiegen, vor allem im Zusammenhang mit der Finanzierung neuer Industrieprojekte, im vergangenen Jahr auf £ 125 Mio. (1972: £ 25 Mio.). Die Gesamtbilanz erbrachte so einen Überschuß von £ 30 Mio., nachdem sie 1972 mit einem Defizit von £ 40 Mio. abgeschlossen hatte.

In den ersten vier Monaten von 1974 waren die Exporte über 80% höher als im Zeitraum Januar-April 1973, aber die Importe wuchsen fast doppelt so schnell wie die Exporte. Die Lücke beim Warenhandel belief sich auf £ 190 Mio. (Vergleichsperiode 1973: £ 105 Mio.).

Sonstige europäische Länder

Österreich. Auf den Gesamtüberschuß von S 2,5 Mrd. 1972 folgte im letzten Jahr ein Defizit von S 4,7 Mrd. Diese Wende war hauptsächlich auf einen Umschwung im langfristigen Kapitalverkehr zurückzuführen, bei dem ein Fehlbetrag von S 3,8 Mrd. entstand, gegenüber einem Überschuß von S 1,9 Mrd. 1972. Die Statistik zeigt auch, daß das Defizit der Leistungsbilanz um S 3 Mrd. auf S 6,9 Mrd. im vergangenen Jahr anstieg. Da jedoch angenommen wird, daß im Restposten vor allem nichterfaßte Leistungsbilanztransaktionen ihren Niederschlag gefunden haben, dürfte nach amtlichen Schätzungen die Leistungsbilanz nur ein Defizit von etwa S 2 Mrd. aufgewiesen haben, gegenüber einer ungefähr ausgeglichenen Position 1972.

Bei kräftiger Auslands- und Inlandsnachfrage stiegen sowohl die Ausfuhren als auch die Einfuhren etwa gleich stark mit wertmäßig rund 14% und mengenmäßig rund 10%. In absoluten Zahlen jedoch nahm der Export um S 12,2 Mrd. und der Import um S 16,6 Mrd. zu. Dies bedeutete eine Vergrößerung des Handelsbilanzdefizits, das 1972 S 31,9 Mrd. betragen hatte, um S 4,4 Mrd. Die Nettoeinkünfte aus dem Reiseverkehr erhöhten sich im vergangenen Jahr um nur S 0,8 Mrd., verglichen mit S 4 Mrd. 1972. Real, d.h. an den Ausländerübernachtungen gemessen, nahmen sie sogar leicht ab.

Daß der langfristige Kapitalverkehr ins Defizit glitt, hatte seine Ursache teilweise in dem verhältnismäßig niedrigen österreichischen Zinsniveau, das Inländer veranlaßte, ihre Anlagen in ausländischen Obligationen stark zu erhöhen, teilweise aber auch in der Drosselung des Erwerbs von Immobilien und österreichischen Wertpapieren durch Ausländer. Die erfaßten kurzfristigen Kapitaltransaktionen zeigten einen entgegengesetzten Trend; sie schlugen um von einem kleinen Nettoabfluß 1972 in einen Zufluß von S 0,7 Mrd. 1973.

Teilweise als Ergebnis der Zollsenkungen zwischen Österreich und der EWG, die vom Beginn des Jahres an wirksam wurden, gingen Einfuhren und Ausfuhren im ersten Vierteljahr 1974 steil hinauf, nachdem sie in den letzten Monaten von 1973 nahezu stagniert hatten. Die Exporte waren um 45% höher als in der Vergleichsperiode des vorausgegangenen Jahres, die Importe um über 30%; das Handelsbilanzdefizit war so mit S 10,6 Mrd. etwa gleich hoch wie im ersten Vierteljahr 1973.

Österreich und Schweiz: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Erfaßte Kapitalleistungen	Restposten	Gesamtbilanz
	Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo					
Österreich (Millionen Schilling)								
1971 . .	79 080	105 780	-26 700	+24 450	- 2 250	+ 15	+ 5 165	+2 930*
1972 . .	89 850	121 765	-31 915	+28 025	- 3 890	+ 1 825	+ 4 570	+2 505*
1973 . .	102 065	138 335	-36 270	+29 340	- 6 930	- 3 055	+ 5 320	-4 665*
Schweiz (Millionen Franken)								
1971 . .	23 620	29 640	- 6 020	+ 6 360	+ 340	- 8 615	+17 480	+9 205
1972 . .	26 190	32 370	- 6 180	+ 7 020	+ 840	-10 890	+10 055	- 95
1973 . .	29 950	36 590	- 6 640	+ 7 640	+ 1 000	- 8 725	+ 9 765	+2 040

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1971 und 1972: S 487 Mio. bzw. S 708 Mio.) und ohne Neubewertung der zentralen Nettoreserven.

Schweiz. Nach einer anhaltenden Boomperiode begann sich das inländische Nachfragewachstum abzuflachen, so daß mengenmäßig die Exporte schneller expandierten als die Importe, und dies ungeachtet der beträchtlichen effektiven Aufwertung des Schweizer Frankens. Das Defizit der Handelsbilanz stieg so nur um sfr 0,5 Mrd., wobei sich die Verschlechterung überwiegend im vierten Quartal als Folge der Ölpreissteigerungen einstellte. Dies wurde durch einen Zuwachs bei den Dienstleistungen und Übertragungen — hauptsächlich Nettoeinkünfte aus Kapitalerträgen, aber auch aus dem Fremdenverkehr — mehr als ausgeglichen, so daß der Überschuß in der Leistungsbilanz im vergangenen Jahr auf sfr 1 Mrd. geschätzt wird, das sind sfr 0,2 Mrd. mehr als 1972. Der wichtigste Vorgang in der Zahlungsbilanz war jedoch der Umschwung auf dem Kapitalkonto (einschließlich Restposten), das anstelle des Defizits von sfr 0,9 Mrd. 1972 im Jahr 1973 einen Überschuß von sfr 1 Mrd. aufwies. Die Gesamtbilanz ergab deshalb einen Überschuß von sfr 2 Mrd., während sie 1972 noch fast ausgeglichen gewesen war.

Die restriktiven Maßnahmen, die seit Sommer 1972 angewandt wurden, um spekulative Mittelzuflüsse in die Schweiz abzuwehren und Gelder ins Ausland zurückfließen zu lassen, konnten gewichtige Nettozuflüsse im ersten Halbjahr 1973 nicht verhindern. Der Zustrom hing eindeutig mit der Erwartung von Wechselkursänderungen zusammen, denn er konzentrierte sich auf Zeiten der Währungsunruhe (später Januar und Mitte Februar). Im zweiten Halbjahr änderte sich die Lage, und die Kapitalbilanz geriet ins Defizit. Die Nettoeinkünfte von sfr 1 Mrd. über das gesamte Jahr lassen auf Bruttozuflüsse von mindestens sfr 9,7 Mrd. schließen, denn die erfaßten Abflüsse betrugen sfr 8,7 Mrd., nach sfr 11 Mrd. 1972. Dieser Rückgang ergab sich vor allem wegen der verringerten Geldanlagen von Investmentfonds im Ausland.

Da sowohl die Importe als auch die Exporte auf Jahresrate umgerechnet um etwa 25 % stiegen, erreichte das Handelsbilanzdefizit in den ersten vier Monaten 1974 sfr 3,1 Mrd. (Januar–April 1973: sfr 2,4 Mrd.).

Finnland. Der Umschwung in Finnlands Gesamtbilanz von einem Überschuß von Fmk 0,5 Mrd. 1972 in ein Defizit von Fmk 0,8 Mrd. im vergangenen Jahr beruhte vor allem darauf, daß sich der Fehlbetrag im Warenhandel fast verdoppelte.

Der Anstieg des Handelsbilanzdefizits um Fmk 1 Mrd. reflektierte einerseits eine übermäßige Inlandsnachfrage und einen erheblichen Lageraufbau und auf der anderen Seite Kapazitätsengpässe in den Holzverarbeitenden Industrien und Facharbeitermangel in der Metall- und Maschinenbauindustrie, die die Exporte hemmten. So beschleunigte sich der Anstieg der Importe im vergangenen Jahr wertmäßig von 11 % auf 26 %, wovon die Hälfte auf den Mengenzuwachs entfiel. Das Wachstum der Exporte stellte sich wertmäßig auf etwa 20 %, verlangsamte sich aber mengenmäßig von 15 % auf 3 %. Die Terms of trade verbesserten sich um etwa 6 %, vor allem als Folge des scharfen Anstiegs der Exportpreise von Holzprodukten und Metallen.

Um den Zuwachs der Konsumgüterimporte zu bremsen, die im vergangenen Jahr um fast 30 % stiegen, wurde im Juni 1973 ein Sofortzahlungssystem eingeführt. Im Anschluß daran wurden, als befristete Maßnahme, Importgenehmigungen für viele Gebrauchsgüter eingeführt, um einen weiteren spekulativen Lageraufbau zu verhindern.

Der Rückgang bei den langfristigen Nettokapitalzuflüssen in Höhe von Fmk 1,3 Mrd. auf Fmk 0,4 Mrd. beruhte darauf, daß sich die Auslandskreditaufnahme um Fmk 1,3 Mrd. verringerte, was nur teilweise ausgeglichen wurde durch einen Umschwung bei den langfristigen Exportkrediten, die einen Überschuß von Fmk 0,4 Mrd. erbrachten. Der Abbau der Auslandskreditaufnahme ergab sich aus der relativen Flüssigkeit des inländischen Kapitalmarkts. In der zweiten Hälfte des Jahres kam ein weiterer dämpfender Faktor hinzu: im Juni wurde die Einfuhr von mittel- und langfristigem Kapital einer Sonderdepotpflicht bei der Notenbank unterworfen.

Die Kapitalzuflüsse insgesamt waren jedoch etwa so groß wie 1972, da sich die kurzfristige Kapitalbilanz (mit Restposten) von einem Minus von Fmk 0,3 Mrd. auf ein Plus von Fmk 0,5 Mrd. aktivierte, besonders gegen Ende 1973, als langfristiges Auslandskapital teilweise durch kurzfristiges ersetzt wurde. Im ersten Jahresdrittel 1974 betrug das Handelsdefizit Fmk 1,4 Mrd. — Fmk 0,5 Mrd. mehr als im gleichen Vorjahreszeitraum —, wobei Einfuhr und Ausfuhr um rund 50% höher lagen. Die Brennstoffimporte stiegen von Fmk 0,4 Mrd. auf Fmk 1,1 Mrd.

Island. 1973 stiegen sowohl Importe als auch Exporte wertmäßig um etwa 50%, wobei sich das Handelsbilanzdefizit um \$ 10 Mio. erhöhte. Die Ausfuhren profitierten besonders vom Anstieg der Weltmarktpreise für Fisch und Aluminium. Das starke Wachstum der Einfuhren ergab sich aus der sehr schnellen Zunahme der Binnen-nachfrage und wegen außerordentlicher Käufe von Fischereischiffen. Allerdings war ein kräftiger Anstieg der Nettoeingänge aus Übertragungen zu verzeichnen, vor allem von anderen nordischen Ländern als Hilfeleistung für die Wiederansiedlung der Einwohner von Vestmannaeyjar nach den Vulkanausbrüchen im Januar 1973. Dies glich die Verschlechterung im Warenhandel mehr als aus, so daß sich das Defizit der laufenden Posten 1973 um \$ 5 Mio. auf \$ 15 Mio. verringerte. Die Nettokapitalzuflüsse waren mit \$ 25 Mio. etwa genauso hoch wie 1972; sie erfolgten überwiegend in Form langfristiger Kreditaufnahmen, vor allem durch den öffentlichen Sektor. Der Gesamt-überschuß stieg daher von \$ 5 Mio. auf \$ 10 Mio.

Nordische Länder: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz ¹	Gesamtbilanz ²
	Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo				
Finnland (Millionen Finnmark)							
1971 ..	9 845	11 760	- 1 915	+ 495	- 1 420	+ 2 140	+ 720
1972 ..	12 010	13 085	- 1 075	+ 595	- 480	+ 985	+ 505
1973 ..	14 525	16 565	- 2 040	+ 355	- 1 685	+ 900	- 785
Island (Millionen US-Dollar)							
1971 ..	150	200 ³	- 50	+ 5	- 45	+ 60	+ 15
1972 ..	190	215 ³	- 25	+ 5	- 20	+ 25	+ 5
1973 ..	290	325 ³	- 35	+ 20	- 15	+ 25	+ 10
Norwegen (Millionen Kronen)							
1971 ..	18 180	29 115	-10 935	+ 7 255	- 3 680	+ 4 585	+ 905
1972 ..	21 785	29 230	- 7 435	+ 7 020	- 415	+ 1 200	+ 785
1973 ..	27 280	37 280	-10 000	+ 8 020	- 1 980	+ 3 735	+ 1 755
Schweden (Millionen Kronen)							
1971 ..	38 240	36 190	+ 2 050	- 960	+ 1 090	+ 130	+ 1 220
1972 ..	41 700	38 620	+ 3 080	- 1 800	+ 1 280	+ 1 470	+ 2 750
1973 ..	52 860	46 305	+ 6 555	- 1 610	+ 4 945	+ 695	+ 5 640

¹ Einschließlich Restposten. ² Ohne SZR-Zuteilungen. ³ fob.

Norwegen. Im vergangenen Jahr stieg das Leistungsbilanzdefizit stark an, nachdem es 1972 wesentlich gesunken war. Die Zunahme wurde verursacht durch die schnelle Expansion der Einfuhren, die im Zusammenhang mit der Ausbeutung der Öl- und Gasfelder der Nordsee standen. Ohne die mit dem Öl verbundenen Transaktionen ergäbe die Leistungsbilanz 1973 sogar einen Überschuß von nkr 0,8 Mrd. (1972: nkr 0,6 Mrd.).

Ausfuhr und Einfuhr, einschließlich Schiffen, erhöhten sich prozentual um etwa ein Viertel, aber in absoluten Zahlen stiegen die Werte um nkr 5,5 Mrd. bzw. nkr 8,1 Mrd., so daß das Warenhandelsdefizit um nkr 2,6 Mrd. auf nkr 10 Mrd. stieg. Die Nettoeinfuhr von Schiffen belief sich auf nkr 0,7 Mrd. gegen Nettoausfuhren von nkr 0,1 Mrd. 1972. Selbst wenn man die Einfuhr von Schiffen und diejenige im Zusammenhang mit der Ölerschließung — die die stärkste Expansion zeigte — ausklammert, betrug die Einkommenselastizität der Einfuhr im vergangenen Jahr immer noch 3 (1972: 0,2). Dies beruhte einerseits auf dem schnellen Anstieg der Nachfrage in der zweiten Jahreshälfte, andererseits auf dem wachsenden Bedarf an einzuführenden Vorleistungen für Norwegens Exportindustrien. Der Anstieg der Exporte war breit gestreut, aber seine Aufteilung nach Volumen und Wert ungleich. Immerhin besteht aber ein gewichtiger Teil der norwegischen Ausfuhren aus Grundstoffen und Nahrungsmitteln, die vom Anstieg der Weltmarktpreise profitierten. Die 3prozentige Verbesserung der Terms of trade ergab sich im wesentlichen aus einer effektiven Höherbewertung der norwegischen Krone um etwa den gleichen Satz.

Die Nettoeinkünfte aus unsichtbaren Transaktionen beliefen sich auf nkr 8 Mrd. (1972: nkr 7 Mrd.). Die Nettofremdwährungseinnahmen aus Schiffsfrachten gingen um nkr 1,8 Mrd. hinauf, während auf der Passivseite das Defizit bei den Zins- und Transferzahlungen, wegen des Anstiegs der langfristigen Auslandsverschuldung des privaten Sektors und der Zunahme der staatlichen Übertragungen, um nkr 0,4 Mrd. zunahm.

Die langfristigen Nettokapitalzuflüsse stiegen stark an, da Mittel für die Finanzierung des Schiffahrtssektors und der Ölerschließung aufgenommen wurden; insgesamt beliefen sie sich auf nkr 4,8 Mrd. (1972: nkr 1,9 Mrd.). Der Überschuß der Grundbilanz erreichte somit nkr 2,9 Mrd. (1972: nkr 1,5 Mrd.). Andererseits war ein größerer kurzfristiger Nettokapitalabfluß (einschließlich Restposten) zu verzeichnen, der insgesamt nkr 1,1 Mrd. ausmachte, so daß der Gesamtüberschuß nkr 1,8 Mrd. betrug — nkr 1 Mrd. mehr als im Vorjahr.

In den ersten vier Monaten von 1974 wuchs das Handelsbilanzdefizit weiter, und zwar auf nkr 4,3 Mrd., verglichen mit nkr 2,5 Mrd. in der Vergleichsperiode von 1973; die Einfuhren waren um nahezu die Hälfte höher, und die Ausfuhren zeigten eine Zunahme um etwa ein Drittel.

Schweden. Der beherrschende Faktor, der im vergangenen Jahr hinter dem großen Überschuß in der Gesamtbilanz stand, war die Festigung im Warenverkehr, bei dem sich der Aktivsaldo auf skr 6,6 Mrd. belief; das war doppelt soviel wie 1972. Ursache hierfür war die sehr schnelle Expansion der Exporte, die mengenmäßig um 16% und wertmäßig um 27% stiegen, also um das Dreifache der Zuwachsraten von 1972. Das Vorhandensein freier Kapazitäten während der meisten Zeit von 1973, die bescheidene Ausdehnung der Inlandsnachfrage und die Bereitschaft,

Lager abzubauen, ermöglichten es, daß die Nettoexporte im letzten Jahr mit zwei Dritteln zum Wachstum des gesamten Bruttosozialprodukts beitrugen.

Der Anstieg der Exporte war in der ersten Jahreshälfte besonders mengenmäßig stark, während er sich in der zweiten Hälfte aus den erhöhten Durchschnittswerten ergab. Wertmäßig zeigten die Ausfuhren von Schiffen und Holzprodukten, die um nahezu die Hälfte stiegen, den größten Zuwachs. Die Einfuhren stiegen wertmäßig um 21% und mengenmäßig um 7½%. Hinsichtlich der Konsumgüter blieb die Expansion bescheiden, weil die Nachfrage langsam wuchs und die im Jahre 1972 aufgebauten Lagerbestände reduziert wurden. Die am schnellsten wachsende Gütergruppe war, wie beim Export, die der Schiffe, deren Einfuhr wertmäßig um nahezu die Hälfte zunahm.

Trotz dem Anstieg der Nettoübertragungen an das Ausland schrumpfte das Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen, wegen einer weiteren Zunahme der Nettoeinkünfte aus Schiffsfrachten und eines Rückgangs des Nettoabflusses in der Reiseverkehrsbilanz, um skr 0,2 Mrd. Der Leistungsbilanzüberschuß belief sich auf skr 4,9 Mrd. (1972: skr 1,3 Mrd.).

Die Bilanz der erfaßten Kapitaltransaktionen war im vergangenen Jahr nahezu im Gleichgewicht, während 1972 per Saldo skr 1,2 Mrd. zugeflossen waren. Die langfristigen Nettozuflüsse fielen um die Hälfte auf skr 0,4 Mrd., während die kurzfristigen Bewegungen, bei einem Umschwung von skr 0,8 Mrd., ein Defizit verzeichneten. Diese Entwicklungen scheinen die Politik des billigen Geldes in Schweden im vergangenen Jahr zu reflektieren, zu einer Zeit also, in der es auf den wichtigsten ausländischen und internationalen Märkten zu merklichen Anspannungen kam.

Der Gesamtüberschuß, der Bewertungsveränderungen einschließt, belief sich auf skr 5,6 Mrd.; das sind skr 2,9 Mrd. mehr als 1972.

Portugal. Die Zunahme des Gesamtüberschusses um Esc 0,8 Mrd. beruhte im wesentlichen auf einem Rückgang der erfaßten kurzfristigen Nettokapitalabflüsse, die nur zum Teil durch eine Passivierung des Restpostens neutralisiert wurden.

Der Leistungsbilanzüberschuß war mit Esc 13,3 Mrd. etwa der gleiche wie 1972, weil eine Vergrößerung des Warenhandelsdefizits durch einen erhöhten Überschuß bei den unsichtbaren Transaktionen wettgemacht wurde. Die Ausfuhren gingen um Esc 10,5 Mrd. hinauf, aber die Einfuhren um Esc 12,1 Mrd. Der Anstieg der Exporte erfolgte auf breiter Basis; Maschinen und Transportmittel verzeichneten das rascheste Wachstum (nahezu 50%), gefolgt von Holzprodukten (über 30%). Was die Einfuhren betrifft, so waren die wichtigsten Zunahmen bei den landwirtschaftlichen, textilen und chemischen Produkten zu verzeichnen, die alle um mehr als 30% wuchsen. Die Einfuhr von Maschinen und Transportmitteln stieg andererseits nur um 15% an. Die Erhöhung des Warenhandelsdefizits war geringer, als sie sich gegenüber den Ländern außerhalb des Escudo-Raumes allein ergeben hätte, da der Überschuß mit den überseeischen Provinzen sich fast verdoppelte (auf Esc. 4,1 Mrd.).

Die Nettoeinnahmen aus privaten Übertragungen, hauptsächlich Überweisungen von Gastarbeitern, erhöhten sich um Esc 3,3 Mrd. Jedoch erbrachten die öffentlichen Transaktionen mit den Provinzen eine Erhöhung der Nettoabflüsse um Esc 2 Mrd.

Portugal und Spanien: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel (fob)			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz ¹	Gesamtbilanz ²
	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo				
Portugal ³ (Milliarden Escudos)							
1971 . .	28,2	46,3	— 18,1	+ 23,1	+ 5,0	+ 2,7	+ 7,7
1972 . .	36,9	53,1	— 16,2	+ 29,4	+ 13,2	— 5,6	+ 7,6
1973 . .	47,4	65,2	— 17,8	+ 31,1	+ 13,3	— 4,9	+ 8,4
Spanien (Milliarden Peseten)							
1971 . .	208,5	320,4	— 111,9	+ 171,6	+ 59,9	+ 28,2	+ 88,1
1972 . .	245,8	391,1	— 145,3	+ 188,1	+ 42,8	+ 53,5	+ 96,3
1973 . .	313,5	519,2	— 205,7	+ 238,0	+ 32,3	+ 58,2	+ 90,5

¹ Einschließlich Restposten. ² Ohne SZR-Zuteilungen. ³ Portugiesisches Mutterland gegenüber der übrigen Welt; Transaktionen mit dem Escudo-Raum auf Zahlungsbasis.

Per Saldo verzeichnete der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen eine Steigerung um Esc 1,7 Mrd. Da das Defizit im langfristigen Kapitalverkehr über das Jahr wenig Veränderung zeigte, entsprach der Überschuß in der Grundbilanz mit Esc 9,8 Mrd. etwa dem von 1972.

Spanien. Die fortgesetzte schnelle inländische Expansion verursachte im vergangenen Jahr ein Schrumpfen des Leistungsbilanzüberschusses um Pta 10,5 Mrd. auf insgesamt Pta 32,3 Mrd. Es war eine bemerkenswerte Verschlechterung beim Warenhandel zu verzeichnen, die jedoch teilweise durch ein starkes Wachstum der Nettoeinkünfte aus Dienstleistungen und Übertragungen ausgeglichen wurde.

Das Defizit im Warenverkehr stieg 1973 um Pta 60,4 Mrd. auf Pta 205,7 Mrd. Die Einfuhr, die sich in der zweiten Hälfte des Jahres, als die Wirtschaft Zeichen der Überhitzung zeigte, stark beschleunigte, ging um ein Drittel hinauf; ihr Zuwachs erfolgte auf breiter Basis. Relativ stiegen auch die Exporte schneller, nämlich um mehr als ein Viertel. Die bemerkenswerteste prozentuale Steigerung verzeichneten die Transportmittel (ohne Schiffe) sowie Eisen und Stahl. Die Ausfuhr von Schiffen und Schuhwaren, die 1972 jeweils um beinahe die Hälfte gestiegen war, fiel im letzten Jahr leicht zurück.

Die Nettoeinkünfte aus Dienstleistungen betrugen Pta 156 Mrd. (1972: Pta 132 Mrd.). Dieser Gewinn war ganz dem Reiseverkehr zu verdanken: die Zahl der ausländischen Touristen stieg zwar weniger als 1972, aber dafür erhöhten sich die Ausgaben pro Kopf. Ähnlich gelagert war der Anstieg des Nettoüberschusses bei den Übertragungen um Pta 26,1 Mrd., denn trotz einem Nettorückgang der Zahl der Gastarbeiter stiegen ihre Überweisungen um Pta 14,3 Mrd. Dies beruhte sowohl auf Lohnsteigerungen in den Gastländern als auch auf der Höherbewertung ihrer Währungen gegenüber der Peseta (über vier Fünftel der spanischen Gastarbeiter sind in Frankreich, Deutschland und der Schweiz tätig).

Die langfristigen Nettokapitalzuflüsse erbrachten Pta 44,5 Mrd.; das sind Pta 14,7 Mrd. weniger als 1972. In beiden Jahren, aber besonders 1973, ergab sich der Großteil des Überschusses aus Direktinvestitionen und Immobilienerwerb. Die Verringerung der langfristigen Nettokapitalzuflüsse wurde mehr als wettgemacht durch den Umschwung im kurzfristigen Kapitalverkehr (einschließlich Restposten) um Pta 19,4 Mrd., der einen Überschuß herbeiführte. In der Gesamtbilanz gab es so einen Überschuß von Pta 90,5 Mrd. (1972: Pta 96,3 Mrd.).

Im ersten Vierteljahr 1974 schloß der spanische Warenverkehr mit einem Defizit von Pta 95 Mrd.; das war nahezu doppelt soviel wie in der Vergleichsperiode des Vorjahres. Die Exporte lagen um rund 20% höher, aber die Importe zeigten eine Zunahme um fast 50%.

Griechenland. Auf den Gesamtüberschuß, der 1972 \$0,5 Mrd. betragen hatte, folgte im vergangenen Jahr ein ungefähres Gleichgewicht. Die Zahlungsbilanzstatistik, die auf Zahlungsbasis erhoben wird, zeigt, daß dies das Ergebnis eines um \$1,2 Mrd. vergrößerten Handelsbilanzdefizits ist, das nur teilweise durch erhöhte Einkünfte aus Dienstleistungen und Übertragungen (+ \$0,4 Mrd.) und aus Kapitaltransaktionen (+ \$0,3 Mrd.) ausgeglichen werden konnte.

Die starke Zunahme der inländischen Nachfrage während des größten Teils von 1973, die auf eine lange Periode anhaltender Expansion folgte, führte die Wirtschaft in vielen Bereichen an die Kapazitätsgrenzen. Diese Tatsache und die scharfe Beschleunigung der heimischen wie der weltweiten Inflation — die zu größerer Konsumneigung und beträchtlichem Lageraufbau führte — erklären, warum bei den Zahlungsausgängen für Warenimporte im vergangenen Jahr ein Anstieg von nahezu 70% zu verzeichnen war, wovon ein Großteil auf die Zunahme des Volumens entfiel. Die vorliegenden Daten über die Zahlungen lassen darauf schließen, daß die Einfuhren für Nahrungsmittel um \$0,5 Mrd. auf \$0,8 Mrd. hinaufgingen, worin sich eine Liberalisierung der Nahrungsmiteleinfuhr und die Stagnation der heimischen landwirtschaftlichen Produktion widerspiegelte. Die Einfuhr von Investitionsgütern nahm ebenfalls rapide von \$0,6 Mrd. auf \$1,1 Mrd. zu. Die Warenausfuhr stieg um etwa 50%, wobei sich insbesondere die Exporte von Rohbaumwolle und Textilien nahezu verdoppelten. Die Expansion war besonders im letzten Teil des Jahres ausgeprägt, als sich die Wirkung der restriktiven Politik auf die Inlandsnachfrage langsam bemerkbar machte und Ressourcen zugunsten der Produktion für die Auslandsmärkte umgeschichtet werden konnten.

Annähernd die Hälfte der Zunahme bei den Nettoeinkünften aus Dienstleistungen und Übertragungen entfiel auf die Zunahme der Gastarbeiterüberweisungen um \$0,2 Mrd., die sich 1973 auf insgesamt \$0,7 Mrd. beliefen. Die andere Hälfte stammte zu etwa gleichen Teilen aus größeren Überschüssen bei Transport und Reiseverkehr.

Die Nettokapitalzuflüsse betrugen \$1,2 Mrd. (1972: \$0,9 Mrd.). Der Anstieg reflektiert vor allem den erhöhten Rückgriff auf ausländische Kredite durch den öffentlichen Sektor und durch öffentliche Unternehmen.

Jugoslawien. Der Leistungsbilanzüberschuß erhöhte sich 1973 leicht auf \$435 Mio. Darin spiegelt sich ein scharfer Anstieg in den Nettoeinkünften bei den unsichtbaren Transaktionen, die die Vergrößerung des Handelsbilanzdefizits mehr als ausglich. Der auf einen kleinen Nettoabfluß folgende, \$325 Mio. betragende Nettokapitalzufluß ergab sich aus erheblichen langfristigen Kreditaufnahmen, denen nur teilweise kurzfristige Abflüsse gegenüberstanden. Die Gesamtbilanz zeigte so einen Überschuß von \$760 Mio. gegen \$410 Mio. 1972.

Die Einfuhr stieg um \$1165 Mio., also um über ein Drittel, als Folge der Einfuhrliberalisierung und der verbesserten Devisenversorgung, auch wenn die In-

landsnachfrage ziemlich flau war und der Dinar seit 1971 erheblich an Wert verloren hatte. Alle wichtigen Wirtschaftsbereiche waren gleichermaßen betroffen. Eine besonders hohe Zunahme erfuhren die Importe aus Entwicklungsländern und aus der Sowjetunion. Die Exportsteigerung belief sich auf \$585 Mio. bzw. 25%. Die dynamischste Entwicklung vollzog sich bei Rohstoffen und Halbfertigwaren, wobei die größten Steigerungen im Verkehr mit Entwicklungsländern, Italien und den Vereinigten Staaten erzielt wurden. Dank der Bedeutung der landwirtschaftlichen Erzeugnisse und der Grundstoffe bei den jugoslawischen Exporten konnten sich die Terms of trade im vergangenen Jahr gut behaupten, wobei die Einfuhrpreise um etwa 15%, die Ausfuhrpreise etwas mehr stiegen. Insgesamt machte das Handelsbilanzdefizit im letzten Jahr \$1575 Mio. aus (1972: \$990 Mio.).

Im ersten Quartal 1974 nahmen Einfuhren und Ausfuhren weiterhin sehr stark zu. Sie lagen um etwa zwei Drittel über der Vergleichsperiode 1973. Wertmäßig beliefen sich die entsprechenden Zunahmen auf \$360 Mio. bzw. \$690 Mio. Das Handelsbilanzdefizit stellte sich auf \$730 Mio., gegen \$400 Mio. bzw. \$210 Mio. in der Vergleichsperiode 1973 und 1972.

Der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen belief sich 1973 auf \$2 010 Mio.; das sind \$600 Mio. mehr als 1972. Mehr als zwei Drittel der Steigerung entfielen auf die Zunahme der Gastarbeiterüberweisungen, die insgesamt \$1 310 Mio. ausmachten. Die Nettoeinkünfte aus dem Reiseverkehr vergrößerten sich, vor allem weil die Zahl der ausländischen Touristen anstieg, um \$130 Mio.

Türkei. Als Ergebnis fast verdoppelter Einkünfte aus Dienstleistungen und Übertragungen, insbesondere Gastarbeiterüberweisungen, verzeichnete die Leistungsbilanz statt des 1972 gemeldeten kleinen Defizits einen Überschuß von \$500 Mio. Dies ging jedoch mit einem Rückgang der Nettokapitalzuflüsse um \$365 Mio. auf \$190 Mio. einher. Der Gesamtüberschuß (gemessen an der Veränderung der zentralen Währungsreserven) stellte sich so auf \$690 Mio.; das waren \$145 Mio. mehr als 1972.

Das Defizit im Warenverkehr betrug \$780 Mio. gegen \$680 Mio. 1972, obwohl in relativen Zahlen die Exporte um die Hälfte und die Importe um ein Drittel stiegen. Die Ausfuhr von gewerblichen Erzeugnissen stieg am stärksten (um etwa zwei Drittel).

Mittelmeerländer: Zahlungsbilanzen

	Jahre	Warenhandel			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz ¹	Gesamtbilanz ²
		Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo				
		Millionen US-Dollar						
Griechenland*	1971	625	1 945	- 1 320	+ 980	- 340	+ 525	+ 185
	1972	835	2 440	- 1 605	+ 1 200	- 405	+ 905	+ 500
	1973	1 230	4 045	- 2 815	+ 1 625	- 1 190	+ 1 180	- 10
Jugoslawien . . .	1971	1 815	3 250	- 1 435	+ 1 080	- 355	+ 130	- 225
	1972	2 240	3 230	- 990	+ 1 410	+ 420	- 10	+ 410
	1973	2 825	4 400	- 1 575	+ 2 010	+ 435	+ 325	+ 760
Türkei	1971	675	1 170	- 495	+ 385	- 110	+ 435	+ 325 ⁴
	1972	885	1 565	- 680	+ 670	- 10	+ 555	+ 545 ⁴
	1973	1 320	2 100	- 780	+ 1 280	+ 500	+ 190	+ 690 ⁴

¹ Einschließlich Restposten. ² Ohne SZR-Zuteilungen. ³ Zahlungsbilanz auf Zahlungsbasis. ⁴ Entspricht der Veränderung der Währungsreserven.

Der Agrarexport war etwas von Restriktionen betroffen, die im September 1973 zur Eindämmung der inländischen Inflation verfügt worden waren. Zuvor, im März 1973, waren befristete Einfuhrbeschränkungen erlassen worden. Bei den unsichtbaren Transaktionen war der Überschuß aus Arbeiterüberweisungen mit \$ 1 180 Mio. um \$ 440 Mio. höher als 1972. Auch der Überschuß im Fremdenverkehr stieg weiter, betrug aber nur \$ 80 Mio.

Im ersten Vierteljahr 1974 erreichten Exporte wie Importe gegenüber der Vergleichsperiode 1973 mehr als 50% Zuwachs. Das höhere Handelsdefizit wurde jedoch weiterhin dank dem anhaltenden Anstieg der Überweisungen ausgeglichen.

Osteuropäische Länder. 1973 stiegen die Einfuhren in den meisten RGW-Ländern wertmäßig um gut über 15%. Lediglich in der Sowjetunion war der Importanstieg etwas niedriger als 1972, denn damals hatte eine schlechte Ernte eine ungewöhnliche Zunahme der Getreidekäufe im Ausland erforderlich gemacht. Das prozentuale Exportwachstum war bei der Mehrzahl der Länder ungefähr das gleiche wie 1972; in der Sowjetunion und in Rumänien stiegen die Ausfuhren jedoch viel schneller. Aufgrund dieser Veränderungen verschlechterten sich die Handelsbilanzen von Bulgarien, der DDR, Polen und der Tschechoslowakei; sie verbesserten sich jedoch im Falle der Sowjetunion, Rumäniens und Ungarns.

Osteuropäische Länder: Warenhandel

	Ausfuhrwert		Einfuhrwert		Saldo	
	1972	1973	1972	1973	1972	1973
	Jährliche prozentuale Veränderung der in Landeswährung* ausgedrückten Werte				Millionen Einheiten der Landeswährung*	
Bulgarien	11,1	12,7	11,8	13,9	65	40
Deutsche Demokratische Republik . .	12,2	9,4	9,7	19,6	1 080	— 1 159
Polen	17,1	17,2	21,4	31,1	— 1 480	— 4 464
Rumänien	14,0	29,2	14,7	20,4	— 92	1 155
Sowjetunion	2,5	24,5	18,4	16,5	— 569	350
Tschechoslowakei	8,3	12,9	7,1	15,8	1 676	997
Ungarn	21,2	18,1	— 2,9	9,4	1 490	4 740

* In der DDR, Polen und Ungarn in Außenhandels-Rechnungseinheiten.

Der Außenhandel zwischen den Planwirtschaftsländern hat offenbar um einiges weniger expandiert als 1972. Innerhalb des Gesamtvolumens haben sich die Exporte der Sowjetunion in RGW-Länder anscheinend erholt, ihre Einfuhren dagegen verlangsamt. Nichtsdestoweniger blieb die Sowjetunion offensichtlich der wichtigste Nettoimporteur im RGW-internen Außenhandel, während die DDR, Ungarn und die Tschechoslowakei wieder die bedeutendsten Nettoexporteure waren. Gemeinsame Unternehmungen von RGW-Ländern zur Erschließung von Rohstoff- und Energiequellen in der Sowjetunion könnten diese Warenhandelssalden teilweise erklären.

Die Internationale Investitionsbank, ein Institut, das seine Mittel vor allem von den Regierungen der RGW-Länder erhält, spielte eine immer wichtigere Rolle bei der Finanzierung solcher gemeinsamer Investitionsvorhaben im gesamten RGW-Gebiet. Nach drei Jahren Geschäftstätigkeit stiegen die gewährten Kredite auf nahezu Rbl 0,6 Mrd., wovon mehr als die Hälfte im letzten Jahr ausgereicht wurde. Die Aktivitäten der Internationalen Bank für wirtschaftliche Zusammenarbeit, die hauptsächlich

dazu dient, den Zahlungsverkehr zwischen den Mitgliedsländern abzuwickeln, haben ebenfalls rasch zugenommen. 1973 betrug das von diesem Institut abgewickelte Verrechnungsvolumen Rbl 47,5 Mrd.; die „Abrechnungskredite“ der Bank zur Deckung kurzfristiger Swings machten zusammen mit den bis zu drei Jahren „befristeten Krediten“ eine Gesamtsumme von Rbl 3,8 Mrd. aus.

Die Transaktionen der osteuropäischen Länder mit dem Rest der Welt, vor allem mit den industrialisierten Marktwirtschaftsländern, expandierten im vergangenen Jahr schneller als der Handel untereinander. Die Zuwachsraten im Export- und Importhandel mit anderen Ländern lagen im allgemeinen über 20%, und meist stiegen die Importe schneller als die Exporte. Am schnellsten wuchsen die Einfuhren — besonders von technisch hochwertigen Anlage- und Konsumgütern — aus Industrieländern. Die Nahrungsmitelefuhren waren immer noch groß, jedoch vergleichsweise weniger bedeutend als im Vorjahr, in dem große Versorgungslücken nur durch Auslandskäufe hatten geschlossen werden können. Alle Länder verzeichneten gegenüber den industrialisierten Marktwirtschaftsländern wieder Handelsbilanzdefizite, und zwar im allgemeinen größere als im Jahr davor.

Die Handelsbilanz der RGW-Mitglieder insgesamt, die 1971 noch \$1 Mrd. Überschuf erbracht hatte und 1972 in ein Defizit von über \$350 Mio. geraten war, blieb auch im vergangenen Jahr passiv. Die unvollständigen Daten lassen vermuten, daß die Nettoimporte dieses Raums aus der übrigen Welt auf mehr als \$1 Mrd. anstiegen. Dieser Anstieg, der trotz der Aktivierung der sowjetischen Gesamtbilanz zustande kam, reflektiert in hohem Maße die zunehmende Beanspruchung des Auslands zur Förderung des inländischen Wachstums. Aber natürlich spielten auch Preissteigerungen im Ausland eine Rolle. Das anhaltende Defizit gegenüber den industrialisierten Marktwirtschaftsländern war viel größer als das Gesamtdefizit gegenüber dem Rest der Welt: die Nettoimporte aus Industrieländern betrugen 1972 mehr als \$2 Mrd. und stiegen weiter, so daß sie diesen Betrag im Zeitraum Januar–September 1973 bereits überschritten hatten. Daraus ist zu schließen, daß die osteuropäischen Länder gegenüber den Entwicklungsländern bereits gewichtige Nettoexporteure geworden sind. Diese Überschüsse könnten 1972 über \$1,5 Mrd. und 1973 noch mehr ausgemacht haben und dürften beträchtliche Kreditgewährungen zur Folge gehabt haben.

Zum Ausgleich der Defizite gegenüber den industrialisierten Marktwirtschaftsländern wurde ein Teil der benötigten Finanzierung über Kooperationsvereinbarungen besorgt, von denen 1973 in größerem Umfang Gebrauch gemacht wurde als in der Vergangenheit. Wichtiger war jedoch, daß die RGW-Länder die westlichen Finanzmärkte und auch die Exportfinanzierungsinstitute oder die Regierungen der Marktwirtschaftsländer vermehrt in Anspruch nahmen. Im vergangenen Jahr kann allein die Nettokreditaufnahme auf dem Eurodollarmarkt mit etwa \$1,7 Mrd. angesetzt werden (1972: \$0,7 Mrd.). Da die Zins- und Tilgungsverpflichtungen für einige Länder immer belastender geworden sind, haben die Regierungen versucht, einen größeren Teil der projektgebundenen Kreditaufnahmen an Abmachungen über den Kauf der zu produzierenden Güter zu binden.

IV. GOLD, RESERVEN UND DEISEN

Gold: Produktion, Märkte und Reserven

Die Goldproduktion der Welt (ohne die Sowjetunion, die übrigen osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea) sank von 1 175 t im Jahr 1972 auf 1 095 t im Jahr 1973. Dies war das dritte aufeinanderfolgende Jahr, in dem die Produktion zurückging. Sie lag damit um 15 % unter dem Höchstergebnis von 1970.

Weltgoldderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1969	1970	1971	1972	1973
	Tonnen								
Südafrika	323,9	436,9	371,0	371,4	973,0	1 000,4	976,3	908,7	852,3
Kanada	60,0	165,9	88,5	128,1	79,2	74,9	70,3	64,7	59,9
Vereinigte Staaten	64,0	151,4	49,0	60,9	53,9	54,2	46,5	44,4	36,7
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	21,9	21,7	22,5	22,7
Philippinen	5,1	34,9	—	14,9	17,8	18,7	19,6	18,7	18,2
Australien	13,3	51,1	25,6	33,4	21,7	19,4	20,9	23,4	18,0
Rhodesien	17,4	25,7	16,9	15,6	14,9	15,6	15,6	15,6	15,6
Japan	9,3	12,6	1,3	7,1	7,7	8,0	7,9	7,4	7,8
Kolumbien	4,3	19,7	13,6	13,6	6,8	6,3	5,9	5,9	6,5
Mexiko	20,4	27,4	13,1	15,0	5,6	6,2	4,7	4,5	4,7
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,5	5,5	5,4	4,3	3,6
Zusammen	529,0	970,6	607,5	692,2	1 208,1	1 231,1	1 195,0	1 120,1	1 046,0
Sonstige Länder	41,5	194,4	59,0	62,0	52,9	56,8	55,1	52,8	48,0
Geschätzte Welterzeugung*	570,5	1 165,0	666,5	754,2	1 261,0	1 287,9	1 250,1	1 172,9	1 094,0

* Ohne die Sowjetunion, die osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea.

Von der Gesamtabnahme um 80 t im vergangenen Jahr entfielen 57 t auf den Rückgang in der Erzeugung Südafrikas von 909 t auf 852 t. Die Menge des verarbeiteten Erzes lag 1973 um 4 % über dem Vorjahresergebnis, aber das wurde durch den weiteren 10prozentigen Rückgang seines durchschnittlichen Goldgehalts, der eine Folge der Goldpreiserhöhung war, mehr als ausgeglichen. Der durchschnittliche Unzenpreis, den der südafrikanische Goldbergbau erlöste, stieg um R 25,32 im Jahr 1972 auf R 65,16 im Jahr darauf, während sich die Kosten um R 7,09 auf R 28,63 erhöhten. Die Gewinne pro Unze verdoppelten sich dadurch praktisch von R 18,23 auf R 36,53. Der Anstieg der durchschnittlichen Kosten um etwa ein Drittel hing seinerseits mit dem höheren Goldpreis zusammen. Ursächlich hierfür war, abgesehen vom niedrigeren Goldgehalt der Erze, das Zugeständnis hoher Lohnsteigerungen.

In Südafrika wird die negative Auswirkung des höheren Goldpreises auf den durchschnittlichen Goldgehalt der geförderten Erze noch durch die auf bestmögliche Nutzung der Erzlager des Landes gerichtete Politik der Regierung und durch die progressive Besteuerung der Bergbaugewinne verstärkt. Der erhöhte Goldpreis er-

mutigt sowohl zur Errichtung neuer Bergwerke als auch zum Ausbau der Förderkapazitäten bei den vorhandenen Minen, so daß auf längere Sicht die mengenmäßige Zunahme des abgebauten Erzes den Rückgang im durchschnittlichen Goldgehalt wohl ausgleichen kann. Im Hinblick auf die Größenordnung der jüngsten Goldpreisteigerung und die Zeit, die erforderlich ist, um neue Bergwerke zu eröffnen, ist jedoch möglicherweise zu erwarten, daß der Rückgang der südafrikanischen Goldproduktion sich noch einige Zeit fortsetzt. Tatsächlich war die Produktion in den ersten vier Monaten von 1974 um 10% niedriger als ein Jahr vorher.

Drei andere golderzeugende Länder, die Vereinigten Staaten, Kanada und Australien, meldeten 1973 Produktionsrückgänge von 8 bzw. je 5 t. In der übrigen westlichen Welt gab es kaum Änderungen des Produktionsniveaus.

Der Rückgang der westlichen Goldproduktion wurde, wie schon 1972, durch die Zunahme der von den kommunistischen Ländern auf den Markt gebrachten Goldmenge mehr als ausgeglichen. Die Verkäufe der Sowjetunion während des Jahres 1973 können auf 330 t geschätzt werden; das ist mit Abstand die größte Menge seit 1965. Die gesamte Versorgung des vergangenen Jahres mit neuem Gold kann deshalb mit 1 425 t angesetzt werden; das sind etwa 4% mehr als 1972. Der Zuwachs der am Markt tatsächlich angebotenen Menge war jedoch erheblich höher; er betrug etwa 185 t bzw. 14%. Dies lag daran, daß die westlichen Währungsgoldbestände 1973 schätzungsweise um 40 t sanken, während sie im Jahr vorher um 95 t gestiegen waren. Südafrika stockte seine Goldreserven im vergangenen Jahr um lediglich 35 t auf (verglichen mit 195 t im Jahr 1972), und die Goldabgaben anderer Länder aus ihren Währungsreserven an den Markt scheinen dies überkompensiert zu haben.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)

	1969	1970	1971	1972	1973
	Tonnen				
Goldproduktion	1 260	1 290	1 250	1 175	1 095
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt)	5	50	90	200	330
Insgesamt	1 265	1 340	1 340	1 375	1 425
Veränderung der amtlichen Goldbestände westlicher Länder	110	290	-130	95	-40
Verkäufe auf dem freien Markt*.	1 155	1 050	1 470	1 280	1 465

* Als Rest ermittelt.

Die Erhöhung des Angebots am Goldmarkt reichte nicht aus, um den abrupten Anstieg der Goldnachfrage für Anlagezwecke ohne Rekordpreisteigerungen zu befriedigen. Der Unzenpreis stieg im Verlaufe des Jahres von \$ 65 auf \$ 113. Der Anstieg der Preise scheint allerdings den Gebrauch des Goldes für Schmuck und andere gewerbliche Zwecke in den hochentwickelten Ländern gehemmt und den Nettozufluß von Gold in die traditionellen Hortungsgebiete des Mittleren und Fernen Ostens verringert zu haben. Andererseits kam es in Japan im Anschluß an die Freigabe der Goldeinfuhr im April 1973 zu einem scharfen Anstieg der japanischen nichtmonetären Goldkäufe. In den Vereinigten Staaten führte die Forderung, amerikani-

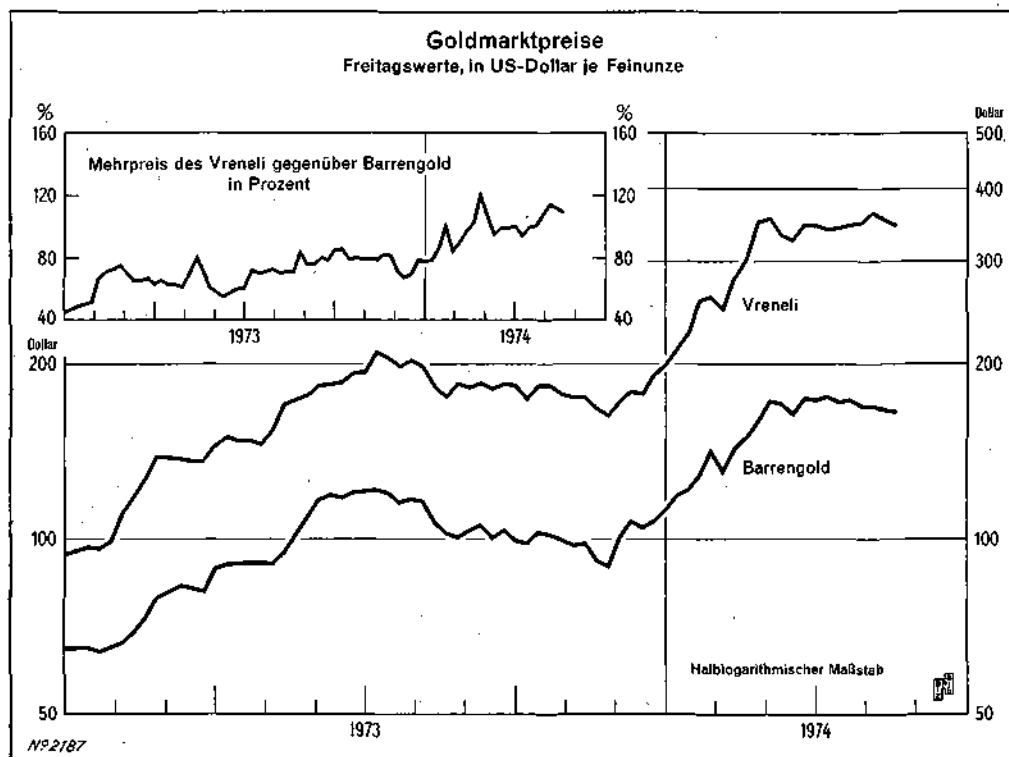
schen Bürgern wieder das Recht des Goldbesitzes zuzugestehen, zu einer Ergänzung des „Par Value Modification Act“ vom September 1973. Es liegt demnach nun im Ermessen des Präsidenten, zu entscheiden, ob und wann dies dem nationalen Interesse nicht entgegensteht.

Außerdem führte der steile Anstieg des Goldpreises zu gewissen Änderungen in den Absprachen über das Währungsgold. Am 13. November 1973 gab der Vorsitzende des Federal Reserve Board bekannt, daß die Notenbankpräsidenten von Belgien, Deutschland, Großbritannien, Italien, den Niederlanden, der Schweiz und den Vereinigten Staaten ihre Vereinbarung vom 17. März 1968, kein Gold am Markt zu verkaufen, aufgehoben hatten. Er fügte hinzu, daß nach Ansicht der amerikanischen Behörden Mitglieder des Internationalen Währungsfonds unverändert an Artikel IV des IWF-Abkommens gebunden seien, der es Währungsbehörden verbietet, Gold zu einem Preis über pari zu kaufen. Auf Veranlassung Südafrikas beendete der IWF am 7. Dezember das Abkommen vom 30. Dezember 1969 (vgl. 40. Jahresbericht der BIZ, S. 124). Danach hatte Südafrika zur Deckung seines laufenden Devisenbedarfs Gold an den IWF verkaufen können, sobald der Marktpreis auf die Goldparität oder darunter sank, und sich dafür verpflichtet, beim Absatz seiner Goldproduktion am Markt gewisse Bedingungen einzuhalten.

Am 23. April 1974 stellten sich die Finanzminister der neun EG-Mitgliedsländer positiv zu einem Vorschlag zur Reaktivierung ihrer Währungsgoldbestände. Sie befürworteten Goldtransaktionen zwischen Notenbanken zu marktnahen Preisen und außerdem — innerhalb gewisser Grenzen — amtliche Verkäufe und Käufe am freien Markt.

In der Berichtsperiode kam der freie Goldpreis als Gradmesser der internationalen wirtschaftlichen Störungen voll zur Geltung. Die beispiellose Währungsunruhe und die Inflation brachten — zusammen mit der Ungewißheit über die Ölpreisentwicklung — im Februar 1974 die Notierungen auf ein Niveau, das zu Beginn des Jahres 1973 schwerlich hätte vorausgesehen werden können.

Das Jahr 1973 hatte nämlich relativ ruhig begonnen; der Londoner Fixing-Preis lag im Januar meistens in der Nähe von \$65 pro Unze. Während der Devisenmarktkrise im Februar stiegen die Notierungen jedoch schnell bis auf einen Höchststand von nahezu \$90. Nachdem der Preis bis Mitte März auf etwa \$80 gesunken war, stieg er unter dem Einfluß japanischer Käufe wieder an und erreichte am Ende jenes Monats \$90. Die Stärke der Goldnachfrage in diesen zwei Monaten wird daran deutlich, daß der Preis stieg, während große Mengen neuen Goldes aus Südafrika und der UdSSR auf den Markt gelangten. Diese Situation herrschte auch im zweiten Quartal vor, so daß im April und Anfang Mai die Preise mit etwa \$90 je Unze relativ stabil waren. Auf den Devisenmärkten war die Periode relativer Ruhe, die ebenfalls zu dieser Stabilisierung beigetragen hatte, jedoch nur von kurzer Dauer. Gegen Mitte Mai wurde der Dollar von neuen Spekulationswellen getroffen, die mit Unterbrechungen bis zur zweiten Juliwoche anhielten. Während dieser beiden Monate stieg der Marktpreis des Goldes wieder steil an und erreichte Anfang Juni und nochmals Anfang Juli einen Höchststand von \$127 je Unze. Das war knapp das Doppelte seines Standes vom Beginn des Jahres.



Die nachfolgende Klimabesserung an den Devisenmärkten und die allmähliche Erholung des Dollars führten zu einer Abschwächung der Notierungen. Bis Ende September war der Preis auf etwa \$100 je Unze zurückgefallen, und im Oktober sowie Anfang November lag er meist sogar ein wenig darunter. Die Mitteilung vom 13. November, daß das Abkommen von 1968 zwischen den Mitgliedern des früheren Goldpools beendet worden sei, wurde vom Markt offensichtlich zunächst als Zeichen bevorstehender Verkäufe von Währungsgold am freien Markt gedeutet. Der Goldpreis sank deshalb in der zweiten Novemberhälfte einmal auf einen Tiefpunkt von unter \$ 90. Damit waren der freie Goldpreis und der Wechselkurs des Dollars wieder etwa da angelangt, wo sie sich vor der Mai/Juli-Krise befunden hatten.

Dann setzte jedoch beinahe sofort wieder ein Anstieg des Goldpreises ein, obwohl sich der Dollar noch zwei Monate lang beträchtlich festigte. Hauptursache für die vermehrte Goldnachfrage war die Verschärfung der inflationären Spannungen, die die Investoren zunehmend veranlaßte, aus Geldvermögen in Sachvermögen umzusteigen. Dies geschah zu einer Zeit, in der die Aktienmärkte unter der Ungewißheit bezüglich des Erdöls und einem allgemeinen politischen Unbehagen litten. Der relativ niedrige Goldpreis in der zweiten Novemberhälfte rief daher schnell Käufer auf den Plan, und am Ende des Monats war der Preis wieder auf etwa \$100 gestiegen. Spekulationen über eine Änderung der Goldpolitik trieben den Preis im Dezember weiter bis auf über \$110 pro Unze. Gegen Ende jenes Monats nährten die massiven weiteren Anhebungen der Listenpreise für Öl die inflationären Erwartungen und auch die Mutmaßungen über künftige Goldkäufe der ölexportierenden Länder. Der Preis für Gold begann folglich noch steiler anzusteigen. Nach dem Übergang des französischen Handels-

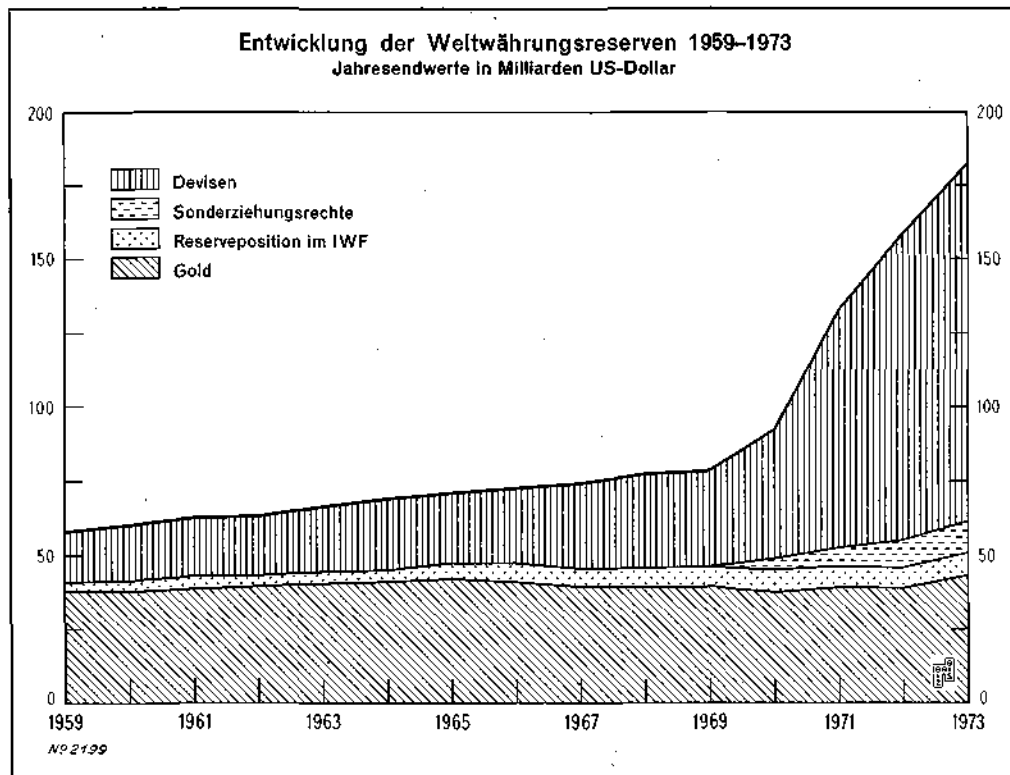
frankens zum Floating und einigen offiziellen Äußerungen zugunsten eines höheren Goldpreises im internationalen Saldenausgleich erreichte der Fixing-Preis am 24. Januar bei hektischem Markt \$141. Für kurze Zeit sank der Preis dann wieder, zog jedoch Anfang Februar erneut an, und am 26. jenes Monats erreichten die Notierungen den neuen Höchststand von \$185. Damit hatte sich der Goldpreis innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten mehr als verdoppelt. Die Flucht ins Gold scheint auf breiter Basis erfolgt zu sein, denn die Münzenpreise stiegen sogar schneller als die Barrenpreise. Das läßt den Schluß zu, daß auch kleine Anleger recht aktiv waren. Vielleicht noch bedeutsamer mag sein, daß, wenngleich der Preisanstieg Ende Februar zum Stillstand kam, seither jedenfalls auch kein ausgeprägter Rückgang der Notierungen zu verzeichnen war. Gegen Ende Mai lag der Preis bei knapp über \$160 pro Unze.

Die westlichen Reserven an Währungsgold stiegen, zu jeweiligen Dollarkursen bewertet, im Jahre 1973 um \$4,9 Mrd., und zwar von \$44,9 Mrd. auf \$49,8 Mrd. Diese Zunahme beruht allein auf der 11,1prozentigen Aufwertung des Goldes gegenüber dem Dollar. Bewertet mit \$ 42,22 je Unze hat das westliche Währungsgold 1973 nach vorliegenden Schätzungen geringfügig von \$ 49 840 Mio. auf \$ 49 795 Mio. abgenommen. Die Übernahme von \$ 45 Mio. aus der laufenden Produktion in die Währungsreserven Südafrikas wurde in etwa ausgeglichen durch Verkäufe anderer Länder aus den Währungsreserven an den freien Markt. Die Goldbestände der internationalen Währungsinstitutionen verringerten sich um \$ 55 Mio., vor allem weil mit dem Europäischen Währungsabkommen der Europäische Fonds aufgelöst wurde, dessen Goldbestand an die ehemaligen Mitgliedsländer zurückgezahlt wurde. Die Abnahme der offiziellen Goldbestände Belgiens um \$40 Mio. beruht im wesentlichen auf der Rückzahlung eines Goldkredits der BIZ.

Die Entwicklung der Weltwährungsreserven

Das Jahr 1973 brachte zum vierten Mal in ununterbrochener Reihenfolge ein rasches Wachstum der in Dollar gemessenen Weltwährungsreserven. Die gesamten offiziellen Bestände der Länder an Gold, Devisen, Sonderziehungsrechten und IWF-Positionen erhöhten sich in diesem Jahr um \$ 24,4 Mrd. oder etwa 15 % gegen \$25,8 Mrd. oder knapp 20% 1972. Der Anstieg der Weltwährungsreserven entfiel im Vorjahr zum Großteil auf das erste Quartal, während im letzten Vierteljahr eine Abnahme verzeichnet wurde.

Während 1972 das Wachstum der Weltwährungsreserven ausschließlich im Bereich der Devisenbestände und durch Zuteilung von SZR stattgefunden hatte, war die Zunahme im vergangenen Jahr zu einem wesentlichen Teil auf Veränderungen des Dollarwertes der nicht in Dollar gehaltenen Reserven zurückzuführen. Die Erhöhung von insgesamt \$6,1 Mrd. bei den Goldreserven, SZR-Beständen und Reservepositionen im IWF geht fast ausschließlich auf den Anstieg des amtlichen Dollarpreises für Gold zurück. Der Wertverlust des Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen erklärt auch einen Teil der Zunahme der Devisenbestände um \$18,3 Mrd. Der genaue Betrag ist zwar nicht bekannt, kann jedoch auf etwa \$1,5 Mrd. geschätzt werden. Der Anstieg der Weltwährungsreserven im vergangenen Jahr ist daher schätzungsweise zu etwa einem Drittel auf Bewertungsänderungen zurückzuführen.



Läßt man die Bewertungsänderungen außer Betracht, war der Zuwachs der Weltwährungsreserven im vergangenen Jahr beträchtlich geringer als 1972. Die Ursache hierfür lag in der Verbesserung der amerikanischen Zahlungsbilanz. Auf der Basis der offiziellen Reservetransaktionen ging das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit von \$ 9,3 Mrd. 1972 auf \$ 4,0 Mrd. 1973 zurück, und der Anteil der in den Vereinigten Staaten gehaltenen Dollarbestände am Gesamtwachstum der amtlichen Devisenreserven verminderte sich von \$ 10,3 Mrd. auf \$ 5,3 Mrd. Die Pfundguthaben in Großbritannien wiesen nach verhältnismäßig raschem Anstieg in der ersten Jahreshälfte schließlich für das ganze Jahr einen Rückgang von \$ 0,3 Mrd. auf. Auch die in Deutschen Mark in der Bundesrepublik gehaltenen Bestände verminderten sich 1973 auf Dollarbasis um fast \$ 0,5 Mrd. Von dem im vergangenen Jahr verzeichneten gesamten Wachstum der Devisenreserven um \$ 18,3 Mrd. verbleibt demnach ein Restbetrag von fast \$ 14 Mrd., der weder nach Währungen noch nach Ländern, in denen die Beträge angelegt wurden, aufgegliedert werden kann. Zweifellos wurde der größte Teil davon — vielleicht \$ 8-10 Mrd. — wie in anderen Jahren der jüngsten Vergangenheit den amtlichen Beständen am Eurodollarmarkt und auf anderen Eurodevisenmärkten hinzugefügt. Darüber hinaus könnten 1973 auch die amtlichen Bestände auf den nationalen Märkten anderer Währungen als des US-Dollars, der Deutschen Mark und des Pfund Sterlings erhöht und einige als Währungsreserven zu betrachtende Beträge in längerfristigen Schuldverschreibungen und vielleicht sogar in Dividendenwerten angelegt worden sein. Diese Anlagen in „nichttraditionellen“ Reserveformen, vor allem auf den Euromärkten, erfolgten im wesentlichen durch Länder außerhalb der Zehnergruppe.

Bei einer Untersuchung der Verteilung des letztjährigen Wachstums der Weltwährungsreserven auf die verschiedenen Ländergruppen zeigt sich, daß der Anteil der Zehnergruppen-Länder mit 35 % gegenüber 1972 gleichgeblieben ist. Fast zur Hälfte war dieser Anstieg jedoch auf die dollarmäßig höhere Bewertung der Goldreserven und der Forderungen dieser Länder an den IWF zurückzuführen. Die Devisenbestände wuchsen entsprechend dem Rückgang des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits nur noch um \$ 4,1 Mrd. und damit wesentlich langsamer als 1972 (\$ 7,4 Mrd.). Die Reservenzuwächse bei den übrigen Industriestaaten lagen 1973 mit \$ 4,4 Mrd. nur knapp über der Hälfte des Vorjahresanstiegs. Auch hier waren bereits die Auswirkungen des verringerten amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits sichtbar. In den Entwicklungsländern brachte dagegen die Rohstoffhausse einen Zuwachs der Gesamtreserven um \$ 11,5 Mrd., womit er um fast ein Drittel größer war als 1972. Dies führte natürlich zu einer Zunahme des Anteils der amtlichen Eurodevisenanlagen am gesamten Devisenreservenwachstum im vergangenen Jahr. Betrachtet man die Reservenentwicklung in einzelnen Ländern, so zeigten innerhalb der Zehnergruppe Deutschland und die Niederlande den größten Zuwachs mit \$ 9,4 Mrd. bzw. \$ 1,8 Mrd., gefolgt von Belgien mit \$ 1,2 Mrd. und Schweden mit \$ 1 Mrd. Zunahmen von \$ 0,8 Mrd. und \$ 0,4 Mrd. fielen für Großbritannien und Italien an. Die japanischen Reserven nahmen dagegen um \$ 6,1 Mrd. oder ein Drittel ab, wogegen in Frankreich der Rückgang \$ 1,5 Mrd. erreichte. Bei den anderen Industriestaaten verzeichnete wiederum Spanien den bei weitem größten Zuwachs mit einem erneuten Plus von \$ 1,8 Mrd. Beträchtliche Gewinne erzielten auch die Türkei mit \$ 0,7 Mrd., Jugoslawien mit \$ 0,6 Mrd. und Portugal mit \$ 0,5 Mrd.

Veränderung der Weltwährungsreserven*

	Gold	Devisen	Reservepositionen im IWF	SZR	Insgesamt
Millionen US-Dollar					
Zehnergruppen-Länder					
1971	+ 1 670	+ 26 095	— 840	+ 2 470	+ 29 395
1972	— 675	+ 7 380	— 80	+ 2 065	+ 8 690
1973	+ 3 490	+ 4 090	+ 105	+ 740	+ 8 425
Gesamtbeitrag Ende 1973 ..	34 900	61 720	5 020	7 610	109 250
Übrige Industrieländer					
1971	+ 65	+ 5 395	+ 30	+ 270	+ 5 760
1972	+ 290	+ 7 650	+ 45	+ 400	+ 8 385
1973	+ 480	+ 3 645	+ 165	+ 155	+ 4 445
Gesamtbeitrag Ende 1973 ..	4 390	23 530	1 115	1 125	30 160
Entwicklungsländer					
1971	+ 215	+ 4 215	+ 10	+ 515	+ 4 955
1972	— 5	+ 8 210	— 45	+ 590	+ 8 750
1973	+ 345	+ 10 535	+ 355	+ 300	+ 11 535
Gesamtbeitrag Ende 1973 ..	3 840	36 625	1 305	1 890	43 660
Alle Länder					
1971	+ 1 950	+ 35 705	— 800	+ 3 255	+ 40 110
1972	— 390	+ 23 240	— 80	+ 3 055	+ 25 825
1973	+ 4 315	+ 18 270	+ 625	+ 1 195	+ 24 405
Gesamtbeitrag Ende 1973 ..	43 130	121 875	7 440	10 625	183 070

* Einschließlich Bewertungsänderungen.

Das Reservenwachstum in den Entwicklungsländern zeigte keinen übermäßigen Schwerpunkt bei den ölproduzierenden Ländern. Deren Reservenzuwachs betrug \$ 3,4 Mrd., während der Gesamtzuwachs der Entwicklungsländer \$ 11,5 Mrd. erreichte; 1972 hatte der Anteil \$ 2,5 Mrd. von \$ 8,8 Mrd. ausgemacht. Den größten Zuwachs unter den Erdölstaaten erzielte abermals Saudi-Arabien mit \$ 1,4 Mrd., gefolgt von dem Irak und Venezuela mit je \$ 0,7 Mrd. Die Währungsreserven Libyens gingen dagegen 1973 um \$ 0,8 Mrd. zurück. Außerhalb der Ölstaaten entfiel etwas über ein Viertel der Reserven Zunahme der anderen Entwicklungsländer auf Brasilien, das im Zusammenhang mit andauernden starken Kapitalzuflüssen eine Erhöhung um etwa \$ 2,2 Mrd. verzeichnete. Die verbleibenden \$ 5,9 Mrd. verteilten sich auf eine verhältnismäßig große Zahl von Entwicklungsländern; wobei Argentinien mit einer Zunahme von \$ 0,9 Mrd. an der Spitze lag, vor Israel mit \$ 0,6 Mrd., den Philippinen mit \$ 0,5 Mrd. und Malaysia mit \$ 0,4 Mrd.

Bei einer Betrachtung der Entwicklung im Laufe des Jahres ist zu erkennen, daß der größte Teil des Weltreservenwachses vor dem mehr oder weniger allgemeinen Übergang zum Floating stattfand. Im ersten Vierteljahr betrug der Anstieg \$ 20,5 Mrd. Parallel zu dem großen Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten nahmen die amtlichen ausländischen Dollarbestände in den Vereinigten Staaten um fast \$ 10 Mrd. zu; auch war es vor allem in diesem Quartal, daß die Wirkungen der Dollarabwertung beim Gold und anderen nicht dollarwertigen Reservebeständen spürbar waren. Nach dem weiteren Anstieg um \$ 4 Mrd. im zweiten und um \$ 4,6 Mrd. im dritten Vierteljahr gingen die Weltwährungsreserven im letzten Quartal um \$ 4,7 Mrd. zurück. Als Gruppe konnten in diesem Quartal nur die Entwicklungsländer eine weitere Erhöhung ihrer Reserven um \$ 2 Mrd. verzeichnen; bei den Industriestaaten reduzierten sich die Gesamtreserven um \$ 6,7 Mrd., wovon \$ 6,2 Mrd. auf die Länder der Zehner-Gruppe entfielen. Im ersten Quartal 1974 dauerte die Schrumpfung der Währungsreserven der Industrieländer an, wobei die Abnahme etwas über \$ 2 Mrd. betrug; die Erhöhung der Währungsreserven der Entwicklungsländer um etwa \$ 4,5 Mrd. glich dies jedoch mehr als aus, so daß die Weltwährungsreserven insgesamt um \$ 2,4 Mrd. wuchsen.

Internationaler Währungsfonds

Das Volumen der über das Generalkonto des Internationalen Währungsfonds abgewickelten Transaktionen ging 1973 wieder auf ein verhältnismäßig bescheidenes Ausmaß zurück. Die Ziehungen der Mitgliedsländer erreichten \$ 883 Mio. und die Rückkäufe \$ 733 Mio. Von den gesamten Ziehungen entfiel mit insgesamt \$ 480 Mio. mehr als die Hälfte auf die drei europäischen Länder Frankreich, die Niederlande und Rumänien, die \$ 112 Mio. bzw. \$ 253 Mio. und \$ 115 Mio. beanspruchten; von dem Restbetrag wurde ein beträchtlicher Anteil von den drei Entwicklungsländern Ägypten, Pakistan und Philippinen verwendet. Rückkäufe fanden vor allem durch asiatische und lateinamerikanische Staaten sowie Länder des Nahen Ostens statt. Dreizehn verschiedene Währungen wurden für Ziehungen und vierzehn für Rückkäufe verwendet. Die weitaus wichtigste gezogene Währung war die Deutsche Mark mit \$ 390 Mio., gefolgt von dem französischen Franken mit \$ 99 Mio., dem Yen mit \$ 74 Mio. und der dänischen Krone mit \$ 72 Mio. Rückkäufe wurden vor allem in Deutschen Mark (\$ 225 Mio.), Yen (\$ 102 Mio.), kanadischen Dollar (\$ 71 Mio.),

Gulden (\$ 71 Mio.) und französischen Franken (\$ 61 Mio.) vorgenommen. Weder der Dollar noch das Pfund wurden für Ziehungen oder Rückkäufe verwendet, was im Falle des Dollars schon im Vorjahr so gewesen war. Der Einsatz von SZR bei Ziehungen und Rückkäufen betrug \$ 54 Mio.

Zu Beginn des Jahres 1973 wurde keine neue Zuteilung von SZR vorgenommen, und seither wurde auch keine Entscheidung über weitere Zuteilungen getroffen. Mit Wirkung vom 23. Januar 1974 gewährte der Gouverneursrat des Fonds der BIZ das Recht, SZR zu besitzen. Dies bedeutet, daß ein am System der SZR teilnehmendes IWF-Mitgliedsland von der BIZ Devisenbeträge gegen Zahlung in SZR erwerben kann, vorausgesetzt, daß es diese innerhalb eines Zeitraums von sechs Monaten zurückerwirbt.

Um die Verwendung von SZR bei zwischen zwei Partnern direkt vereinbarten Transaktionen zu erleichtern, gestattete der Exekutivrat des IWF Anfang November 1973 die Abwicklung auf Basis der erklärten Paritäten oder Leitkurse der betreffenden Währungen. Bis dahin hatten diese Transaktionen auf Dollarbasis abgewickelt werden müssen, wobei für die Umwandlung des US-Dollars in SZR die Parität, für die Konversion zwischen dem Dollar und anderen Währungen hingegen die Marktsätze zugrunde gelegt wurden. Für alle übrigen SZR-Transaktionen gilt dieser Umrechnungsvorgang nach wie vor.

Das Gesamtvolumen der SZR-Bruttoübertragungen belief sich 1973 auf \$ 1 423 Mio. Bei weitem am wichtigsten waren hierbei die direkten Übertragungen zwischen den EG-Ländern, die sich auf \$ 1 032 Mio. beliefen. Die SZR-Bestände von Frankreich und den Niederlanden nahmen um \$ 613 Mio. bzw. \$ 210 Mio. ab, während jene der Bundesrepublik und Belgiens um \$ 682 Mio. bzw. \$ 125 Mio. stiegen. Die eigenen Bestände des Fonds gingen im Laufe des Jahres um \$ 146 Mio. zurück. Die Abgaben des Fonds an Teilnehmerländer erreichten \$ 242 Mio., wovon \$ 210 Mio. im Zusammenhang mit Rekonstitutionsverpflichtungen einer Reihe von Ländern verwendet wurden, während die Übertragungen an den Fonds seitens der Teilnehmerstaaten \$ 96 Mio. erreichten.

Im ersten Quartal 1974 nahm die Nettoinanspruchnahme der Fazilitäten des Fonds um weitere \$ 80 Mio. zu. Die Ziehungen der Mitgliedsländer erreichten \$ 329 Mio., wobei von den Niederlanden, Indien und Frankreich \$ 85 Mio. bzw. \$ 75 Mio. und \$ 54 Mio. gezogen wurden; die Rückkäufe stellten sich auf \$ 249 Mio., wovon \$ 133 Mio. auf die Vereinigten Staaten entfielen. Mitte April genehmigte der Fonds die Einräumung eines Beistandskredits an Italien von \$ 1,2 Mrd., was der italienischen Quote entspricht.

Devisenbilanzen

Vereinigte Staaten. Im Verlaufe des Jahres 1973 kam die Verschlechterung der Auslandsposition der Vereinigten Staaten endlich zum Stillstand, und die Entwicklung begann sich umzukehren. Mit einem Gesamtdefizit von \$ 5,5 Mrd. und einer Abnahme der Nettowährungsreserven um \$ 10 Mrd. war die Entwicklung im

ersten Quartal sehr ungünstig. Aber im vierten Quartal kam insgesamt ein beträchtlicher Überschuß zustande, so daß sich für das ganze Jahr das Defizit der erweiterten Devisenbilanz auf \$ 3,4 Mrd. ermäßigte, gegenüber \$ 12,6 Mrd. 1972 und \$ 21,4 Mrd. 1971.

Das Defizit von 1973 unterschied sich nicht sehr von dem Verlust an Nettowährungsreserven, der sich auf \$ 4 Mrd. belief. Während des Jahres jedoch wurde die zentrale Nettoreserveposition stark von nichtamtlichen Transaktionen beeinflusst. So wurde im ersten Quartal das sehr große Defizit auf Basis der offiziellen Reservetransaktionen fast zur Hälfte durch einen Nettoabfluß über das Bankensystem von \$ 4,5 Mrd. verursacht. Die Flucht aus dem Dollar im Februar und im März führte zu einer Zunahme der kurzfristigen Bankkredite an Ausländer um \$ 2,7 Mrd., wovon auf Japan \$ 1,4 Mrd. und auf Kanada \$ 0,6 Mrd. entfielen. Außerdem ließen private ausländische Dollarbesitzer ihre Guthaben um \$ 1,8 Mrd. absinken, wovon ein Drittel die Auslandsniederlassungen amerikanischer Banken betraf.

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1972	1973						1974
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	I	
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Reserven	+ 985	+ 1 225	- 220	- 20	+ 15	+ 1 450	+ 210	
davon								
Gold	+ 280	+ 1 165	-	-	-	+ 1 165	-	
Devisen	- 35	- 235	- 235	-	-	-	-	
SZR-Zuteilungen	+ 910	+ 275	-	-	-	+ 275	-	
SZR-Übertragungen	- 50	- 70	-	- 10	-	- 60	-	
IWF-Goldtranche- position	- 120	+ 90	+ 15	- 10	+ 15	+ 70	+ 210	
Verbindlichkeiten gegen- über amtlichen aus- ländischen Stellen	- 10 310	- 5 250	- 9 790	+ 630	+ 925	+ 2 985	+ 1 255	
davon								
Liquide	- 9 720	- 4 575	- 8 630	+ 1 085	+ 485	+ 2 485	+ 980	
Nichtliquide	- 590	- 675	- 1 160	- 455	+ 440	+ 500	+ 275	
Zentrale Netto- reserveposition	- 9 325	- 4 025	- 10 010	+ 610	+ 940	+ 4 435	+ 1 465	
Kurzfristige Forderungen an Ausländer	+ 2 235	+ 5 050	+ 2 710	+ 435	- 80	+ 1 985	+ 4 945	
Liquide Verbindlichkeiten gegenüber nichtamt- lichen ausländischen Stellen und Personen	- 4 775	- 4 435	+ 1 810	- 1 935	- 810	- 3 500	- 4 150	
Nettoauslandsposi- tion der Banken	- 2 540	+ 615	+ 4 520	- 1 500	- 890	- 1 515	+ 795	
Insgesamt (mit SZR-Zuteilungen)	- 11 865	- 3 410	- 5 490	- 890	+ 50	+ 2 920	+ 2 260	
Insgesamt (ohne SZR-Zuteilungen)	- 12 575	- 3 410	- 5 490	- 890	+ 50	+ 2 920	+ 2 260	

Die Zahlen berücksichtigen die Auswirkungen der Dollarabwertung auf Reserven und amtliche Fremdwährungsverbindlichkeiten.

Während der letzten drei Quartale des Jahres wurde die Erholung der Nettoreserveposition durch nichtamtliche Zuflüsse über den Bankensektor kräftig unterstützt. Schon im zweiten Quartal, als der Dollar an den Devisenmärkten meist zur Schwäche neigte, wurde der im vorangegangenen Vierteljahr eingetretene Abbau der privaten ausländischen Dollarguthaben wieder mehr als aufgeholt, und als sich im letzten Quartal der Dollar gegenüber fast allen wichtigen Währungen merklich festigte, stiegen diese Guthaben um zusätzlich \$ 3,5 Mrd.

Die Verschlechterung der Nettoreserveposition um \$ 4 Mrd. im Jahr 1973 beruhte auf dem weiteren Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Behörden um \$ 5,3 Mrd., dem ein Zugang von \$ 1,2 Mrd. bei den Reserveaktiva gegenüberstand, in etwa der 11,1prozentigen Aufwertung vom Oktober 1973 beim Goldbestand und bei den an Gold gebundenen Forderungen gegenüber dem IWF entsprechend. Trotz der Festigung des Dollars während der letzten vier Monate des Jahres kam der Abbau der vom Federal Reserve System in Anspruch genommenen Swapkredite nur langsam voran. Sie ermäßigten sich, vor allem durch Rückzahlungen an die Belgische Nationalbank, von \$ 1,6 Mrd. auf \$ 1,4 Mrd.

Im ersten Quartal 1974 nahm der Überschuß auf Basis der offiziellen Reservetransaktionen auf \$ 1,5 Mrd. ab. In Verbindung damit stand unzweifelhaft die Abschwächung des Dollars. Ein wesentlicher Faktor war dabei die Erhöhung der dem Ausland gewährten kurzfristigen Bankkredite um \$ 4,9 Mrd. fast ausschließlich im Februar und März im Anschluß an die Ende Januar stattgefundene Aufhebung der Beschränkungen. Der Anstieg der nichtamtlichen ausländischen Guthaben bei amerikanischen Banken um \$ 4,2 Mrd. glich diese erhöhte Kreditgewährung jedoch zum Großteil aus, so daß per Saldo die nichtamtlichen Geldbewegungen mit einem Nettoabfluß von lediglich \$ 0,8 Mrd. schlossen.

Großbritannien. Die Auslandsposition Großbritanniens verbesserte sich 1973, trotz einem grundlegenden Zahlungsdefizit von \$ 1,7 Mrd., um \$ 1,1 Mrd., wovon \$ 0,8 Mrd. in die Reserven flossen. Die Lücke zwischen diesen beiden Entwicklungen wurde hauptsächlich dadurch überbrückt, daß verschiedene Institutionen des öffentlichen Sektors insgesamt \$ 2,5 Mrd. mittel- und langfristig am Eurodollarmarkt aufnahmen, wobei das Wechselkursrisiko von der Regierung übernommen wurde. Im übrigen resultierte ein Fünftel der Reservezunahme, gemessen in Dollar, aus der Aufwertung der Goldbestände und der an Gold gebundenen Forderungen gegenüber dem IWF.

Während des Jahres gab es recht große Schwankungen in den Reserven; der Zunahme von \$ 1,4 Mrd. (einschließlich \$ 0,2 Mrd. Aufwertungseffekt) in den ersten sechs Monaten folgte ein Rückgang um \$ 0,6 Mrd. im dritten Vierteljahr. Diese Reservenbewegungen standen zum Teil in Zusammenhang mit Zu- und Abflüssen über den Bankensektor, die jedoch über das ganze Jahr gesehen nur einen kleinen Nettoabfluß von \$ 0,3 Mrd. aufwiesen. Im ersten Quartal bestritt ein Nettozufluß beim Bankensystem von \$ 0,2 Mrd. den gesamten Reservezugang, wenn man vom Aufwertungseffekt absieht, wobei die Sterlingguthaben der Länder des Sterlingraumes eine teilweise saisonbedingte Zunahme von \$ 0,4 Mrd. aufwiesen. Im zweiten Quartal, als der größte Teil des Reservezugangs aus \$ 0,7 Mrd. längerfristigen Eurodollar-

Großbritannien: Erweiterte Devisenbilanz

	1972	1973				
		Ganzes Jahr ¹	I ²	II	III	IV
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)						
Zentrale Reserveposition						
Gold und Devisenbestände	- 1 080	+ 750	+ 305	+ 980	- 630	+ 95
SZR-Zuteilungen	+ 325	+ 120	+ 120	-	-	-
SZR-Übertragungen	- 310	- 55	- 50	- 5	-	-
IWF	+ 690	+ 15	+ 15	-	-	-
Sonstige Währungsbehörden	- 2 330	-	-	-	-	-
Zusammen	- 2 705	+ 830	+ 390	+ 975	- 630	+ 95
Übrige Devisenposition						
Pfundguthaben (brutto) von						
Anlegern des überseeischen						
Sterlingraumes						
Amtliche Stellen	- 820	+ 95	- 510	+ 65	+ 715	- 175
Private	+ 395	+ 560	+ 95	+ 110	+ 100	+ 255
anderen Anlegern						
Amtliche Stellen ²	+ 95	- 410	+ 20	- 290	+ 145	- 285
Private	- 140	- 495	- 5	- 310	+ 85	- 265
Pfundforderungen						
britischer Banken ³	+ 810	+ 320	- 300	+ 305	+ 275	+ 40
Fremdwährungstransaktionen						
britischer Banken ⁴	+ 675	+ 205	+ 450	- 120	+ 130	- 265
Zusammen	+ 1 015	+ 275	- 240	- 240	+ 1 450	- 695
Gesamtbilanz	- 1 690	+ 1 105	+ 150	+ 735	+ 820	- 600
Gesamtbilanz (ohne						
SZR-Zuteilungen)	- 2 015	+ 1 105	+ 150	+ 735	+ 820	- 600

¹ Unter Berücksichtigung der Wirkungen der Dollarabwertung auf Goldreserven, SZR-Bestände und IWF-Position.
² Einschließlich der Pfundguthaben internationaler Institutionen (ohne IWF). ³ Ohne Ausfuhrkredite. ⁴ Ohne Handelskredite, ohne die Fremdwährungsverschuldung von Deviseninländern in London zur Finanzierung von Kapitalanlagen im Ausland und ohne Fremdwährungsverschuldung britischer Banken zur Finanzierung von Krediten an den öffentlichen Sektor, aber einschließlich der Transaktionen (netto) britischer Banken in Währungen des überseeischen Sterlingraumes.

kreditaufnahmen resultierte, gab es auch weitere \$0,2 Mrd. Zuflüsse im Bankensektor. Aufgrund der Dollarschwäche und des hohen britischen Zinsniveaus kam es zu einer Zunahme der Sterlingguthaben von Ländern, die nicht zum Sterlingraum gehören, um \$0,6 Mrd., die zum Teil durch einen Anstieg der Kreditvergabe der Banken an das Ausland ausgeglichen wurde.

Im dritten Vierteljahr, als die Währungsreserven trotz weiteren Eurokreditaufnahmen des öffentlichen Sektors von zusammen \$0,9 Mrd. um \$0,6 Mrd. sanken, spielte die plötzliche Umkehr der Transaktionen des Bankensystems, die vorher Zuflüsse gebracht hatten, eine entscheidende Rolle. Insbesondere kam es zu einem Abbau der Sterlingguthaben um \$ 1 Mrd., davon \$ 0,8 Mrd. bei Ländern des Sterlingraums. Dies war zum einen Teil das Ergebnis schwindenden Vertrauens, weil sich die Zahlungsbilanz weiter verschlechterte, und zum andern auch die Folge der Ungewißheit über die Zukunft der bis Ende September befristeten Garantien für die Pfundreserven der meisten Länder des Sterlingraums. Am 6. jenes Monats wurde bekanntgegeben, daß sie für weitere sechs Monate verlängert würden, und zwar mit einem Kurs von knapp über \$2,42. Das letzte Quartal sah dann, mit Nettozugängen beim Bankensystem von \$0,7 Mrd., einen teilweisen Rückfluß der zuvor abgezogenen

Mittel. Die gesamten Guthaben des Sterlingraums nahmen in diesem Quartal nicht zu, aber die Guthaben der übrigen Welt erhöhten sich um \$ 0,6 Mrd., da die britischen Zinssätze im November und im Dezember scharf anzogen.

Während der ersten vier Monate des Jahres 1974, in denen der öffentliche Sektor am Eurodollarmarkt insgesamt \$ 1,5 Mrd. aufnahm, stiegen die Währungsreserven um \$ 0,5 Mrd.

Bundesrepublik Deutschland. Nach drei aufeinanderfolgenden Jahren mit kräftigen Zuflüssen beschleunigte sich in Deutschland das Wachstum der Währungsreserven 1973 erheblich. Hauptsächlich war dies die Folge riesiger Mittelzuflüsse in der Februar/März-Währungskrise. Die zentralen Nettoreserven stiegen um \$ 9,7 Mrd., d. h. um über 40%. Der größte Teil davon schlug sich mit \$ 7,8 Mrd. in einer Erhöhung der Devisenreserven nieder; außerdem erhöhten sich die Bestände an SZR um \$ 0,8 Mrd., und es ergab sich, in Dollar gerechnet, ein Aufwertungsgewinn von \$ 0,7 Mrd. auf die Goldbestände und die an Gold gebundenen Forderungen gegenüber dem IWF. Auf ihrem Gipfel betrugen die deutschen zentralen Währungsreserven im Juli 1973 knapp über \$ 35 Mrd. Das bedeutete eine Zunahme um 80% seit dem Smithsonian Agreement und auf das Viereinhalbfache seit Ende 1969.

Die Reservenzugänge des letzten Jahres wurden begleitet von Nettoabflüssen über das Bankensystem von \$ 2,1 Mrd., so daß sich die gesamte Währungsposition um \$ 11,8 Mrd. verbesserte. Im Verlaufe des Jahres gab es allerdings eine Reihe von starken Schwankungen in der Nettoauslandsposition der Banken.

Nach \$ 1,8 Mrd. saisonbedingten Abflüssen im Januar kam es bei den Banken im Februar und im März zu Zuflüssen in doppelter Höhe, wobei es sich vor allem um Zunahmen der DM-Guthaben von Gebietsfremden handelte. Im ersten Quartal insgesamt trug der Bankensektor so etwa ein Viertel zum Zugang bei den Reserveaktiva von \$ 7,9 Mrd. bei. Weitere \$ 1,4 Mrd. von dieser Zunahme ergaben sich aus der Erhöhung der DM-Guthaben ausländischer Währungsbehörden bei der Bundesbank. Während des zweiten Vierteljahres kam es zu Nettoabflüssen von \$ 2,1 Mrd. aus dem Bankensystem, womit mehr als die Hälfte der Februar/März-Zugänge zurückflossen. Neben einem geringfügigen Abbau der DM-Guthaben von Gebietsfremden war der Hauptfaktor der Abflüsse eine bedeutende Zunahme der Bankenforderungen gegenüber dem Ausland. Zusätzlich sanken auch die von Währungsbehörden bei der Bundesbank gehaltenen DM-Guthaben um \$ 1,1 Mrd.

Das dritte Quartal, in das sowohl die Juli- wie auch die September-Währungsunruhe fiel, brachte kaum Änderungen in der Auslandsposition der Banken, da die Zuflüsse dieser beiden Monate weitgehend durch Abflüsse im August ausgeglichen wurden. Im Oktober und im November kam es dann jedoch zu sehr starken Abflüssen aus dem Bankensystem von insgesamt \$ 3,3 Mrd., weil die Deutsche Mark sich an den Devisenmärkten abschwächte, während der Dollar sich befestigte. Die Verfassung der Grundbilanz war jedoch so fest, daß die Nettowährungsreserven in diesen zwei Monaten lediglich um \$ 1,2 Mrd. abnahmen. Damit haben die Devisentransaktionen der Banken, trotz drei Perioden von Zuflüssen im Verlauf des Jahres und einem weiteren Jahresultimozufluß von \$ 1,1 Mrd. im Dezember, die Aufblähung der Währungsreserven per Saldo beträchtlich gebremst.

Nach der teilweisen Umkehrung der Devisenströme vom Jahresende 1973 im Januar 1974 zeitigte die erneute Stärke der Deutschen Mark im März abermals Zuflüsse zum Bankensektor in Höhe von \$ 0,9 Mrd., wobei sich die zentralen Nettoreserven entsprechend erhöhten. Ein weiterer Anstieg gleicher Größenordnung im April brachte diese nahezu wieder auf ihren Gipfel vom Juli 1973.

Frankreich. Die gesamte Währungsposition verschlechterte sich 1973 um \$ 0,4 Mrd. Die Nettowährungsreserven verringerten sich um \$ 1,2 Mrd., denen \$ 0,8 Mrd. Abgang bei den Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken gegenüberstanden. Die Verminderung der zentralen Währungsreserven wäre größer ausgefallen, wenn nicht ein Aufwertungsgewinn von \$ 0,6 Mrd. bei Gold und goldwertigen Reserven zu Buche geschlagen hätte. Wenn man hiervon absieht, so waren die Hauptveränderungen im offiziellen Währungssektor im Jahre 1973 Abnahmen von \$ 1,3 Mrd. bei den Fremdwährungsbeständen und von \$ 0,6 Mrd. bei den SZR.

Die Entwicklung der zentralen Reserveposition während des Jahres läßt sich grob in zwei Phasen einteilen. Zuerst, im Zeitraum Januar–Juni, gingen die zentralen Nettoreserven um \$ 0,9 Mrd. hinauf (ohne den Aufwertungsgewinn), wobei fast der gesamte Zustrom über den Bankensektor erfolgte. Gebietsfremde stockten während dieser sechs Monate ihre Frankenguthaben um \$ 0,9 Mrd. auf.

Danach sanken die zentralen Nettowährungsreserven um \$ 0,6 Mrd. im Juli und nochmals um \$ 2,2 Mrd. im September. Der bei weitem größte Teil des September-Verlusts wurde durch Devisenabflüsse über das Bankensystem verursacht. Insbesondere erwarben die Banken einen Nettobetrag in Höhe von \$ 1,8 Mrd. an Fremdwährung per Kassa, vermutlich weitgehend als Gegenposition für Devisenterminkäufe ihrer inländischen Kundschaft. Sowohl der Juli- als auch der September-Abfluß wurde in erster Linie durch Ziehungen auf die Notenbanken von anderen Teilnehmern an der europäischen Schlange finanziert, so daß die Bruttoreserven in keinem dieser beiden Monate sanken. Während des letzten Quartals des Jahres kam es über die Banken zu einem weiteren Abfluß von \$ 0,3 Mrd., aber dennoch erhielten sich die Nettoreserven leicht. Die zentralen Reserveaktiva gingen in diesem Vierteljahr um \$ 2,3 Mrd. zurück, im wesentlichen als Folge der Rückzahlung von Schulden, die im Juli und im September eingegangen worden waren.

Neuerliche Reservenverluste Anfang Januar 1974 führten dazu, daß der Handelsfranken Mitte des Monats freigegeben wurde. Für Januar als Ganzes verringerten sich die zentralen Nettowährungsreserven um \$ 0,8 Mrd., doch wurde dies durch einen Rückgang der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um \$ 1,4 Mrd. mehr als wettgemacht. Devisenausländer bauten ihre Frankenguthaben ab; bei den Banken ergab sich ein beträchtlicher Anstieg der Nettodevisenbestände per Kassa, wobei es sich zweifellos um die Gegenposition zu Devisenkäufen der Kundschaft auf Termin handelte. Im Anschluß daran veränderten sich die französischen amtlichen Währungsreserven nicht mehr sehr; Ende April betrugen sie \$ 7,6 Mrd.

Belgien-Luxemburg. Für 1973 zeigte die erweiterte Devisenposition der BLEU eine Verbesserung von \$ 0,3 Mrd. Das entspricht in etwa dem Aufwertungsgewinn aus den Goldreserven Belgiens und aus seinen an das Gold gebundenen Forderungen

Europäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition¹

	Jahres- ende	Gold	Devisen (netto)	Forderungen an den IWF	Gesamte zentrale Währungs- position	Devisen- position der Ge- schäfts- banken	Gesamte Netto- auslands- forderungen	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)	
								Zentrale Währungs- position	Geschäfts- banken- position
Belgien- Luxemburg . . .	1972	1 635	1 060	1 130	3 825	-1 065	2 760	+ 440	- 280
	1973	1 780	1 660	1 350	4 990	-1 935	3 055	+ 1 165	- 870
Dänemark	1972	70	580	145	795	40	835	+ 125	+ 100
	1973	80	915	285	1 280	- 45	1 235	+ 485	- 85
Deutschland (BR)	1972	4 460	17 055	2 130	23 645	-4 620	19 025	+ 5 125	+ 130 ²
	1973	4 965	25 275	3 130	33 370	-2 865	30 505	+ 9 725	+ 2 120 ²
Finnland	1972	55	560	140	755	35	790	+ 115	+ 85
	1973	35	510	155	700	15	715	- 55	- 20
Frankreich . . .	1972	3 825	4 420	1 130	9 375	-4 145	5 230	+ 1 745	- 1 390
	1973	4 260	3 385	545	8 190	-3 330	4 860	- 1 185	+ 815
Griechenland . .	1972	135	830	65	1 030	15	1 045	+ 525	+ 10
	1973	150	825	70	1 045	15	1 060	+ 15	-
Irland	1972	20	1 020	85	1 125	- 70	1 055	+ 130	- 115
	1973	20	910	95	1 025	- 35	990	- 100	+ 35
Island	1972	-	55	15	70	- 15	55	+ 10	- 5
	1973	-	60	15	75	- 20	55	+ 5	- 5
Italien	1972	3 130	2 375	730	6 235	- 775	5 460	- 700	- 530
	1973	3 480	2 130	770	6 380	- 955	5 425	+ 145	- 180
Niederlande . . .	1972	2 060	1 315	1 305	4 680	220	4 900	+ 925	+ 60
	1973	2 295	2 600	945	5 840	- 75	5 765	+ 1 160	- 295
Norwegen	1972	35	1 100	170	1 305	- 55	1 250	+ 160	+ 10
	1973	40	1 330	185	1 555	- 25	1 530	+ 250	+ 30
Österreich	1972	790	1 690	235	2 715	- 595	2 120	+ 405	- 250
	1973	880	1 730	255	2 865	- 740	2 125	+ 150	- 145
Portugal	1972	1 020	1 260	30	2 310	215	2 525	+ 445	+ 20
	1973	1 160	1 630	35	2 825	315	3 140	+ 515	+ 100
Schweden	1972	215	1 095	210	1 520	290	1 810	+ 470	+ 135
	1973	245	1 985	235	2 465	625	3 090	+ 945	+ 335
Schweiz	1972	3 160	3 835	-	6 995	3 235	10 230	+ 65	+ 70
	1973	3 515	4 965	-	8 480	3 640	12 120	+ 1 485	+ 405
Spanien	1972	540	4 210	255	5 005	- 195	4 810	+ 1 770	- 25
	1973	600	5 920	280	6 800	- 195	6 605	+ 1 795	-
Türkei	1972	135	350	70	555	.	.	+ 145	.
	1973	150	775	80	1 005	.	.	+ 450	.
Kanada	1972	835	4 270	845	5 950	- 570	5 380	+ 425	- 725
	1973	930	3 815	900	5 645	- 290	5 355	- 305	+ 260
Japan	1972	800	16 160	1 085	18 045	475	18 520	+ 2 915	+ 1 935
	1973	890	9 935	1 155	11 980	-3 485	8 495	- 6 065	- 3 960

¹ Bei den meisten Ländern der Tabelle stimmen die angegebenen Zahlen mit den veröffentlichten Ergebnissen nicht genau überein. Darüber hinaus sind die Methoden der Umrechnung von nicht auf Dollar lautenden Forderungen und Verbindlichkeiten in Dollar nicht einheitlich. ² Infolge der Ausschaltung von Bewertungsdifferenzen und statistischen Korrekturen entsprechen diese Werte nicht der Veränderung der Nettoauslandsposition der deutschen Banken in den betreffenden Jahren.

gegenüber dem IWF nach der Abwertung des Dollars im Februar. Wenn man von diesen Gewinnen absieht, zeigen die amtlichen Nettowährungsreserven eine Zunahme von \$0,9 Mrd.; das entspricht genau dem Jahreszuwachs der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken.

Die Reservengewinne konzentrierten sich ganz auf die erste Jahreshälfte, in der es zu Nettozuflüssen zu den Banken kam, die sich auf insgesamt \$ 1,3 Mrd. beliefen. Etwa die Hälfte davon entfiel auf die Aufstockung der Ausländerguthaben an belgischen Franken, obwohl deren Zuwachs im März mit einem Negativzins belegt worden war. Nachdem diese Zuflüsse im dritten Vierteljahr zum Stillstand gekommen waren, wurden sie in den letzten drei Monaten des Jahres von Nettoabflüssen in Höhe von \$ 0,5 Mrd. abgelöst, wobei die Banken ihre Nettodollarforderungen aufstockten. Da jedoch die Zahlungsbilanzentwicklung von einem Defizit im ersten Halbjahr zu einem Überschuß in der zweiten Jahreshälfte umschwenkte, waren die Reserven Ende 1973 nicht niedriger als zur Jahresmitte.

Im ersten Quartal 1974 kam es zu weiteren \$ 0,5 Mrd. Abflüssen über das Bankensystem, was sich zum großen Teil in einem Rückgang der zentralen Nettowährungsreserven um \$ 0,4 Mrd. niederschlug.

Niederlande. Die Währungsposition der Niederlande verbesserte sich 1973 um \$ 0,9 Mrd.; davon entfallen \$ 0,4 Mrd. auf Aufwertungsgewinne für Gold und an Gold gebundene Reserven. Klammert man diesen Sondereinfluß aus, dann stiegen die Nettowährungsreserven um \$ 0,8 Mrd., wobei die Devisenbestände um \$ 1,9 Mrd. zunahmen, während die IWF-Forderungen — im wesentlichen als Folge von Übertragungen auf andere Teilnehmer an der europäischen Schlange — um \$ 0,5 Mrd. abnahmen. Außerdem bestand am Ende des Jahres diesen Ländern gegenüber eine Verschuldung von \$ 0,6 Mrd. Nahezu die Hälfte der Nettoerhöhung der zentralen Währungsreserven (ohne Bewertungsänderungen) war das Gegenstück zur Verringerung der Nettoauslandsforderungen der Banken.

Als Folge der Währungskrise von Februar/März kam es, wie in anderen Ländern, zu einem beträchtlichen Anstieg der Reserven. Abgesehen von den Bewertungsänderungen stiegen die Nettowährungsreserven im ersten Vierteljahr um \$ 0,9 Mrd., denen \$ 0,4 Mrd. Bankenzuflüsse gegenüberstanden, wobei es zu einer erheblichen Aufstockung der Guldenguthaben von Gebietsfremden kam. Im zweiten Quartal änderte sich die Lage vollständig. Relativ niedrige inländische Zinssätze und eine Umkehr bei den Leads and lags führten zu einem starken Aufbau der Nettodollarforderungen der Banken. Insgesamt war ein Nettoabfluß aus dem Bankensystem von \$ 1 Mrd. zu verzeichnen, mit entsprechender Abnahme der zentralen Währungsreserven. Nach geringen Änderungen, wenn man das dritte Quartal im ganzen nimmt, führte die beengte inländische Liquiditätsslage im letzten Vierteljahr zu einem Abbau der Nettoauslandsanlagen der Banken um \$ 0,7 Mrd., wobei die Reserven um \$ 0,9 Mrd. wuchsen. In diesem Quartal übernahm die Zentralbank von den Geschäftsbanken 0,9 Mrd. US-Dollar gegen Gulden im Rahmen von Swaptransaktionen.

Im ersten Vierteljahr 1974 verbesserte sich die Nettowährungsposition um weitere \$ 0,3 Mrd., wovon zwei Drittel auf den Bankensektor entfielen.

Italien. Wie in Großbritannien, so hatten auch in Italien die Veränderungen in der Währungsposition 1973 praktisch nichts mit der Grundverfassung der Zahlungsbilanz zu tun, da die Reserveposition weiterhin durch von offizieller Seite angeregte Kreditaufnahmen am Eurogeldmarkt gestützt wurde. Das Gesamtvolumen solcher

Kreditaufnahmen betrug 1973 \$4,2 Mrd. Die zentralen Nettoreserven zeigten für das ganze Jahr eine geringe Zunahme von \$0,1 Mrd., und das war weniger als der Betrag von \$0,4 Mrd., um den der Goldbestand und die Forderungen an den IWF durch Bewertungsänderungen zunahmen. Zusätzlich zu den Wirkungen der sehr großen amtlichen Marktinterventionen wurden die Reserven 1973 auch deshalb noch mit \$0,7 Mrd. beansprucht, weil dem Bankensystem die im Rahmen von Swaptransaktionen im Jahr davor hereingenommenen Dollarbeträge zurückgezahlt werden mußten. Die Auslandsposition der Banken erbrachte 1973 einen kleinen Nettozufluß von \$0,2 Mrd.

Im ersten Drittel des Jahres 1974 liefen die Dinge noch viel schlechter. Die zentralen Reserveaktiva sanken in dieser Zeit um \$0,2 Mrd., trotz weiteren Auslandskreditaufnahmen im Betrag von \$4,5 Mrd. einschließlich \$1,9 Mrd. kurzfristiger Beistandskredite, die Italien von seinen Partnern im Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit erhielt, und einer Erhöhung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um \$0,4 Mrd. im ersten Quartal. Insgesamt machten die Mittel, die Italien in den Monaten Juni 1972–April 1974 zur Stützung seiner Reserven im Ausland aufgenommen hat, \$10 Mrd. aus, während gleichzeitig die Nettowährungsreserven um \$2,3 Mrd. sanken. Vor diesem Hintergrund ist das Importdepotsystem zu sehen, das Anfang Mai eingeführt wurde.

Schweiz. 1973 schloß die erweiterte Devisenbilanz mit einem Überschuß von \$1,9 Mrd. Der größte Teil davon schlug sich in einer Zunahme der zentralen Währungsreserven um \$1,5 Mrd. nieder. Ein Drittel des Reservenzuwachses beruhte auf einer Änderung der Dollarbewertung der Goldbestände und der amtlichen Bestände an auf Schweizer Franken lautenden Schuldverschreibungen der amerikanischen Regierung. Um \$0,4 Mrd. größer als 1972 war der Betrag an Dollar, den die Behörden von den Banken im Rahmen von Jahresultimoswaps übernahmen und bei Banken außerhalb der Schweiz wiederanlegten. Die restlichen \$0,6 Mrd., um die die Devisenreserven wuchsen, waren das Ergebnis zweier gegenläufiger Bewegungen. Einerseits nahmen die Behörden bei dem Versuch, die Höherbewertung des Frankens zu dämpfen, während der ersten beiden Monate des Jahres \$1 Mrd. Devisen aus dem Markt, davon \$0,3 Mrd. im Januar an dem Tag, bevor entschieden wurde, den Franken floaten zu lassen, und den Rest im Februar. Andererseits sanken die Devisenbestände der Nationalbank während des Jahres als Folge von Transaktionen, die nicht über den Markt gingen, um etwa \$0,4 Mrd.

Im Gegensatz zu dem, was in den meisten anderen europäischen Ländern geschah, gab es im Schweizer Bankensystem 1973 einen Nettoabfluß. Er belief sich auf \$0,4 Mrd.; wenn die Veränderung der Jahresultimoswaps zwischen Nationalbank und Banken in Rechnung gestellt wird, so macht der Betrag sogar \$0,8 Mrd. aus. Während der ersten sieben Monate des Jahres exportierten die Banken unter dem Einfluß sowohl niedriger Zinssätze als auch administrativer Kapitaleinfuhrbeschränkungen \$1,1 Mrd. (ohne Swaps mit der Nationalbank). Als Folge der Versteifung an den Schweizer Geldmärkten und der Lockerung der Maßnahmen zur Abwehr von Auslandsgeldern kam es in den letzten beiden Monaten des Jahres zu einem Zufluß von \$0,3 Mrd. (ohne Swaps).

In den ersten vier Monaten des Jahres 1974 sanken die schweizerischen Nettowährungsreserven um \$1,1 Mrd., was zum Großteil die Folge des Rückgangs der im Swapwege von den Geschäftsbanken hereingenommenen Dollarbeträge war.

Österreich. Bewertet in US-Dollar zeigte die erweiterte Währungsposition Österreichs 1973 keine Veränderung, da die Zunahme der Nettowährungsreserven um \$0,2 Mrd. in etwa durch den Zuwachs bei den Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken ausgeglichen wurde. Während des Jahres gab es recht große Reservenschwankungen. Ohne die Bewertungsveränderungen stiegen die Nettowährungsreserven in den ersten neun Monaten um \$0,5 Mrd., denen etwa zu einem Drittel Zuflüsse im Bankensektor gegenüberstanden; im letzten Quartal sanken sie um \$0,4 Mrd. Im ersten Quartal 1974 gingen die Nettowährungsreserven weiter geringfügig zurück, wobei ein gewisser Ausgleich dadurch gegeben war, daß auch die Auslandsverbindlichkeiten der Banken abnahmen.

Schweden. Hauptsächlich als Folge eines großen Überschusses in der Bilanz der laufenden Posten konnte Schweden im Jahr 1973 eine Rekordverbesserung seiner Währungsposition um \$1,3 Mrd. verzeichnen. Die zentralen Nettoforderungen stiegen um nahezu \$1 Mrd. bzw. etwa zwei Drittel, während sich die Nettoforderungen der Banken als Ergebnis relativ niedriger Inlandszinssätze auf \$0,6 Mrd. verdoppelten. Fast der gesamte Jahreszuwachs an Reserven erfolgte in der ersten Hälfte des Jahres, während der größte Teil des Zuwachses in der Auslandsposition der Banken, der sich in einer Expansion ihrer Fremdwährungsbestände niederschlug, von Juli an zu verzeichnen war. Weitere \$0,3 Mrd. führten die Banken ihrer Auslandsposition im ersten Quartal 1974 zu, während die Nettowährungsreserven um einiges mehr sanken, da die Zahlungsbilanz im März plötzlich in ein Defizit geriet. Im April nahmen die Nettowährungsreserven weiter um \$0,2 Mrd. ab.

Dänemark. Trotz einem beträchtlichen Defizit in der Bilanz der laufenden Posten erzielte Dänemark dank sehr hohen privaten Kapitalimporten eine ansehnliche Verbesserung seiner Währungsposition um \$0,4 Mrd. Die zentralen Nettoforderungen erhöhten sich während des Jahres um \$0,5 Mrd., da auch ein geringer Kapitalimport über die Banken stattfand. In der ersten Hälfte des Jahres wuchsen die Reserven um \$0,3 Mrd. Dann ließen Gerüchte über eine Abwertung der Krone die Fremdwährungsaktiva der Banken um \$0,3 Mrd. ansteigen, so daß die Reserven vorübergehend auf den Stand von Ende 1972 sanken. Das Blatt wendete sich jedoch im letzten Quartal des Jahres, in dem die Reserven um \$0,4 Mrd. zunahmen. Im ersten Quartal 1974 führte das Ausscheren des französischen Frankens aus der europäischen Schlange zu erneutem Druck auf die Krone. Die Reserven ermäßigten sich im Laufe des Vierteljahres um \$0,4 Mrd., zum größten Teil im Zusammenhang mit einer Zunahme der Auslandsposition der Banken.

Norwegen. Die Währungsposition zeigte 1973 eine weitere Verbesserung um \$0,3 Mrd., wovon fast alles in die zentralen Reserven floß. Diese stiegen das Jahr über ziemlich stetig, ausgenommen im September und nach der Kronenaufwertung im Dezember. Obwohl die Nettoposition der Banken während des Jahres per Saldo wenig Veränderung aufwies, folgten dem Devisenzufluß vom Jahresanfang, wie in

anderen Ländern, Abflüsse in der Zeit von Juni bis September. Nach einem Rückgang im Dezember setzten die Reserven ihr Wachstum in den ersten Monaten von 1974 fort, zum Teil infolge von Zuflüssen über die Banken.

Finnland. Als Ergebnis von bedeutend niedrigeren Kapitalimporten verschlechterte sich die Währungsposition Finnlands im Jahr 1973 um \$75 Mio.; das war das erste Zahlungsbilanzdefizit seit 1967. Die Reserven gingen in den ersten neun Monaten des Jahres um \$135 Mio. zurück, holten aber mehr als die Hälfte dieses Verlusts im letzten Vierteljahr wieder auf. In den ersten drei Monaten von 1974 waren weitere kleine Reservenverluste zu verzeichnen.

Spanien. Ein neuerlicher erheblicher Zahlungsüberschuß, der größte in Europa nach dem deutschen, ergab sich 1973 in Spanien. Die Nettowährungsreserven stiegen das zweite Jahr hintereinander um \$1,8 Mrd. Für das Jahr als Ganzes gab es in der Auslandsposition der Banken keine Veränderung, da ein Zufluß von \$0,2 Mrd. während der ersten sieben Monate sich anschließend wieder umkehrte. Im ersten Quartal 1974 schlug die Zahlungsbilanz Spaniens ins Defizit um, wobei die Nettoreserven trotz einem erheblichen Geldzufluß über das Bankensystem um \$0,3 Mrd. zurückgingen.

Portugal. Die Währungsreserven Portugals stiegen 1973 um \$0,5 Mrd., einschließlich \$0,1 Mrd. infolge der Aufwertung der Goldbestände. Außerdem war eine Steigerung der Nettoauslandsanlagen der Banken um \$0,1 Mrd. im Schlußquartal des Jahres zu verzeichnen. Ende März 1974 waren die Reserven um \$0,2 Mrd. unter ihren Stand von Ende 1973 gesunken.

Andere europäische Länder. In Griechenland, wo der Zahlungsüberschuß des Vorjahres verschwand, ergab sich 1973 praktisch keine Änderung der Währungsposition. In der Türkei dagegen verdoppelten sich die Nettowährungsreserven (ohne nicht-konvertierbare Währungen) während des Jahres auf \$1,0 Mrd. Danach folgte ein mäßiger Rückgang im ersten Quartal von 1974. In Irland reduzierte ein Defizit in der Zahlungsbilanz zusammen mit einem Kapitalexport über die Banken die Reserven während des Jahres 1973 um gut über \$0,1 Mrd. Seit Beginn dieses Jahres sind die Reserven jedoch ein wenig gestiegen.

Kanada. Zu dem leichten Defizit in der Zahlungsbilanz im Jahre 1973 kam ein Nettogeldexport von \$0,3 Mrd. über die Kreditbanken. Die Aufwertung des Goldes und der an Gold gebundenen Reserveaktiva durch die Dollarabwertung machte fast \$0,2 Mrd. aus. Infolgedessen sanken die zentralen Nettoreserven Kanadas im Laufe des Jahres um \$0,3 Mrd. Während der ersten fünf Monate von 1973 spiegelte sich die Flucht aus dem US-Dollar in einem Nettokapitalzufluß zu den Banken von \$0,4 Mrd. wider. Dies änderte sich in den nachfolgenden drei Monaten jedoch abrupt, in denen Nettoabflüsse von \$0,8 Mrd. folgten — zunächst unter dem Einfluß einer zunehmenden monetären Anspannung in den Vereinigten Staaten und später dann zusätzlich in Zusammenhang mit der beginnenden Erholung des US-Dollars an den Devisenmärkten. In den letzten vier Monaten des Jahres gab es im ganzen gesehen keine weiteren Veränderungen in der Auslandsposition der Banken, doch geriet die Zahlungsbilanz in eine Überschußposition, so daß die Nettowährungsreserven im letzten Quartal

um \$0,2 Mrd. stiegen. Da der kanadische Dollar auch 1974 sehr fest blieb, wuchsen die Reserven in den ersten vier Monaten um weitere \$0,5 Mrd., wobei außerdem im ersten Quartal ein Abfluß von \$0,3 Mrd. über die Banken erfolgte.

Japan. Als Ergebnis des sehr scharfen Umschwungs der Zahlungsbilanz ins Defizit zu Anfang des Jahres meldete Japan für 1973 den mit Abstand größten Reservenverlust aller Länder. Die Nettowährungsreserven fielen um \$6,1 Mrd., trotz kurzfristigen Kapitalzuflüssen von fast \$4 Mrd. über die Banken und einem Aufwertungsgewinn beim Goldbestand und den IWF-Forderungen von \$0,2 Mrd. Innerhalb des Gesamtabgangs bei den zentralen Reserven gingen die primären Devisenforderungen um \$7,4 Mrd. zurück, während die Bestände an marktfähigen amerikanischen Regierungs- und Industrieobligationen um \$1,1 Mrd. stiegen.

In den ersten beiden Monaten von 1973 stiegen die Nettowährungsreserven um \$0,8 Mrd. auf einen Höchststand von \$18,9 Mrd. Das war hauptsächlich die Folge der Aufwertungsgewinne und eines kurzfristigen Kapitalzuflusses über das Bankensystem in Höhe von \$0,5 Mrd. Dann gingen sie jedoch in den folgenden elf Monaten ziemlich kontinuierlich um insgesamt \$7,5 Mrd. auf \$11,4 Mrd. Ende Januar 1974 zurück. Während dieser elf Monate war zusätzlich zu den großen Reservenverlusten eine Abnahme der kurzfristigen Auslandsposition der Banken um \$4,8 Mrd. zu verzeichnen. Der größte Teil des Zuflusses über die Banken kam nach der Jahresmitte, als sich die inländische monetäre Situation verschärfte und administrative Maßnahmen ergriffen wurden, um Mittelzuflüsse zu ermutigen.

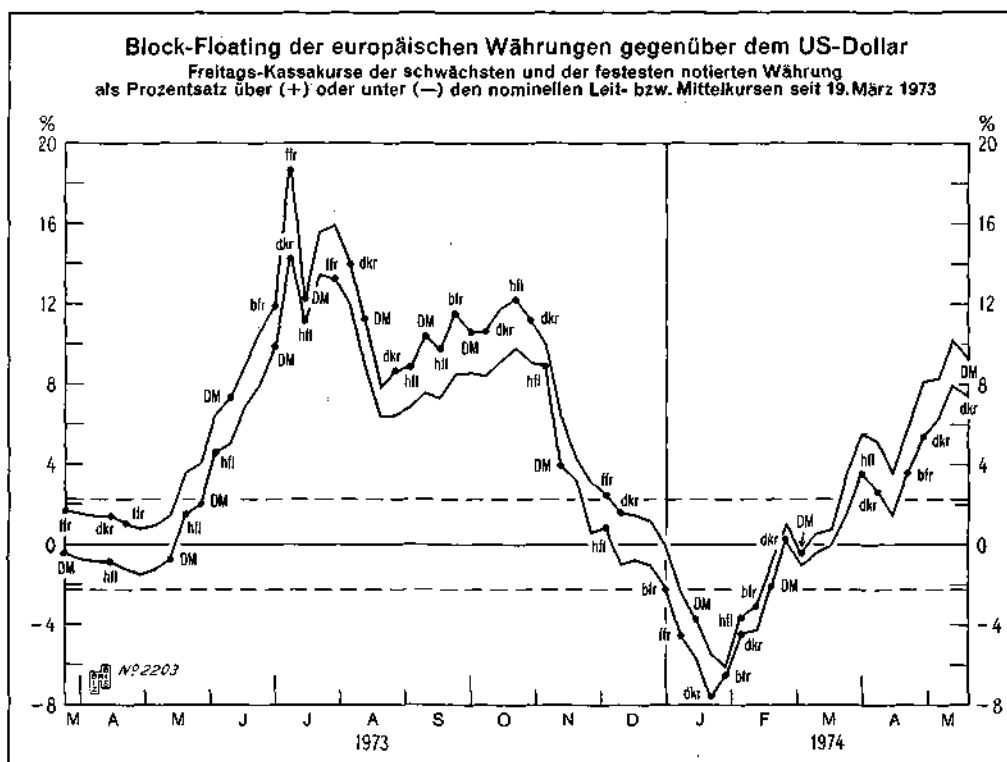
Im Februar 1974 schlug der Abwärtstrend bei den Reserven Japans um, und Ende April lagen die offiziellen Nettoreserven um \$1,2 Mrd. über dem Niveau von drei Monaten davor. Die Zahlungsbilanz blieb weiterhin defizitär, doch es gab sehr starke Abgänge in der kurzfristigen Auslandsposition der Banken, die sich allein im Februar und im März zu \$3,1 Mrd. summierten. Ursächlich hierfür war zum Teil der Abzug von Devisen, die die Behörden bei den Banken angelegt hatten.

Devisenmärkte

Ein allgemeiner Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten wurde, insoweit der US-Dollar und das internationale Währungssystem betroffen waren, bereits in Kapitel I gegeben. Im folgenden werden die Bewegungen einzelner Währungen ausführlicher dargestellt.

Das Gemeinschafts-Floating einiger europäischer Währungen. Wie im 43. BIZ-Jahresbericht (vgl. Seite 153–155) beschrieben, wurde am 19. März 1973 von Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, den Niederlanden, Norwegen und Schweden ein gemeinsames Floating ihrer Währungen gegenüber Drittwährungen eingeführt. Die Teilnehmerländer übernahmen dabei die Verpflichtung, in den Währungen ihrer Partnerstaaten jeweils derart zu intervenieren, daß sich die Wechselkurse untereinander innerhalb einer Bandbreite von $2\frac{1}{4}\%$ — im Falle der Relation belgischer Franken/Gulden $1\frac{1}{2}\%$ — halten. In den Kursrelationen der Teilnehmerstaaten untereinander kam es zu wiederholten Anpassungen; so wurde die Deutsche Mark am 29. Juni um $\frac{1}{2}\%$, der Gulden am 17. September um $\frac{1}{2}\%$ und die norwegische Krone am 16. November um $\frac{1}{2}\%$ aufgewertet. Am 21. Januar 1974 zog sich Frankreich aus dem Block-Floating zurück.

Seit Beginn des Block-Floatings wurde das Schlangenband von den teilnehmenden Währungen wiederholt in seiner ganzen Breite ausgenützt, wobei gelegentlich umfangreiche Interventionen erforderlich waren. Der größte Druck herrschte hierbei gegen Ende Juni 1973, als erhebliche Mittel in die Deutsche Mark drängten, und später dann Mitte September, als nach der Aufwertung des Guldens beträchtliche Ankäufe von französischen Franken durch die deutschen und belgischen Behörden stattfanden.



Der französische Franken begann am 21. Januar 1974 unabhängig zu floaten.

Gegenüber dem Dollar lagen die Schlangenvährungen Anfang Juli 1973 in einem Bereich, der sich, bezogen auf das Leitkursniveau zum Dollar vom 19. März, von der um 14,1% höheren dänischen und schwedischen Krone bis zu dem um 18,7% festeren französischen Franken erstreckte. Im Verlauf der in den folgenden sechs Monaten eintretenden Abschwächung zum Dollar trat die Gruppe gegen Ende 1973 für einige Wochen wieder in das Band des alten Tunnels von 2¼% zu beiden Seiten der früheren nominellen Leitkurse zum Dollar ein. Gegen Ende Januar 1974 befand sich die dänische Krone als schwächste Teilnehmerwährung 7,8% unterhalb dieses Niveaus. Gegen Ende Mai waren die Schlangenvährungen jedoch wieder um rund 6½–8½% über ihre Dollar-Leitkurse angestiegen. In der Berichtsperiode unternahmen einzelne Teilnehmerländer zeitweise ad hoc und nach Absprache mit den übrigen Teilnehmerstaaten Kursinterventionen in US-Dollar.

Deutsche Mark. In den ersten beiden Monaten des Jahres 1973 trug die Deutsche Mark die Hauptlast des durch die Flucht aus dem Dollar ausgelösten Drucks, wobei

massive Interventionen notwendig waren, um den Kassakurs innerhalb der Bandbreite von $2\frac{1}{4}\%$ des Realignment-Niveaus zu halten. Nach der Abwertung des Dollars im Februar, knapp vor Beginn des Block-Floatings am 19. März, wurde die Deutsche Mark um 3% aufgewertet.

Seither haben sich die Kursbewegungen der Deutschen Mark im wesentlichen umgekehrt zur Dollarentwicklung verhalten, wobei der Dollarkurs der Deutschen Mark vom internationalen Devisenhandel weithin als Schlüsselgröße betrachtet wurde. Nach Wiedereröffnung der Devisenmärkte Mitte März zeigte sich die Deutsche Mark sowohl zum Dollar als auch zu den Schlangenvährungen anfänglich etwas abgeschwächt. Mitte Mai begann sie sich jedoch wieder rasch zu festigen. Anfänglich war dies vor allem auf die Dollarschwäche zurückzuführen, aber von Ende Mai an spielte die drastische Verschärfung der inländischen Geldpolitik eine immer wichtigere Rolle. Die nach Stützungen anderer Schlangenvährungen in Höhe von DM 4,6 Mrd. erfolgte Aufwertung am 29. Juni um $5\frac{1}{2}\%$ erleichterte die Lage innerhalb des Block-Floatings; gegenüber dem Dollar festigte sich die Deutsche Mark jedoch auch in der Folgeweche weiter. Den Höhepunkt erreichte die Mark zum Dollar am 6. Juli mit einer zum Stand vom 19. März um 25% höheren Notierung. Nach Handelsströmen gewichtet betrug damals die Verteuerung der Mark zu den Währungen der Haupt-handelspartner der Bundesrepublik seit Mitte März 15%.

Im Anschluß an das Basler Communiqué vom 8. Juli begann die Deutsche Mark gegenüber dem Dollar nachzugeben, wobei sowohl die Bundesbank als auch das Federal Reserve System im Markt etwas intervenierten. Der Rückgang war jedoch im allgemeinen langsamer als bei den anderen europäischen Währungen, und nach der Aufwertung des Guldens ergab sich ein beträchtlicher Zufluß aus dem französischen Franken in die Mark. Als der Markt die Auswirkung der Ölkrise auf die Zahlungsbilanzen einzuschätzen begann, ging die Deutsche Mark in der ersten Novemberhälfte und erneut um die Jahreswende zum US-Dollar sehr stark zurück, wobei die Bundesbank beträchtliche Dollarbeträge abgab und das Federal Reserve System gegen

Wechselkurse für den US-Dollar 1971-1974

Währung ¹	Parität am 5. Mai 1971	Veränderung			Kumulative Veränderung 5. Mai 1971 bis 24. Mai 1974	Schlußkurs auf dem Markt am 24. Mai 1974
		5. Mai 1971 bis Realignmet	Realignmet bis 19. März 1973 ²	19. März 1973 ² bis 24. Mai 1974		
	Währungs- einheiten für 1 US-Dollar	Aufwertung (+) bzw. Abwertung (—) gegenüber dem US-Dollar in Prozent				Währungs- einheiten für 1 US-Dollar
Deutsche Mark	3,66	+ 13,6	+ 14,4	+ 14,4	+ 48,0	2,4725
Französischer Franken	5,55419	+ 8,6	+ 11,1	— 6,5	+ 14,3	4,86
Belgischer Franken . .	50	+ 11,6	+ 11,1	+ 5,8	+ 33,8	37,36
Holländischer Gulden .	3,62	+ 11,6	+ 11,1	+ 11,1	+ 38,8	2,6085
Dänische Krone	7,5	+ 7,4	+ 11,1	+ 6,4	+ 28,3	5,8450
Norwegische Krone . .	7,14286	+ 7,5	+ 11,1	+ 11,5	+ 34,0	5,33
Schwedische Krone . .	5,17321	+ 7,5	+ 5,5	+ 4,9	+ 21,3	4,2655
Österreichischer Schilling	26	+ 11,6	+ 13,6	+ 16,1	+ 46,6	17,73
Pfund Sterling	2,40 ⁴	+ 8,6	— 5,6	— 2,5	0	2,40 ⁴
Italienische Lira . . .	625	+ 7,5	+ 1,7	— 9,5	— 1,1	632,15
Schweizer Franken . .	4,372825	+ 13,9	+ 18,1	+ 10,9	+ 49,2	2,93
Japanischer Yen . . .	360	+ 16,9	+ 16,7	— 5,6	+ 28,8	279,60

¹ Bei gespaltenem Devisenmarkt Handelskurs. ² Nominelle Leit- bzw. Mittelkurse bei den ersten acht aufgeführten Währungen; Schlußkurse auf dem Markt für die letzten vier Währungen. ³ Marktsätze. ⁴ US-Dollar für 1 Pfund.

Jahresende gleichfalls Stützungsaktionen vornahm. Die Talsohle erreichte die Mark am 7. Januar mit einem Abstand von 22 % zum Juli-Hoch. Nach Handelsströmen gewichtet betrug der Wertverlust jedoch bloß 8 %.

Seither ist die Deutsche Mark wieder ziemlich stetig gestiegen. Gegen Ende Mai lag sie am Kassamarkt gegenüber dem Dollar um 17 % über ihrem Tiefpunkt im Januar, und die deutschen Behörden stützten einige Schlangenvährungen. Ursächlich hierfür waren unter anderem eine etwas geänderte Einschätzung der verhältnismäßigen Stärke des Dollars im Zusammenhang mit den höheren Ölpreisen, die Erleichterung des internationalen Kapitalverkehrs und der noch weiter gestiegene deutsche Handelsbilanzüberschuß. Als gegen Ende April einige deutsche Wirtschaftsforschungsinstitute eine weitere Aufwertung empfahlen, verstärkte sich der Aufwärtsdruck auf die Mark. Im Mai wurde die Stärke der Mark durch die Schwäche des Dollars, die einmal auf eine reale Verschlechterung der amerikanischen Zahlungsbilanz und zum anderen auf innenpolitische Schwierigkeiten in den Vereinigten Staaten zurückging, noch gefördert. Seit der Wende im Januar stieg der Wert der Mark nach Handelsströmen gewichtet bis Ende Mai um 7 %.

Holländischer Gulden. Infolge der Aufwertung von 5 % im September 1973 war der Anstieg des Außenwerts des Guldens in der Berichtsperiode unter den am Block-Floating teilnehmenden Währungen nach der Deutschen Mark am stärksten. Wie andere europäische Devisen stand der Gulden in der Währungskrise Anfang 1973 unter einem starken Aufwärtsdruck. In den ersten vier Monaten des Block-Floatings war er, hauptsächlich aus Zinsgründen, jedoch eine der schwächsten teilnehmenden Währungen, obwohl er an der allgemeinen Festigung gegenüber dem Dollar teilhatte. Zeitweise waren Stützungen notwendig, zunächst innerhalb des Benelux-Systems und später auch in der Schlange, wobei gegen Ende Juni die Bundesbank den Gegenwert von \$400 Mio. einsetzte. Die deutsche Aufwertung erleichterte den Druck innerhalb der Schlange, während der Gulden am 6. Juli mit dem Kurs von hfl 2,52 pro Dollar eine Spitze erreichte, was einer Festigung um rund 15 % seit Mitte März entsprach.

In der anschließenden Abwärtsbewegung der Schlange war der Gulden infolge der angespannten monetären Situation in Deutschland zunächst eine der schwächeren Währungen. Nach einer fortschreitenden Verknappung der inländischen Geld- und Kreditmärkte erreichte er jedoch gegen Ende August in der Schlange die Obergrenze, wo er bis zu seiner Aufwertung fast ununterbrochen verharrte. Nach dieser Maßnahme — die als Teil eines Antiinflationsprogramms und ohne großen Druck am Devisenmarkt erfolgt war — brachte die inländische Geldknappheit den Guldenkurs bald wieder an die Schlangengrenze, und zum Dollar wurde die Juli-Spitze beträchtlich überschritten. Ab Ende Oktober verursachte jedoch die Ölkrise, die im Falle der Niederlande noch durch den arabischen Lieferboykott verschärft wurde, gegenüber dem Dollar einen ziemlich drastischen Kursrückgang um fast 19 % auf einen Tiefpunkt von hfl 3,01 pro Dollar am 23. Januar. Außerdem mußte der Gulden im November und Dezember innerhalb der Schlange gestützt werden.

Seit Ende Januar hat sich die Lage des Guldens sowohl zum Dollar als auch im Gemeinschafts-Floating wieder umgekehrt. Gegen Ende Mai lag der Gulden zum

Dollar um 15% über seinem Januar-Tief und um 11% über seinem Stand zu Beginn des Block-Floatings; nach Handelsströmen gewichtet betrug die Verteuerung seit Januar 1974 etwa 3½% und seit Mitte März 1973 6½%.

Belgischer Franken. Als Ergebnis beträchtlicher Mittelzuflüsse erreichte der belgische Handelsfranken im Laufe der Währungskrise, die zur Schließung der Devisenmärkte Anfang März 1973 führte, gegenüber dem Dollar seine Obergrenze. Bei Wiedereröffnung der Märkte gab der Franken gegenüber dem Dollar etwas nach, wozu auch die Einführung eines Negativzinses von ¼% pro Woche für den weiteren Zuwachs an ausländischen Handelsfrankenguthaben beitrug. Im Block-Floating war der Franken andererseits zunächst eine der stärksten Währungen, schwächte sich dann aber durch die Stützung des Guldens im Rahmen des Benelux-Systems gegen Ende April etwas ab. Ende Juni wurde der Franken wie andere Schlangenvährungen durch die Bundesbank gestützt, unmittelbar nach der Aufwertung der Deutschen Mark stieg er jedoch an die Schlangenbergrenze. Kurz danach erreichte der Handelsfranken am 9. Juli eine Spitze von bfr 34,50 pro Dollar, was einer Festigung von 14½% seit Mitte März gleichkam. Nach Handelsströmen gewichtet veränderte sich jedoch der Wechselkurs des belgischen Frankens in diesem Zeitraum kaum.

Der Franken gab dann sowohl gegen den Dollar wie kurz darauf auch in der Schlange nach. Ab 10. Juli erfolgten gelegentliche Abgaben von Handelsfranken durch das Federal Reserve System. Nach der Aufwertung des Guldens Mitte September richtete sich die Aufmerksamkeit des Marktes sofort auf den Franken, was zum Teil auf seine Verknüpfung mit dem Gulden in dem spezifischen Benelux-Wechselkurssystem zurückging und teilweise seine Ursache in der wie auch in den Niederlanden und in Deutschland starken Leistungsbilanzsituation hatte. Der Franken erreichte die Schlangenbergrenze und festigte sich auch zum Dollar. Die Behörden führten daraufhin den früher im Monat abgeschafften Negativzins auf den Zuwachs bei Frankenguthaben von Ausländern wieder ein und wiesen ferner die Geschäftsbanken an, ihre passivische Nettokassaposition gegenüber dem Ausland am regulierten Markt zu verringern. Obwohl der Franken in der Schlange bald nachgab, hielt er sich bis Anfang November gegenüber dem Dollar auf einem höheren Stand als vor der Guldenaufwertung. Die Ölkrise drückte ihn dann bis 22. Januar im Verhältnis zum Dollar um 21% unter seinen Höchststand vom Juli 1973 hinab. Zu diesem Zeitpunkt lag der belgische Handelsfranken nach dem Rückzug des französischen Frankens aus der Schlange an der im Block-Floating gestatteten Untergrenze.

Die anschließende Festigung des Frankens zum Dollar brachte ihn gegen Ende Mai 1974 auf ein Niveau, das eine Wertsteigerung zum Dollar von insgesamt 6% seit Beginn des Block-Floatings Mitte März 1973 bedeutete. Hierbei lag der Franken jedoch an der Schlangenuntergrenze. Nach Handelsströmen gewichtet hielt sich der Wechselkurs des Handelsfrankens Ende Mai 1974 um etwa 1% über dem Niveau von Mitte März 1973.

Der Finanzfranken entwickelte sich 1973 und im ersten Quartal 1974 im allgemeinen parallel zum Handelsfranken, wobei der Abstand zwischen den beiden Kursen selten 2% überschritt. Seither erreichte der Finanzfranken, und zwar zunächst aufgrund der ungeklärten politischen Lage in Belgien und später infolge der Erwartung

einer weiteren DM-Aufwertung, ein Disagio von über 5 % in der zweiten Aprilwoche, und gegen Ende Mai lag er noch immer um etwa 5 % unter dem Handelsfranken.

Französischer Franken. Die Entwicklung des Frankenkurses in der Berichtsperiode kann in zwei Hauptphasen eingeteilt werden. Die erste lief bis Anfang Juli 1973. Solange die Dollarschwäche andauerte, war der Handelsfranken nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch in der europäischen Schlange fest. Im Zuge der Aufwärtsbewegung der Schlange erreichte er seinen Höhepunkt am 6. Juli mit einem Plus seit 19. März von 17 % zum Dollar und von etwa 3½ % zu den Währungen der französischen Haupthandelspartner nach Gewichtung der Handelsströme. Zu diesem Zeitpunkt wurde sogar von einer möglichen Frankenaufwertung gesprochen.

Vom 9. Juli an gab der Handelsfranken zum Dollar stark nach und sank gegen Monatsende auch auf die Schlangenuntergrenze. Dort hielt er sich fast ununterbrochen bis zur Guldenaufwertung, wobei er zeitweise offiziell gestützt wurde. Zu den Auswirkungen der Erstarkung des Dollars kamen im Falle Frankreichs noch das im internationalen Vergleich niedrige inländische Zinsniveau und ein beschleunigter Preisauftrieb hinzu. Im Anschluß an die Guldenaufwertung wurde der Druck auf den Franken innerhalb der Schlange infolge von Abflüssen in die Deutsche Mark und in den belgischen Franken sehr stark. Massive Interventionen, die durch Anhebung der Zinssätze, Kontrolle der Auslandskreditgewährung der Banken und Aufhebung der Beschränkungen für Mittelzuflüsse flankiert wurden, brachten innerhalb der Schlange bald eine gewisse Erholung. Diese setzte sich im November fort, da der Devisenmarkt zu der Überzeugung gelangte, daß Frankreich durch die neue Ölsituation verhältnismäßig wenig betroffen würde, und Anfang Dezember erreichte der Franken kurzfristig wieder den oberen Punkt in der Schlange.

Im weiteren Verlauf des Monats wendete sich die Lage jedoch wiederum, und der Franken ging abermals auf die Schlangenuntergrenze zurück. Nach einigen weiteren Stützungen, die jedoch ein beträchtlich geringeres Volumen als im September hatten, wurde der Wechselkurs des Frankens am 21. Januar freigegeben. Der Handelsfranken gab darauf zum Dollar sofort um 5 % auf rund ffr 5,24 nach. Dadurch erhöhte sich der gesamte Rückgang des Frankens seit Juli 1973 zum Dollar auf 26 % und auf handelsgewichteter Basis auf rund 13 %. Bald nach der Zusammenlegung von Handels- und Finanzmarkt hatte der Franken Ende März zum Dollar rund 10 % wieder aufgeholt und notierte zu einem Kurs von ffr 4,77½. Nach dem Ableben von Präsident Pompidou gab der Kurs auf ffr 4,91½ nach. Ende Mai betrug die Notiz ffr 4,86. Zu diesem Zeitpunkt hatte der Franken seit Mitte März 1973 auf gewichteter Basis gegenüber den Währungen der französischen Haupthandelspartner 12 % an Wert verloren und sich damit mehr als jede andere Währung mit Ausnahme der Lira entwertet.

Lira. Trotz andauernder umfangreicher offizieller Stützung zeigte die Lira von allen wichtigen Währungen in der Berichtsperiode bei weitem den größten Wertverlust, der nach Handelsströmen gewichtet rund 18½ % erreichte. Selbst gegenüber dem Dollar gab die Lira von Ende 1972 bis Mitte Mai 1974 um etwa 8 % oder von Lit 583 auf Lit 632 pro Dollar nach.

Die Lira war die erste wichtige Währung, die im Januar 1973 unter Druck geriet. Am 22. jenes Monats wurde für Finanztransaktionen eine eigene freie Kursbildung eingeführt, und Mitte Februar folgte unmittelbar nach der Dollarabwertung die Wechselkursfreigabe für die Handelslira. Nach dem Übergang zum mehr oder weniger allgemeinen Floating war die Lira besonders schwach, was teils auf wirtschaftliche, teils auf politische Gründe zurückging. Trotz den im Juni ergriffenen Maßnahmen zur Verlangsamung der inländischen Kreditexpansion lag die Handelslira Anfang Juli zu dem damals gerade am Tiefpunkt stehenden Dollar auf ungefähr dem gleichen Niveau wie Mitte März, wogegen nach Handelsströmen gewichtet eine Abwertung von fast 15% stattgefunden hatte.

Nach der Bildung einer neuen Regierung gegen Ende Juli wurden Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalabflusses und der gegen Italien gerichteten Leads and lags unternommen. Zusammen mit der saisonalen Verbesserung der Zahlungsbilanz führten diese Maßnahmen zu einer beträchtlichen Erholung der Lira Ende August. Im Rahmen dieser allgemeinen Entwicklung festigte sich der Kassakurs zum Dollar von Lit 584 auf Lit 566, während nach Handelsströmen gewichtet der Anstieg fast 8% erreichte. Von diesem Zeitpunkt bis gegen Ende Januar 1974 gab die Handelslira auf Lit 672 pro Dollar nach, wobei hierfür das Zusammenwirken einer neuerlichen Verschlechterung der Zahlungsbilanz, der Ölsituation und der Festigung des Dollars ursächlich waren. In diesem Zeitraum erreichte der Wertverlust der Lira nach Handelsströmen gewichtet 6%. Die Finanzlira lag 1973 regelmäßig unter der Handelslira, wobei das Disagio im Juli 7% erreichte, im Dezember jedoch einmal völlig verschwand.

In den ersten Monaten von 1974 stieg die Handelslira zum Dollar trotz einer weiteren beträchtlichen Verschlechterung der italienischen Zahlungsbilanz von ihrem Tiefpunkt im Januar kräftig bis auf Lit 623 am 22. März, als die Spaltung des Devisenmarktes aufgehoben wurde. Der neue Einheitskurs ging dann bis Ende April auf Lit 638 zurück; nach Einführung der Importdepotregelung Anfang Mai trat jedoch eine gewisse Erholung ein. Nach Handelsströmen gewichtet hat die Lira seit Ende Januar weitere 3% an Wert verloren.

Pfund Sterling. Nach den kräftigen Kurseinbrüchen vom Juni und Oktober 1972 notierte das Pfund Sterling Anfang 1973 sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen im nach dem Außenhandel gewogenen Durchschnitt um rund 10% unter dem im Washingtoner Realignment vereinbarten Kurs. In der Berichtsperiode machte es im großen und ganzen die Dreiphasenentwicklung der meisten anderen europäischen Währungen gegenüber dem Dollar mit. Da es in diesem Zeitraum aber gegenüber dem Dollar nur 2¼% gewann, gab es im gewogenen Durchschnitt um 8½% nach.

In den ersten fünf Monaten von 1973 zog das britische Pfund gegenüber dem Dollar um über 9% an, da die Inlandszinsen verhältnismäßig hoch waren und der öffentliche Sektor bereits begonnen hatte, in größerem Umfang Kredit im Ausland aufzunehmen; in den ersten Junitagen erreichte der Kassakurs eine Spitze von \$ 2,59. Dieser Anstieg glich den Rückgang gegenüber einigen anderen wichtigen Währungen aus, so daß der Kurs im nach dem Außenhandel gewogenen Durchschnitt Mitte Mai sogar geringfügig besser war als zu Jahresanfang.

Gegen Ende Mai begann der Zinsvorteil Großbritanniens zu schwinden. Schon kurz darauf hörte der Kassakurs gegenüber dem Dollar zu steigen auf. Da sich andere europäische Währungen im Juni und in den ersten Julitagen gegenüber dem Dollar sehr kräftig verbesserten, stand das britische Pfund, als der Dollar am 6. Juli seinen tiefsten Punkt erreichte, im gewogenen Durchschnitt um 8% schlechter als in der dritten Maiwoche, und die Behörden intervenierten mit erheblichen Beträgen. Nach einem Anstieg der Inlandszinsen festigte sich das Pfund während des Monats August im gewogenen Durchschnitt ein wenig, da es gegenüber dem Dollar weniger nachgab als die meisten anderen europäischen Währungen. Im September ließen dann aber erneute Anspannungen den gewogenen Durchschnittskurs unter den Stand von Juli sinken. Das Zinsgefälle hatte sich zuungunsten Großbritanniens verändert, es herrschte Ungewißheit über die Zukunft der für die Pfundreserven des Sterlingraums gegebenen Kursgarantien, bis dann am 6. September deren Verlängerung bekanntgegeben wurde, und noch schwerer wog, daß sich die Zahlungsbilanz weiter verschlechterte.

Im Oktober zog das Pfund sowohl gegenüber dem Dollar wie gegenüber anderen Währungen wieder ein wenig an, doch von Anfang November bis Mitte Januar 1974 sank der Dollar-Kassakurs um fast 30 Cents (11%) auf ein Tief von \$2,15. An diesem Punkt war der gewogene Durchschnittskurs um 10% niedriger als Mitte Mai 1973 und um rund 20% unter dem im Washingtoner Realignment vereinbarten Stand. Zu der bereits ungünstigen Zahlungsbilanzlage gesellten sich in jenem Zeitraum die Auswirkungen der Ölsituation und der Arbeitskonflikte, die darin kulminierten, daß viele Wirtschaftszweige Anfang 1974 zur Dreitagewoche übergehen mußten.

Gegen Ende Januar und Anfang Februar wurde die Pfundposition deutlich besser. Nach einer Unterbrechung in der Wahlperiode setzte sich dieser Trend gegen Ende März fort, als das britische Pfund für Erdölzahlungen gefragt war. Ende Mai stand der Kassakurs gegenüber dem Dollar bei \$2,40, womit die Einbußen von November-Januar wettgemacht waren, und der gewogene Durchschnittskurs befand sich um fast 3% über seinem Januar-Tief.

Am Terminmarkt wurde das Pfund gegenüber dem Dollar die ganze Zeit über mit einem Abschlag gehandelt. Ende Januar 1974 kam der Dreimonatsdeport einmal kurz bis an 13½% p.a. heran. Am Investmentdevisenmarkt, an dem Inländer Fremdwährung für Wertpapierkäufe und für vom amtlichen Markt ausgeschlossene andere Auslandsanlagen erwerben und 75% der aus der Liquidation solcher Anlagen erlösten Devisen verkaufen können, notierte das Pfund die ganze Zeit hindurch weit unter dem offiziellen Kurs; am kleinsten war der Abstand mit 9% im Februar 1973, am größten Anfang März 1974 mit 34%.

Schweizer Franken. Von der Kursfreigabe am 23. Januar 1973 bis zur Schließung der Devisenbörsen am 1. März hatte sich der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar trotz umfangreichen amtlichen Interventionen bereits um 19% erhöht. Nach einer bis Mitte Mai dauernden Pause machte er dann den ziemlich allgemeinen Anstieg der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar mit, bis er am 6. Juli am Kassamarkt einen Kurs von sfr 2,68½ erreichte. Damit hatte er sich seit Jahresbeginn gegenüber dem Dollar um 40% und im nach dem Außenhandel gewogenen

Durchschnitt um 21 % erhöht — Steigerungsraten, die nur noch von denen der Deutschen Mark übertroffen wurden. Gegenüber der Deutschen Mark war der Schweizer Franken in den beiden ersten Monaten des Jahres sogar um etwa 7 % gestiegen; gegen Ende Juli hatte er jedoch zur Mark 10 % von seinem Stand zu Ende Februar verloren.

In der Zeit der Dollarerholung von Juli 1973 bis Januar 1974 schwächte sich der Schweizer Franken unter allen wichtigen Währungen anfangs am meisten ab. Ende August lag sein Kurs gegenüber dem Dollar um 11,4 % und im gewogenen Durchschnitt um 8,4 % unter der vorherigen Spitze. Von November bis Januar 1974 sank er gegenüber dem Dollar dann aber weniger als die meisten anderen wichtigen Währungen, nämlich um 9,6 %. Am 7. Januar hatte der Kassakurs gegenüber dem Dollar seinen tiefsten Punkt von sfr 3,42¼ erreicht, womit er den Höchststand vom Juli um fast 22 % (im gewogenen Durchschnitt um gut 10 %) unterschritt.

Seither ist der Schweizer Franken zusammen mit der Deutschen Mark gegenüber dem Dollar mehr als jede andere Währung gestiegen. Mitte Mai erreichte der Kassakurs unter erneutem spekulativem Druck sfr 2,78; damit war er fast wieder so hoch wie im Juli 1973 und um 23 % höher als Anfang Januar 1974. Später im Monat gab er dann allerdings auf sfr 2,93 nach.

Yen. Im Februar 1973 wurde der Wechselkurs des Yen, der seit den letzten Januartagen außerordentlich stark gefragt gewesen war, im Anschluß an die Dollarabwertung freigegeben. Binnen kurzem stieg der Kassakurs von ¥ 301 auf rund ¥ 265 (+ 14 %). Nach dem Übergang zum allgemeinen Floating hielten die Behörden Japans, dessen Zahlungsbilanz sich mittlerweile kräftig passiviert hatte, diesen Kurs bis gegen Ende Oktober durch Dollarabgaben an den Markt. Die zentralen Währungsreserven Japans verringerten sich von Ende Februar bis Ende Oktober 1973 um \$ 5 Mrd. Die Ölkrise veranlaßte die Behörden dann aber, den Yen-Kurs gegenüber dem Dollar stufenweise zunächst auf ¥ 280 Mitte November und im Anschluß an die zweite Runde der Ölpreisanhebungen weiter auf ¥ 300 sinken zu lassen, was insgesamt eine Abwertung um 12 % ergab. Nachdem der Kapitalexport in Japan eingeschränkt und in den Vereinigten Staaten völlig freigegeben worden war, zog der Yen gegenüber dem Dollar im Februar um 3½ % und im März nochmals um 4½ % an. Seither hat sich der Kurs nicht mehr wesentlich geändert; Ende Mai lag er auf dem Kassamarkt bei ¥ 280.

Im gewogenen Durchschnitt tendierte der Yen in den Monaten Mai–Juli 1973 meist nach unten; im August zog er leicht an, und dann setzte er seinen Abstieg bis in den Januar hinein fort. An seinem tiefsten Punkt lag er um rund 11 % tiefer als am 19. März 1973. Im Mai 1974 betrug dieser Abstand nur noch rund 7 %.

Kanadischer Dollar. Der kanadische Dollar fluktuierte in den ersten elf Monaten von 1973 wie zuvor ohne ersichtlichen Trend innerhalb enger Grenzen auf dem Pariniveau zum US-Dollar, wobei die Behörden von Zeit zu Zeit zur Aufrechterhaltung geordneter Marktverhältnisse intervenierten. Sowohl die Kassa- wie die Terminkurse verließen selten den Bereich von US-\$ 0,99–1,01. Dies war durchaus bemerkenswert, wenn man bedenkt, wie stark der US-Dollar in dieser Zeit gegenüber den Währungen mehrerer europäischer Länder und in geringerem Ausmaß auch gegen-

über der Währung Japans schwankte und welche Bedeutung der kanadische Warenhandel mit diesen Ländern hat. Die einzige nennenswerte Kassakursbewegung vor der Ölkrise war ein geringfügiges, durch die höheren kurzfristigen US-Zinsen bedingtes Abrutschen unter pari im dritten Quartal.

Die neue Erdölsituation brachte dem kanadischen Dollar angesichts der günstigen Ölposition des Landes eine deutliche Besserstellung gegenüber dem US-Dollar. Ende 1973 hatte der Kassakurs das Pari-Niveau zum US-Dollar wieder überschritten, und in den ersten Monaten von 1974 setzte sich dieser Trend fort. Ende Mai lag der Kassakurs bei US-\$ 1,04 und damit so hoch wie seit den späten fünfziger Jahren nicht mehr. Auf der Basis des nach dem Außenhandel gewogenen Durchschnitts veränderte sich der Kurs des kanadischen Dollars natürlich weniger stark als die Notierung des US-Dollars; der tiefste Punkt, der im September 1973 erreicht wurde, lag um 1 % unter dem Stand vom 19. März 1973, der höchste im Mai 1974 um fast 5 % darüber.

Österreichischer Schilling. Ende März 1973 beschlossen die österreichischen Behörden, von einem formellen Beitritt zum Block-Floating abzusehen, die unverbindliche Interventionspraxis auf dem Markt jedoch so zu gestalten, daß der Kurs des Schillings innerhalb eines Bereiches von $2\frac{1}{4}\%$ zu den rechnerischen Paritäten der Schlangenwährungen gehalten würde. Das große Gewicht Deutschlands im österreichischen Außenhandel gab hierbei gegenüber der beträchtlichen Zunahme des österreichischen Handelsbilanzdefizits den Ausschlag, wie auch bei der Schillingaufwertung um $2\frac{1}{4}\%$ im März und um 4,8 % Anfang Juli. Mitte Mai 1974 fand jedoch im Gefolge eines ziemlich starken Aufwärtsdrucks auf den Schilling eine Lockerung der formlosen Bindung an die Schlangenwährungen durch Erweiterung der Bandbreiten auf $\pm 4,5\%$ statt. Gleichzeitig wurde die Kursbasis, die als informelle Grundlage zur handelsgewichteten Bewertung des Schillings zu diesen Währungen und zum Schweizer Franken dient, um etwa 3 % angehoben.

Die drei großen Phasen, in die der Kursverlauf an den Devisenmärkten seit der Schaffung des europäischen Währungsverbundes eingeteilt werden kann, machte der österreichische Schilling in der Form mit, daß er gegenüber dem Dollar von Mitte März bis Anfang Juli 1973 um 22 % stieg, dann bis Anfang Januar 1974 um 20 % sank und sodann bis Ende Mai wieder um 19 % stieg. Mitte Mai 1974 lag der gewogene Durchschnittskurs um 8 % über dem Niveau von Mitte März 1973.

Andere Währungen. Die Währungen Dänemarks, Norwegens und Schwedens, die sich unmittelbar vor der Dollarabwertung vom Februar 1973 und dann wieder am Ende jenes Monats an ihren Obergrenzen gegenüber dem Dollar befunden hatten, nahmen alle drei an dem Mitte März 1973 beschlossenen Gemeinschafts-Floating gegenüber dem Dollar teil. Von da an befestigten sie sich gegenüber dem Dollar bis Anfang Juli um $12\frac{1}{2}\%$ (schwedische Krone) bis $15\frac{1}{2}\%$ (norwegische Krone). Gegen Ende Januar 1974 befanden sich die dänische und die schwedische Krone gegenüber dem Dollar um 8 % bzw. 9 %, hingegen die norwegische Krone dank der 5 %-Aufwertung vom November nur wenig unter dem Stand von Mitte März 1973. Gegen Ende Mai 1974 notierte die norwegische Krone gegenüber dem Dollar um $3\frac{1}{2}\%$ unter ihrer Juli-Spitze, während die dänische und die schwedische Krone ihre Juli-Höchstwerte um rund 7 % unterschritten.

In Finnland gaben die Behörden am 4. Juni 1973 den Kurs der Finnmark frei. Sie zog zunächst bis Ende Juli um $5\frac{1}{2}\%$ an, gab dann bis Ende Januar 1974 um $8\frac{1}{2}\%$ nach und machte anschließend diese Einbuße wieder vollständig wett.

Die spanische Peseta blieb das ganze Jahr 1973 an den US-Dollar gebunden. Die spanischen Behörden setzten enge Interventionspunkte fest, die sie von Zeit zu Zeit innerhalb des Bandes von $2\frac{1}{4}\%$ zu beiden Seiten der Dollarparität änderten. Da sich der Dollar bis Juli abschwächte, während die spanische Zahlungsbilanz hohe Überschüsse erbrachte, hatten die Behörden einem starken Aufwärtsdruck auf die Währung standzuhalten, bis die Ölkrise die Lage änderte. Nachdem der Dollar in den letzten Monaten von 1973 fest notiert hatte, gaben die Behörden am 22. Januar 1974 den Wechselkurs der Peseta frei, ohne allerdings auf Interventionen zu verzichten. Seither blieb die Peseta innerhalb des früheren Bandes von $2\frac{1}{4}\%$ zu beiden Seiten ihrer Dollarparität.

Der portugiesische Escudo hat seit 19. März 1973 einen freien Wechselkurs. Bis gegen Ende Juli 1973 zog er gegenüber dem Dollar um rund 15% an. Danach schwächte er sich ab, bis er im Januar 1974 um 8% tiefer notierte als im März 1973. Gegen Ende Mai hatte er jenen Stand aber bereits wieder um 3% überschritten.

Sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse

Abgesehen von den im vorhergehenden Abschnitt und in Kapitel I dieses Berichts beschriebenen Wechselkursereignissen ergaben sich in der Berichtsperiode bedeutsame Entwicklungen bezüglich der administrativen Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs in den wichtigen Industriestaaten. Während der Abschwächung des US-Dollars in der ersten Jahreshälfte 1973 dehnten einige europäische Länder ihre Beschränkungen des Mittelzuflusses weiter aus. Als später die Erholung des Dollars und die Ölkrise zusammenwirkten, setzte eine sukzessive Aufhebung der Kontrollen ein, und dieser Prozeß dauerte nach der Abschaffung der amerikanischen Kapitalausfuhrbeschränkungen Anfang 1974 an. Diese Schritte bedeuteten eine deutliche Hinwendung zu größerer Freizügigkeit. Gleichzeitig wurden jedoch in einigen Ländern, deren Zahlungsbilanzsituation sich 1973 und in den ersten Monaten von 1974 verschlechterte, neue Beschränkungen des Mittelabflusses verfügt.

Die umfassendste Einzelmaßnahme auf diesem Gebiet war die durch die *Vereinigten Staaten* Ende Januar 1974 verfügte Aufhebung der verschiedenen Beschränkungen des inländischen Kapitalabflusses aus den Jahren 1963–1968, also der Zinsausgleichsteuer für den Erwerb ausländischer Wertpapiere durch amerikanische Bürger, der Beschränkungen für den Mitteltransfer für Direktinvestitionen im Ausland seitens amerikanischer Unternehmen und schließlich der Leitlinien zur freiwilligen Beschränkung bei der Kreditgewährung durch amerikanische Banken und Finanzinstitute an das Ausland.

Unmittelbar danach zog *Kanada* alle Leitlinien betreffend den Kapitalexport zurück, die darauf abgezielt hatten, den Umweg von Geldströmen aus den Vereinigten Staaten über Kanada in das übrige Ausland zu verhindern. Darunter fielen die Anwei-

sung an Inländer, keine der amerikanischen Zinsausgleichssteuer unterliegenden Wertpapiere zu kaufen, das an die Kreditbanken und andere Finanzinstitute gerichtete Ersuchen, ihre Nettofremdwährungsforderungen gegenüber Bürgern anderer Länder als Kanadas und der Vereinigten Staaten nicht über bestimmte Grenzen hinaus auszuweiten, und die für kanadische nichtfinanzielle Unternehmen 1968 ergangenen Leitlinien, die sicherstellen sollten, daß die von ihnen außerhalb Kanadas und der Vereinigten Staaten vorgenommenen Anlagen mit dem unbeschränkten kanadischen Zugang zum amerikanischen Kapitalmarkt vereinbar blieben.

In *Deutschland* wurde zu Beginn der Berichtsperiode, im Februar 1973, eine Reihe von Maßnahmen zur Abwehr des Mittelzuflusses getroffen. Diese schlossen die Beschränkung des Ankaufs von Dividendenwerten, der Vornahme von Direktinvestitionen durch Gebietsfremde sowie der Aufnahme von Auslandskrediten und -darlehen durch Inländer ein. Im Juni wurde die Veräußerung an Gebietsfremde von Wechseln und ähnlichen Forderungen gegenüber Gebietsansässigen der Bewilligungspflicht unterworfen, was in der Praxis bedeutete, daß solche Geschäfte nicht mehr genehmigt wurden. Unmittelbar nach der Aufwertung der Deutschen Mark am 29. Juni wurde die Aufnahme von Devisenkrediten im Zusammenhang mit dem Export von Gütern und Dienstleistungen auf Kurssicherungszwecke beschränkt. Gleichzeitig wurde der Basisbetrag zur Berechnung des Zuwachses an mindestreservepflichtigen Auslandsverbindlichkeiten der Banken um 25 % gekürzt. Anfang Oktober wurde dieser Betrag um weitere 15 % verringert. Ende Juli wurden die Beschränkungen des Ankaufs von deutschen Wertpapieren durch Gebietsfremde weiter verschärft.

Anfang 1974 begannen die deutschen Behörden, die Kapitalabwehrmaßnahmen zu lockern. Mit Wirkung vom 1. Januar wurde die Zuwachsreserve auf Auslandsverbindlichkeiten der Banken aufgehoben, während die Sätze für den Bestand dieser Verbindlichkeiten um jeweils 5 Prozentpunkte auf 35 %, 30 % und 25 % für Sicht-, Termin- und Spareinlagen herabgesetzt wurden. Gleichzeitig wurde die Kreditaufnahme im Ausland zur Importfinanzierung von der Bardepotpflicht ausgenommen. Diesen Maßnahmen folgte am 1. Februar in unmittelbarem Anschluß an die Aufhebung der Kontrollen für den Kapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten die Außerkraftsetzung der meisten Beschränkungen der Kreditaufnahme durch Gebietsansässige im Ausland wie auch der ausländischen Direkt- und Wertpapieranlagen in der Bundesrepublik. Die von Gebietsfremden zu entrichtende Kuponsteuer für Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren wurde jedoch beibehalten. Der Satz des Bardepots wurde zu diesem Zeitpunkt von 50 % auf 20 % reduziert.

In der *Schweiz* wurde eine Reihe weiterer Maßnahmen zur Beschränkung des Mittelzuflusses unmittelbar nach der Frankenkursfreigabe getroffen. Anfang März 1973 erhöhte man die Belastungssätze für Mindestguthaben auf den Zuwachs ausländischer Verbindlichkeiten der Banken und legte darüber hinaus Mindestguthabenverpflichtungen auch für den Bestand an solchen Verbindlichkeiten fest. Die angewandten Sätze waren nach Art der Verbindlichkeit sowie je nachdem, ob sie auf Franken oder fremde Währungen lauteten, verschieden und betrugen 1–3 % für den Bestand und 7–56 % für den Zuwachs über den Stand per Ende Februar. Später im März wurde dann der maximale Anteil ausländischer Zeichner an der Emission ausländischer

Frankenobligationen und privater Plazierungen mittelfristiger Franken-Schuldverschreibungen (Notes) von 40% auf 35% herabgesetzt. Mitte April 1973 wurde schließlich die Grenze für die genehmigungsfreie Aufnahme von Schweizer-Franken-Krediten durch Inländer im Ausland von sfr 1 Mio. auf sfr 500 000 reduziert.

Ab Oktober 1973 begannen die Behörden einige der Maßnahmen gegen den Zufluß abzubauen und das Volumen des Kapitalexports zu reduzieren. Mit Wirkung vom 1. Oktober wurde die Kommissionsbelastung von 2% pro Quartal, die seit Juni 1972 auf den Zuwachs ausländischer Schweizer-Franken-Bankguthaben erhoben worden war, sowie die im Januar 1973 wiedereingeführte Verpflichtung für die Banken, ihre gesamte Fremdwährungsposition per Kasse und per Termin täglich glattzustellen, suspendiert. Im Dezember 1973, Januar 1974 und April 1974 wurden die bei der Nationalbank zu haltenden Mindestguthaben auf den Bestand an Auslandsverbindlichkeiten, die im Oktober um 25% erhöht worden waren, um insgesamt 55% herabgesetzt. Im November wurde die Höchstgrenze für die Emission von Frankenanleihen ausländischer Schuldner am inländischen Kapitalmarkt von sfr 900 Mio. auf sfr 480 Mio. pro Quartal reduziert. Im Januar 1974 wurde der für das erste Quartal des Jahres gestattete Rahmen auf sfr 360 Mio. herabgesetzt. Gleichzeitig wurde die Plazierung ausländischer mittelfristiger Schuldverschreibungen und die bewilligungspflichtige Emission ausländischer Frankenobligationen pro Vierteljahr auf 75% der durchschnittlichen Quartalswerte von 1973 vermindert. Mit Wirkung vom 1. Februar wurde das Verbot ausländischer Anlagen in inländischen Wertpapieren und Hypotheken auf inländischen Grundstücken, die Konversionspflicht für genehmigte Kapitalexporte und die Beschränkung auf 35% des Anteils ausländischer Zeichner an der Emission ausländischer Franken-Obligationen aufgehoben. Gegen Ende Mai wurden Auslandskreditaufnahmen auf dem Schweizer Markt und die Plazierung mittelfristiger Schweizer-Franken-Obligationen von Ausländern in der Schweiz sistiert.

In *Belgien-Luxemburg* wurde nach der Währungskrise vom Februar-März 1973 ein Negativzins von ¼% pro Woche auf die den Durchschnitt des vierten Quartals 1972 übersteigenden konvertierbaren Frankenguthaben von Ausländern eingeführt. Diese Maßnahme wurde im August suspendiert, Mitte September wieder in Kraft gesetzt und zu Jahresbeginn 1974 abermals abgeschafft. Die Verzinsung von ausländischen konvertierbaren Frankenguthaben wurde ab 1. Februar 1974 wieder erlaubt. Gleichzeitig wurde die Zahlung von Kapitalerträgen und die Gewährung von Devisenkrediten an Gebietsfremde durch Banken über den regulierten Devisenmarkt gestattet. Im September und abermals im November 1973 wurden die im März 1972 den Banken auferlegten Grenzen für ihre auf konvertierbare belgische Franken und auf Devisen lautenden passivischen Nettokassapositionen gegenüber Gebietsfremden im regulierten Devisenmarkt herabgesetzt.

In den *Niederlanden* wurde zu Beginn des Block-Floatings im März 1973 für die in den Niederlanden tätigen Banken ein Reserveerfordernis von 50% auf Nettoschuldnerpositionen in Gulden gegenüber Gebietsfremden eingeführt, das im April auf 80% erhöht wurde. Gleichzeitig wurde ein Negativzins von ¼% pro Woche für jeden weiteren Zuwachs ausländischer Guldeneinlagen verfügt. Beide Maßnahmen wurden im Mai 1973 anlässlich von Mittelabflüssen aus den Niederlanden außer Kraft gesetzt. Am 1. Februar 1974 wurde das seit September 1971 für Ausländer geltende Verbot,

von Inländern börsennotierte Guldenobligationen zu kaufen, aufgehoben, was einer Abschaffung des getrennten Devisenmarktes für die sogenannten „O“-Gulden bedeutete, in dem die Erlöse aus dem Verkauf solcher Wertpapiere durch Gebietsfremde zu handeln waren.

In *Frankreich* wurden im März 1973 nach der Entscheidung über die Teilnahme am Block-Floating eine ganze Reihe von Maßnahmen erlassen, die Ausländer von Kassa- oder Terminpositionen in Franken abhalten sollten (siehe 43. Jahresbericht, Seite 167). Im April wurden sodann die Bestimmungen über den Ankauf von Termindevisen und die Gewährung von Exportkrediten durch Deviseninländer gelockert. Weitere Maßnahmen zur Abwehr von Zuflüssen und zur Belebung der Abflüsse wurden im Sommer getroffen, als der Franken noch verhältnismäßig fest lag. Ende Juli wurde das Reserveverfordernis für die gesamten Frankenverbindlichkeiten der Banken gegenüber Devisenausländern von 12 % auf 14 % erhöht. Im August wurde die Reisefreigrenze für Deviseninländer wie auch der Rahmen für den Transfer zum Erwerb von ausländischen Immobilien und für Geschenke an Verwandte im Ausland beträchtlich erhöht. Außerdem wurden dem Außenhandel größere Freiheiten hinsichtlich der Zahlungsmodalitäten und der Terminkurssicherung gewährt.

Nach der Devisenkrise im September kehrte sich diese Tendenz jedoch um. Im Oktober wurden alle im März 1973 verfüigten Beschränkungen der Mittelzuflüsse abgeschafft; Anfang Januar 1974 bot man inländischen Unternehmen der Energiewirtschaft Anreize zur Aufnahme mittel- und langfristiger Kredite auf ausländischen und internationalen Märkten; nach dem Ausscheiden des Frankens aus dem Block-Floating wurden schließlich eine Reihe weiterer Änderungen in den Devisenkontrollen verfügt. Darunter waren ein Verbot der Frankenkreditgewährung an Devisenausländer, die Aufhebung des Reserveverfordernisses auf den Bestand an Frankenverbindlichkeiten der Banken gegenüber Devisenausländern, die Beschränkung des Ankafs von Termindevisen zur Abdeckung des Importbedarfs für nicht mehr als drei Monate im voraus und die Vorschrift, Exporterlöse innerhalb von sechs Monaten nach Einfuhr der Waren abzuliefern. Gleichzeitig wurde der Höchstbetrag, den Deviseninländer im Ausland ohne vorherige Bewilligung aufnehmen können, von ffr 2 Mio. auf ffr 10 Mio. erhöht und alle Beschränkungen für den Verkauf von Devisen auf Termin aufgehoben.

In *Italien* wurden während der gesamten Berichtsperiode Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalabflusses und gegen die Verschlechterung des Leistungsbilanzdefizits getroffen. Im Juli 1973 wurde Deviseninländern bei der Vornahme von Anlagen im Ausland die Verpflichtung zur Bildung einer unverzinslichen Einlage in Höhe von 50 % des Betrages bei der Banca d'Italia auferlegt. Diese Guthaben waren bis zur Liquidierung der Anlagen und zur Rückführung der Mittel ins Inland aufrechtzuerhalten. Gleichzeitig wurden Importvorauszahlungen auf solche Transaktionen beschränkt, für deren Bezahlung von italienischen Banken erworbene Devisen verwendet wurden. Im März 1974 wurde die Ein- und Ausfuhr von Lirenoten durch In- und Ausländer auf Lit 20 000 pro Person und Reise beschränkt; diese Grenze wurde im Mai auf Lit 35 000 erhöht. Noch wichtiger ist, daß seit Anfang Mai für die meisten Warenimporte, ausgenommen Rohmaterialien und Investitionsgüter, ein

sechsmonatiges, unverzinsliches Bardepot in Höhe von 50% des cif-Wertes der Güter geleistet werden muß. Um die Wirksamkeit dieser Maßnahmen zu verstärken, wurde den italienischen Banken die Erlaubnis entzogen, für ausländische Lieferantenkredite an italienische Importeure Garantien abzugeben. Gleichzeitig wurde die Reisedevisen-zuteilung für Italiener von Lit 500 000 pro Reise auf Lit 300 000 pro Jahr reduziert.

In *Großbritannien* waren die wichtigsten der in der Berichtsperiode unternommenen Maßnahmen jene, die die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits erleichtern und das Land zu einem bedeutenden Nettoimporteur von langfristigem Kapital machen sollten. Mit Wirkung vom März 1973 wurden Kurssicherungsfazilitäten, die vor einem Jahr aufgehoben worden waren, für die Aufnahme von Dollarkrediten im Ausland durch öffentliche Institute für Zeiträume von fünf und mehr Jahren wieder eingeführt. Im Oktober erfolgte eine Erweiterung dieser Fazilitäten, um in geeigneten Fällen solche Kreditaufnahmen auch in anderen Währungen zu ermöglichen. Gleichzeitig wurde die Minstdauer für die Aufnahme von Fremdwährungskrediten durch andere Deviseninländer zur Verwendung im Inland von fünf auf zwei Jahre verkürzt. Ende März 1974 wurden diese Maßnahmen durch eine weitere Verschärfung der Bestimmungen betreffend Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen im Ausland durch Deviseninländer verstärkt. Erstens ist es im allgemeinen nicht mehr gestattet, Anlagen in Ländern der Sterlingzone und der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft über den amtlichen Devisenmarkt zu finanzieren, sondern die erforderlichen Fremdwährungsbeträge müssen analog den Vorschriften für Anlagen in Ländern außerhalb der Sterlingzone und der EWG über den Investmentdollarmarkt oder durch Kreditaufnahme im Ausland beschafft werden. Ferner ist statt bisher bloß 25% nunmehr der gesamte Erlös aus der Liquidierung von Direktinvestitionen durch Deviseninländer in Staaten außerhalb der Sterlingzone und der EWG auf dem offiziellen Devisenmarkt zu verkaufen, während 25% des Verkaufserlöses von Wertpapieren aus dem überseeischen Sterlingraum, die auf Währungen der betreffenden Länder lauten, nunmehr im allgemeinen über den offiziellen Devisenmarkt zu handeln sind.

Die Kursgarantievereinbarungen, die ursprünglich 1968 mit einigen anderen Sterlingraumländern getroffen und 1971 mit den meisten von ihnen für weitere zwei Jahre prolongiert worden waren, liefen am 24. September 1973 aus. Die britische Regierung bot jedoch einseitig an, die Garantien um weitere sechs Monate zu verlängern, und die meisten Länder, die bisher eine solche Vereinbarung gehabt hatten, nahmen dieses Angebot an. Danach sollte die Garantie Platz greifen, wenn der Durchschnitt der täglichen Pfundkurse während der Sechsmonatsperiode unter \$ 2,4213 pro Pfund (bisher \$ 2,3760) zu liegen käme. Am 1. April 1974 wurde ein weiteres Angebot für die Zeit bis zum Jahresende unterbreitet. Seit diesem Datum ist die Garantie jedoch auf die effektive Veränderung des Pfundkurses bezogen, die an einem Korb von zehn repräsentativen, nach dem Außenhandel gewichteten Fremdwährungen gemessen wird. Dieser effektive Pfundkurs, auf dem die Garantie neu basiert, wurde aufgrund der durchschnittlichen Entwertung des Pfundes gegenüber den im Realignment festgelegten Paritäten oder Leitkursen der betreffenden zehn Währungen in der Periode 25. September 1973–31. März 1974 bestimmt, d.h. auf 18,35% unterhalb des Niveaus des Washingtoner Realignment fixiert. Gleichzeitig wurde der Mindestanteil, der in Sterling gehalten werden muß, damit die Garantie gilt, um 10% vermindert.

In *Japan* wurden nach der im März 1973 einsetzenden gewaltigen Wende in der Zahlungsbilanz von einem Überschuß zu einem Defizit ab Herbst jenes Jahres bei den Devisenbestimmungen eine beträchtliche Anzahl von Modifizierungen vorgenommen. Sie sollten sowohl die Beschränkungen für den Zufluß von Auslandsgeldern lockern als auch den Abfluß von inländischen Geldern begrenzen. Was den Zufluß von Auslandsgeldern betrifft, wurde im Oktober 1973 Gebietsfremden wieder gestattet, ihre Bestände an japanischen Dividendenwerten auszuweiten, und im Dezember diese Erlaubnis auf festverzinsliche Wertpapiere ausgedehnt; im November und Dezember 1973 wurden die Bestimmungen modifiziert, um die Umwandlung von Devisen in Yen zur Gutschrift auf freien Yen-Konten von Gebietsfremden zu erleichtern; im Dezember wurden die Pflichtreserven für den Zuwachs auf freien Yen-Konten von 50% auf 10% gekürzt, und ab Februar 1974 wurde japanischen Unternehmen, vor allem in der Energiewirtschaft, für die Kreditaufnahme im Ausland eine größere Freizügigkeit als früher gewährt. Von November an waren Devisenausländer darüber hinaus nicht mehr verpflichtet, den Erlös aus der Plazierung privater Yen-Obligationen in Japan sofort zu 90% in Fremdwährung zu konvertieren, wogegen von November bis Februar die Beschränkungen der Umwandlung eingehender Exportvorauszahlungen in Yen schrittweise aufgehoben wurden.

Was den Mittelabfluß aus dem Inland und den inländischen Besitz von Fremdwährung betrifft, wurde im Dezember 1973 in bezug auf die Leistungsbilanz eine Reisedevisenzuteilung von \$ 3 000 pro Reise eingeführt. Im April 1974 wurde diese Quote auf \$ 1 500 und die Reisefreigrenze für die Ausfuhr von Noten und Münzen von ¥ 100 000 auf ¥ 30 000 gekürzt. Ende Februar 1974 wurden die Grenzen für Fremdwährungsguthaben, die Inländer bei japanischen Banken halten dürfen, herabgesetzt.

Im Januar 1974 wurde der Umfang des Programms für die Kreditgewährung an inländische Firmen im Zusammenhang mit dem Außenhandel und mit Investitionen im Ausland, welches im September 1972 eingeführt und im Mai 1973 verlängert worden war, auf „lebenswichtige“ Wirtschaftszweige beschränkt und der Devisenanteil dieser Kredite, der die Währungsreserven des Landes direkt belastet, von 90% auf 50% herabgesetzt. Ebenfalls in bezug auf Auslandsinvestitionen wurden im April 1974 Schritte unternommen, um die Abflüsse für andere Projekte als für den Erwerb oder die Erschließung von lebenswichtigen Bodenschätzen zu beschränken. Bereits im Dezember 1973 war Gebietsansässigen die Erlaubnis entzogen worden, Devisenkredite für den Ankauf ausländischer Immobilien aufzunehmen, während japanischen Firmen gestattet wurde, im Ausland Wertpapiere zur Finanzierung von Investitionen außerhalb Japans zu begeben. Was die Anlagen von Gebietsansässigen in ausländischen kurzfristigen Wertpapieren betrifft, wurden im November 1973 Beschränkungen erlassen, die im Januar dieses Jahres verlängert wurden.

In *Österreich* wurde Ende 1973 für weitere sechs Monate das zwischen den Kreditinstituten und der Oesterreichischen Nationalbank im August 1971 abgeschlossene Gentlemen's Agreement verlängert, wonach die Kreditinstitute verpflichtet sind, 75% des Zuwachses ihrer Schillingverbindlichkeiten gegenüber Devisenausländern auf unverzinslichen Konten bei der Notenbank stillzulegen und nicht die Inlandsliquidität durch Rückführung von Auslandsanlagen oder durch Mittelaufnahme im Ausland zu erhöhen. Diese Vereinbarung wurde im März 1974 dadurch geringfügig

gelockert, daß der Stichtag für die Berechnung des Zuwachses an Auslandsverbindlichkeiten vom 13. August 1971 auf den 31. Dezember 1973 verlegt wurde. Ebenfalls bis Juni 1974 prolongiert wurden die im November 1972 getroffenen Maßnahmen über die Beschränkung des Ankaufs von österreichischen Wertpapieren und Immobilien durch Ausländer und der Kreditaufnahme durch Devisenländer im Ausland zur Finanzierung von Importen oder inländischen Investitionen.

In *Norwegen* wurde die bis dahin sehr restriktive Politik in bezug auf den Ankauf von norwegischen Aktien durch Devisenausländer im Juli 1973 etwas gemildert. Seither sind solche Käufe (ausgenommen Käufe von Versicherungs-, Öl- und Schifffahrtsaktien) im allgemeinen gestattet, sofern die betreffenden Papiere an der Börse notiert werden und kein inländisches Unternehmen dadurch unter beherrschenden Auslandseinfluß gerät.

In *Finnland* wurde nach der Freigabe des Wechselkurses der Finnmark für den Import von Verbrauchsgütern (einschließlich Automobilen) im Juni 1973 Barzahlung vorgeschrieben und langfristige Kapitalimporte einem speziellen Reserveverfordernis bei der Zentralbank unterworfen.

In *Portugal* wurden Anfang Mai 1974 die bis dahin unlimitierten Zahlungsmittel in in- oder ausländischer Währung für Auslandsreisen von Deviseninländern auf einen Höchstbetrag von Esc 25 000 pro Person und Reise beschränkt und die Deviseninländer darüber hinaus aufgefordert, Schmuck und andere Wertgegenstände nicht auszuführen.

In der *Türkei* wurde der Pfundkurs gegenüber dem US-Dollar Mitte Mai 1974 um 3,7% nach oben korrigiert; der seit dem Realignment vom Dezember 1971 geltende Kurs von T£ 14 = US-\$1 wurde auf T£ 13,50 = US-\$1 geändert.

Unter den *Ländern des Sterlingraums* fanden in der Berichtsperiode eine Reihe von Wechselkursänderungen statt. In *Australien* wurde der Dollar im September 1973 um 5% aufgewertet, wobei die neue Parität mit A\$1 = 1,09578 g Feingold und der Dollarkurs auf A\$ 0,67 = US-\$1 fixiert wurden. Im Oktober wurde die Reserveverpflichtung für neue Kreditaufnahmen im Ausland, ausgenommen Zuflüsse durch Anlagen in Dividendenwerten und durch Handelskredite, von 25% auf 33¹/₃% hinaufgesetzt.

In *Neuseeland* wurde der Wechselkurs des Dollars gegenüber dem US-Dollar im Juli um 3% und im September 1973 um weitere 10% angehoben. Der Dollarkurs liegt seither bei NZ\$ 0,68 = US-\$1.

In *Südafrika* erhöhte sich der Rand zum Dollar um 11,1% infolge der Abwertung des letzteren im Februar 1973. Anfang Juni entschlossen sich die Behörden, den Wechselkurs für den Dollar nicht mehr innerhalb der bisherigen Bandbreiten beiderseits der Parität zu halten. Neue An- und Verkaufskurse für den Dollar wurden verlautbart, die eine weitere Aufwertung des Rand um etwa 5% bedeuteten. Im September 1973 übernahm Südafrika die Verpflichtungen gemäß Artikel VIII des IWF-Abkommens.

In *Island* wurde die Krone, die im Februar 1973 zusammen mit dem Dollar abgewertet worden war, in drei Schritten im April, Juni und September 1973 auf einen

Kurs von zuletzt ikr 84 = US-\$1 aufgewertet. Nach dem Jahreswechsel ließ man den Kurs bis 17. Mai auf ikr 89,10 = US-\$1 sinken; dann trat eine neuerliche Kurskorrektur auf ikr 92,80 = US-\$1 in Kraft.

Außerhalb dieser Entwicklungen lösten *Singapur* und *Malaysia* im Juni 1973 die Bindung ihrer Währungen zum Dollar und begannen unabhängig zu floaten. *Zypern* und *Malawi* schlossen sich dem im Juli bzw. November an. Im Februar 1974 stellte *Fidschi* die Bindung seiner Währung vom Pfund Sterling auf den Dollar mit einem Wechselkurs von \$F 1,25 = US-\$1 um.

In der *französischen Frankenzone* wurde die Westafrikanische Währungsunion im Januar 1974 mit gewissen Änderungen verlängert. Von diesem Datum an gewährte Frankreich den Mitgliedstaaten der Union (Dahomey, Elfenbeinküste, Niger, Obervolta, Senegal und Togo) für ihre Frankenreserven eine Garantie auf der Basis von Gold zum amtlichen Preis, von SZR und von Europäischen Rechnungseinheiten. Gleichzeitig wurde der Prozentsatz der Währungsreserven, den diese Länder beim französischen Schatzamt zu unterhalten verpflichtet sind, von 100% auf 60% gesenkt. Nach dem Entschluß, den französischen Franken aus dem europäischen Block-Floating gegenüber dem Dollar zurückzuziehen, behielten alle Währungen der Frankenzone ihre Bindung an den Franken bei.

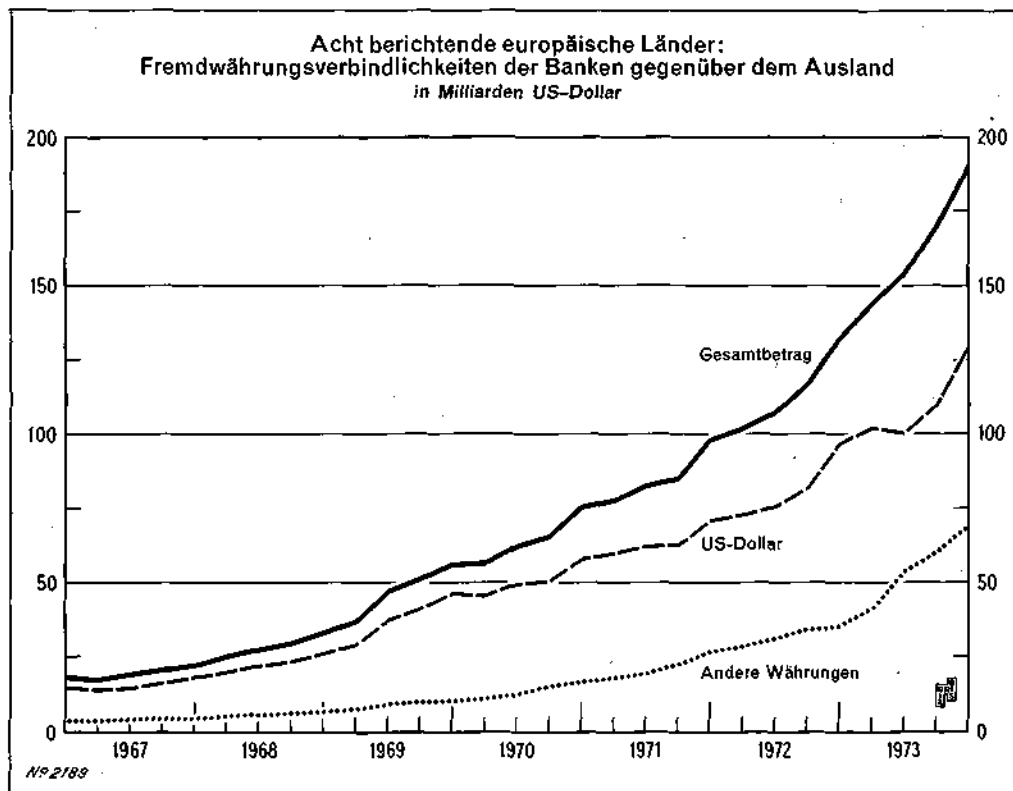
In *Argentinien* blieb in der Berichtsperiode der amtliche Devisenkurs auf dem Stand von Pesos 5 = US-\$1 und der Finanzkurs bei Pesos 9,98. Der Anteil der Devisengeschäfte, die über den Finanzmarkt abzuwickeln sind, erhöhte sich jedoch weiter. Seit Juli 1973 sind Deviseninländer verpflichtet, nicht aus dem Export stammende Deviseneingänge innerhalb von 30 Tagen nach Erhalt am Finanzmarkt zu verkaufen; seit August 1973 sind alle Zahlungen für Importe aus Ländern der lateinamerikanischen Freihandelszone mit auf dem Finanzmarkt beschafften Devisen zu leisten. In *Brasilien* wurde der Wechselkurs gegenüber dem Dollar seit Ende Mai 1973 sechsmal nach unten korrigiert, bis schließlich eine Gesamtabwertung von 7% erreicht war. Gegen Ende Mai 1974 war der Wechselkurs für den Dollar Cr\$ 6,55. In *Chile* wurde das multiple Kurssystem nach einer gewissen Vereinfachung im Juli auf ein Zweikurssystem zusammengelegt. Anfang Oktober 1973 wurde ein Kurs von Esc 280 = US-\$1 für Außenhandels- und genehmigte Finanztransaktionen und von Esc 850 = US-\$1 für den Reiseverkehr festgesetzt. Seither ist der Hauptkurs wiederholte Male reduziert worden, wodurch bis Ende Mai 1974 eine Abwertung von insgesamt 58% auf einen Kurs von Esc 660 = US-\$1 entstanden ist; andererseits wurde der Reiseverkehrskurs um insgesamt 18% auf Esc 720 = US-\$1 erhöht.

In *Kolumbien* stieg der Dollar in der Berichtsperiode um rund 9% von Pesos 23,4 auf Pesos 25,6. Mitte 1973 wurde die Pflicht zur Leistung eines 50prozentigen Vorausdepots beim Kauf von Reisedevisen aufgehoben. In *Costa Rica* wurde das gesplante Wechselkurssystem im April 1974 abgeschafft: der offizielle Marktkurs wurde um 23% abgewertet und mit dem Freimarktkurs von Colón 8,6 = US-\$1 zusammengelegt. In *Uruguay* wurde der Peso im Zeitraum Ende Mai 1973–Ende April 1974 gegenüber dem Dollar zehnmal um insgesamt 20% auf Pesos 1 084 = US-\$1 abgewertet. Dadurch wurden die Kurse am amtlichen und am freien Markt die meiste Zeit verhältnismäßig nahe beisammen gehalten.

V. DER EUROGELD- UND DER EUROANLEIHEMARKT

Der Eurogeldmarkt

Der Eurogeldmarkt hat sich 1973 abermals sehr rasch ausgeweitet. Die von den Banken aus acht europäischen Ländern gemeldeten Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in fremder Währung stiegen um 43 % bzw. 45 % auf \$ 189 Mrd. bzw. \$ 191 Mrd. Prozentual sind dies die stärksten Zuwächse seit 1969, als der Markt infolge großer Eurodollaraufnahmen amerikanischer Banken einen kräftigen Aufschwung nahm. Die absolute Zunahme der Forderungen um \$ 57 Mrd. und die der Verbindlichkeiten um \$ 60 Mrd. waren die bisher bei weitem größten. Werden bestimmte Doppelerfassungen eliminiert, andererseits aber die Positionen gegenüber Inländern hinzugerechnet, dann haben die von den Banken der acht berichtenden europäischen Länder gewährten Eurokredite um schätzungsweise rund \$ 40 Mrd. auf \$ 132 Mrd. zugenommen, wobei der Dollaranteil um \$ 26 Mrd. auf \$ 97 Mrd. gestiegen ist. Berücksichtigt man die außerhalb Europas gelegenen „Eurowährungs“-Zentren, wie z. B. die Bahamas, wo die Banken ihre Auslandspositionen im letzten Jahr um fast 90 % erhöhten, so kann das um Doppelzählungen bereinigte Fremdwährungskreditvolumen Ende 1973 mit rund \$ 155 Mrd. angesetzt werden, wogegen der Vergleichswert für Ende 1972 um \$ 105 Mrd. betragen haben dürfte.



Im ersten Quartal 1974 hielt die kräftige Ausweitung des Marktes an. Aufgrund vorläufiger Ergebnisse kann der Umfang der Eurowährungskredite Ende März auf \$ 145 Mrd. bei den berichtenden europäischen Banken und auf \$ 170 Mrd. unter Ein-schluß der Banken anderer Zentren geschätzt werden.

Hauptfaktoren des Wachstums. Die rasche Ausdehnung des Eurogeldmarkts in der Berichtsperiode geht auf das Zusammenwirken verschiedener äußerer Einflüsse und auf die Eigendynamik des Marktes selbst zurück. Die in den letzten Jahren zu-nehmende Zahl von am Eurogeldmarkt tätigen Banken hat im Verein mit der in mehreren Industriestaaten vorgenommenen Verschärfung der Devisenbeschränkungen gegen die Aufnahme von Eurowährungen den Wettbewerb unter den Banken verstärkt und zu aktiver Umschau nach neuer Kundschaft und zur Entwicklung neuer Finan-zierungsformen geführt. So war den Bemühungen der Eurobanken um die Kredit-gewährung an Entwicklungsländer beträchtlicher Erfolg beschieden. Nach groben, doch eher vorsichtigen Schätzungen dürften die mittel- und langfristigen Eurowäh-rungskredite an diese Staaten in den Jahren 1971 und 1972 von \$ 1,8 Mrd. bzw. \$ 4,5 Mrd. auf \$ 10 Mrd. im Vorjahr gestiegen sein. Die Kreditgewährung fand zum größten Teil auf Roll-over-Basis statt.

Die Roll-over-Kredite, bei denen der Zinssatz je nach der Entwicklung der Interbanksätze in gewissen Abständen neu festgesetzt wird, waren 1973 ein zweites für die Eurobanken außerordentlich erfolgreiches Betätigungsfeld. Obwohl diese Kredit-art schon seit mehreren Jahren in Anwendung stand, begünstigten jedoch die allge-meine Unsicherheit und die Inflation ihre Anwendung im Jahr 1973. Die Roll-over-Technik gestattete den Banken, jenen Anlegern, die nicht geneigt waren, ihre Mittel zu festen Sätzen für längere Perioden zu binden, hohe Zinserträge auch für kurzfristige Einlagen zu bieten. Gleichzeitig waren die Banken jedoch in der Lage, die hereinge-nommenen Beträge langfristig zu plazieren, ohne Gefahr zu laufen, bei einem späteren Anstieg der Einlagensätze in eine Liquiditätsklemme zu geraten. Die Kreditnehmer genossen den Vorteil, gegen das Risiko überhöhter Zinsverpflichtungen im Falle einer künftigen Verlangsamung der Inflation geschützt zu sein; da außerdem Roll-over-Kredite im allgemeinen auch vorzeitig zurückgezahlt werden können, ohne daß damit eine Strafgebühr verbunden ist, stand es den Kreditnehmern frei, sich zu einem späteren Zeitpunkt über den Anleihemarkt oder in einer anderen Währung zu refinanzieren.

Sehr wirksam war ferner die Entwicklung der Konsortialtechnik, d.h. die Auf-teilung der Kreditgewährung auf eine relativ große Zahl von Banken. Dadurch konnten praktisch alle Beschränkungen hinsichtlich der Höhe eines Kredits, den der Markt abzuwickeln imstande war, beseitigt werden. Haben beispielsweise im Euroan-leihemarkt die größten Emissionen niemals \$ 100 Mio. überschritten, ist es im Euro-geldmarkt möglich gewesen, Kredite von \$ 1 Mrd. oder mehr zu bewältigen. Diese Aufnahmefähigkeit war 1973 von besonderer Bedeutung, da halbstaatliche und andere öffentliche Institutionen mit sehr großem Finanzierungsbedarf zunehmend auf den Eurogeldmarkt zurückgriffen und der Markt in steigendem Maße zur Finanzierung von großen energiewirtschaftlichen Vorhaben in Anspruch genommen wurde. Der Gesamtumfang der im Wege von Konsortien neu eingeräumten Eurogeldfazilitäten, die zumeist in Form von Roll-over-Krediten gewährt wurden, dürfte von etwa \$ 11 Mrd. 1972 auf \$ 22 Mrd. im Vorjahr zugenommen und allein im ersten Quartal 1974 unge-fähr \$ 14 Mrd. erreicht haben.

Außer diesen sehr allgemeinen Einflüssen wirkte noch eine Reihe spezifischer Faktoren, die 1973 zu dem außergewöhnlich raschen Wachstum des Eurogeldmarkts beigetragen haben. Zunächst bestand auf der Nachfrageseite zeitweise und vor allem im ersten Quartal 1973 ein beträchtlicher Bedarf an Dollarbeträgen für Spekulations- und Kurssicherungszwecke. Sodann förderte die schwache Verfassung der Wertpapiermärkte und speziell des Euroanleihemarkts den Rückgriff der Kreditnehmer auf den Bankkredit. Außerdem wurden öffentliche Körperschaften in Italien und Großbritannien aus Zahlungsbilanzgründen offiziell ermuntert, ihren Finanzierungsbedarf durch Kreditaufnahmen am Eurogeldmarkt zu decken; der auf diese Weise von den beiden Ländern aufgenommene Betrag belief sich 1973 auf \$6,7 Mrd. Schließlich führten auch die enorme Ausweitung des Welthandels und die Rohstoffhausse zu einer erhöhten Inanspruchnahme des Euromarkts für die Finanzierung des internationalen Warenaustausches.

Bei der Mittelaufbringung gelang es, durch die stark angehobenen Einlagensätze abermals neue Gelder anzuziehen. Die weitere Verschärfung der Kontrollen über Auslandszuflüsse in verschiedenen kontinentaleuropäischen Ländern und die Tatsache, daß in einer Reihe von Staaten infolge institutioneller Hemmnisse und amtlicher Beschränkungen die Zinssätze für Einlagen in Landeswährung die Beschleunigung des Preisauftriebs nur teilweise widerspiegeln, wirkten hierbei als zusätzliche Verstärkung. Ein weiterer wichtiger Expansionsfaktor auf der Angebotsseite waren wie in den vorangegangenen Jahren die Anlagen zentraler Währungsbehörden, die rund \$8-10 Mrd. erreichten. Letzteres geht hauptsächlich auf die verhältnismäßig rasche Erhöhung der Reserven der Entwicklungsländer zurück, was zum Teil wiederum die Folge der Aufnahme von Eurowährungskrediten durch diese Länder war. Nicht zuletzt trug zweifellos das anhaltend rasche Wachstum der inländischen monetären Aggregate in vielen Industriestaaten zu der weiteren kräftigen Ausweitung des Marktes bei.

Im Gegensatz zu vielfach geäußerten Erwartungen scheinen die Wechselkursfreigaben und die Verwandlung des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits in einen Überschuß keine größere Bremswirkung im Markt ausgeübt zu haben. Selbst nach Abzug rein saisonaler Faktoren dürfte sich das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 1973 beschleunigt haben.

Im ersten Quartal 1974 verstärkten sich die im Markt wirksamen Expansionskräfte weiter. Bei der Mittelverwendung stiegen die Kreditaufnahmen öffentlicher Stellen infolge der Notwendigkeit der Finanzierung voraussichtlicher erdölbedingter Zahlungsbilanzdefizite steil an. Allein die den Regierungen oder öffentlichen Körperschaften in Frankreich, Großbritannien und Italien von Konsortien am Eurogeldmarkt eingeräumten Kreditfazilitäten beliefen sich auf \$8,0 Mrd., obwohl nur etwas weniger als die Hälfte tatsächlich in Anspruch genommen wurde. Anderen Kreditnehmern wurden mittel- und langfristige Eurowährungsfazilitäten in Höhe von etwa \$6 Mrd. zugestanden, wovon fast \$3 Mrd. auf Entwicklungsländer entfielen. In Japan waren es die Geschäftsbanken, die zur Kreditaufnahme im Ausland veranlaßt wurden; ihre Bruttoauslandsverbindlichkeiten erhöhten sich im ersten Quartal 1974 um \$5 Mrd., und ein beträchtlicher Teil dieser Mittel scheint dem Eurogeldmarkt entnommen worden zu sein. Ein weiterer wesentlicher Expansionsfaktor, der ebenfalls zum Teil mit den Rückwirkungen der Ölhausse auf die Zahlungsbilanzen verknüpft ist, war

die Aufhebung oder Erleichterung der Kapitalzuflußbeschränkungen in kontinental-europäischen Staaten. Dies könnte für die Qualität des Eurowährungskredits positive Folgen zeitigen, da den Eurobanken dadurch der harte Kern ihres aus erstklassigen europäischen Firmen bestehenden Kundenstocks wieder zugänglich wäre, der für das Kreditgeschäft der Eurobanken in den letzten Jahren verhältnismäßig an Bedeutung verloren hatte.

Beim Mittelangebot waren auf dem Eurogeldmarkt bereits Anzeichen größerer Zuflüsse aus ölexportierenden Ländern bemerkbar. Eine weitere wichtige Entwicklung war die Aufhebung der zum Schutz der amerikanischen Zahlungsbilanz erlassenen Maßnahmen. Dies scheint zu einem beträchtlichen Zustrom amerikanischer Gelder auf den Markt, vor allem in mittelfristige Londoner Depositenzertifikate, geführt zu haben, wobei die britischen Banken eine Erhöhung ihrer diesbezüglichen Verbindlichkeiten um \$ 3,0 Mrd. oder fast 30% in den drei Monaten bis Mitte April auswiesen. Mehr allgemein gesehen wird die Aufhebung der amerikanischen Kapitalverkehrskontrollen zu einer weiteren Verflechtung des Eurogeldmarkts mit den amerikanischen Finanzmärkten führen. Die Eurodollarsätze werden noch mehr als bisher dazu neigen, von der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten abzuhängen. Dies bedeutet, daß ein Ungleichgewicht am Eurodollarmarkt — etwa durch Plazierung von Überschüssen der Ölländer oder durch Kreditaufnahmen der Defizitländer — Geldströme nach oder von den Vereinigten Staaten auslösen würde, ohne daß sich die Eurodollarsätze im Verhältnis zum amerikanischen Zinsniveau sehr wesentlich ändern würden.

Vierteljährliche Entwicklung 1973. Angesichts der ausgeprägten Veränderungen in der Wachstumsstruktur des Marktes, die im Laufe des Jahres 1973 stattfanden, ist die quartalsweise Betrachtung der Marktentwicklung überaus aufschlußreich.

Im ersten Quartal 1973 wurde der Eurogeldmarkt von den Vorgängen auf den Devisenmärkten beherrscht. Der Zusammenbruch des Vertrauens in den Dollar führte zu einer starken Nachfrage nach Eurodollarmitteln vor allem durch die Banken selbst zur Konversion in inländische oder dritte Währungen. Gleichzeitig neigten die Anleger dazu, ihre Dollareinlagen abzuziehen oder in andere Währungen umzuwandeln. Die Erhöhung der Nachfrage nach Eurodollarmitteln bei gleichzeitig verringertem Angebot verursachte einen scharfen Anstieg der Eurodollarsätze, der schon an sich dazu beitrug, die auf Spekulation oder Kurssicherung beruhende Kreditbeanspruchung des Eurodollarmarkts niedrigzuhalten und die Nettoabzüge der Einleger zu beschränken. Wäre der Anstieg der Zinssätze nur auf diese Wirkung beschränkt geblieben, so hätte der Markt nicht sehr viel zu dem allgemeinen Druck auf den Dollar in den Devisenmärkten beigetragen. Die erhöhten Eurodollarsätze hatten jedoch ein Anwachsen des Zinsvorsprungs gegenüber vergleichbaren amerikanischen Sätzen zur Folge. Dies führte zu der Neigung, die Aufnahme von Dollarkrediten vom Eurogeldmarkt in die Vereinigten Staaten zu verlagern, während andererseits Dollarguthaben aus amerikanischen sowie aus anderen privaten und amtlichen Quellen von den Vereinigten Staaten auf den Eurodollarmarkt transferiert wurden. Obwohl diese durch die Zinsdifferenz verursachten Nettoabflüsse aus den Vereinigten Staaten zur Wiederherstellung des Gleichgewichts am Eurogeldmarkt beitrugen, erhöhten sie natürlich die Schwäche des Dollars an den Devisenmärkten.

Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken
in Dollar und anderen Fremdwährungen

Ende	US-Dollar		Andere Fremdwährungen						
	Ins- gesamt	darunter gegenüber Nicht- banken	Ins- gesamt	gegenüber Nicht- banken	Deut- sche Mark	darunter			
						Schwei- zer Franken	Pfund Sterling	Gulden	Fran- zösische Franken
Millionen US-Dollar									
Verbindlichkeiten									
1967 Dezember . . .	18 120	4 680	4 330	470	1 670	1 400	800	100	150
1968 Dezember . . .	26 870	6 240	6 890	1 040	3 010	2 290	800	250	230
1969 Dezember . . .	46 200	10 460	10 640	1 320	4 640	4 030	810	350	210
1970 Dezember . . .	58 700	11 240	16 590	2 450	8 080	5 720	940	550	420
1971 Dezember . . .	70 750	9 980	26 980	2 750	14 630	7 760	2 110	860	440
1972 März	73 100	10 050	28 490	2 760	14 640	7 560	2 640	880	920
Juni	75 930	11 340	31 390	3 670	16 130	8 540	3 030	980	980
September . . .	82 130	11 700	34 240	3 940	18 770	8 650	2 420	1 230	1 260
Dezember . . .	96 730	11 810	35 200	3 620	19 540	8 810	2 210	1 360	1 080
1973 März	102 070	12 940	41 860	4 740	21 930	11 280	2 840	1 230	1 740
Juni	100 110	13 680	53 620	5 560	29 650	12 940	4 040	2 210	2 260
September . . .	109 740	14 480	60 060	5 810	32 480	15 980	4 050	2 510	2 570
Dezember . . .	130 470	16 370	60 960	5 610	32 140	17 060	4 790	2 260	2 160
Nachrichtlich: Position gegenüber Deviseninländern*									
1971 Dezember . . .		2 450		1 150					
1972 Dezember . . .		3 260		1 720					
1973 Dezember . . .		5 020		2 560					
Forderungen									
1967 Dezember . . .	19 890	3 430	4 960	850	2 060	1 110	870	230	240
1968 Dezember . . .	30 430	5 150	7 400	1 500	3 920	1 820	610	290	240
1969 Dezember . . .	47 630	6 090	10 700	2 160	5 990	2 980	580	370	150
1970 Dezember . . .	60 370	11 850	17 880	4 670	10 110	5 080	610	560	400
1971 Dezember . . .	71 500	14 360	28 630	6 750	16 220	8 180	1 620	700	490
1972 März	73 750	13 650	29 500	6 770	16 480	8 150	1 620	630	630
Juni	77 190	15 030	31 910	7 410	18 130	9 040	1 790	640	720
September . . .	84 080	16 290	33 610	8 350	20 240	8 200	1 920	660	880
Dezember . . .	98 000	18 340	33 840	8 000	20 390	7 780	2 180	720	700
1973 März	98 100	19 450	43 100	9 230	27 030	8 910	2 420	1 090	1 190
Juni	101 270	20 290	51 330	10 710	32 460	10 180	3 050	1 320	1 470
September . . .	111 880	21 160	55 740	12 420	34 140	13 020	2 740	1 300	1 560
Dezember . . .	133 760	23 870	54 840	12 000	31 400	14 590	3 150	1 320	1 750
Nachrichtlich: Position gegenüber Deviseninländern*									
1971 Dezember . . .		5 850		1 770					
1972 Dezember . . .		5 120		3 530					
1973 Dezember . . .		8 830		5 150					
Nettoposition									
1967 Dezember . . .	1 770	-1 250	630	380	390	- 290	70	130	90
1968 Dezember . . .	3 560	-1 090	510	460	910	- 470	- 190	40	10
1969 Dezember . . .	1 430	-4 370	60	840	1 350	-1 050	- 230	20	- 60
1970 Dezember . . .	1 670	610	1 290	2 220	2 030	- 640	- 330	10	- 20
1971 Dezember . . .	750	4 380	1 650	4 000	1 590	420	- 490	- 160	50
1972 März	650	3 600	1 010	4 010	1 840	590	-1 020	- 250	- 190
Juni	1 260	3 690	520	3 740	2 000	500	-1 240	- 340	- 260
September . . .	1 950	4 690	- 630	4 410	1 470	- 450	- 500	- 670	- 380
Dezember . . .	1 270	6 530	-1 360	4 380	850	-1 030	- 30	- 640	- 380
1973 März	-3 970	6 510	1 240	4 490	5 100	-2 370	- 520	- 140	- 550
Juni	1 160	6 610	-2 290	5 150	2 810	-2 760	- 990	- 890	- 790
September . . .	2 140	6 680	-4 320	6 610	1 660	-2 960	-1 310	-1 210	-1 010
Dezember . . .	3 290	7 500	-6 120	6 390	- 740	-2 470	-1 640	- 940	- 410
Nachrichtlich: Position gegenüber Deviseninländern*									
1971 Dezember . . .		3 400		620					
1972 Dezember . . .		1 860		1 810					
1973 Dezember . . .		3 810		2 590					

* Ohne Bundesrepublik Deutschland.

Die oben dargestellte Entwicklung spiegelte sich zum Teil in den Eurowährungsstatistiken wider. Besonders augenscheinlich war die Drehung der Auslandsdollarposition der berichtenden europäischen Banken um \$ 5,2 Mrd. von Nettoforderungen in Nettoverbindlichkeiten. Da gleichzeitig die Dollarforderungen der Banken gegenüber Deviseninländern schätzungsweise um \$ 0,7 Mrd. gestiegen sind, dürften die Banken etwa \$ 4,5 Mrd. in andere Währungen konvertiert haben; diese Transaktionen scheinen ausschließlich im Februar und März vorgekommen zu sein. Zum Teil ging die Bewegung aus dem Dollar wahrscheinlich auf die Banken selbst zurück, die offene Positionen zum Dollar eingegangen sein mögen, oder vielleicht — in Anbetracht des großen Terminabschlags für den Dollar — aus Zinsarbitragegründen auf kursgesicherter Basis in andere Währungen umstiegen. Von größerer Bedeutung war aber vermutlich, daß die Banken einem großen Angebot von Termindollar seitens ihrer Kundschaft gegenüberstanden und die Terminkäufe abdeckten, indem sie Dollar aufnahmen und per Kassä verkauften.

Dagegen dürfte es dem scharfen Anstieg der Zinssätze und der Ausleihungspolitik der Banken zuzuschreiben gewesen sein, daß die Statistik nur wenig Anzeichen einer beschleunigten Eurodollarkreditaufnahme durch Nichtbanken erkennen ließ. Es ist jedoch möglich, daß sich in den Gesamtziffern eine Verringerung der für andere Zwecke bestimmten Eurodollarkreditaufnahmen durch Nichtbanken verbirgt, die durch Dollarinanspruchnahmen zum Zwecke der Kurssicherung oder Spekulation ausgeglichen wurde. In ähnlicher Weise war der unverminderte Anstieg der Eurodollaranlagen von Nichtbanken zweifellos darauf zurückzuführen, daß der infolge von Wechselkursbefürchtungen bei den Banken eingetretene Dollarabfluß durch neue, von den hohen Zinssätzen bewirkte Anlagen mehr als ausgeglichen wurde. Die Zuflüsse aus den Vereinigten Staaten zum Eurodollarmarkt lassen sich eindeutig nachweisen; die Verbindlichkeiten der Eurobanken gegenüber diesem Land erhöhten sich um \$ 2 Mrd. oder etwa 25 %. Diese Ziffer beinhaltet außerdem nicht einmal den gesamten Zufluß, da amerikanische Gelder, die den Markt etwa im Umweg über dritte Länder erreicht haben, oder Mittel, die dem Eurodollarmarkt aus den Vereinigten Staaten von nichtamerikanischen amtlichen oder privaten Dollarbesitzern zuflossen, nicht eingeschlossen sind.

Die Verhältnisse auf den Devisenmärkten kamen auch in den Anteilen der einzelnen Währungen am Gesamtwachstum des Eurogeldmarkts zum Ausdruck. Während die Dollarauslandsforderungen der berichtenden Banken im ersten Quartal praktisch keine Erhöhung zeigten, stiegen ihre Forderungen in anderen Fremdwährungen um \$ 9,3 Mrd. Beim Mittelangebot lagen die Verhältnisse etwas anders, da die Dollarverbindlichkeiten um \$ 5,3 Mrd. und die Verbindlichkeiten in anderen Fremdwährungen um \$ 6,7 Mrd. zunahmen. Von der Zunahme der Forderungen und Verbindlichkeiten in anderen Währungen entfielen allerdings etwa \$ 3–4 Mrd. auf Kursdifferenzen.

Im zweiten Vierteljahr spielte der Anteil der Nichtdollarwährungen beim Wachstum des Marktes wiederum eine große Rolle, wobei die Verbindlichkeiten um \$ 11,8 Mrd. und die Forderungen um \$ 8,2 Mrd. wuchsen. Die Dollarverbindlichkeiten der berichtenden Banken gingen in diesem Zeitraum um \$ 2 Mrd. zurück, wogegen ihre Dollarforderungen etwas überraschend um \$ 3,2 Mrd. zunahmen. Wird der auf \$ 0,6 Mrd. geschätzte Anstieg bei den Nettodollarforderungen gegenüber

Gebietsansässigen eingerechnet, so ergibt sich, daß die berichtenden Banken nach dem Abfluß aus dem Dollar im ersten Quartal in Höhe von \$4,5 Mrd. im anschließenden Vierteljahr einen Gesamtbetrag von \$5,8 Mrd. offenbar wieder in Dollar anlegten. Während die Eurobanken somit im ersten Quartal dazu neigten, die Dollarschwäche zu verstärken, trug ihr Verhalten im zweiten Vierteljahr in hohem Maße zur Stützung des Dollars bei. Die Freigabe des Wechselkurses der anderen wichtigen Währungen hat allem Anschein nach den Abwärtsdruck auf den Dollar vom Terminmarkt auf den Kassamarkt verlagert. Der Umfang der den Eurobanken von der Kundschaft verkauften Termindollar ging scharf zurück, und die Banken glichen ihre Positionen durch den Ankauf von Kassadollar aus. Außerdem scheinen die Banken auch ihre eigenen offenen Dollarpositionen glattgestellt zu haben. Nach unvollständigen Unterlagen dürfte der Rückfluß in den Dollar größtenteils im April und Juni stattgefunden haben, während im Mai geringe Umsätze geherrscht haben dürften.

Im ersten Quartal 1973 hatten die Eurobanken einen Nettozustrom von \$2,2 Mrd. nach Deutschland verzeichnet, doch im zweiten Vierteljahr flossen \$2,0 Mrd. in umgekehrter Richtung. Ferner wurden während des zweiten Quartals starke Eingänge aus der Schweiz und den Niederlanden im Markt registriert, während die Nettoforderungen der Banken gegenüber den Vereinigten Staaten leicht zunahmen.

Es erhebt sich somit die Frage, warum der Dollar gegenüber anderen Währungen im Laufe des zweiten Quartals weiter nachgab, obwohl die Eurobanken in großem Ausmaß wieder in Dollar umstiegen. Zum Teil kann das auf die großen amtlichen Dollarverkäufe Japans zurückgeführt werden, die zur Stützung des Yen vorgenommen wurden; ferner scheint eine gewisse Umschichtung von Zentralbankreserven aus Dollarbeständen in andere Eurowährungsanlagen stattgefunden zu haben. Da diesen Dollarabgaben kein amerikanischer Zahlungsbilanzüberschuß gegenüberstand und die Wechselkurse der wichtigen Währungen zum Dollar freigegeben waren, mußte zwangsläufig ein Abwärtsdruck auf den Dollar entstehen. Da das Vertrauen außerdem schwach und die Devisenmärkte entsprechend eng und empfindlich waren, konnte schon ein kleines Überangebot an Dollar genügen, um eine verhältnismäßig starke Abschwächung des Dollarkurses zu bewirken.

Obwohl der Markt im Sommer gewöhnlich nur wenig wächst, beschleunigte sich seine Ausweitung im dritten Quartal 1973. Die Rückkehr der Banken in den Dollar dauerte per Saldo an, wenn auch auf weniger breiter Basis. Die für die einzelnen Monate vorhandenen Unterlagen deuten darauf hin, daß im Juli und August größere Zuflüsse zum Dollar stattfanden, denen im September ein starker Abfluß aus dieser Währung folgte. Gleichzeitig gewann der Dollar mit einem Anteil von rund 70% an der Zunahme der Forderungen und einem Anteil von 60% an der Zunahme der Verbindlichkeiten seine führende Rolle im Wachstum des Marktes zurück. Im Zusammenhang mit der Abschwächung des französischen Frankens ergab sich am Eurogeldmarkt ein Zufluß von brutto \$3,1 Mrd. aus Frankreich. Erstmals seit der amerikanischen Kreditrestriktion von 1969 erhöhten sich die Forderungen der Eurobanken gegenüber den Vereinigten Staaten mit einem Plus von \$1,5 Mrd. kräftig; ursächlich waren hierfür in einem gewissen Ausmaß vorsorgliche Kreditaufnahmen amerikanischer Unternehmen aus Furcht vor einer neuen Kreditrestriktion. Zum Teil infolge der stark verringerten Emissionstätigkeit am Eurogeldmarkt erreichte der

Umfang neuer Konsortialkredite in Eurowährungen mit rund \$8 Mrd. eine neue Spitze, nachdem er im ersten Vierteljahr bloß etwa \$3 Mrd. betragen hatte.

Im letzten Vierteljahr verzeichnete der Eurogeldmarkt trotz einer geringfügigen Verlangsamung des Konsortialgeschäfts die übliche saisonale Wachstumsbeschleunigung. Im Gefolge der Festigung des Dollars am Devisenmarkt stiegen die Dollar Guthaben der Eurobanken um \$21,9 Mrd., womit der Gesamtzuwachs der vorangegangenen neun Monate um fast 60% übertroffen wurde. Die Bestände in anderen Fremdwährungen gingen um \$0,9 Mrd. zurück; läßt man allerdings die Auswirkungen der Kursverschiebungen außer acht, dann ergab sich ein Zuwachs von etwa \$3 Mrd. Per Saldo hat wie schon im zweiten und dritten Vierteljahr eine Umschichtung von anderen Währungen in den Dollar stattgefunden.

Veränderungen in der Marktstruktur. 1973 stiegen die gesamten Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken aus den acht berichtenden europäischen Ländern um \$62,2 Mrd. bzw. \$63,9 Mrd. Zum überwiegenden Teil erfolgte diese Ausweitung in Fremdwährung. Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Landeswährung erhöhten sich nur um \$5,4 Mrd. bzw. \$4,4 Mrd. Bei den Forderungen in Landeswährung ging der Zuwachs zu fast 90% und bei den Verbindlichkeiten zu zwei Dritteln allein auf deutsche, schweizerische und französische Banken zurück. Die Auslandssterlingforderungen und -verbindlichkeiten britischer Banken haben sich andererseits im Laufe des Jahres praktisch nicht verändert.

Forderungen und Verbindlichkeiten in Dollar erhöhten sich um \$35,8 Mrd. bzw. \$33,8 Mrd., was im Schnitt eine Zunahme um 36% bedeutet, während sich Forderungen und Verbindlichkeiten in anderen Fremdwährungen um \$21,0 Mrd. bzw. \$25,8 Mrd. oder 68% ausweiteten. Der Anstieg der Forderungen und Verbindlichkeiten in anderen Währungen als dem Dollar ging jedoch zu fast einem Viertel auf die höhere Bewertung dieser Währungen infolge der Kursverbesserung gegenüber dem Dollar zurück.

Die Zunahme der Nettodollarforderungen der Banken um \$2,0 Mrd. ergab sich aus einer Abnahme um \$5,2 Mrd. im ersten Vierteljahr und einem Rückstrom zum Dollar von \$7,2 Mrd. im weiteren Jahresverlauf. Werden Forderungen und Verbindlichkeiten zusammengekommen, ergibt sich eine Verringerung des Dollaranteils der Fremdwährungspositionen von 74% Ende 1972 auf 66% im September 1973; mit der Erholung des Dollars auf den Devisenmärkten nahm sein Prozentsatz bis Jahresende jedoch wieder auf 70% zu.

Rund die Hälfte des Zuwachses bei den Forderungen und Verbindlichkeiten in anderen Währungen als dem Dollar ist allein auf die Deutsche Mark zurückzuführen. Einschließlich des Beitrags der Kursentwicklung erhöhte sich der Anteil der Mark an den Gesamtpositionen von 15% auf fast 20% in den ersten neun Monaten des Jahres, um dann im letzten Vierteljahr wieder unter 17% abzusinken. In absoluten Zahlen stiegen die Forderungen und Verbindlichkeiten in Deutschen Mark um \$11,0 Mrd. bzw. \$12,6 Mrd., was ein Durchschnittswachstum von 59% bedeutet. Die Nettoforderungsposition der Banken in Deutschen Mark schnellte von \$0,9 Mrd. auf \$5,1 Mrd. im ersten Quartal hinauf, im weiteren Jahresverlauf ergab sich jedoch ein Abfluß, der \$5,8 Mrd. erreichte.

**Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Landes-
und Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern**

	Ende	Verbindlichkeiten		Forderungen		Nettoposition		
		Landes- wäh- rung	Fremd- wäh- rungen	Landes- wäh- rung	Fremd- wäh- rungen	Landes- wäh- rung	Fremd- wäh- rungen	Ins- gesamt
		Millionen US-Dollar						
Belgien- Luxemburg . . .	1972 Dezember	1 180	14 760	610	14 150	— 570	— 610	— 1 180
	1973 März	1 520	17 570	910	16 370	— 610	— 1 200	— 1 810
	Juni	1 630	20 010	1 030	18 480	— 600	— 1 530	— 2 130
	September	1 830	22 160	1 040	20 580	— 790	— 1 580	— 2 370
	Dezember	1 850	24 010	1 140	22 640	— 710	— 1 370	— 2 080
Deutschland (BR)	1972 Dezember	5 830	3 950	1 870	3 180	— 3 960	— 770	— 4 730
	1973 März	8 350	4 900	3 170	3 500	— 5 180	— 1 400	— 6 580
	Juni	7 280	4 630	4 520	3 850	— 2 760	— 780	— 3 540
	September	8 250	5 930	5 080	4 910	— 3 170	— 1 020	— 4 190
	Dezember	6 750	5 780	4 140	5 400	— 2 610	— 380	— 2 990
Frankreich	1972 Dezember	3 180	19 170	1 210	16 340	— 1 970	— 2 830	— 4 800
	1973 März	3 370	20 660	1 390	16 950	— 1 980	— 3 710	— 5 690
	Juni	3 620	21 070	1 390	18 150	— 2 230	— 2 920	— 5 150
	September	3 480	22 560	1 410	20 600	— 2 070	— 1 960	— 4 030
	Dezember	4 520	27 180	1 850	25 700	— 2 670	— 1 480	— 4 150
Großbritannien . .	1972 Dezember	6 100	59 780	1 410	56 400	— 4 690	— 3 380	— 8 070
	1973 März	6 330	68 130	1 230	64 630	— 5 100	— 3 500	— 8 600
	Juni	7 050	73 390	1 450	68 990	— 5 600	— 4 400	— 10 000
	September	6 350	82 080	1 490	76 840	— 4 860	— 5 240	— 10 100
	Dezember	6 150	90 660	1 440	84 280	— 4 710	— 6 380	— 11 090
Italien	1972 Dezember	1 540	18 780	840	18 510	— 700	— 270	— 970
	1973 März	1 340	16 350	480	16 120	— 860	— 230	— 1 090
	Juni	1 940	17 630	790	17 170	— 1 150	— 460	— 1 610
	September	1 740	18 550	760	18 580	— 980	— 30	— 950
	Dezember	1 910	24 080	830	24 000	— 1 080	— 80	— 1 160
Niederlande	1972 Dezember	910	6 360	870	6 550	— 40	190	150
	1973 März	1 090	6 990	740	6 650	— 350	— 340	— 690
	Juni	1 200	7 640	1 140	8 080	— 60	440	380
	September	1 200	8 920	1 040	9 320	— 160	400	240
	Dezember	1 180	9 620	910	9 410	— 270	— 210	— 480
Schweden	1972 Dezember	360	650	170	1 120	— 190	470	280
	1973 März	370	880	160	1 380	— 210	500	290
	Juni	340	830	160	1 360	— 180	530	350
	September	410	980	170	1 640	— 240	660	420
	Dezember	460	900	220	1 710	— 240	810	570
Schweiz*	1972 Dezember	5 870	8 480	6 030	15 590	160	7 110	7 270
	1973 März	6 880	8 450	7 020	15 600	140	7 150	7 290
	Juni	7 670	8 530	7 820	16 520	150	7 990	8 140
	September	7 120	8 620	8 620	15 150	1 500	6 530	8 030
	Dezember	6 560	9 200	7 880	15 460	1 320	6 260	7 580
Zusammen	1972 Dezember	24 970	131 930	13 010	131 840	— 11 960	— 90	— 12 050
	1973 März	29 250	143 930	15 100	141 200	— 14 150	— 2 730	— 16 880
	Juni	30 730	153 730	18 300	152 600	— 12 430	— 1 130	— 13 560
	September	30 380	169 800	19 610	167 620	— 10 770	— 2 180	— 12 950
	Dezember	29 380	191 430	18 410	188 600	— 10 970	— 2 830	— 13 800
Japan	1972 Dezember	900	7 460	130	9 880	— 770	2 420	1 650
	1973 März	860	8 980	150	11 000	— 710	2 020	1 310
	Juni	830	8 460	210	10 050	— 620	1 590	970
	September	820	11 040	260	11 000	— 560	— 40	— 600
	Dezember	630	12 840	400	11 180	— 230	— 1 660	— 1 890
Kanada	1972 Dezember	950	8 140	310	8 210	— 640	70	— 570
	1973 März	960	8 370	300	8 120	— 660	— 250	— 910
	Juni	960	9 320	300	9 240	— 660	— 80	— 740
	September	1 040	10 040	350	10 270	— 690	230	— 460
	Dezember	1 090	11 530	400	11 940	— 690	410	— 280

* Einschließlich Eurodevisenforderungen und -verbindlichkeiten der BIZ.

Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Dollar
und anderen Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern

	Ende	US-Dollar			Alle anderen Fremdwährungen		
		Ver- bindlich- keiten	Forde- rungen	Netto- position	Ver- bindlich- keiten	Forde- rungen	Netto- position
		Millionen US-Dollar					
Belgien-Luxemburg . . .	1972 Dezember	7 430	7 190	— 240	7 330	6 960	— 370
	1973 März	8 680	7 250	— 1 430	8 890	9 120	230
	Juni	8 280	7 830	— 450	11 730	10 650	— 1 080
	September	9 300	9 180	— 120	12 860	11 400	— 1 460
	Dezember	10 490	10 870	380	13 520	11 770	— 1 750
Deutschland (BR) . . .	1972 Dezember	3 560	2 750	— 810	390	430	40
	1973 März	4 260	2 820	— 1 440	640	680	40
	Juni	4 010	3 260	— 750	620	590	— 30
	September	4 920	4 140	— 780	1 010	770	— 240
	Dezember	4 830	4 500	— 330	950	900	— 50
Frankreich	1972 Dezember	13 660	11 910	— 1 750	5 510	4 430	— 1 080
	1973 März	13 910	11 800	— 2 110	6 750	5 150	— 1 600
	Juni	12 900	11 790	— 1 110	8 170	6 360	— 1 810
	September	13 600	13 880	280	8 960	6 720	— 2 240
	Dezember	18 040	18 840	800	9 140	6 860	— 2 280
Großbritannien	1972 Dezember	48 230	45 610	— 2 620	11 550	10 790	— 760
	1973 März	54 100	49 760	— 4 340	14 030	14 870	840
	Juni	55 150	51 410	— 3 740	18 240	17 580	— 660
	September	61 450	56 850	— 4 600	20 630	19 990	— 640
	Dezember	69 170	65 460	— 3 710	21 490	18 820	— 2 670
Italien	1972 Dezember	13 950	13 970	20	4 830	4 540	— 290
	1973 März	11 080	11 050	— 30	5 270	5 070	— 200
	Juni	10 690	10 710	20	6 940	6 460	— 480
	September	10 660	11 800	1 140	7 890	6 780	— 1 110
	Dezember	16 280	16 570	290	7 800	7 430	— 370
Niederlande	1972 Dezember	3 620	4 220	600	2 740	2 330	— 410
	1973 März	3 800	3 940	140	3 190	2 710	— 480
	Juni	3 540	4 550	1 010	4 100	3 530	— 570
	September	3 940	5 030	1 090	4 980	4 290	— 690
	Dezember	4 690	5 710	1 020	4 930	3 700	— 1 230
Schweden	1972 Dezember	420	800	380	230	320	90
	1973 März	480	970	490	400	410	10
	Juni	400	820	420	430	540	110
	September	450	990	540	530	650	120
	Dezember	500	1 090	590	400	620	220
Schweiz*	1972 Dezember	5 860	11 550	5 690	2 620	4 040	1 420
	1973 März	5 760	10 510	4 750	2 690	5 090	2 400
	Juni	5 140	10 900	5 760	3 390	5 620	2 230
	September	5 420	10 010	4 590	3 200	5 140	1 940
	Dezember	6 470	10 720	4 250	2 730	4 740	2 010
Zusammen	1972 Dezember	96 730	98 000	1 270	35 200	33 840	— 1 360
	1973 März	102 070	98 100	— 3 970	41 860	43 100	1 240
	Juni	100 110	101 270	1 160	53 620	51 330	— 2 290
	September	109 740	111 880	2 140	60 060	55 740	— 4 320
	Dezember	130 470	133 760	3 290	60 960	54 840	— 6 120
Japan	1972 Dezember	7 210	9 110	1 900	250	770	520
	1973 März	8 700	10 170	1 470	280	830	550
	Juni	8 100	9 170	1 070	360	880	520
	September	10 670	10 120	— 550	370	880	510
	Dezember	12 350	10 270	— 2 080	490	910	420
Kanada	1972 Dezember	7 820	7 830	10	320	380	60
	1973 März	7 960	7 620	— 330	420	500	80
	Juni	8 710	8 580	— 130	610	660	50
	September	9 400	9 560	160	640	710	70
	Dezember	10 840	11 170	330	690	770	80

* Einschließlich Eurodevisenforderungen und -verbindlichkeiten der BIZ.

Die Position der Banken in Schweizer Franken entwickelte sich in mehrfacher Hinsicht anders als jene in Deutschen Mark. Per Saldo ergaben sich im ersten Vierteljahr bei den berichtenden Banken keine Frankenzuflüsse; vielmehr stiegen ihre Nettoverbindlichkeiten in dieser Währung um \$ 1,3 Mrd., was wahrscheinlich auf die bereits Ende Januar verfügte Freigabe des Wechselkurses des Schweizer Frankens zurückzuführen war. Außerdem nahmen die Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in Schweizer Franken während des ganzen Jahres relativ gleichmäßig zu, wobei die durchschnittliche Wachstumsrate mit 91% wesentlich höher war als bei der Deutschen Mark. Der Marktanteil des Schweizer Frankens stieg von 6% auf 8%.

Die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in Pfund Sterling erhöhten sich auf mehr als das Doppelte, wogegen die Forderungen in dieser Währung ein wesentlich geringeres Wachstum zeigten. Die Nettoposition der Banken in dieser Währung wandelte sich daher von einem ungefähren Gleichgewicht in Verbindlichkeiten von \$ 1,6 Mrd. Der Aufbau dieser Schuldnerposition am Kassamarkt war wahrscheinlich die Folge von Pfundabgaben der Kundschaft an die Banken auf Termin. Starke Zunahmen waren bei den Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in französischen Franken und holländischen Gulden zu verzeichnen; der Anteil dieser Währungen am gesamten Eurowährungsgeschäft blieb jedoch verhältnismäßig unbedeutend.

Unterscheidet man zwischen Banken und Nichtbanken, so nahmen die Direktkredite der berichtenden Banken an ausländische Kreditnehmer außerhalb des Bankensektors um 36% zu, wogegen die Forderungen im Zwischenbankverkehr um 45% stiegen. In absoluten Werten erreichte der Zuwachs der Forderungen gegenüber Nichtbanken \$ 9,5 Mrd. und unter Einbeziehung unvollständigen Zahlenmaterials für Forderungen an Inländer \$ 14,9 Mrd. Selbst diese Zahl liegt jedoch noch weit unter dem geschätzten Anstieg der Konsortialkredite in Eurowährungen in Höhe von \$ 22 Mrd. Für diese Diskrepanz gibt es verschiedene Erklärungen. Zunächst bezieht sich die Schätzung von \$ 22 Mrd. auf Eurowährungstransaktionen von Banken in der ganzen Welt und nicht nur in den acht berichtenden Ländern. Sodann erscheint ein großer Teil der öffentlichen Institutionen gewährten Konsortialkredite in der Statistik als Darlehen an Banken, und auch private Finanzinstitute treten am Eurogeldmarkt als wichtige mittel- und langfristige Kreditnehmer auf. Außerdem stellt die Schätzung von \$ 22 Mrd. einen Bruttobetrag dar, d.h. Tilgungen sind nicht berücksichtigt. Schließlich werden Konsortialkredite teilweise auch in Form von bloßen Kreditlinien gewährt, die nicht immer voll ausgenutzt werden. Die Zahl von \$ 14,9 Mrd. ist dagegen insoweit umfassender, als sie neben Konsortialkrediten auch andere Ausleihungen an Nichtbanken enthält.

Bei der Mittelherkunft stiegen die Positionen der Banken gegenüber den Nichtbanken um \$ 6,6 Mrd. oder um fast 150% mehr als 1972. Einschließlich der vorhandenen Zahlen über die Inlandspositionen betrug der Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken \$ 9,2 Mrd.

Die Entwicklung in den einzelnen Ländern. Etwa die Hälfte des Wachstums der Bruttofremdwährungspositionen der berichtenden Banken war auf die Banken in Großbritannien zurückzuführen, deren Anteil nach dem Rückgang der vergangenen Jahre von 44% auf 46% stieg. Betragsmäßig nahmen Forderungen und Verbindlich-

Fremdwährungspositionen der Banken in Grossbritannien

	1971	1972	1973			
			März	Juni	September	Dezember
			Milliarden US-Dollar			
Forderungen gegen						
Nichtbanken im Inland	3,7	5,5	6,5	7,5	8,7	9,8
Ausland im Berichtsgebiet.	17,9	21,6	27,1	28,0	30,3	31,7
Vereinigte Staaten	5,2	5,4	5,5	4,8	6,0	7,0
Übrige Welt	20,2	29,4	32,0	36,2	40,5	45,6
Verbindlichkeiten gegen						
Nichtbanken im Inland.	1,5	2,3	2,9	2,9	3,3	3,4
Ausland im Berichtsgebiet.	22,9	27,0	29,0	31,3	37,7	42,9
Vereinigte Staaten	3,4	3,6	4,8	4,7	4,8	4,9
Übrige Welt.	19,4	29,2	34,3	37,4	39,6	42,9
Nettoposition gegen						
Nichtbanken im Inland	2,2	3,2	3,6	4,6	5,4	6,4
Ausland im Berichtsgebiet.	— 5,0	— 5,4	— 1,9	— 3,3	— 7,4	— 11,2
Vereinigte Staaten	1,8	1,8	0,7	0,1	1,2	2,1
Übrige Welt	0,8	0,2	— 2,3	— 1,2	0,9	2,7

keiten um \$27,9 Mrd. bzw. \$30,9 Mrd. oder durchschnittlich 51% zu. Der Zuwachs der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um \$3 Mrd. stand einem Anstieg der Nettoforderungen an Inländer um \$3,1 Mrd. gegenüber und reflektierte zu einem großen Teil die Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors am Eurogeldmarkt. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, daß im ersten Quartal 1973 aus den Vereinigten Staaten und anderen Ländern außerhalb des Berichtsgebiets ein Nettozufluß von \$3,5 Mrd. über britische Banken in die sieben berichtenden kontinentaleuropäischen Staaten erfolgte. In den drei übrigen Vierteljahre ergab sich dagegen eine Nettobewegung von \$9,3 Mrd. aus den berichtenden kontinentaleuropäischen Ländern zu britischen Banken, wovon \$6,4 Mrd. in Länder außerhalb des Berichtsgebiets weitergeleitet wurden. Der Anteil der Londoner Niederlassungen amerikanischer Banken an den Fremdwährungspositionen der britischen Banken gegenüber dem Ausland, der Ende 1969 noch 60% betragen hatte, nahm weiter von 44% auf 40% ab. Die anderen ausländischen Banken in London, darunter die japanischen Niederlassungen, verzeichneten Wachstumsraten, die fast zweieinhalbfmal so groß wie jene der amerikanischen waren, und ihr Marktanteil erhöhte sich von 21% auf 27%.

Die größte relative Erhöhung der Fremdwährungspositionen gegenüber dem Ausland wurde von den Banken in Belgien-Luxemburg erzielt; ihre Forderungen und Verbindlichkeiten nahmen um durchschnittlich 61% zu. Die Ausweitung war beim Nichtdollaranteil besonders stark, und die Banken in Belgien-Luxemburg sind nun die einzigen, deren Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten mehr als zur Hälfte aus anderen Währungen als dem Dollar bestehen. Darin kommt das große Volumen der von den Banken in Luxemburg abgewickelten DM-Transaktionen zum Ausdruck. Die Sonderstellung der Banken in Belgien-Luxemburg geht auch aus dem Umstand hervor, daß sie zusammen mit den britischen Banken die einzigen berichtenden Institute sind, deren Forderungen gegenüber ausländischen Nichtbanken einen beträchtlichen Prozentsatz ihrer gesamten Auslandsforderungen in Fremdwährung ausmachen. Ende 1973 belief sich dieser Anteil auf 33% gegen 28% bei den britischen Banken; im Falle der französischen Banken, die nach den britischen Banken die größten Fremdwährungssummen aufweisen, erreichte der entsprechende Wert 5% und bei

den italienischen Banken lediglich 1%. Auf Nettobasis weiteten sich die Dollarverbindlichkeiten der Banken in Belgien und Luxemburg im ersten Vierteljahr von \$0,2 Mrd. auf \$1,4 Mrd. aus, während im weiteren Jahresverlauf eine Verschiebung zu einer Nettoforderungsposition von \$0,4 Mrd. stattfand.

Die französischen Banken erhöhten ihre Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Fremdwährungen um durchschnittlich 49%. Nachdem ihre Nettoverbindlichkeiten im ersten Vierteljahr um \$0,9 Mrd. auf \$3,7 Mrd. gestiegen waren, nahmen sie im weiteren Jahresverlauf wieder um \$2,2 Mrd. ab, wobei der wesentliche Grund in der Abschwächung des französischen Frankens am Devisenmarkt zu suchen war.

Nur in der Schweiz verzeichneten die Banken 1973 keinen Zuwachs der Auslandsforderungen in Fremdwährung (ohne Treuhandgeschäfte); wahrscheinlich war dies auf die allgemeine Wechselkursunsicherheit zurückzuführen. Da die Verbindlichkeiten weiter zunahmen, verringerte sich die Nettoforderungsposition um \$0,9 Mrd., doch wurde dies durch die Ausweitung der Nettoauslandsforderungen in Landeswährung um \$1,2 Mrd. mehr als ausgeglichen.

Deutschland ist das einzige Land aus der Gruppe der berichtenden Länder, in dem die Auslandspositionen der Banken in Landeswährung im allgemeinen jene in Fremdwährung übersteigen. Der Grund für diese Entwicklung ist vor allem in den deutschen Vorschriften zu suchen, die sich von den in den meisten anderen Ländern geltenden dadurch unterscheiden, daß sie keinen Unterschied zwischen Bankgeschäften in Landeswährung und solchen in Fremdwährung kennen, sondern nur zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden differenzieren. Die Nettoauslandsverbindlichkeiten der deutschen Banken in allen Währungen stiegen im ersten Vierteljahr 1973 um \$1,9 Mrd., nahmen jedoch während des übrigen Jahres um \$3,6 Mrd. ab.

Die in diesem Kapitel angegebenen Summen schließen die Ziffern für die kanadischen und die japanischen Banken nicht ein. Die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Fremdwährungen erhöhten sich bei den kanadischen Banken durchschnittlich um 44%. Im ersten Vierteljahr erfolgte ein Nettozufluß aus den Vereinigten Staaten zu den kanadischen Banken in Höhe von \$0,6 Mrd. und ein Nettoabfluß in das europäische Berichtsgebiet von \$0,4 Mrd. Im weiteren Jahresverlauf ergab sich aus dem europäischen Berichtsgebiet ein Zustrom von \$0,8 Mrd. zu den kanadischen Banken, der in seiner Gesamtheit in den Vereinigten Staaten angelegt wurde.

Die Fremdwährungsverbindlichkeiten der japanischen Banken gegenüber dem Ausland verzeichneten eine Ausweitung um 72%, wogegen ihre Forderungen nur um 13% zunahmen, da sich die inländische Geldmarktlage anspannte und die Beschränkungen der Kapitalzuflüsse schrittweise erleichtert wurden. Die Nettoposition der Banken wandelte sich daher von Forderungen in Höhe von \$2,4 Mrd. in Verbindlichkeiten von \$1,7 Mrd. Der Anteil der Vereinigten Staaten an diesem Zufluß betrug \$1,7 Mrd. und der des europäischen Berichtsgebiets \$2,4 Mrd.

Herkunft und Verwendung der Mittel. Die geographische Gliederung der Geldströme am Eurogeldmarkt unterschied sich 1973 deutlich von den Verhältnissen im Jahr zuvor. Auf der Herkunftsseite war das europäische Berichtsgebiet selbst die bei weitem größte Quelle neuer Gelder. Die Fremdwährungsverbindlichkeiten der berichtenden

Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken
gegenüber Devisenausländern

Positionen gegenüber folgenden Ländern bzw. Ländergruppen:	Dezember 1972			Juni 1973			Dezember 1973		
	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt
Millionen US-Dollar									
Verbindlichkeiten									
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa	7 340	4 530	11 870	7 920	5 880	13 800	9 680	6 550	16 230
Osteuropa	1 860	1 540	3 400	1 310	2 230	3 540	1 860	2 410	4 270
Kanada	4 780	270	5 050	4 730	480	5 210	5 700	540	6 240
Japan	1 440	40	1 480	2 690	70	2 760	3 370	140	3 510
Lateinamerika	6 860	880	7 740	8 310	1 440	9 750	10 250	1 490	11 740
Naher Osten	5 900	2 070	7 970	5 730	4 060	9 790	6 030	3 870	9 900
Sonstige Länder	7 360	3 070	10 430	8 550	3 860	12 410	11 400	4 680	16 080
Zusammen	35 540	12 400	47 940	39 240	18 020	57 260	48 290	19 680	67 970
Vereinigte Staaten	7 050	550	7 600	8 980	630	9 610	10 130	460	10 590
<i>Außerhalb des Gebiets, insgesamt.</i>	42 590	12 950	55 540	48 220	18 650	66 870	58 420	20 140	78 560
<i>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien	3 640	2 190	5 830	3 890	3 700	7 590	6 470	4 070	10 540
Deutschland (BR)	1 740	1 750	3 490	2 020	3 280	5 300	3 610	4 350	7 960
Frankreich	8 060	2 750	10 810	6 750	4 200	10 950	11 230	5 200	16 430
Großbritannien	11 870	3 190	15 060	12 280	6 050	18 330	15 020	6 280	21 300
Italien	9 870	2 960	12 830	7 310	4 060	11 370	11 340	5 120	16 460
Niederlande	3 350	1 850	5 200	3 480	2 870	6 350	4 930	3 080	8 010
Schweden	580	160	740	550	390	940	750	360	1 110
Schweiz	13 560	6 810	20 370	13 330	9 750	23 080	16 080	11 610	27 690
<i>Innerhalb des Gebiets, insgesamt.</i>	52 670	21 660	74 330	49 610	34 300	83 910	69 430	40 070	109 500
Nicht aufteilbar	1 470	590	2 060	2 280	670	2 950	2 620	750	3 370
<i>Insgesamt</i>	96 730	35 200	131 930	100 110	53 620	153 730	130 470	60 960	191 430
Forderungen									
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa	5 100	2 650	7 750	6 250	4 210	10 460	6 600	4 810	11 410
Osteuropa	3 890	1 340	5 230	4 320	2 370	6 690	4 910	2 870	7 780
Kanada	2 920	330	3 250	3 400	610	4 010	4 360	710	5 070
Japan	4 510	250	4 760	5 170	500	5 670	7 510	600	8 110
Lateinamerika	6 260	680	6 940	8 300	940	9 240	10 280	1 010	11 290
Naher Osten	1 440	200	1 640	1 420	590	2 010	2 030	490	2 520
Sonstige Länder	11 730	1 820	13 550	12 800	2 750	15 550	16 950	3 660	20 610
Zusammen	35 850	7 270	43 120	41 660	11 970	53 630	52 640	14 150	66 790
Vereinigte Staaten	10 440	480	10 920	10 560	580	11 140	13 830	690	14 520
<i>Außerhalb des Gebiets, insgesamt.</i>	46 290	7 750	54 040	52 220	12 550	64 770	66 470	14 840	81 310
<i>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien	4 380	3 320	7 700	4 870	5 630	10 500	5 740	5 410	11 150
Deutschland (BR)	2 970	8 130	11 100	3 100	10 080	13 180	3 350	9 360	12 710
Frankreich	9 000	2 790	11 790	8 260	4 670	12 930	11 090	5 310	16 400
Großbritannien	17 380	4 540	21 920	16 650	7 150	23 800	23 740	7 870	31 610
Italien	10 660	2 860	13 520	9 680	4 550	13 230	14 490	4 860	19 350
Niederlande	2 860	1 750	4 610	2 520	2 550	5 070	3 800	2 910	6 710
Schweden	470	550	1 020	630	720	1 350	520	710	1 230
Schweiz	4 190	1 700	5 890	4 340	2 720	7 060	4 560	2 870	7 430
<i>Innerhalb des Gebiets, insgesamt.</i>	51 710	25 640	77 350	49 050	38 070	87 120	67 290	39 300	106 590
Nicht aufteilbar	—	450	450	—	710	710	—	700	700
<i>Insgesamt</i>	98 000	33 840	131 840	101 270	51 330	152 600	133 760	54 840	188 600

Banken gegenüber ihrem eigenen Gebiet stiegen um \$35,2 Mrd. und damit um \$19,1 Mrd. mehr als 1972, wenngleich diese Werte natürlich eine beträchtliche Aufblähung durch Doppelerfassungen infolge Wiederanlage von Mitteln zwischen den berichtenden Banken erfuhren. Ein großer Teil der Beschleunigung ging auf stärkere Zuflüsse aus der Schweiz und Deutschland zurück. Hatten die Fremdwährungsverbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber der Schweiz 1972 einen Zuwachs von nur \$1,0 Mrd. aufgewiesen, so erhöhten sie sich im letzten Jahr um \$7,3 Mrd. Da die Schweizer Banken andererseits nur einen geringfügigen Zuwachs ihrer Forderungen gegenüber den anderen berichtenden Banken auswiesen, scheint es, daß der größte Teil des Anstiegs auf Treuhandgelder (d.h. Beträge, die von Schweizer Banken auf Rechnung und Gefahr ihrer Kunden verwaltet werden) und andere Gelder von Nichtbanken zurückgeht. Die Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Deutschland, die sich 1972 praktisch nicht verändert hatten, nahmen um \$4,5 Mrd. zu. Diese Erhöhung, die zum Großteil in Deutschen Mark stattfand, verteilte sich über das ganze Jahr, war jedoch im letzten Quartal besonders stark.

Beträchtliche Mittelzuflüsse erreichten den Markt auch aus Frankreich (\$5,6 Mrd.), Belgien-Luxemburg (\$4,7 Mrd.) und den Niederlanden (\$2,8 Mrd.). In diesen Fällen war die Beschleunigung im Vergleich zu 1972 jedoch weniger ausgeprägt, und die Zuflüsse wurden in größerem Ausmaß durch Abflüsse kompensiert. Das einzige Land, dem gegenüber die berichtenden Banken bei den Verbindlichkeiten einen geringeren Zuwachs als 1972 verzeichneten, war Italien mit \$3,6 Mrd. gegen \$4,4 Mrd. im Jahr zuvor. Unter anderem ging dies auf die Verschärfung der italienischen Devisenvorschriften zurück. Es könnte sich jedoch auch der Zustrom italienischer Gelder zum Markt über Treuhandkonten bei Schweizer Banken beschleunigt haben. Ein Zuwachs von \$6,2 Mrd. bei den Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Großbritannien spiegelte vor allem die Rolle der britischen Banken als Vermittler am Eurogeldmarkt wider und beruhte hauptsächlich auf den Geldströmen des ersten Vierteljahrs, die von Ländern außerhalb des Berichtsgebiets über London dem Kontinent zufließen (siehe Seite 175).

Bei der Mittelverwendung betrug die Erhöhung der Positionen gegenüber dem Berichtsgebiet selbst \$29,2 Mrd., was etwas weniger als die Ausweitung der Angebotsseite war. Der größte Zuwachs ergab sich bei den Forderungen gegenüber Großbritannien mit \$9,7 Mrd. In dieser Entwicklung, die fast ausschließlich auf die letzten drei Quartale des Jahres beschränkt war, spiegelten sich im wesentlichen die aus Kontinentaleuropa über London nach Großbritannien und nach Ländern außerhalb des Berichtsgebiets fließenden Gelder wider, auf die bereits verwiesen wurde. Der Anstieg der Forderungen gegen Italien in Höhe von \$5,8 Mrd. beruhte größtenteils auf Eurowährungskrediten, die der italienische öffentliche Sektor aufgenommen hatte.

Außerhalb des Berichtsgebiets war der Anstieg bei den Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber den Vereinigten Staaten zwar viel größer als 1972, blieb im Vergleich zu dem Gesamtwachstum des Marktes jedoch verhältnismäßig bescheiden. Zwei Drittel des Wachstums von \$3,0 Mrd. bei den Verbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten ergaben sich im ersten Vierteljahr, wogegen die Ausweitung der Forderungen um \$3,6 Mrd. fast zur Gänze in das zweite Halbjahr fiel, als sich die Eurodollarsätze im Vergleich zu den amerikanischen Sätzen ermäßigt hatten.

Die Forderungen gegen andere Länder außerhalb des Gebiets stiegen um \$23,7 Mrd. oder um \$9,5 Mrd. mehr als 1972; die Verbindlichkeiten erhöhten sich um \$20 Mrd., womit sie den Zuwachs von 1972 um nur \$3,6 Mrd. überschritten. Wie öfters auch schon in den vergangenen Jahren, wurden die größten Zunahmen bei dem Restposten „sonstige Länder“ (\$7,1 Mrd. bei den Forderungen und \$5,7 Mrd. bei den Verbindlichkeiten) verzeichnet, für den eine weitere geographische Aufteilung nicht möglich ist und der unter anderem die Bahamas einschließt. Die hauptsächlichsten anderen Nettokreditnehmer von Eurogeldern waren Osteuropa, wobei die Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber dieser Region um \$2,6 Mrd. bzw. \$0,9 Mrd. wuchsen, und Japan, gegenüber dem die Forderungen und Verbindlichkeiten um \$3,4 Mrd. bzw. \$2,0 Mrd. höher lagen. Das Wachstum der Verbindlichkeiten gegenüber Japan entfiel zu \$1,6 Mrd. auf das erste Vierteljahr, als die Anziehungskraft der Eurodollarsätze im Vergleich zum amerikanischen Zinsniveau ganz besonders stark war. Auf Bruttobasis erreichten die Kreditgewährungen an lateinamerikanische Länder mit \$4,4 Mrd. ebenfalls einen großen Umfang; auf Nettobasis betrug der Zufluß in diese Region jedoch lediglich \$0,4 Mrd.

Der Nahe Osten und das „übrige Westeuropa“ traten bei den berichtenden Banken per Saldo weiterhin als Anleger auf, doch die Zuflüsse aus diesen Gebieten waren mit \$1,1 Mrd. bzw. \$0,7 Mrd. viel geringer als in vergangenen Jahren. Die Hauptmasse des Zuwachses von \$1,9 Mrd. bei den Bruttoverbindlichkeiten der Banken gegenüber dem Nahen Osten fand im ersten Quartal 1973 statt. Im zweiten Vierteljahr verringerten die Länder des Nahen Ostens ihre Dollarguthaben um \$1,1 Mrd.,

Volumen des Eurogeldmarktes (Schätzung)
(ausstehender Betrag der über die berichtenden europäischen Banken laufenden Fremdwährungskredite)

	Europäisches Berichtsgebiet			Vereinigte Staaten	Übrige Welt	Nicht aufteilbar	Ins-gesamt
	Ins-gesamt	Banken ¹	Nicht-banken				
Milliarden US-Dollar							
Verwendung							
Ende 1969	15,0	7,0	8,0	16,8	12,0	0,2	44,0
Ende 1970	24,0	9,0	15,0	13,1	19,0	0,9	57,0
Ende 1971	32,8	13,7	19,1	8,3	28,9	1,0	71,0
Ende 1972	38,9	18,1	20,8	9,6	43,1	0,4	92,0
Ende 1973	51,3	21,8	29,5	13,2	66,8	0,7	132,0
Herkunft							
Ende 1969	21,7	9,5	12,2 ²	4,1	17,6	0,6	44,0
Ende 1970	27,7	13,5	14,2 ²	4,5	24,0	0,8	57,0
Ende 1971	32,4	16,4	16,0 ²	6,1	31,4	1,1	71,0
Ende 1972	35,2	17,4	17,8 ²	6,9	47,9	2,0	92,0
Ende 1973	51,5	24,0	27,5 ²	9,5	68,0	3,0	132,0
Nettoposition ³							
Ende 1969	- 6,7	- 2,5	- 4,2	+ 12,7	- 5,6	- 0,4	-
Ende 1970	- 3,7	- 4,5	+ 0,8	+ 8,6	- 5,0	+ 0,1	-
Ende 1971	+ 0,4	- 2,7	+ 3,1	+ 2,2	- 2,5	- 0,1	-
Ende 1972	+ 3,7	+ 0,7	+ 3,0	+ 2,7	- 4,8	- 1,6	-
Ende 1973	- 0,2	- 2,2	+ 2,0	+ 3,7	- 1,2	- 2,3	-

¹ a) „Verwendung“: Auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Geschäftsbanken im Ausgabeland der betreffenden Währung durch die berichtenden Banken zur Verfügung gestellten Fremdwährungsgelder (z.B. DM-Einlagen bei deutschen Banken); b) „Herkunft“: Auch Einlagen von Währungsbehörden des Berichtsgebiets, Umtausch von Landes- in Fremdwährung durch Banken sowie die von den berichtenden Banken bei Banken im Ausgabeland der betreffenden Währung aufgenommenen Fremdwährungsgelder (z.B. DM-Gelder von deutschen Banken). ² Auch Treuhandgelder, insoweit sie von den schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsgebiets weitergegeben werden und insoweit sie nicht von den schweizerischen Banken selber als Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken außerhalb des Berichtsgebiets gemeldet werden. ³ Minuszeichen: Das betreffende Land oder Gebiet hat per Saldo Eurogeldmittel bereitgestellt. Pluszeichen: Das betreffende Land oder Gebiet hat per Saldo Eurogeldmittel erhalten.

wogegen sie ihre Depositen in anderen Währungen um einen ähnlichen Betrag erhöhten. Im dritten Quartal bauten sie ihre Dollarguthaben und Anlagen in andern Währungen um \$0,9 Mrd. ab, nahmen jedoch im letzten Jahresviertel wieder eine Aufstockung um \$1,0 Mrd. vor. Erstmals war der Nahe Osten 1973 auf dem Eurogeldmarkt auch als Kreditnehmer von einiger Bedeutung, wobei die Forderungen der Eurobanken gegenüber dieser Region einen Zuwachs von \$0,9 Mrd. aufwiesen.

In der Tabelle auf Seite 179 wird der Versuch einer regionalen Gliederung der Herkunft und Verwendung der über die Eurobanken laufenden Gelder unternommen. Die Summen dieser Zusammenstellung stimmen nicht mit den Beträgen in den anderen Tabellen dieses Kapitels überein, da Doppelerfassungen infolge Wiederanlage von Mitteln zwischen den Banken der berichtenden europäischen Länder nach Möglichkeit eliminiert wurden. Gleichzeitig wurden Schätzwerte für die Inlandspositionen der Banken und für andere statistische Lücken eingesetzt. Die Tabelle deutet an, daß 1973 aus dem europäischen Berichtsgebiet ein Nettobetrag von rund \$4 Mrd. in die Vereinigten Staaten und in die „übrige Welt“ geflossen ist.

Zinsentwicklung. Infolge der Währungskrisen und der starken Bewegung der Zinssätze in den Vereinigten Staaten waren die Eurodollarsätze 1973 und in den ersten Monaten des Jahres 1974 großen Schwankungen unterworfen.

Zu Beginn des Jahres 1973 lagen die Interbanksätze für Dreimonats-Eurowährungseinlagen in London knapp unter $5\frac{7}{8}\%$, kamen jedoch infolge der steigenden Zinstendenz in den Vereinigten Staaten bald in einen Aufwärtssog. Seit Ende Januar bildete die zunehmend krisenhafte Situation auf den Devisenmärkten ein weiteres Auftriebsmoment für die Eurodollarsätze. Die hektische Dollarnachfrage zum Zweck der Kurssicherung und Spekulation trieb die Sätze bis zum 2. März auf eine Spitze von $9\frac{1}{4}\%$. Das durchschnittliche Niveau der Sätze für Dreimonatseinlagen betrug Anfang März etwa $8\frac{3}{4}\%$ und lag hiermit um rund $1\frac{1}{4}$ Prozentpunkte über den Renditen dreimonatiger amerikanischer Depositenzertifikate; Anfang Januar hatte die Zinsdifferenz nur etwa $\frac{1}{4}\%$ betragen.

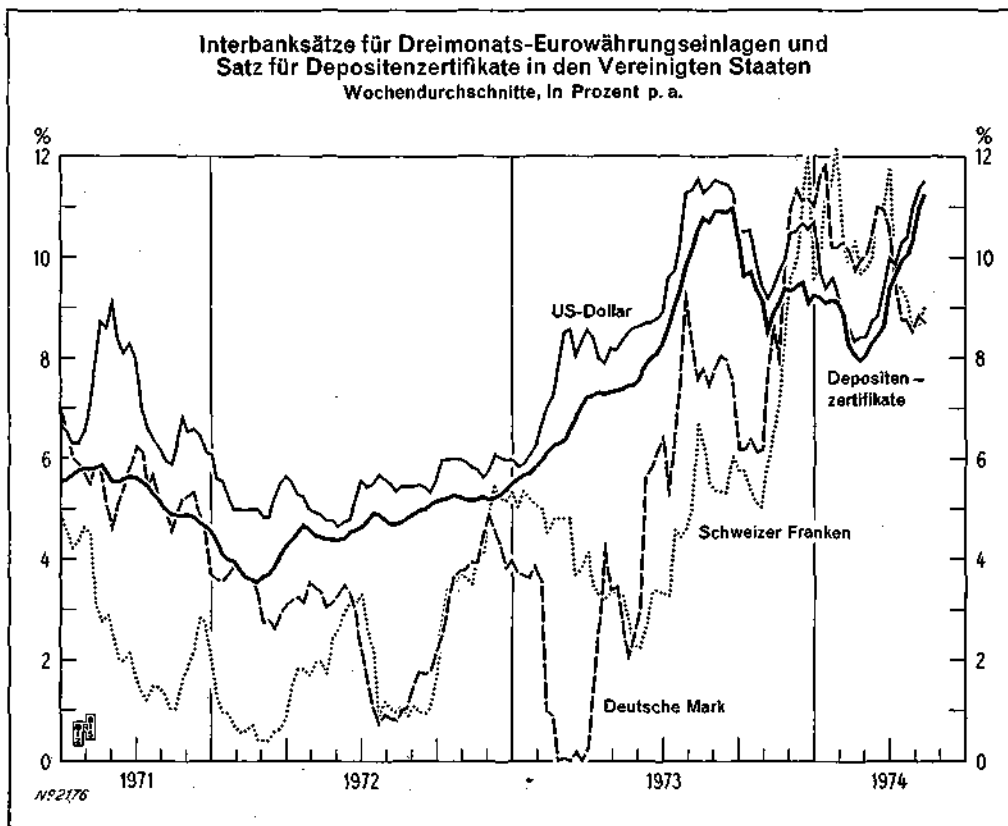
Im April trug die leichte Beruhigung der Devisenmärkte auch zu etwas entspannteren Verhältnissen am Eurodollarmarkt bei. Infolge von Rückflüssen in den Dollar gaben die Sätze um die Monatsmitte auf etwa $7\frac{7}{8}\%$ nach. Unter dem Einfluß des weiteren Zinsanstiegs in den Vereinigten Staaten begannen jedoch auch die Eurodollarsätze bald wieder zu klettern und verzeichneten in der ersten Augushälfte einen Gipfel von $11\frac{5}{8}\%$. Innerhalb eines Zeitraums von sieben Monaten waren die Eurodollarsätze somit um 6 Prozentpunkte auf ihr seit der amerikanischen Kreditklemme von 1969 höchstes Niveau gestiegen.

Bei einem Vergleich des Zeitraums von Juni bis Anfang August 1973 mit der Währungskrise im ersten Quartal fällt der im Sommer weit weniger starke Einfluß des Devisenmarktes auf den Eurogeldmarkt auf. Dies ist nicht nur aus den Statistiken über das Wachstum und die Währungszusammensetzung des Marktes ersichtlich, sondern ergibt sich auch aus der Entwicklung des Zinsaufschlags der Sätze für dreimonatige Eurodollar gegenüber den vergleichbaren Sätzen für Dollardepositenzertifikate in den Vereinigten Staaten. Dieser Aufschlag war im April und Mai unter 1 Prozentpunkt zurückgegangen, und erst im Juli, am Höhepunkt der erneuten Währungskrise, zeigte sich eine geringfügige Reaktion nach oben; selbst dann er-

reichte der Aufschlag bei weitem nicht die Spitzen des ersten Vierteljahrs. Der Grund hierfür liegt wohl darin, daß im Gegensatz zum ersten Quartal der Dollarkurs der wichtigen Währungen nunmehr freigegeben war; in Anbetracht des mangelnden Vertrauens führten selbst bescheidene Dollarabgaben zu großen Kursauschlägen, die den Anreiz zu weiteren Konvertierungen dämpften. Das tatsächliche Ausmaß der Eurodollarkreditaufnahmen für Spekulations- und Kurssicherungszwecke scheint daher recht klein geblieben zu sein, und das Mißtrauen gegenüber dem Dollar spiegelte sich eher in den Devisenkassakursen als den Eurodollarsätzen wider.

Ab der zweiten Septemberhälfte bewirkte die Tendenzwende der amerikanischen Zinssätze und, in geringerem Ausmaß, die Erholung des Dollars auf den Devisenmärkten ein beträchtliches Nachgeben der Eurodollarsätze, und Ende Oktober waren die Sätze für dreimonatige Interbankeinlagen auf 9% abgesunken. Eine vorübergehende Verknappung des Marktes in den Vereinigten Staaten und die üblichen Einflüsse des Jahresendes führten zu einer Festigung der Sätze, die gegen Ende Dezember wieder auf 11% anstiegen.

Die Auswirkungen der Umkehrung von Jahresendtransaktionen im Januar 1974 wurden durch einen erneuten Rückgang der kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten und durch die Aufhebung der amerikanischen Kapitalverkehrsbeschränkungen verstärkt, und die Eurodollarsätze gaben auf $8\frac{3}{8}\%$ nach. In der zweiten Februarhälfte leitete jedoch eine abermalige Verknappung der Geldmarktlage in den Vereinigten Staaten eine starke Aufwärtsbewegung ein, die die Dreimonatssätze in der zweiten



Mailhälfte auf seit Juni 1969 nicht erreichte 12% schob. Die Entwicklung des Zinsvorsprungs der Eurodollarsätze gegenüber den Sätzen für amerikanische Depositenzertifikate, der die meiste Zeit weit unterhalb des normalen Abstands von etwa $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt lag, läßt darauf schließen, daß der Rückgang des Dollarkurses auf den Devisenmärkten für den Anstieg der Sätze kein maßgeblicher Faktor war. Das im Verhältnis zu den amerikanischen Zinssätzen niedrige Niveau der Eurodollarsätze wirkte dagegen zeitweise als Anreiz für die Verlagerung von Mitteln vom Eurogeldmarkt in die Vereinigten Staaten.

In Zeiten von Währungsunsicherheit wird die Abweichung der Eurosätze für Deutsche Mark, Schweizer Franken und andere Eurowährungen von den Eurodollarsätzen grundsätzlich von den Terminkursen dieser Währungen zum Dollar bestimmt. Da infolge der Unruhe auf den Devisenmärkten die Terminreports und -deports in der Berichtsperiode sehr großen Schwankungen unterworfen waren, stellten die Ausschläge der Nichtdollarsätze, und hier besonders der Euro-DM-Sätze, die an sich schon große Bewegung der Eurodollarsätze noch weit in den Schatten.

In den ersten Monaten des Jahres 1973, vor der Wechselkursfreigabe, verhielten sich die Euro-DM-Sätze gegenläufig zum Dollar. Der Zusammenbruch des Vertrauens in den Dollar brachte die Terminprämie bei der Deutschen Mark im März auf fast 10%, oder mehr als die nichtkursgesicherte Rendite aus Eurodollaranlagen. Die dem Euro-DM-Markt aus Gründen der Zinsarbitrage, der Kurssicherung und der Spekulation zuströmenden Gelder drückten daher die Euro-DM-Sätze von etwa 4% Ende Januar auf fast Null herunter. Die anschließende Freigabe des Wechselkurses der Deutschen Mark zum Dollar verlagerte dann den Druck vom Terminmarkt auf den Kassamarkt. Die Terminprämie bei der Deutschen Mark gab auf etwa $4\frac{1}{2}\%$ in der zweiten Aprilhälfte nach, während der Euro-DM-Satz auf etwa $3\frac{1}{2}\%$ stieg. Im Juni beeinflussten die steigenden Eurodollarsätze, die starke Verknappung am deutschen Inlandsgeldmarkt und das weitere Abbröckeln des Terminagios für die Deutsche Mark den Euro-DM-Satz. In der zweiten Julihälfte erreichte der Satz mit über $9\frac{1}{2}\%$ einen Höhepunkt, gab jedoch bis Ende September auf etwa 6% nach.

Im Zusammenhang mit der Erholung des Dollars auf den Devisenmärkten wandelte sich der Terminkurs der Deutschen Mark zum Dollar in den letzten beiden Monaten des Jahres 1973 von einem Agio in einen Abschlag. Die Euro-DM-Sätze stiegen daher stark an und erreichten Anfang Januar eine Spitze von $12\frac{5}{8}\%$. In dem Zeitraum Mitte Dezember 1973–Ende März 1974 lagen sie deutlich über den Eurodollarsätzen. Ab März begann sich die erneute Abschwächung des Dollars auf den Devisenmärkten auch in den Terminkursen niederzuschlagen. Das Disagio der Deutschen Mark auf Termin bildete sich nach und nach zurück und verwandelte sich zuletzt in eine Prämie; trotz dem Anstieg der Eurodollarsätze gaben daher die Euro-DM-Sätze auf unter 9% Anfang April nach.

Da die Schweizer Behörden den Franken bereits Ende Januar 1973 freigegeben hatten, zeitigte die Währungskrise von Februar–März geringere Auswirkungen auf die Eurofrankensätze. Dennoch gingen diese von ungefähr $5\frac{1}{4}\%$ im Januar auf einen Tiefstand von $2\frac{1}{4}\%$ im Juni zurück. Anschließend folgte der Satz in etwa der Entwicklung der Euro-DM-Sätze und erreichte im Januar 1974 eine Spitze von über 13%.

Der Euroanleihemarkt

Trotz der auf der ganzen Welt starken Nachfrage nach Investitionskapital seitens der öffentlichen Hand und der privaten Industrie erlitt die Emissionstätigkeit am Euroanleihemarkt 1973 einen scharfen Rückschlag. Ihr Gesamtvolumen schrumpfte von \$ 6 490 Mio. 1972 auf \$ 4 090 Mio. Aber selbst diese Zahlen geben den Niedergang nicht voll wieder, denn der Januar 1973 war in verschiedener Hinsicht noch ein außerordentlich guter Monat. Läßt man den Januar außer Betracht, so war das durchschnittliche monatliche Emissionsvolumen nur etwa halb so groß wie 1972, und in den ersten vier Monaten von 1974 verringerte es sich weiter auf weniger als ein Drittel. Während der Berichtsperiode waren die privaten Nichtbanken als Anleger zeitweilig im Grunde nicht am Markt, so daß der Großteil der Neuemissionen von Banken übernommen wurde. Außerdem war auch am Sekundärmarkt ein starker Rückgang an Umsätzen zu verzeichnen, und viele Händler zogen sich ganz aus ihm zurück.

Den Auslandsanleihen an nationalen Märkten erging es besser als den internationalen Anleihen; das Volumen der Neubegabungen nahm leicht um \$ 230 Mio. auf \$ 4 460 Mio. zu. Die Dollarauslandsemissionen in den Vereinigten Staaten nahmen

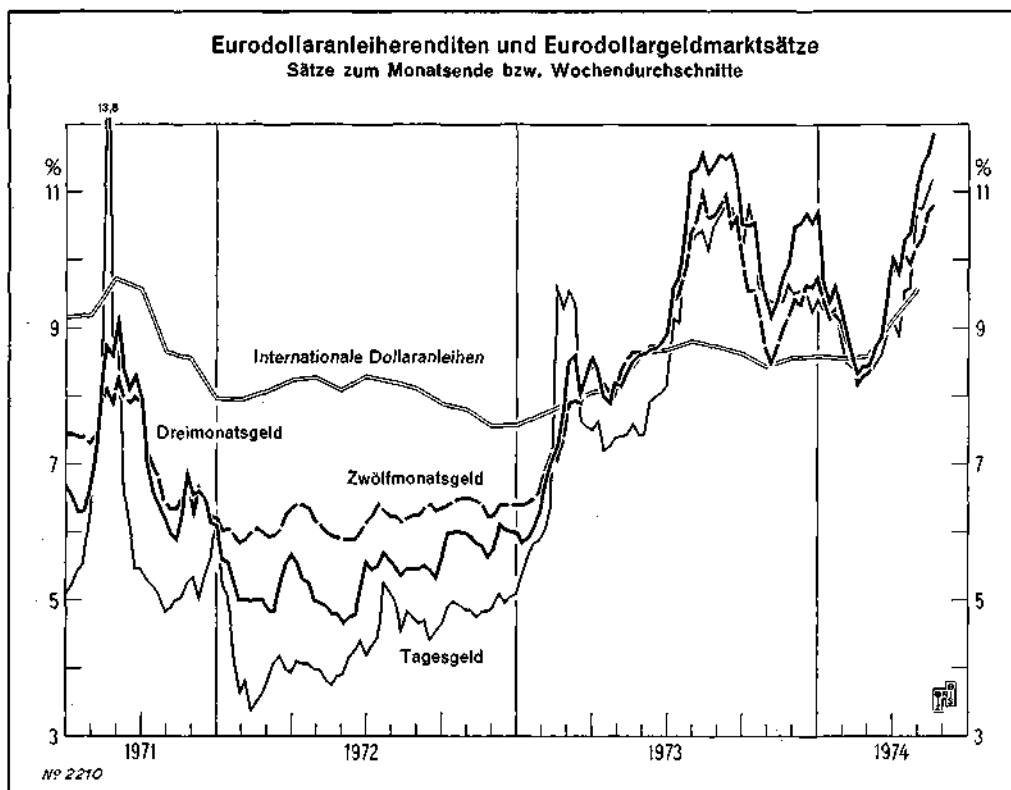
Internationale Anleihen und konventionelle Auslandsanleihen
(öffentlich und nichtöffentlich begebene Emissionen)¹

Anleihe- schuldner	Jahr	Internationale Anleihen							Aus- lands- anleihen an na- tionalen Märkten ¹
		US- Dollar	Sonstige Währungen				Ins- gesamt	darunter Wandel- an- leihen ³	
			Ins- gesamt	davon					
				Deutsche Mark ²	Gulden	Sonstige			
Millionen US-Dollar									
Westeuropa	1971	850	870	400	170	300	1 720	40	600
	1972	1 180	1 310	520	240	550	2 490	130	590
	1973	1 110	950	540	160	250	2 060	180	850
Kanada	1971	100	110	110	—	—	210	—	640
	1972	20	350	270	—	80	370	—	1 140
	1973	30	170	170	—	—	200	—	960
Vereinigte Staaten .	1971	1 000	110	90	20	—	1 110	200	280
	1972	1 770	260	90	80	90	2 030	1 070	240
	1973	710	110	50	10	50	920	360	480
Sonstige Industrieländer ⁴ .	1971	170	340	230	50	60	510	50	50
	1972	220	380	260	70	50	600	—	60
	1973	—	140	140	—	—	140	—	40
Übrige Länder ⁵ . .	1971	50	30	30	—	—	80	10	300
	1972	420	120	90	—	30	540	20	340
	1973	370	90	70	20	—	460	80	410
Internationale Institutionen . . .	1971	70	60	—	30	30	130	—	1 480
	1972	250	210	10	90	110	460	—	1 860
	1973	270	240	20	—	220	410	—	1 720
Insgesamt begebene Anleihen.	1971	2 240	1 520	860	270	390	3 760	300	3 350
	1972	3 860	2 630	1 240	480	910	6 490	1 220	4 230
	1973	2 390	1 700	990	190	520	4 090	620	4 460

¹ Anleihen mit ursprünglichen Laufzeiten von fünf Jahren und darüber, aber ohne Bankkredite, Kreditlinien und Anlagemöglichkeiten. ² Einschließlich der privat platzierten nichtmarktfähigen Schuldscheindarlehen. ³ Einschließlich Anleihen mit abtrennbaren Aktienbezugsrechten. ⁴ Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika. ⁵ Einschließlich geringer von osteuropäischen Ländern begebener Beträge.

um \$ 600 Mio. auf \$ 980 Mio. ab, aber die in der Schweiz begebenen Schweizer-Franken-Emissionen stiegen um \$ 510 Mio. auf \$ 1 530 Mio. Der größte Teil dieser Zunahme entfiel auf Privatplazierungen von Schuldscheindarlehen. Die DM-Emissionen, die wegen der viel höheren Renditen für deutsche Inlandsanleihen fast ausschließlich von Gebietsfremden übernommen wurden, zeigten mit \$ 560 Mio. wenig Veränderung.

Die Malaise des Euroanleihemarkts in der Berichtsperiode beruhte weitgehend auf vier teilweise zusammenhängenden Faktoren: den Wechselkursunsicherheiten, der wachsenden Besorgnis über die Inflation, dem steilen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze und der Anziehungskraft des Eurogeldmarkts. Die Unbeständigkeit am Devisenmarkt wurde besonders bis Sommer 1973 spürbar, als die Nachfrage nach Eurodollarobligationen wegen des Mangels an Vertrauen in den Dollar versiegt. Das durchschnittliche monatliche Emissionsvolumen machte in dieser Zeit nur ein Viertel dessen aus, was im Zeitraum Oktober 1972–Januar 1973 verzeichnet worden war, als der Markt bezüglich des Dollars und der amerikanischen Antiinflationspolitik optimistisch gewesen war. Die Lage wurde durch den besonders starken Anstieg der Eurodollarsätze erschwert, die das erstmalig seit Anfang 1970 die Euroanleiherenditen übertrafen. Das war ein weiterer Anreiz für die Anleger, ihre Mittel auf die kurzfristigen Märkte umzudirigieren. Die etwas ungewöhnliche Situation, daß die Euroanleiherenditen stiegen, aber gleichzeitig hinter den kurzfristigen Sätzen zurückblieben, wirkte sich für den Sekundärmarkt besonders nachteilig aus. Händler, die ihre Bestände an Obligationen vor allem über den Eurogeldmarkt finanzieren, wurden bei ihren Anlagen nicht



nur mit Kapitalverlusten konfrontiert, sondern konnten sie auch nur auf Kosten erheblicher Zinsverluste durchhalten. Die daraus resultierende Schwäche am Sekundärmarkt war ein zusätzlicher Faktor, der das Interesse der Anleger an Neuemissionen verringerte.

Man hätte erwarten können, daß das, was dem Dollar schadet, für andere Währungen — vor allem die Deutsche Mark — von Nutzen wäre und daß die den Dollaranleihen vorenthaltenen Mittel auf den Nichtdollar-Teilmarkt des Euroanleihemarkts gelangen würden. Doch das geschah nur in sehr geringem Umfang. Obwohl von Februar bis Juni das durchschnittliche monatliche Volumen der Nichtdollaremissionen gut gehalten wurde, belief es sich doch nur auf 80% des Durchschnitts von 1972 und konnte so den scharfen Rückgang bei den Dollaremissionen nicht ausgleichen. Einer der Hauptgründe hierfür war das Zögern der Kreditnehmer, sich in starken Währungen zu verschulden. Zudem begannen die Renditen der Nichtdollaranleihen, besonders die der DM-Anleihen, nachdem sie in den Vormonaten etwas zurückgegangen waren, im Mai sehr stark zu steigen. Das war vor allem auf den Anstieg der Inlandszinssätze zurückzuführen, der sich aus der verstärkten Antiinflationpolitik ergab. Die potentiellen Kreditnehmer wurden folglich nicht nur durch das Kursrisiko, sondern auch durch die sehr hohen Zinskosten abgehalten, so daß im Zeitraum Juli–August der Monatsdurchschnitt an Nichtdollaremissionen auf weniger als 30% des Durchschnitts von 1972 zurückfiel.

Die Verschärfung der italienischen Kapitalausfuhrbeschränkungen im Juli entzog dem Markt den größten Teil der italienischen Anleger, die bis dahin eine der wichtigsten der verbliebenen Quellen von Nichtbankengeldern gewesen waren. Andererseits profitierte ab September der Euroanleihemarkt, besonders der Dollarteilmarkt, von dem leicht verbesserten Klima am Devisenmarkt und dem vorübergehenden leichten Sinken der Inlandszinssätze. Das monatliche Durchschnittsemissionsvolumen verstärkte sich von nur \$130 Mio. im Juli und August auf \$340 Mio. in der Dreimonatsperiode September–November. Daß dieses Emissionsvolumen nichtsdestoweniger viel bescheidener war als während der letzten Monate von 1972 und im Januar 1973 — einer Periode ähnlicher Dollarstärke —, lag vor allem am Inflationsausblick, der sich seit Anfang 1973 zunehmend verschlechtert hatte. In Anbetracht der Ungewissheiten bezüglich der künftigen Preisentwicklung wollten die Kreditgeber ihre Gelder zu Zinssätzen, die nominell wohl hoch, real aber recht niedrig oder gar negativ waren, nur ungern bereitstellen. Sie zogen es vor, sie in liquider Form am Eurogeldmarkt anzulegen, wo die Renditen sogar höher waren. Gleichzeitig zögerten auch die Kreditnehmer, sich zu Zinssätzen zu verschulden, die — sollte der Kampf gegen die Inflation erfolgreich sein — sich real als zu hoch herausstellen würden. Sie nahmen deshalb lieber Kredite zu höheren, aber flexiblen Zinssätzen am Eurogeldmarkt auf. Die hohen Zinsen und die Ungewissheiten bezüglich der Inflation trugen auch zur schwachen Verfassung der Aktienmärkte bei. Folglich konnten auch Wandelanleihen, die den Anlegern normalerweise einigen Schutz gegen Inflation bieten und gleichzeitig die Kreditnehmer in die Lage versetzen, die hohen Zinssätze zu umgehen, dem Euroanleihemarkt keine große Erleichterung bringen. Im Gegenteil, ihr Anteil am Gesamtemissionsvolumen verringerte sich von 19% 1972 auf nunmehr 15%.

Im Herbst 1973 führte die neue Ölpreissituation zu einer weiteren Verschlechterung der Inflationsaussichten und erweckte neuerliche Wechselkursunsicherheiten. Das

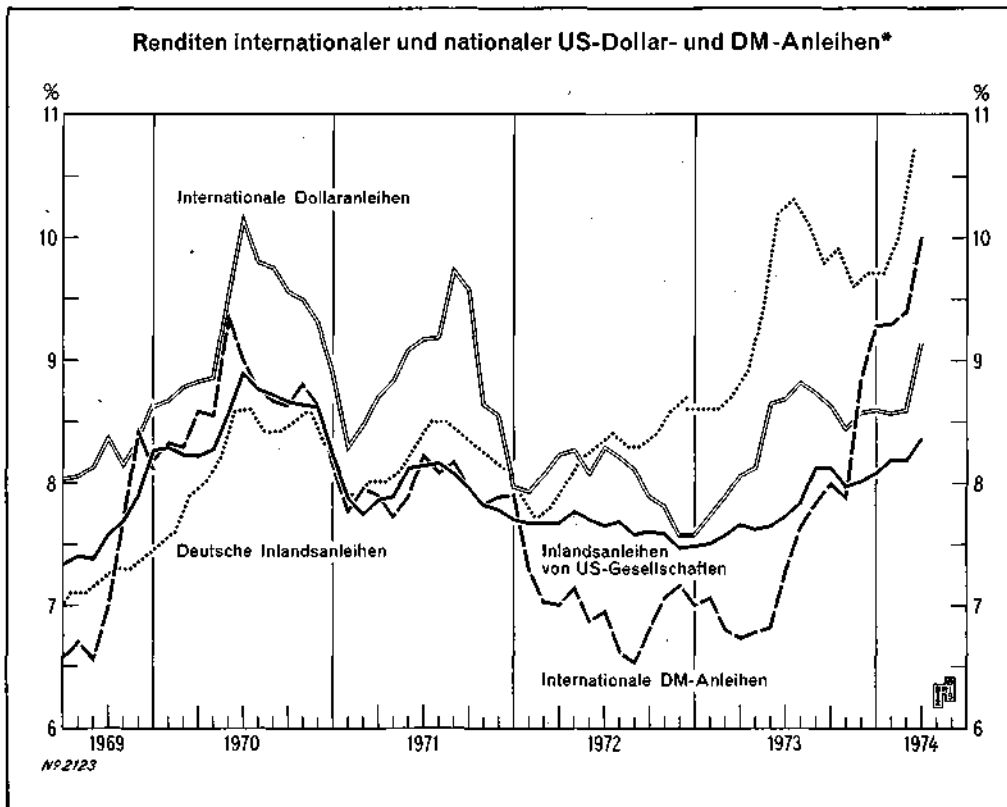
Emissionsvolumen verringerte sich im Dezember auf \$70 Mio. und erreichte in den ersten drei Monaten 1974 durchschnittlich nur \$210 Mio. Anders als in der ersten Hälfte 1973 war es nun der Nichtdollar-Teilmarkt, der besonders hart getroffen wurde, weil der Dollar in den letzten Monaten von 1973 sehr fest war und die Renditen von Inlandsanleihen stark anzogen. Bei Anleihen, die auf zusammengesetzte Rechnungseinheiten lauteten, kam es zu einer gewissen Belebung, aber bei den einzelnen Nichtdollarwährungen war die Emissionstätigkeit sehr schwach, so daß der Anteil der Dollaremissionen während dieses Viermonatszeitraums 73% ausmachte. Aber der Wegfall der amerikanischen Zinsausgleichssteuer, die neuerliche Dollarschwäche an den Devisenbörsen und vor allem der erneute Anstieg der Eurodollarraten versetzten dem Dollaranleihemarkt zusätzliche Schläge, so daß die Neuemissionen im April auf \$40 Mio. zurückgingen.

Betrachtet man das Jahr 1973 insgesamt, so sanken die Dollaremissionen um \$1 470 Mio. auf \$2 390 Mio., die DM-Emissionen um \$250 Mio. auf \$990 Mio. und die Anleihen in anderen Währungen und verschiedenen Rechnungseinheiten um \$680 Mio. auf \$710 Mio. Das schwache Abschneiden der Nichtdollaremissionen (ausgenommen Deutsche Mark) im Jahr 1973 — ihr Anteil am Gesamtvolumen verringerte sich von 21% auf 17% — war vor allem dem Rückgang der Emissionen in holländischen Gulden und französischen Franken zuzuschreiben. Wie im Falle der Deutschen Mark hielten sich die Emissionen in diesen Währungen in der Zeit März–Juni recht gut, gingen jedoch in der zweiten Jahreshälfte scharf zurück. Andererseits konnte aber die Begebung von Anleihen, die auf zusammengesetzte Rechnungseinheiten lauten, etwas an Boden gewinnen. Sie erhöhten sich von nur \$30 Mio. 1972 auf \$170 Mio. im vergangenen Jahr. Ein Teil dieser Zunahme war der Einführung einer neuen Rechnungseinheit, der Eurco, zuzuschreiben, deren Kurswert auf einem gewichteten Korb aller EWG-Währungen basiert.

Dramatischer als die Änderungen in der Währungsstruktur des Marktes waren die Verschiebungen in der relativen Bedeutung einzelner Schuldnergruppen. Hervorstechendstes Merkmal war 1973 der Rückgang des Emissionsvolumens amerikanischer Kreditnehmer von \$2 030 Mio. auf \$830 Mio. Drei Hauptfaktoren bestimmten diesen steilen Rückgang: die Verteuerung der Euroanleihefinanzierung im Vergleich zu den amerikanischen inländischen Anleiheätzen; die enttäuschende Verfassung des amerikanischen Aktienmarktes, die dazu beitrug, daß die Begebung von Eurowandelanleihen durch amerikanische Kreditnehmer von \$1 070 Mio. auf \$360 Mio. schrumpfte; und die amtliche Bekanntmachung vom Februar 1973, daß die Zinsausgleichssteuer und die Beschränkungen der Kreditgewährung an Ausländer schrittweise bis spätestens Ende 1974 auslaufen würden. Im Jahr 1974 ist bisher von amerikanischen Kreditnehmern nur eine Anleihe begeben worden, und dies geschah, bevor die amerikanischen Maßnahmen zur Beschränkung der Kapitalabflüsse Ende Januar endgültig aufgehoben worden waren.

Die Anleiheemissionen westeuropäischer Kreditnehmer verringerten sich nur um \$430 Mio. auf \$2 060 Mio., so daß damit ihr Anteil am Gesamtvolumen von 38% auf 50% stieg. Auf europäische supranationale Institutionen entfallen weitere 10%. Der größte Einzelbetrag wurde mit \$970 Mio. (\$180 Mio. mehr als 1972) von Großbritannien aufgenommen, wo Auslandskreditaufnahmen aus Zahlungsbilanzgründen

ermutigt wurden. Dagegen fiel der Rückgriff auf die Euroanleihefinanzierung seitens skandinavischer Länder von \$790 Mio. auf \$310 Mio. zurück. Die Emissionen „sonstiger Industrieländer“ schrumpften von \$600 Mio. auf \$140 Mio. und die von Entwicklungsländern von \$540 auf \$430 Mio.



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

Was die Zinsentwicklung betrifft, so begannen die Renditen für Eurodollaranleihen, nach dem Rückgang in der zweiten Hälfte von 1972, im Jahr 1973 mit leicht über 7¼%. Im Februar jedoch ließ der Zusammenbruch des Vertrauens in den Dollar die Zinssätze steigen, und im Juli erreichten die Renditen einen Gipfel von etwa 8¼%. Gleichzeitig vergrößerte sich der Zinsaufschlag zu den amerikanischen inländischen Industrieanleihen, der sich Ende 1972 bis auf 1/8% ermäßigt hatte, auf nahezu 1 Prozentpunkt. Während des gleichen Zeitraums bewegten sich jedoch die Renditen für Eurodollaranleihen von etwa 2 Prozentpunkten über den Dreimonats-Eurodollar-sätzen auf durchschnittlich 2 Prozentpunkte darunter. Die Erholung des Dollars führte in der zweiten Hälfte von 1973 zu einer mäßigen Abwärtsbewegung der Renditen für Eurodollaranleihen, aber mit verschlechterten Inflationsaussichten, neuerlichen Wechselkursungewißheiten und der Schwäche der Sekundärmärkte stiegen die Renditen von 8½% im Januar 1974 auf über 9% im April und im Mai.

Infolge der Flucht aus dem Dollar ermäßigten sich die Renditen der Euro-DM-Anleihen von etwa 7% Anfang 1973 auf 6¼% im März. Damit lagen sie um etwa

2 Prozentpunkte niedriger als die bei deutschen Inlandsanleihen erzielbaren Renditen. Der sehr starke Anstieg der deutschen Zinssätze in der Zeit von März bis Juli zog dann auch die Euro-DM-Anleiherenditen mit, obwohl sich ihr Abstand zu den Renditen der deutschen Inlandsanleihen zeitweise bis auf 3% erweiterte. Von August an begannen die Renditen deutscher Inlandsanleihen nachzugeben, aber unter dem Eindruck eines sich festigenden Dollars und der Mutmaßungen über einen Abbau der deutschen Kapitaleinfuhrbeschränkungen setzten die Renditen der Euro-DM-Anleihen ihren steilen Anstieg fort und erreichten am Ende des Jahres $9\frac{1}{4}\%$. Bei diesem Niveau überschritten sie erstmals seit Anfang 1967 die Renditen für Eurodollaranleihen, während der Zinsabschlag zu den deutschen Inlandsanleihen sich auf weniger als $\frac{1}{2}\%$ verringert hatte. Anfang 1974 brachte der neuerliche Anstieg der langfristigen Zinssätze in Deutschland auch eine weitere Erhöhung der Euro-DM-Anleiherenditen; im März überschritten sie 10% und standen damit $3\frac{1}{2}\%$ höher als ein Jahr zuvor — ein ungewöhnlich starker Anstieg in einem Markt für langfristige Anleihen.

VI. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit

Auch im vergangenen Jahr blieb die Bank aktiv an der Förderung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken beteiligt. Über die regelmäßigen Sitzungen der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppen-Länder und der Schweiz sowie der Mitglieder des Verwaltungsrats hinaus kamen in der Bank periodisch Zentralbankexperten zu Besprechungen über Fragen der Gold- und Devisenmärkte und des Eurogeldmarkts sowie zu Arbeits- und Informationssitzungen über andere die Zentralbanken interessierende wirtschaftliche, monetäre, technische und juristische Themen zusammen. Die Sitzungen über technische Fragen behandelten eine ganze Reihe von Punkten, die die Entwicklung der elektronischen Datenverarbeitung bei Zentralbanken betreffen. Die Zentralbanken tauschten hierbei nicht nur Informationen und Erfahrungen über den Einsatz von Computer-Hardware und -Software aus, sondern erörterten auch so verschiedene Themen wie die Entwicklung gemeinsamer Normen, die Errichtung einer Datenbank zur Speicherung monetärer und wirtschaftlicher Informationen für die Zentralbanken und die Einrichtung einer automatischen Speichervermittlung und anderer elektronischer Systeme für den internationalen Mitteltransfer.

Ferner hat die Bank als Beobachter an den Arbeiten des im September 1972 errichteten Ausschusses des Gouverneursrates des Internationalen Währungsfonds für die Reform der internationalen Währungsordnung und damit zusammenhängende Fragen (Zwanziger-Ausschuß) teilgenommen. Sie ist in den Minister- und Stellvertreter-Sitzungen dieses Ausschusses vertreten und war an der Tätigkeit einer von dem Ausschuß eingesetzten Studiengruppe für Interventionen und Saldenausgleich beteiligt. Am 21. Januar 1974 erhielt die Bank vom Internationalen Währungsfonds den Status als Inhaber von Sonderziehungsrechten zugesprochen, wodurch sie als erstes Nichtmitglied in die Lage versetzt wurde, Sonderziehungsrechte zu erwerben, zu besitzen und zu verwenden.

Die Bank stellte auch weiterhin das Sekretariat für den Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und für den Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit sowie für deren Unterausschüsse und Expertengruppen, unter denen insbesondere zu nennen sind: der Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten, eine Gruppe für die technischen Fragen der Währungsintegration (Wechselkurssystem der Gemeinschaft, Zusammenlegung der Reserven usw.), eine Gruppe für die periodische Überprüfung der Entwicklung des Geldvolumens in den Mitgliedstaaten und eine Gruppe „Personalstatut des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit“.

Diese Komitees, die im allgemeinen in Basel zusammentreten, hielten 1973/74 in regelmäßigen Abständen eine große Zahl von Sitzungen ab. Sie befaßten sich insbesondere mit der Funktionsweise des Systems der festen Bandbreiten zwischen den Währungen der EWG-Länder, der Anpassung der bestehenden Systeme kurzfristiger

Kreditgewährung zwischen EWG-Zentralbanken, den Bedingungen für eine schrittweise Zusammenlegung der Reserven, der Goldfrage und der Inflationsbekämpfung.

Seit August 1964 erfüllt die Bank ferner den von den Ministern der Zehnergruppe erteilten Auftrag, die Finanzierung von Zahlungsbilanzüberschüssen und -defiziten der Zehnergruppen-Länder statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer der Gruppe sowie den Zahlungsbilanzausschuß (Arbeitsgruppe 3) der OECD entsprechend zu informieren. Ferner fungiert die Bank nach wie vor als Agent der OECD für die Durchführung des Währungsgarantieabkommens, das achtzehn europäische Zentralbanken am 1. Januar 1973 unmittelbar nach Beendigung des Europäischen Währungsabkommens abgeschlossen hatten. Darüber hinaus hat die Bank wie in den Vorjahren als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die Eurogeldmarktstatistik geführt sowie auch an anderen Arbeiten der Zehnergruppe und der OECD mitgewirkt.

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1974 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

* * *

Die Bilanzsumme vom 31. März 1974 erreichte den höchsten jemals am Ende eines Geschäftsjahres verzeichneten Stand von Fr. 31 615 466 191.
Die Vorjahressumme war Fr. 25 249 615 031.
Die Erhöhung um Fr. 6 365 851 160, oder 25 %, war größer als die Abnahme um 14 % im vorangegangenen Geschäftsjahr. Von dieser Erhöhung sind allerdings fast Fr. 500 Mio. auf die Aufwertung der Deutschen Mark um 5 ½ % im Juni 1973 und auf die effektive Höherbewertung anderer Währungen, vor allem des Schweizer Frankens, zurückzuführen.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent
1965	7 850	+ 2 072	+ 36
1966	7 882	+ 32	—
1967	8 232	+ 350	+ 4
1968	12 041	+ 3 809	+ 46
1969	14 643	+ 2 602	+ 22
1970	20 699	+ 6 056	+ 41
1971	23 856	+ 3 157	+ 15
1972	29 362	+ 5 506	+ 23
1973	25 250	— 4 112	— 14
1974	31 615	+ 6 365	+ 25

* „Franken“ (abgekürzt: Fr.) ohne nähere Angaben bedeutet in diesem Kapitel stets Goldfranken (zu 0,290 322 58 ... g Feingold – Artikel 4 der Statuten). Die Umrechnung der bilanzierten Währungsposten in Goldfranken erfolgte beim US-Dollar über die amtliche Parität von US-\$ 42,22 je Unze Feingold, bei den gemeinsam schwankenden Währungen über den Leitkurs und bei den übrigen Währungen über den mittleren Marktkurs gegenüber dem US-Dollar vom 28. März 1974.

In der Bilanz sind nicht enthalten: die für Zentralbanken und andere Deponenten verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere; die Werte (Bankguthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere), die die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen verwaltet oder verwahrt; das für Rechnung Dritter verwahrte Gold (am Ende des Geschäftsjahres Fr. 1 014 Mio., verglichen mit Fr. 931 Mio. an seinem Beginn).

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
Millionen Franken				
1965	151	7 417	282	7 850
1966	151	7 449	282	7 882
1967	151	7 764	317	8 232
1968	170	11 548	323	12 041
1969	200	14 133	310	14 643
1970	463	20 060	176	20 699
1971	539	23 086	231	23 856
1972*	754	28 401	207	29 362
1973*	849	24 179	222	25 250
1974*	967	30 378	270	31 615

* Nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr.

A. Eigene Mittel

a) Eingezahltes Kapital

Fr. 300 703 125

Das genehmigte Kapital ist unverändert geblieben, ebenso das begebene Kapital, das aus 481 125 zu 25% eingezahlten Aktien besteht.

b) Reserven

1. Gesetzlicher Reservefonds

Fr. 30 070 313

Dieser Fonds veränderte sich gegenüber dem 31. März 1973 nicht, da er bereits damals den in Artikel 51 Ziffer 1 der Statuten festgelegten Höchstbetrag von 10% des eingezahlten Kapitals erreicht hatte.

2. Allgemeiner Reservefonds

nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 56,8 Mio. aus dem Reingewinn von 1973/74 Fr. 309 447 193,1
verglichen mit vorher Fr. 252,6 Mio. Diese statutarische Zuführung bringt den Fonds auf einen Betrag, der das eingezahlte Kapital übersteigt, womit sich gemäß Artikel 51 Ziffer 4 der Statuten der Prozentsatz der Dotierung verringert hat.

3. Besonderer Dividenden-Reservefonds

Fr. 75 175 781

Dieser Fonds zeigte gegenüber dem Vorjahr keine Veränderung, da er bereits 1973 den gemäß Artikel 51 Ziffer 5 der Statuten höchstmöglichen Betrag von einem Viertel des eingezahlten Kapitals erreicht hatte.

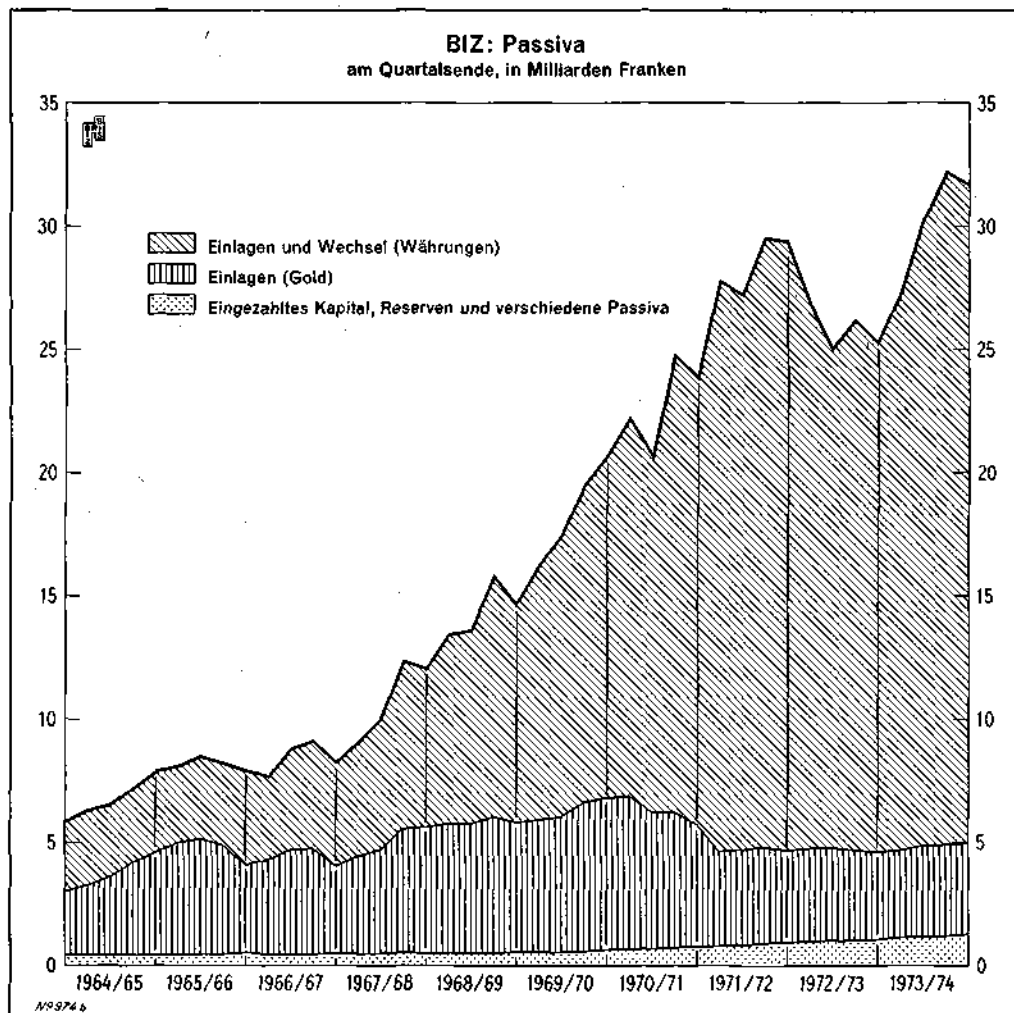
4. Freier Reservefonds

nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 61,2 Mio. aus dem Reingewinn von 1973/74
Fr. 251 518 200,
verglichen mit Fr. 190,3 Mio. am 31. März 1973.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1973/74 betragen die gesamten Reserven der Bank somit
Fr. 666 211 487,
verglichen mit Fr. 548,2 Mio. zu Beginn des Geschäftsjahres (Erhöhung: Fr. 118 Mio.).

c) Verschiedenes
Fr. 140 464 707,
verglichen mit Fr. 101,7 Mio.; das ist eine Erhöhung um Fr. 38,8 Mio.

d) Rückstellung für Bauvorhaben
Fr. 103 251 698,
verglichen mit Fr. 92,9 Mio. Der Zuwachs von Fr. 10,4 Mio. ergibt sich aus



einer Kursdifferenz von Fr. 6,8 Mio. und einer zusätzlichen Dotation von Fr. 15 Mio. gemäß Verwaltungsratsbeschluß, abzüglich Fr. 11,4 Mio. für Aufwendungen.

e) Gewinn- und Verlustrechnung (vor Gewinnverteilung) Fr. 145 063 281.

Diese Zahl ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1973/74. Er übertrifft den Reingewinn des Vorjahres (Fr. 122,1 Mio.) um Fr. 23 Mio., liegt jedoch knapp unter dem Reingewinn für das Geschäftsjahr 1971/72, der Fr. 148,8 Mio. erreichte. Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns von 1973/74, auf die bereits mehrfach im Zusammenhang mit den Reserven Bezug genommen worden ist, sind in Abschnitt 7 dieses Kapitels enthalten; sie sehen insbesondere die Verwendung von Fr. 27 063 281 für die am 1. Juli 1974 zu zahlende Dividende vor.

B. Fremde Mittel

BIZ: Herkunft der Fremdmittel

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1973	1974	
	Millionen Franken		
Einlagen von Zentralbanken	23 086	28 809	+ 5 723
Einlagen von anderen Einlegern	578	1 017	+ 439
Wechsel	515	552	+ 37
Zusammen	24 179	30 378	+ 6 199

Alle drei Fremdmittelkategorien haben zugenommen. Die Erhöhung der Einlagen von Zentralbanken, die hauptsächlich Dollardepositen betrifft, war sowohl absolut als auch relativ (+ 25 %) sehr beträchtlich und Hauptursache der Bilanzausweitung. Der Zuwachs der Mittel von anderen Einlegern war vor allem prozentual groß (+ 76 %). Die leichte Zunahme des Betrages der Wechsel, die sämtlich auf Schweizer Franken lauten, geht ausschließlich auf die Höherbewertung dieser Währung gegenüber dem Goldfranken im Laufe des Geschäftsjahres zurück.

Die Quote jeder dieser drei Kategorien an den gesamten Fremdmitteln hat sich während des Geschäftsjahres kaum wesentlich verändert, wobei die erste mit 95 % nach wie vor eindeutig überwiegt.

BIZ: Laufzeit und Sachkategorien 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
	1973	1974		1973	1974		1973	1974	
Millionen Franken									
Auf Sicht	3 270	2 651	— 419	384	147	— 237	—	—	—
Bis zu 3 Monaten	239	244	+ 5	17 202	22 691	+ 5 489	—	—	—
Mehr als 3 Monate	17	614	+ 597	2 552	3 279	+ 727	515	552	+ 37
Zusammen	3 526	3 709	+ 183	20 138	26 117	+ 5 979	515	552	+ 37

a) Goldeinlagen

Fr. 3 709 052 503,

verglichen mit Fr. 3 526 Mio. am 31. März 1973. Die Erhöhung beträgt somit Fr. 183 Mio. oder 5%, wodurch der vorjährige Rückgang von Fr. 174 Mio. ausgeglichen wurde. Sie geht auf die Entwicklung der Goldeinlagen von mehr als drei Monaten zurück, die u.a. damit zusammenhing, daß die Bank neue Möglichkeiten hatte, Gold ertragbringend zu verwenden. Zum selben Zweck wurden Sichtdepositen in Termineinlagen umgewandelt, was ebenfalls zum starken Wachstum der mehr als dreimonatigen Einlagen beitrug und den Rückgang der Sichteinlagen erklärt. Damit hat sich die in den letzten Jahren eingetretene Entwicklung umgekehrt, die die Bank veranlaßt hatte, die befristeten Goldeinlagen schrittweise zu reduzieren.

b) Währungseinlagen

Fr. 26 117 228 422,

gegenüber Fr. 20 138 Mio. am 31. März 1973. Die kräftige Erhöhung um Fr. 5 979 Mio. oder 30% glich den vorjährigen Rückgang von Fr. 4 079 Mio. reichlich aus. Sie betraf fast ausschließlich befristete Einlagen mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten. Doch auch der Rückgang der Sichteinlagen und die Zunahme der Einlagen von mehr als drei Monaten waren prozentual bedeutend (-62% bzw. +28%).

c) Wechsel

Fr. 551 490 968,

verglichen mit Fr. 515 Mio. am 31. März 1973.

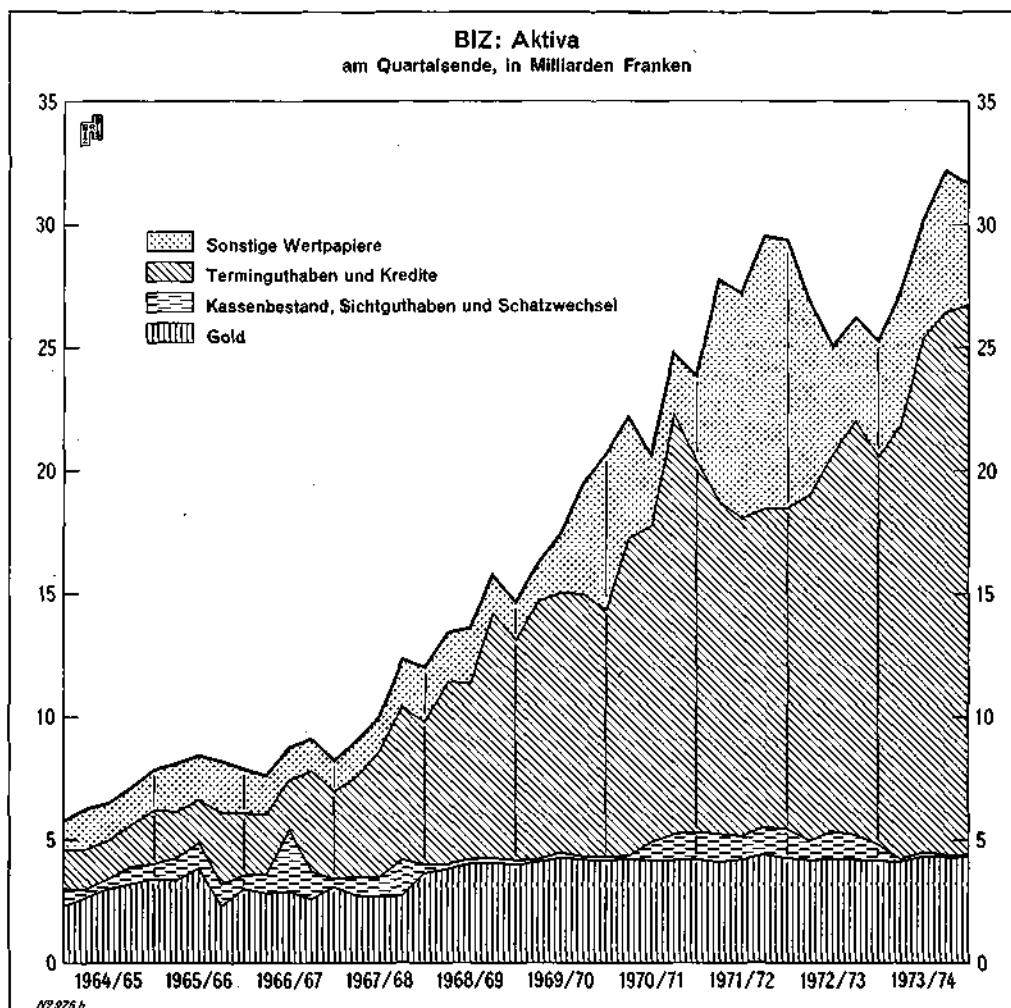
Am Beginn des Geschäftsjahres bestanden die gesamten Fremdmittel zu 15% aus Goldeinlagen, zu 83% aus Währungseinlagen und zu 2% aus Wechseln. Am 31. März 1974 waren die entsprechenden Anteile 12 bzw. 86 und 2%. Damit dominieren die Währungsmittel nun noch mehr als vorher.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach *Sachkategorien* zusammengestellt.

BIZ: Struktur der wichtigsten Aktiva

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1973	1974	
	Millionen Franken		
Kassenmittel			
Gold	4 126	4 332	+ 206
Währungen	84 4 210	47 4 379	- 37 + 169
Schatzwechsel			
Währungen	596	8	- 588
Terminguthaben und Kredite			
Gold	2	71	+ 69
Währungen	15 742 15 744	22 242 22 313	+ 6 500 + 6 569
Sonstige Wertpapiere			
Währungen	4 638	4 889	+ 251
Zusammen			
Gold	4 128	4 403	+ 275
Währungen	21 060 25 188	27 186 31 589	+ 6 126 + 6 401



a) Gold

Fr. 4 331 647 919,

verglichen mit Fr. 4 126 Mio. am 31. März 1973. Der Goldbestand — ausschliesslich Goldbarren — hat sich damit durch neue Einlagen sowie durch einen Teil des nach dem Fälligwerden von Gold-Devisen-Swaps freigewordenen Goldes um Fr. 206 Mio. erhöht. Gold für Fr. 761 Mio. war im Zusammenhang mit erhaltenen Einlagen verpfändet (vgl. Anmerkung 3 zur Bilanz).

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken

Fr. 47 239 352,

verglichen mit Fr. 84 Mio. am 31. März 1973. Die Abnahme von Fr. 37 Mio. ist zum Teil durch den Rückgang der Währungseinlagen auf Sicht bedingt.

c) Schatzwechsel

Fr. 8 443 903,

verglichen mit Fr. 596 Mio. am 31. März 1973. Die Verminderung auf einen unbedeutenden Betrag beruht darauf, daß ein wesentlicher Teil dieser Papiere fällig geworden ist und nicht in gleicher Form verlängert werden konnte.

d) Terminguthaben und Kredite

Fr. 22 312 572 729,

verglichen mit Fr. 15 744 Mio. am 31. März 1973. Das ist eine Erhöhung um Fr. 6 569 Mio. Die Goldkomponente dieser Kategorie ist von Fr. 2 Mio. auf Fr. 71 Mio. gestiegen, da die Bank einen Teil des Goldes, das sie durch das oben erwähnte Fälligwerden von Gold-Devisen-Swaps zurückerhielt, befristet wiederanlegte. Die Währungskomponente erhöhte sich kräftig von Fr. 15 742 Mio. auf Fr. 22 242 Mio., also um Fr. 6 500 Mio., da die Bank ihre Devisenanlagen auf verschiedenen Märkten — insbesondere dem amerikanischen — in oft beträchtlichem Umfang ausweitete.

e) Sonstige Wertpapiere

Fr. 4 889 378 554,

verglichen mit Fr. 4 638 Mio. am 31. März 1973. Der Zuwachs dieser Bestände um Fr. 251 Mio. beruht im wesentlichen auf dem Erwerb von Depositenzertifikaten und Bankakzepten auf dem amerikanischen Markt, während andererseits auf europäische Währungen lautende Papiere fällig wurden.

BIZ: Laufzeit der „Terminguthaben und Kredite“
und der „Sonstigen Wertpapiere“

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1973	1974	
	Millionen Franken		
Bis zu 3 Monaten	15 063	21 967	+ 6 904
Mehr als 3 Monate	5 319	5 235	— 84
Zusammen	20 382	27 202	+ 6 820

f) Verschiedenes

Fr. 26 183 733,

verglichen mit Fr. 62 Mio. am 31. März 1973 (Abnahme: Fr. 36 Mio.).

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen positiven Saldo (zu erhaltendes Gold) von Fr. 2 979 720, verglichen mit Fr. 95 Mio. zu Beginn des Geschäftsjahres. Die Verringerung beträgt somit Fr. 92 Mio. Sie beruht auf dem schon erwähnten Fälligwerden von Gold-Devisen-Swaps, in deren Rahmen Termingold zurückgekauft wurde.

* * *

Das Geschäftsvolumen der Bank hat sich 1973/74 parallel zur Entwicklung der Bilanz und des Gewinns ausgeweitet und einen sehr großen Umfang erreicht.

3. Die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

In Übereinstimmung mit den bestehenden Vereinbarungen war die Bank im Berichtsjahr weiterhin als Treuhänder für die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegebenen neuen Schuldverschreibungen der

Deutschen Äußerer Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe), die nun sämtlich getilgt sind, sowie der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig.

Das Finanzjahr 1973/74 der Young-Anleihe ging am 1. Juni 1974 zu Ende. Die Zinsen für das Finanzjahr im Gegenwert von rund Fr. 26,8 Mio. wurden der Bank ordnungsgemäß gezahlt und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Die Tilgung von Konversionsschuldverschreibungen für das Finanzjahr 1973/74 erfolgte ausschließlich durch Käufe am Markt. Alle ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen wurden am 1. Dezember 1972 getilgt. Die Endfälligkeit für die Konversionsschuldverschreibungen ist der 1. Juni 1980.

Die Frage, ob die im Londoner Abkommen enthaltene Währungsgarantie für die Young-Anleihe im Falle der Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969 anwendbar ist, wurde im Mai 1971 dem im Abkommen vorgesehenen Schiedsgerichtshof unterbreitet; das Schiedsverfahren läuft. Die später entstandene Frage, ob im Falle der Freigabe des Wechselkurses verschiedener Emissionswährungen und der Einführung — und in gewissen Fällen späteren Änderung — von Leitkursen für bestimmte von ihnen die Währungsgarantie anwendbar ist, wurde von der Bank den Regierungen der Länder unterbreitet, in denen Schuldverschreibungen ausgegeben worden sind.

Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)
Konversionsschuldverschreibungen

Ausgabe	Währung	Einlösungswert*			
		Ausgegebene Schuld- verschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1972/73	1973/74	
Amerikanische . . .	\$	67 003 000	14 656 000	1 583 000	50 764 000
Belgische	bfr	202 869 000	43 287 000	4 160 000	155 422 000
Britische	£	20 665 500	4 393 400	406 000	15 866 100
Deutsche	DM	14 509 000	3 027 000	282 000	11 200 000
Französische	ffr	501 834 000	107 238 000	10 574 000	384 022 000
Niederländische . .	hfl	52 578 000	10 994 000	1 071 000	40 513 000
Schwedische	skr	92 780 000	19 746 000	2 017 000	71 017 000
Schweizerische . . .	sfr	58 392 000	12 316 000	1 147 000	44 929 000

* Einlösungswert am 1. Mai 1974 gemäß den Bestimmungen des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953, jedoch ohne Berücksichtigung der Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969, der Wechselkursfreigabe und der Einführung — und in bestimmten Fällen späteren Änderung — von Leitkursen für verschiedene Emissionswährungen.

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.

Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuld- verschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959 bis 1972	1973	
Amerikanische	\$	1 667 000	1 095 000	97 000	475 000
Britisch-niederländische	£	856 600	543 900	47 500	265 200
Schweizerische	sfr	7 102 000	3 943 000	376 000	2 783 000

4. Die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

In der folgenden Tabelle sind die ausstehenden Beträge der von der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl in den Jahren 1954–1961 ausgegebenen gesicherten Anleihen zusammengestellt, für die die Bank gemäß dem von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft abgeschlossenen Pfandvertrag als Pfandhalter fungiert.

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 1974 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten	Regierung der Vereinigten Staaten	\$ 100 000 000	36 100 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	93 600 000	3½	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf und Münster ¹	DM 50 000 000	17 345 600	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	9 360 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	tfr 5 000 000	—	3½	1961
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 ²	786 047	4%	1977
7	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	5 000 000	4%	1974
8	1957	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	2 200 000	5%	1975
9	1957	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 7 000 000	—	5	1962
10	1957	Vereinigte Staaten	Verschiedene Banken	\$ 3 000 000	—	5	1962
11	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	56 337 957	5%	1982
12	1958	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	12 000 000	5	1978
13	1958	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4%	1963
14	1960	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	11 800 000	5%	1980
15	1961	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1963
16	1961	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1964
17	1961	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 3 400 000	—	5	1965
18	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	69 673 305	5%	1986
19	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	26 550 000	4%	1981

¹ Die ursprünglichen Anleihegläubiger waren die Rheinische Girozentrale und Provinzialbank und die Landesbank für Westfalen Girozentrale. Diese beiden Institute fusionierten am 1. Januar 1969 unter der Firma Westdeutsche Landesbank Girozentrale. ² Diese in französischen Franken abgeschlossene Anleihe ist im Jahr 1959 auf Deutsche Mark umgestellt worden. Der ursprüngliche Betrag war 350 000 000 alte französische Franken.

Im Geschäftsjahr 1973/74 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 12 Mio. für Zinsen und von rund Fr. 38 Mio. als Tilgungsbeträge entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 218 Mio. vermindert.

5. Die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit

Seit 1. Juni 1973 wirkt die Bank als Agent des am 6. April 1973 von den EWG-Mitgliedstaaten errichteten Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit. Da der Fonds sich erst in der Anfangsphase seiner Tätigkeit befindet, sind die ihn betreffenden Aufgaben der Bank im wesentlichen buchungstechnischer Natur, und zwar handelt es sich um die Führung der Bücher des Fonds zwecks Erfassung

- der gegenüber dem Fonds entstehenden Verbindlichkeiten und Forderungen der EWG-Zentralbanken aus Interventionen in Währungen der Mitgliedstaaten zur Einhaltung der Bandbreite von 2,25 % oder aus Finanzierungen im Rahmen der Systeme kurzfristiger Kreditgewährung,
- der periodischen Abrechnungen dieser Verbindlichkeiten und Forderungen.

Infolge der angespannten Verhältnisse, die 1973/74 auf den Devisenmärkten herrschten, waren zahlreiche und gelegentlich sehr umfangreiche Interventionen der EWG-Zentralbanken erforderlich, um ihre Währungen in dem üblicherweise als „Schlange“ bezeichneten Schwankungsbereich zu halten.

Im Laufe des Berichtsjahres wechselten die Schuldner- und Gläubigerpositionen unter den fünf — bzw. nach dem Ausscheiden der Bank von Frankreich, die seit 20. Januar 1974 auf ihrem Markt keine Bandbreite mehr aufrechterhält, noch vier — beteiligten Zentralbanken. Ihre Positionen schlugen wiederholt und oft innerhalb sehr kurzer Zeit vollständig um. Diese gegenläufigen Bewegungen waren jedoch nicht gleich groß, so daß die Saldierung insgesamt beträchtliche Verbindlichkeiten und Forderungen ergab, die überdies nur in geringem Ausmaß durch automatische oder freiwillige Kompensation von Schulden und Forderungen mit gleichen oder unterschiedlichen Fälligkeiten reduziert wurden.

Für den Agenten des Fonds bedeutete diese Entwicklung der „Schlange“ eine Zunahme der zu verbuchenden Transaktionen und der anzustellenden Berechnungen (Zinsen, Umrechnungskurse usw.) sowie der zu sammelnden, zu bearbeitenden und zu verteilenden Informationen.

6. Änderung von Artikel 30 der Statuten der Bank

In seiner Sitzung vom 9. April 1974 beschloß der Verwaltungsrat, auf den 10. Juni 1974 eine außerordentliche Generalversammlung zwecks Vornahme einer geringfügigen Änderung von Artikel 30 der Statuten der Bank einzuberufen. Nach Ansicht des Verwaltungsrates könnte dem Interesse der Bank nicht immer auf die bestmögliche Weise gedient sein, wenn die Beschränkung von Artikel 30 aufrechterhalten bliebe, wonach ein Ex-officio-Verwaltungsratsmitglied einen früheren Zentralbankpräsidenten nicht gemäß Artikel 27 Ziffer 2 zum Verwaltungsratsmitglied ernennen kann, wenn dieser einer gesetzgebenden Körperschaft angehört. Der Verwaltungsrat hat sich daher entschlossen, der außerordentlichen Generalversammlung vorzuschlagen, dem Artikel 30 der Statuten der Bank die folgende Neufassung zu geben:

„Mitglieder einer Regierung und Staatsbeamte dürfen nicht zu Mitgliedern des Verwaltungsrates ernannt werden noch das Amt eines solchen bekleiden, sofern sie nicht Präsidenten einer Zentralbank sind; Mitglieder einer gesetzgebenden Körperschaft dürfen nicht zu Mitgliedern des Verwaltungsrates ernannt werden noch das Amt eines solchen bekleiden, sofern sie nicht Präsidenten oder ehemalige Präsidenten einer Zentralbank sind.“

7. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1974 abgelaufene vierundvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 168 212 066 (1972/73: Fr. 136 048 276; 1971/72: Fr. 156 364 072). Dieser beträchtliche Anstieg ist im wesentlichen auf das stark angewachsene Geschäftsvolumen zurückzuführen.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 8 148 785 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und Fr. 15 000 000 der Rückstellung für Bauvorhaben zuzuweisen. Nach Durchführung dieser Beschlüsse verblieb ein Reingewinn von Fr. 145 063 281 (1972/73: Fr. 122 063 281; 1971/72: Fr. 148 832 656). Die Verwendung dieses Betrages wird durch Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 145 063 281 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 18 042 187 zur Zahlung der Vorrangdividende von 6% p. a. (Fr. 37,50 je Aktie);
2. Fr. 9 021 094 — innerhalb des statutarischen Rahmens von 20% des verbleibenden Reingewinns — zur Zahlung der höchstzulässigen Zusatzdividende von 3% p. a. (Fr. 18,75 je Aktie);
3. Fr. 56 813 983 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
4. den Rest des verfügbaren Reingewinns, somit Fr. 61 186 017, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statuten-gemäßen Zweck herangezogen werden.

Wenn diese Vorschläge angenommen werden, wird die Gesamtdividende Fr. 56,25 je Aktie betragen. Sie wird am 1. Juli 1974 in Schweizer Franken an jene Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1974 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Im Interesse der Aktionäre hat der Verwaltungsrat in seiner Sitzung vom Mai 1974 beschlossen, daß, sofern die damalige Devisenmarktlage in bezug auf den Schweizer Franken bis zum Tag der ordentlichen Generalversammlung fortbesteht, die Umrechnung der Dividende in Schweizer Franken auf der Basis der amtlichen Goldparität des Schweizer Frankens vorgenommen wird, d. h. im Verhältnis sfr 1 = 0,217 592 5926 g Feingold. Auf dieser Basis wäre die Dividende mit sfr 75,05 je Aktie zu zahlen, und infolge der Kursdifferenz würde der gesamte Dividendenaufwand den in der Bilanz vom 31. März 1974 hierfür bereits eingesetzten Betrag um rund Fr. 4 Mio. übersteigen. Diese zusätzliche Summe wäre mit den Einkünften der Bank für das Geschäftsjahr 1974/75 zu verrechnen.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung und eine Übersicht über die Veränderung der Rückstellung für Bauvorhaben während des Geschäftsjahres stehen am Schluß dieses Berichtes. Die Bücher der Bank wurden von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft und mit der Bestätigung versehen, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1974 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr sind. Der Bericht der Firma Price Waterhouse & Co. ist der Bilanz angefügt.

8. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Herr Dr. Jelle Zijlstra, dessen Mandat als Vorsitzender des Verwaltungsrates und Präsident der Bank am 30. Juni 1973 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 18. Juni 1973 gemäß Artikel 38 der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis 30. Juni 1976 in beiden Ämtern bestätigt.

Herr Gordon W. H. Richardson übernahm am 1. Juli 1973 von Lord O'Brien of Lothbury das Amt des Gouverneurs der Bank von England und damit ex officio auch dessen Platz im Verwaltungsrat. In der Verwaltungsratssitzung vom 18. Juni 1973 brachte der Vorsitzende den herzlichen und tiefempfundenen Dank aller Verwaltungsratsmitglieder an Lord O'Brien für seine bedeutenden und hervorragenden Leistungen im Dienste der Bank in den sieben Jahren seiner Amtsausübung zum Ausdruck.

Herr Per Åsbrink trat Ende Oktober 1973 von seinem Amt als Gouverneur der Schwedischen Reichsbank zurück und legte gleichzeitig seinen Sitz im Verwaltungsrat der Bank nieder. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. September 1973 dankte der Vorsitzende Herrn Åsbrink für die außerordentlich wertvollen Dienste, die er der Bank während seiner Amtszeit von fast achtzehn Jahren geleistet hat.

Herr Henri Deroy, dessen Verwaltungsratsmandat am 31. Oktober 1973 abgelaufen wäre, wurde gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Olivier Wormser, Gouverneur der Bank von Frankreich, im Oktober 1973 für eine weitere Dreijahresperiode in den Verwaltungsrat berufen. Das Mandat von Herrn Deroy als stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrates, das ebenfalls am 31. Oktober 1973 zu Ende ging, wurde vom Verwaltungsrat in seiner Sitzung vom 13. November 1973 gemäß Artikel 38 der Statuten auf drei weitere Jahre bis 31. Oktober 1976 verlängert.

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Dezember 1973 wurde Herr Krister Wickman, Gouverneur der Schwedischen Reichsbank, gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für die Zeit bis 31. März 1975 in den Verwaltungsrat gewählt.

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Dezember 1973 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Wormser zu seinem Stellvertreter Herrn Henri Koch ernannt hatte, der damit Herrn Marcel Théron ablöste. Der Vorsitzende dankte Herrn Théron für seine während mehr als sechs Jahren geleistete wertvolle Arbeit für die Bank.

Mit großem Bedauern nahm der Verwaltungsrat am 12. März 1974 von seinem Vorsitzenden die Mitteilung entgegen, daß Herr Michael J. Babington Smith beschlossen hatte, seinen Verwaltungsratssitz am 20. Februar 1974 zur Verfügung zu

stellen. Der Vorsitzende würdigte die sehr wertvollen Verdienste, die sich Herr Babington Smith während eines Zeitraums von fast neun Jahren um die Bank erworben hat.

Herr Dr. Edwin Stopper, dessen Verwaltungsratsmandat am 31. März 1974 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 12. März 1974 gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für weitere drei Jahre bis 31. März 1977 in den Verwaltungsrat gewählt. Am Ende des folgenden Monats trat Herr Dr. Stopper jedoch von seinem Amt als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank zurück und gab gleichzeitig sein Verwaltungsratsmandat bei der BIZ auf. In der Verwaltungsratssitzung vom 9. April 1974 dankte der Vorsitzende Herrn Dr. Stopper für sein hervorragendes Wirken im Dienste der Bank während fast acht Jahren. In derselben Sitzung wurde Herr Dr. Fritz Leutwiler, der die Nachfolge von Herrn Dr. Stopper als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank angetreten hatte, gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für die Zeit bis 31. März 1977 in den Verwaltungsrat gewählt.

Herr Donald H. Macdonald, der von der Bank von England im Jahr 1954 zur BIZ gekommen war und deren Direktion seit 1962 angehörte, gab Ende 1973 sein Amt als Chef der Bankabteilung auf. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Dezember 1973 brachte der Vorsitzende Herrn Macdonald den herzlichen Dank und die aufrichtige Anerkennung aller Verwaltungsratsmitglieder für das große Geschick und die besonderen fachlichen Fähigkeiten zum Ausdruck, die der Scheidende bei der Ausübung seiner wichtigen Funktionen stets bewiesen hat. In derselben Sitzung ernannte der Verwaltungsrat Herrn R. T. P. Hall mit Wirkung vom 1. Januar 1974 zum Chef der Bankabteilung. Am 31. Oktober 1973 trat Herr A. Norman Barltrop, Beigeordneter Direktor, der fast zwanzig Jahre lang die Buchhaltungssektion der Bank geleitet hatte, nach mehr als zweiundzwanzigjähriger verdienstvoller Tätigkeit für die Bank in den Ruhestand.

In der Verwaltungsratssitzung vom 8. Januar 1974 teilte der Vorsitzende mit, daß die Bank beschlossen hatte, Herrn Robert Chaptinel zum Stellvertretenden Direktor und Herrn Dr. Karl Schmid zum Beigeordneten Direktor zu befördern. Beide Ernennungen traten am 1. Januar 1974 in Kraft.

In der Verwaltungsratssitzung vom 12. März 1974 gab der Vorsitzende die Beförderung der Herren Roger G. Stevenson und Rémi Gros zu Beigeordneten Direktoren mit Wirkung vom 1. April 1974 bekannt.

* * *

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank Kenntnis vom Ableben von Herrn Dr. Wilhelm Vocke am 19. September 1973 und von Herrn Dr. Rudolf Brinckmann am 2. Januar 1974. Herr Dr. Vocke hatte im Jahr 1929 der deutschen Delegation bei der Konferenz von Baden-Baden angehört, die den Entwurf des Grundgesetzes und der Statuten der Bank ausarbeitete. Von 1930 bis 1939 war er Stellvertreter im Verwaltungsrat und später, als Präsident der Bank deutscher Länder, von 1950 bis Ende 1957 Verwaltungsratsmitglied. Herr Dr. Brinckmann war ebenfalls 1950 in den Verwaltungsrat eingetreten und hatte seine diesbezüglichen Funktionen bis Ende Juli 1970 ausgeübt.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Vor etwa einem Jahr schien den Industriestaaten eine Periode der wirtschaftlichen Anpassung bevorzustehen. Die Produktion wuchs im allgemeinen unhaltbar rasch, die Wirtschaftspolitik hatte in den meisten Ländern aus Gründen der Inflationsbekämpfung eine restriktive Linie eingeschlagen, und das Wechselkurssystem war unter der Last großer Ungleichgewichte im internationalen Zahlungsverkehr zusammengebrochen. Doch dann drückte die Vervierfachung des Rohölpreises durch die Ölstaaten gegen Jahresende dem Wirtschaftsablauf ihren eigenen Stempel auf.

Das rasche Produktionswachstum von 1972 setzte sich noch bis Mitte 1973 fort. In der zweiten Hälfte des Jahres ließ es jedoch nach, und in den meisten Ländern flachte sich die Industrieerzeugung ab. Zunächst war die Verlangsamung mehr von der Liefer- als von der Käuferseite her bedingt. Die Heftigkeit des Booms hatte in vielen Branchen die letzten Kapazitätsreserven aufgezehrt, und auch Rohstoff- und Arbeitskräftemangel wirkten sich als Engpaß aus. Die einzigen Länder, die nach der Jahresmitte noch einen Wachstumsspielraum hatten, dürften die Niederlande und Schweden gewesen sein.

Doch dauerte es nicht lange, bis sich auch die Wirkungen der restriktiven Politik bemerkbar machten. Besonders die Geldpolitik war seit den ersten Monaten des Jahres zunehmend verschärft worden, und in vielen Fällen standen ihr haushaltspolitische Beschränkungen zur Seite. Die Nachfrage nach Gebrauchsgütern schwächte sich ab, und der Wohnungsbau schrumpfte. So schien man nicht mehr weit von dem Ziel entfernt zu sein, das Wachstum der Gesamtnachfrage auf ein besser vertretbares Maß zu verringern.

In diese ziemlich normale konjunkturelle Anpassungsphase platzte dann Mitte Oktober die Ölkrise hinein. Zuerst konzentrierten die Ölstaaten ihre Aktionen auf eine Beschränkung der Förderung, und es sah so aus, als würden ernste Schwierigkeiten bei der Ölversorgung drohen. Dann aber verschob sich der Akzent auf die Erhöhung des Preises, und die Lieferbeschränkungen wurden gelockert. Beides hatte jedoch die Wirkung, die Rezessionstendenzen zu verstärken — vor allem dadurch, daß die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen sowie nach bestimmten Produkten und Leistungen autoabhängiger Branchen merklich nachließ. Die Auswirkungen auf das Produktionsniveau waren bereits im vierten Quartal 1973, doch noch mehr im ersten Quartal des laufenden Jahres deutlich zu spüren. In den Vereinigten Staaten beispielsweise nahm das reale Bruttosozialprodukt im vierten Quartal noch leicht zu, allerdings nur, weil in großem Umfang Lager aufgefüllt wurden; im ersten Quartal 1974 war dann eine echte Schrumpfung zu verzeichnen, die auf Jahresbasis mehr als 6 Prozent erreichte.

Als die Folgen der Ölkrise spürbar wurden, schien eine gewisse Gefahr zu bestehen, daß die Erzeugung in den kommenden Monaten weiter sinken könnte, wenn die — selbst bei verringerten Bezügen — großen Mehraufwendungen für Ölprodukte

Kaufkraft von anderen Bereichen abziehen würden. Diese Möglichkeit wurde für so real gehalten, daß einige Länder begrenzte Maßnahmen ergriffen, um die Nachfrage anzuregen.

Im Laufe des Frühjahrs deuteten die anfallenden Daten jedoch nicht auf eine Vertiefung der Rezession. Die Konjunktur scheint sich im zweiten Viertel des Jahres im Vergleich zum ersten nicht sehr geändert zu haben: die Arbeitslosigkeit ist nicht gewachsen, der Auftragseingang hat sich in den meisten Ländern günstig entwickelt, und es werden jetzt bedeutend mehr Investitionen in Bereichen wie der Energieerzeugung geplant. Andererseits bestehen keine Anzeichen für eine allgemeine Wiederbelebung der Konjunktur.

Trotz der veränderten konjunkturellen Lage hat sich der rasche Auftrieb bei den Preisen unter Führung der Rohstoffe fortgesetzt. War dieser Auftrieb ursprünglich von Übernachfrage und Angebotsengpässen ausgegangen, so wurde er später auch durch die aus dem Zusammenbruch des Wechselkursgefüges resultierende Inflationsmentalität genährt. Gegen Ende des Jahres erhielt er von der gewaltigen Verteuerung des Erdöls einen weiteren Schub. In den Anfangsmonaten von 1974 konzentrierte sich der Preisauftrieb weitgehend auf die Industrierohstoffe, vor allem die Nichteisenmetalle, und am stärksten war er beim Öl.

Das Fieber der Rohstoffhausse hat sich unmittelbar auf die Großhandelspreise übertragen und ist nun dabei, auf die Einzelhandelsstufe überzugreifen. Die Engrospreise sind derzeit in vielen Ländern um 20–25 Prozent und die Verbraucherpreise um 10 und mehr Prozent höher als vor einem Jahr. Nur in einigen wenigen Staaten, in denen die Einfuhrpreise von einer Höherbewertung der Währung profitierten, blieb die Inflation ein wenig zurück.

Die Lohnanhebungen waren im Berichtszeitraum zwar hoch, aber nicht die Hauptursache der anschwellenden Inflation. Doch haben sie im allgemeinen zumindest die Verteuerung der Lebenshaltung ausgeglichen, womit sie ein wesentliches Element der Preis-Lohn-Spirale waren. Immer wieder hat sich gezeigt, daß einem Tarifabschluß, der den potentiellen Produktivitätsfortschritt stark übersteigt, eine kompensierende Preiserhöhung folgt.

In vielen Ländern haben die Behörden versucht, diese Inflationsspirale preis- und einkommenspolitisch durch Kontrollen, Leitlinien und Genehmigungsverfahren zu begrenzen. Da diese Maßnahmen aber auf die Preise von importiertem Öl und anderen Rohstoffen unanwendbar waren, konnten sie die Beschleunigung des Preisauftriebs nicht verhindern. Außerdem erfordern sie ein Maß an staatlicher Durchsetzungskraft und öffentlicher Unterstützung, das vielfach nicht erreichbar war. Wo keine Übernachfrage herrschte, hat sich die Preis- und Einkommenspolitik im Kampf gegen die Inflation jedoch durchaus bewährt, so daß man sie als Instrument der Wirtschaftspolitik nicht einfach übergehen kann.

Wenngleich die derzeitigen Inflationskräfte natürlich nicht von einem Monat auf den anderen überwindbar sind, scheint doch der extreme Pessimismus mancher Beobachter ungerechtfertigt zu sein. Die Wirtschaftspolitik ist darauf abgestellt, die Gesamtnachfrage vor einer neuerlichen Überhitzung zu bewahren, und in wichtigen Bereichen, wie etwa bei Nahrungsmitteln, hat sich die Angebotslage gebessert. Somit

besteht Grund zu der Annahme, daß die Rohstoffhausse nachlassen wird — die ersten Anzeichen sind bereits erkennbar —, und auch bei der Anpassung der Preise an die höheren Energiekosten könnte das Schlimmste bald vorüber sein. In der Tat wird es im Lauf der nächsten Monate vielleicht dazu kommen, daß die relative Teuerung in den einzelnen Ländern mehr und mehr von den Unterschieden in der Lohnentwicklung bestimmt wird.

Am wenigsten sicher zu beurteilen ist, wie der höhere Ölpreis den internationalen Zahlungsverkehr beeinflussen wird. In den Ölstaaten werden die Exporterlöse und in den Verbraucherstaaten die Importkosten gewaltig steigen — nach Schätzungen, die allerdings noch stark umstritten sind, allein 1974 um bis zu \$60 Mrd. Bemerkenswert daran ist, daß die Ölländer zumindest einige Jahre lang nur einen kleinen Teil ihrer Mehreinnahmen für Importe verwenden oder langfristig im Ausland anlegen können; der größere Teil wird ihre Reserven anschwellen lassen.

Die Öleinfuhrländer als Gruppe werden somit ein gewaltiges Zahlungsdefizit zu finanzieren haben. Einige befinden sich dabei zunächst in einer günstigen Lage, weil sie einen Leistungsbilanzüberschuß aufweisen, über hohe eigene Reserven verfügen, Zuflüsse aus den Reserven der Ölländer zu erwarten haben oder sich in großem Umfang an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten verschulden können.

Andere Staaten haben aus der wachsenden Last der Erdölkosten jetzt oder später Schwierigkeiten zu gewärtigen — nämlich jene Länder, deren Zahlungsbilanz entweder schon defizitär war oder nur mit strengen Kontrollen knapp im Gleichgewicht gehalten wird und die an den internationalen Märkten nicht unbegrenzt Kredit aufnehmen können. Um ihre Zahlungsbilanz auszugleichen, werden sie vielleicht keine andere Wahl haben, als die Nachfrage zu dämpfen, den Außenwert ihrer Währung sinken zu lassen oder die Einfuhr direkt zu beschränken. Damit würden sie im wesentlichen ihre Defizite auf andere Länder überwälzen und die Gefahr einer Beeinträchtigung des Welthandels und der Konjunktur heraufbeschwören.

Die an und für sich bestehende Möglichkeit, den Überschuß der Ölländer über die privaten Märkte zu den Defizitländern zurückzuleiten, hat insofern Grenzen, als es die Vorsicht sowohl den Finanzinstituten wie den kreditnehmenden Ländern gebietet, sich hierbei einige Zurückhaltung aufzuerlegen. Die beteiligten Institute werden vielleicht auch vor einer Überdimensionierung ihrer Bilanzen durch sehr große Einlagen von sehr wenigen Kunden zurückschrecken — zumal damit zu rechnen ist, daß die Mittel für längere Fristen ausgeliehen als hereingenommen werden müssen. Ein gewisser Finanzierungsbeitrag ist natürlich auch von offiziellen Stellen zu erwarten. Das Generalkonto des Internationalen Währungsfonds steht für Ziehungen bereit, und es laufen Besprechungen über die Schaffung einer besonderen IWF-Ölfazilität. Ebenso wollen die Erdölländer selbst eine Finanzierungshilfe bereitstellen. Dennoch kommen auf die Weltwirtschaft Probleme zu, die sie ernstlich bedrohen und die zwischenstaatliche Zusammenarbeit auf eine harte Probe stellen könnten.

In der zweiten Hälfte des Jahres 1972 war deutlich geworden, daß die Washingtoner Wechselkursneuordnung von 1971 nicht ausreichen würde, um die extremen Ungleichgewichte im Handels- und Zahlungsverkehr zu beseitigen; diese hatten sich sogar vergrößert. Der Weg zu einer nochmaligen internationalen Behandlung des Problems schien jedoch durch politische und technische Schwierigkeiten verbaut.

So blieb es den Marktkräften überlassen, im Februar 1973, als die Devisenbörsen geschlossen werden mußten, neue Maßnahmen zu erzwingen. Unter solchen Umständen vermochte die zweite Dollarabwertung das Vertrauen in feste Wechselkurse nicht wiederherzustellen, zumal der Dollar unkonvertierbar blieb und die amerikanischen Behörden nicht verpflichtet waren, ihn am Markt zu stützen. In der Folge wurden die Wechselkurse aller bedeutenden Währungen zum Dollar freigegeben.

Die wichtigste Erfahrung mit dem Floating war bisher die, daß die Kurse stark und erratisch schwankten. Anfangs sank der Dollar gegenüber den europäischen Währungen weit unter die 10 Prozent seiner Abwertung; dann stieg er etwa sechs Monate lang, bis er nicht nur das vorangegangene Tief hinter sich gelassen, sondern auch den größten Teil seiner Abwertung aufgeholt hatte; und schließlich ging er abermals bis fast auf jene Tiefstwerte zurück, auf denen er sich schon einmal befunden hatte. Zeitweise spielten bei diesem Auf und Ab die Handelsströme eine Rolle, doch von größerer Bedeutung dürften Kapitalbewegungen und Vertrauensfaktoren gewesen sein. Der Markt war nicht imstande, sich eine längerfristige Meinung über die Gleichgewichtskurse zu bilden oder übermäßige Kursschwankungen zu verhindern. Wann immer eine Währung in den Strudel intensiver Abgabe oder Nachfrage geriet, schienen die Quellen gegenläufiger Bewegungen, die einen Ausgleich hätten schaffen können, zu versiegen. Der Aufbau kurzfristiger Devisenpositionen war daher riskant.

Unter diesen Umständen konnten es nur wenige Zentralbanken in kleineren Ländern dem freien Floating überlassen, am Devisenmarkt ein annehmbares Resultat herbeizuführen. So sehr es für den Wechselkurs von Vorteil war, kein festes Angriffsziel zu bieten, konnten die meisten Zentralbanken doch nicht umhin, die Gewährung eines Spielraums für die Kursentwicklung mit Marktinterventionen zu verbinden, um die Kursausschläge in Grenzen zu halten. Defizitländer bewahrten ihre Währungen vor Kurseinbrüchen, um zu verhindern, daß die Preis-Lohn-Spirale durch eine abwertungsbedingte Verteuerung des Imports weitere Anstöße erhielt. Überschußländer kamen einem übermäßigen Kursanstieg zuvor, um konkurrenzfähig zu bleiben. Darüber hinaus mußte interveniert werden, um die im europäischen Währungsverbund zusammengeschlossenen Währungen innerhalb der Bandbreite von $2\frac{1}{4}$ Prozent zu halten. Insgesamt haben die Interventionen ein sehr großes Ausmaß erreicht. Was früher als „schmutziges“ Floating galt, wird nunmehr als notwendiges währungs-politisches Instrument anerkannt.

Das Problem der Finanzierung der Erdöldefizite hat noch deutlicher gemacht, daß die Wechselkursbildung nicht allein den Marktkräften überlassen werden kann. Da zwischen ölimportierenden und ölexportierenden Ländern kein echter Ausgleich denkbar war, hätte ein freies Floating nur zu einem Abwertungswettlauf, Handelsbeschränkungen und einer immer weiteren Schrumpfung des Warenaustausches zwischen den Ölverbraucherstaaten geführt. Diese Aussichten zwangen die Länder, sich zu überlegen, in welcher Zone sich der Wechselkurs unabhängig vom Öldefizit im Gleichgewicht befand, und ihre Politik im Rahmen des Möglichen danach zu richten.

Als schließlich Klarheit über die Größenordnung des ölpreisbedingten Finanzierungsproblems bestand, gelangte der Zwanziger-Ausschuß im Januar 1974 zu der

Feststellung, daß es derzeit keine Aussicht auf Verwirklichung einer Reform der internationalen Währungsordnung mit festen, aber anpaßbaren Währungsparitäten gab. Allgemein wurde eine Fortführung des Floatings auf unbestimmte Zeit für nötig gehalten.

Schon vor dem formellen Aufschub der Reformgespräche war der Eindruck entstanden, daß sie an Realitätsbezug verloren hatten und in Meinungsverschiedenheiten über die Grundzüge des Systems und seine Arbeitsweise festgefahren waren. Die eine Seite wünschte vor allem, daß ein Ungleichgewicht durch objektive Indikatoren angezeigt und der Anpassungsprozeß durch Wechselkursänderungen sichergestellt werden sollte. Die andere Seite verlangte dagegen einen obligatorischen Saldenausgleich mit Reservewerten und strikte Grenzen für das Wachstum von Reservewährungen. Abgesehen davon, daß es vielen souveränen Staaten widerstreben dürfte, sich im voraus auf solche einschränkende Regeln festzulegen, scheint es zweifelhaft, ob es in der Praxis möglich wäre, auf einem dieser beiden Wege zu einem System stabiler Wechselkurse zu gelangen.

Der Schlüssel zu einem System mit festen Kursen ist seit jeher ein Dollar gewesen, der Vertrauen findet, weil er konvertierbar ist und auf stabilen monetären Verhältnissen beruht. Dieses Ziel erforderte konstruktive Maßnahmen zum Goldproblem und die Bereitschaft zu einem gewissen Maß an Zahlungsbilanzdisziplin. Solange die internationale Währungslage noch so sehr in Fluß ist, dürfte ein System von Paritäten freilich kaum zu erreichen sein. Doch schon die verbindliche Vereinbarung einiger Regeln für Floating-Währungen wäre ein bescheidener erster Schritt zur Wiederherstellung eines geordneten internationalen Währungssystems.

RENÉ LARRE

Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1974

BILANZ VOM
(vor und nach Verwendung

	<u>Goldfranken</u>
Gold	4 331 647 919
 Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ...	 47 239 352
 Schatzwechsel	 8 443 903
 Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	69 255 234
von mehr als 3 Monaten	1 723 079
Währungen	
bis zu 3 Monaten	18 549 776 293
von mehr als 3 Monaten	<u>3 891 818 123</u>
	22 312 572 729
 Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	3 348 167 752
von mehr als 3 Monaten	<u>1 541 210 802</u>
	4 889 378 554
 Verschiedenes	 26 183 733
 Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	 <u> 1</u>
	<u><u>31 615 466 191</u></u>

Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58 ... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten.

Anmerkung 2: Zu erhaltendes Gold auf Grund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1974: 2 979 720 Goldfranken.

Anmerkung 3: Gold im Gegenwert von 761 221 009 Goldfranken war am 31. März 1974 im Zusammenhang mit erhaltenen Einlagen verpfändet.

31. MÄRZ 1974

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
		<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
Stammkapital			
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000		
Begeben: 481 125 Aktien	1 202 812 500		
mit 25%iger Einzahlung		300 703 125	300 703 125
Reserven			
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	252 633 210		309 447 193
Besonderer Dividenden-Reservefonds	75 175 781		75 175 781
Freier Reservefonds	190 332 183		251 518 200
		548 211 487	666 211 487
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	2 818 109 222		
bis zu 3 Monaten	244 396 585		
von mehr als 3 Monaten	613 455 789		
Andere Einleger			
auf Sicht	33 090 907		
		3 709 052 503	3 709 052 503
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	136 235 347		
bis zu 3 Monaten	22 020 905 696		
von mehr als 3 Monaten	2 976 168 264		
Andere Einleger			
auf Sicht	11 364 911		
bis zu 3 Monaten	670 042 266		
von mehr als 3 Monaten	302 511 938		
		26 117 228 422	26 117 228 422
Wechsel			
von mehr als 3 Monaten		551 490 968	551 490 968
Verschiedenes		140 464 707	140 464 707
Rückstellung für Bauvorhaben		103 251 698	103 251 698
Gewinn- und Verlustrechnung		145 063 281	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1974		—	27 063 281
		<u>31 615 466 191</u>	<u>31 615 466 191</u>

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS-AUSGLEICH, BASEL

Nach unserer Ansicht sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1974 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, den 26. April 1974

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1974 abgeschlossene Geschäftsjahr

	Goldfranken
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	191 327 974
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	367 892
Direktion und Personal	17 401 773
Geschäfts- und Bürokosten	5 346 243
	<u>23 115 908</u>
Geschäftsertrag	168 212 066
Abzüglich: Zuweisung an	
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	8 148 785
Rückstellung für Bauvorhaben	15 000 000
	<u>23 148 785</u>
Reingewinn für das am 31. März 1974 abgeschlossene Geschäftsjahr	145 063 281
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:	
Dividende von 6% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
37,50 Goldfranken je Aktie	18 042 187
	<u>127 021 094</u>
Zusatzdividende (statutarisches Maximum) von 3% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
18,75 Goldfranken je Aktie	9 021 094
	<u>118 000 000</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	56 813 983
	<u>61 186 017</u>
Zuweisung an den Freien Reservefonds	61 186 017
	<u>—</u>
	<u>—</u>

Veränderung der Rückstellung für Bauvorhaben in dem am 31. März 1974 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	Goldfranken
Stand am 1. April 1973... ..	92 939 483
Dazu: Kursdifferenz	6 772 326
Zuweisung von der Gewinn- und Verlustrechnung	15 000 000
	<u>114 711 809</u>
Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen	11 460 111
Stand am 31. März 1974 gemäß Bilanz	<u>103 251 698</u>

VERWALTUNGSRAT

Dr. J. Zijlstra, Amsterdam	Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank
Henri Deroy, Paris	Stellvertretender Vorsitzender

Baron Ansiaux, Brüssel
Dr. Guido Carli, Rom
Dr. Leonhard Gleske, Bremen
Dr. Karl Klasen, Frankfurt a.M.
Dr. Fritz Leutwiler, Zürich
Dr. Donato Menichella, Rom
Gordon W.H. Richardson, London
Robert Vandeputte, Brüssel
Krister Wickman, Stockholm
Olivier Wormser, Paris

Stellvertreter

Dr. Paolo Baffi, Rom, oder
Prof. Francesco Masera, Rom
Dr. Otmar Emminger, Frankfurt a.M., oder
Johannes Tüngeler, Frankfurt a.M.
Georges Janson, Brüssel
André de Lattre, Paris, oder
Henri Koch, Paris
Christopher W. McMahon, London, oder
M. J. Balfour, London

DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Milton Gilbert	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Antonio d'Aroma	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
R. T. P. Hall	Chef der Bankabteilung
Henri Guisan	Rechtsberater
Dr. Antonio Rainoni	Direktor
Maurice Toussaint	Direktor

D. H. Stapleton	Stellvertretender Generalsekretär
Prof. Dr. F. E. Klein	Stellvertretender Rechtsberater
Robert Chaptinel	Stellvertretender Direktor
Dr. Warren D. McClam	Beigeordneter Direktor
M. G. Dealtry	Beigeordneter Direktor
Dr. Karl Schmid	Beigeordneter Direktor
R. G. Stevenson	Beigeordneter Direktor
Rémi Gros	Beigeordneter Direktor