

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

ACHTUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1977 – 31. MÄRZ 1978

BASEL

12. Juni 1978

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	I
I. Die Lage der Weltwirtschaft	3
Zahlungsbilanzbedingte Grenzen des binnenwirtschaftlichen Wachstums (S. 3); insgesamt keine Wachstumsimpulse der Überschußländer (S. 5); der rezessive Einfluß der Inflation und der strukturellen Probleme (S. 7); Triebkräfte der Expansion (S. 9); die Asymmetrie des Anpassungsprozesses (S. 10)	
II. Die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung der westlichen Industrieländer in jüngerer Zeit	13
Der Verlauf der konjunkturellen Erholung (S. 14); die Schwachstellen der Gesamtausgaben (S. 16); die privaten Ausgaben (S. 19); die finanzpolitischen Maßnahmen zur Konjunkturbelebung (S. 20); Preise und Kosten (S. 21); Beschäftigung und Arbeitslosigkeit (S. 25); Geldpolitik und Geldmärkte (S. 27); die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen (S. 30); Staatsfinanzierung (S. 34); Kreditaufnahme und Kreditgewährung des privaten Sektors (S. 36); Zinssätze (S. 38)	
III. Maßnahmen zur Förderung von Wachstum, Preisstabilität und außenwirtschaftlicher Anpassung in den einzelnen Ländern	42
Wirtschaftspolitische Probleme in langfristiger Sicht (S. 43); die wirtschaftspolitischen Strategien vor einem Jahr (S. 48); unterschiedliche Verhaltensmuster (S. 51); neue Ansätze und gegenwärtige wirtschaftspolitische Positionen (S. 54); Instrumente und Wahlmöglichkeiten der Wirtschaftspolitik: eine Beurteilung (S. 56); monetäre Zielgrößen, Zinssätze und Wechselkurse (S. 57), Finanzpolitik (S. 61), Einkommenspolitik (S. 63); die internationale Koordinierung als wirtschaftspolitische Aufgabe (S. 66)	
IV. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr	67
Welthandel (S. 67): entwickelte Gebiete (S. 67), Ölausfuhrländer (S. 69), Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen (S. 70), Staatshandelsländer (S. 70); Zahlungsbilanzen (S. 71): entwickelte Länder (S. 73), Ölausfuhrländer (S. 90), Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen (S. 92), Staatshandelsländer (S. 93)	

V. Die internationalen Geld- und Kapitalmärkte 94

Die wesentlichen Einflüsse (S. 96); die regionale Verteilung der Kreditströme im internationalen Bankgeschäft (S. 100); die Entwicklung in den europäischen Marktzentren (S. 106); die Entwicklung auf den Märkten außerhalb Europas (S. 113); die Entwicklung der Zinssätze (S. 114); die internationalen Anleihemärkte (S. 116)

VI. Die internationale Währungslage 121

Die Entwicklung der Wechselkurse (S. 121); Wechselkurse und internationale Wettbewerbsfähigkeit (S. 131); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 140); Währungsreserven und internationale Liquidität (S. 143)

VII. Die Tätigkeit der Bank 149

Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 149); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 151): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 152), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 155); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 157); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 159); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 160); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 161); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 162)

Schlußbemerkungen 163

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1978.

VERZEICHNIS DER GRAPHIKEN (↔) UND TABELLEN

	Seite
Die Lage der Weltwirtschaft	
Wichtige Leistungsbilanzanpassungen im Jahre 1977	4
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und des Erdölverbrauchs	6
Importvolumen ↔	12
Die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung der westlichen Industrieländer in jüngerer Zeit	
Die Industrieproduktion im Vergleich mit den Trends vor der Rezession ↔	15
Größere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	17
Andere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	18
Veränderung der Verbraucherpreise	22
Weltmarktpreise: Economist-Indikator	23
Nominale und reale Arbeitsverdienste in der Industrie	24
Arbeitslosenquoten	25
Beschäftigung und Arbeitsproduktivität	26
Geld- und Kreditaggregate: Ziele und Wachstumsraten	29
Veränderung der Geldmenge und die Beiträge ihrer Gegenposten ↔	32
Staatsfinanzierung	34
Die Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner auf den Kreditmärkten	37
Kurz- und langfristige Zinssätze ↔	39
Maßnahmen zur Förderung von Wachstum, Preisstabilität und außenwirtschaftlicher Anpassung in den einzelnen Ländern	
OECD-Länder: Wachstum, Inflation, Arbeitslosigkeit und außenwirtschaftliches Ungleichgewicht ↔	44
Reales Wachstum der Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) ↔	47
Wechselnde konjunkturelle Muster von Wachstum und außenwirtschaftlicher Anpassung	52
Schwankungen der Geldmenge und der Umlaufgeschwindigkeit ↔	59
Schwankungen der Geldmenge und der Umlaufgeschwindigkeit in den Jahren 1963-77	60
Öffentliche Haushalte: Zunahme der realen Gesamtausgaben und Nettofinanzierungsdefizite	62

Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel	68
Entwickelte Gebiete insgesamt, Vereinigte Staaten, Deutschland und Japan: Industrie- produktion, Außenhandelsvolumen und Terms of trade 1974-78 ♦	69
Leistungsbilanzsalden	72
USA: Zahlungsbilanz	74
USA: Regionale Aufteilung der Handelsbilanzsalden 1971-77	75
Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden	80
Entwickelte Länder: Auslandsposition	87
Leistungsbilanzsalden der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz	89
Ölafuhrländer: Aufteilung der anlagefähigen Überschüsse (Schätzung)	91

Die internationalen Geld- und Kapitalmärkte

Kreditvergabe auf den internationalen Märkten (geschätzt): Veränderung der Auslands- forderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen sowie internationale Anleiheemissionen	95
Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den Zehnergruppen- ländern und der Schweiz sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Off- shore-Finanzplätzen	101
Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den Zehnergruppen- ländern und der Schweiz sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Off- shore-Finanzplätzen	104-105
Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken (Dollar und andere Fremd- währungen)	107
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen	110
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Dollar und andere Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen	111
Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)	112
Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und ihr Abstand zu den In- landszinsen ♦	114
Dollarzinssätze am Eurogeld- und Euroanleihemarkt ♦	115
Internationale Anleihen	117
Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ♦	118

Die internationale Währungslage

Effektive Wechselkurse seit dem Washingtoner Realignment ♦	123
Nominale Wechselkurse: Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar ♦	127
Bewegungen der Kassakurse innerhalb des Gruppenfloatings europäischer Wäh- rungen ♦	131

Zehnergruppenländer und Schweiz: Veränderungen der effektiven Wechselkurse, der relativen Preise und Kosten sowie relative Außenhandelsergebnisse 1971-78 ♦	132, 134, 136
Weltgoldgewinnung	140
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)	141
Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1976-78 ♦	142
Veränderung der Weltwährungsreserven 1975-77	144

Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren	151
Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren	152
Fremdmittel (Herkunft)	153
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)	154
Aktiva (Sachkategorien)	155
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“	156
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)	157
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930	158
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl	159

ACHTUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

am 12. Juni 1978 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 48. Geschäftsjahr (1. April 1977–31. März 1978) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 427 372 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und von 13 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für Gebäudezwecke ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 191 050 134 Goldfranken (im Vorjahr: 167 920 050 Goldfranken; im 46. Geschäftsjahr: 178 876 749 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 71 050 134 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 110 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 48 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den Rest von 72 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1977/78 den Aktionären am 1. Juli 1978 gezahlt.

Kapitel I leitet den Bericht mit einem kurzen Überblick über die Lage der Weltwirtschaft ein; im Mittelpunkt stehen hier die verschiedenen Kräfte, die gegenwärtig einen dämpfenden Einfluß auf Nachfrage und Erzeugung ausüben. Dazu gehören vorrangig Inflation und Zahlungsbilanzzwänge. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite beschreibt Kapitel II die Entwicklung in den westlichen Industriestaaten während der vergangenen ein bis eineinhalb Jahre, wobei es zunächst die Trends von Produktion und Nachfrage nachzeichnet, dann zur Entwicklung der Preise und Kosten sowie zu den Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt übergeht und mit einer eingehenden Berichterstattung über die Ereignisse in der finanziellen und monetären Sphäre schließt. Das folgende Kapitel erörtert die Rolle der globalen Wirtschaftspolitik in der derzeit außergewöhnlichen Umwelt, die durch eine Rezession bei gleichzeitig

anhaltender Inflation und außenwirtschaftlichem Ungleichgewicht geprägt ist. Dabei wird vor allem geprüft, inwieweit diese neuen Umstände einen Anstoß für die Suche nach neuen Instrumenten im Bereich der Einkommenspolitik und für die Formulierung von Geldmengenzielen gegeben haben. Auf der internationalen Seite werden in Kapitel IV im einzelnen die jüngsten Entwicklungen des Welthandels und der Zahlungsbilanzen und in Kapitel V die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte analysiert. In Kapitel V wird auch die im Verlauf des Jahres 1977 erkennbare allmähliche Schwerpunktverlagerung von der Risikobewertung im internationalen Ausleihegeschäft der Banken zu der Besorgnis über die gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen kommentiert, die sich aus der beträchtlichen Verschlechterung der Zahlungsbilanz der USA ergeben. Kapitel VI beleuchtet die internationale Währungsszene, wobei am Anfang ein Bericht über die Devisenmarkttereignisse und eine Diskussion ihrer Wirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit steht. In diesem Zusammenhang wird darauf hingewiesen, daß sehr große Verschiebungen der nominalen Wechselkurse in vielen Fällen zu keiner wesentlichen Veränderung der realen effektiven Kurse geführt haben; selbst dort, wo es zu solchen Anpassungen gekommen ist, dürften die Zahlungsbilanzeffekte nur gering gewesen sein. Die Lehre daraus scheint zu sein, daß eine Anpassung über Wechselkursveränderungen durch geeignete binnenwirtschaftliche Maßnahmen abgesichert werden muß. Das Kapitel schließt nach einer Beschreibung der Entwicklungen auf dem Goldmarkt mit einer Beurteilung des Ausmaßes und der Zusammensetzung der internationalen Liquidität. Kapitel VII unterrichtet über die Tätigkeit der Bank während des Geschäftsjahres, die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse. Die Schlußbemerkungen des Berichts fassen die wesentlichen wirtschaftspolitischen Empfehlungen zusammen.

I. DIE LAGE DER WELTWIRTSCHAFT

Dieser Bericht wird von dem Leitthema durchzogen, daß im vergangenen Jahr drei in gleicher Richtung wirkende Faktoren den Gang der Weltwirtschaft gehemmt haben: die globalen Erdölungleichgewichte, die unausgewogenen Zahlungsbilanzen innerhalb der ölverbrauchenden Industrieländer und schließlich die aus den späten sechziger und frühen siebziger Jahren überkommenen hartnäckigen inflationären Störungen. Jeder dieser drei Faktoren hat den Spielraum der Wirtschaftspolitik eingeengt und gleichzeitig ein Klima der Ungewißheit geschaffen, das die Entscheidungen der Unternehmer und vielleicht sogar das Verhalten der Verbraucher tangiert hat. Das Ergebnis war erneut eine schwächere Expansion von Welthandel und Erzeugung. Überdies könnte in einigen bedeutenden Industrieländern die gegenwärtige Wachstumsflaute sehr wohl auch durch das Wirken anderer Faktoren geprägt worden sein, die mehr struktureller Natur sind; die Unterbeschäftigung der Weltwirtschaft erschwert es jedoch, sie zu erkennen und damit geeignete Gegenmittel zu finden.

Bedenkt man, daß die gesamten Erdölüberschüsse nunmehr gesunken sind, während es gleichzeitig vielen Ländern gelang, ein größeres Gleichgewicht in ihren Zahlungsbilanzen zu erreichen und die Inflation einzudämmen, so scheint diese Bewertung des gegenwärtigen Zustands der Weltwirtschaft auf den ersten Blick eher paradox zu sein — nicht jedoch, wenn man den Dingen auf den Grund geht. Es besteht nämlich eine enge Wechselbeziehung zwischen den schrumpfenden Ölüberschüssen, der in vielen Ländern verbesserten Zahlungsbilanzsituation, der Verlangsamung der Inflation und dem unbefriedigenden Wachstumstrend in allen großen Volkswirtschaften mit Ausnahme der USA. Einerseits haben die tatsächlichen und potentiellen Zahlungsbilanzdefizite in einer Reihe von Ländern der Expansion Grenzen gesetzt, während gleichzeitig die anhaltende Kosteninflation und die Erinnerung an die jüngsten inflationären Auswüchse in *allen* Ländern — auch in jenen, die Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen — die Zunahme der Inlandsnachfrage stark gebremst haben. Andererseits hat das daraus folgende langsamere Wachstum zu einer Abnahme der Erdölüberschüsse beigetragen, in vielen Ländern eine erfolgreiche Anpassung der Zahlungsbilanzen ermöglicht und die Eindämmung der Inflation erleichtert. Was würde jedoch geschehen, wenn die Weltwirtschaft zu einer rascheren Expansion und einem höheren Beschäftigungsstand zurückkehrt?

Zahlungsbilanzbedingte Grenzen des binnenwirtschaftlichen Wachstums

Was zunächst die Zahlungsbilanzprobleme betrifft, so ist die Zahl der Länder, deren wirtschaftspolitischer Kurs in jüngerer Zeit durch das Bestreben nach Anpassung beherrscht worden ist, eindrucksvoll — und gleichermaßen sind es die Ergebnisse. Bei diesen Ländern sind vier Gruppen zu unterscheiden: nachdem die drei großen europäischen Defizitländer der Zehnergruppe sich noch 1976 mit insgesamt \$11 Mrd. in der Minuszone befunden hatten, erreichten sie im gesamten Jahr 1977 fast ein Gleichgewicht und erzielten in der zweiten Jahreshälfte sogar einen Überschuß. Vier anderen entwickelten Ländern gelang es, ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit von \$8½ Mrd. 1976 auf 2 Mrd. 1977 zu verringern. In der gleichen Zeit

Wichtige Leistungsbilanzanpassungen im Jahre 1977

	Leistungsbilanzsaldo		
	1976	1977	Veränderung 1977 gegen 1976
	Milliarden US-Dollar		
Gruppe 1: Zehnergruppenländer			
Frankreich	- 6,0	- 3,2	+ 2,8
Großbritannien	- 2,0	0,0	+ 2,0
Italien	- 2,8	+ 2,3	+ 5,1
Zusammen	- 10,8	- 0,9	+ 9,9
Gruppe 2: Sonstige entwickelte Länder			
Finnland	- 1,2	- 0,2	+ 1,0
Israel	- 1,0	- 0,5	+ 0,5
Spanien	- 4,3	- 2,5	+ 1,8
Südafrika	- 2,0	+ 1,0	+ 3,0
Zusammen	- 8,5	- 2,2	+ 6,3
Gruppe 3: Entwicklungsländer			
Brasilien	- 6,6	- 4,5	+ 2,1
Mexiko	- 3,0	- 1,8	+ 1,2
Sieben andere bedeutende Entwicklungsländer ¹	- 1,2	0,0	+ 1,2
Zusammen	- 10,8	- 6,3	+ 4,5
Gruppe 4: Osteuropäische Länder²	- 6,6	- 2,9	+ 3,9

¹ Argentinien, Chile, Kolumbien, Peru, die Philippinen, Südkorea und Taiwan. (Die neun Länder dieser Gruppe nehmen etwa 70% der ausstehenden Bankkredite an die importierenden Entwicklungsländer in Anspruch.) ² Warenhandel (fob).

schrumpfte das Gesamtdefizit von neun Entwicklungsländern mit hohen Wachstumsraten von \$ 11 auf 6½ Mrd.; die Verbesserung nähme sich sogar noch eindrucksvoller aus, wenn man sie an den weitaus höheren Minussalden der Jahre 1974 und 1975 messen würde. Schließlich verkleinerte sich das Handelsdefizit der osteuropäischen Staatshandelsländer von \$ 7 auf 3 Mrd. Die positive Bewegung in den Zahlungsbilanzsalden der vier Ländergruppen summiert sich auf den stattlichen Gesamtbetrag von mehr als \$ 24 Mrd.

Diese erfolgreiche Anpassung wurde mit Ausnahme weniger Länder, die von höheren Exportpreisen profitierten, durch eine restriktive Nachfragesteuerung erreicht. Die Zusammensetzung und die Stoßrichtung der Maßnahmen waren von Land zu Land verschieden, im allgemeinen aber wurden geld- und finanzpolitische, in einigen Fällen auch einkommenspolitische Instrumente eingesetzt.

Es ist bezeichnend, daß nicht alle Regierungen — vielleicht sogar noch nicht einmal die Mehrzahl unter ihnen — sich zu dem Anpassungsprozeß deshalb gezwungen fühlten, weil es ihnen an Mitteln für die Zahlungsbilanzfinanzierung gefehlt hätte. Das durch die internationalen Bankkanäle fließende Mittelangebot blieb reichlich; zudem hätte eine ganze Anzahl von Ländern dieser Gruppen die außenwirtschaftliche Anpassung verschieben oder über einen längeren Zeitraum strecken können. Daß sie dies nicht taten, deutet darauf hin, daß ihre Hauptsorge der Bekämpfung der Binneninflation galt und daß sie sich nicht mit einer hohen Auslandsverschuldung belasten wollten, die längerfristige Finanzierungsprobleme hätte schaffen können. Sie zogen es vor, unmittelbar auf die Zwänge binnen- und außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte zu reagieren, anstatt das Auftreten von Finanzierungsschwierigkeiten abzuwarten.

Außerdem fällt auf, daß sich die Zahlungsbilanzen als höchst empfindlich gegenüber Veränderungen der Inlandsnachfrage erwiesen haben. Die Einkommenselastizität der Nachfrage nach Importen stellte sich selbst in jenen Ländern als recht erheblich heraus, deren Währung real nicht an Außenwert verlor. Damit wurden faktisch durch eine langsamere Ausweitung oder sogar einen absoluten Rückgang des Importvolumens starke restriktive Impulse auf die übrige Welt übertragen. In einigen Fällen war freilich auch ein überdurchschnittliches Abschneiden der Exporte festzustellen.

Daß viele Defizitländer ein solches Verantwortungsbewußtsein demonstrierten, war eine erfreuliche Entwicklung. Noch erfreulicher wäre sie gewesen, wenn ihr kontraktiver Einfluß auf den Welthandel durch entsprechende expansive Kräfte aus anderen Quellen ausgeglichen worden wäre. Dies war jedoch nicht der Fall. Der globale Erdölüberschuß schrumpfte zwar, jedoch nicht stark genug; der zusammengefaßte Leistungsbilanzüberschuß der Industrieländer mit harter Währung erhöhte sich sogar; und die stärksten gegenläufigen Impulse kamen von kleineren Industrie- oder Entwicklungsländern, die schwerlich in der Lage waren, die Rolle einer „Lokomotive“ zu übernehmen, oder sie gingen von den USA aus, deren rasch wachsendes Leistungsbilanzdefizit genauso viele neue Probleme aufwarf, wie es alte lösen half.

Insgesamt keine Wachstumsimpulse der Überschußländer

Die Gruppe der „traditionellen“ Überschußländer — ölexportierende Staaten, Deutschland, die Schweiz und Japan — hat der übrigen Welt per saldo keine Wachstumsimpulse vermittelt. Vielmehr hat ihr zusammengefaßter Leistungsbilanzüberschuß geringfügig von \$ 51 Mrd. im Jahre 1976 auf 52,5 Mrd. im Jahre 1977 zugenommen.

Was zunächst die erdölexportierenden Länder betrifft, so ist freilich ihr gesamter Leistungsbilanzüberschuß von \$ 40 Mrd. 1976 auf 34 Mrd. 1977 zurückgegangen; zudem weisen die Quartalszahlen im Verlauf des letzten Jahres einen abwärtsgerichteten Trend auf. Damit könnte 1978 der Überschuß durchaus auf nicht mehr als ein Drittel des 1974 erreichten Höchstbetrages schrumpfen. Es besteht kein Zweifel, daß dieser Rückgang die Folge einer beträchtlichen und echten Anpassung an die Ölpreiserhöhung von Ende 1973 ist. Diese Anpassung vollzog sich auf dreierlei Weise: durch eine Verringerung des Ölverbrauchs pro Einheit des Bruttosozialprodukts in vielen großen Industrieländern, die eher durch den Einsatz anderer Energiequellen als durch Sparmaßnahmen erreicht wurde; eine Abnahme des „realen“ Ölpreises seit 1974; und schließlich eine beträchtliche Nachfrage nach importierten Gütern und Dienstleistungen seitens der erdölproduzierenden Länder.

Hinter dieser ermutigenden Entwicklung verbargen sich jedoch zwei beunruhigende Tatbestände. Zum einen hat sich das Wachstum der mengenmäßigen Importe in die erdölexportierenden Länder ständig abgeschwächt: von einem sehr hohen Zuwachs von über 40% im Jahre 1975 auf weniger als 25% im Jahre 1976 und wahrscheinlich rund 15% im abgelaufenen Jahr. Dieser Trend ist auf soziale, organisatorische und technische Schwierigkeiten zurückzuführen, denen sich Länder mit geringer Importaufnahmefähigkeit bei der Aufrechterhaltung eines hohen Importwachstums gegenübersehen. Außerdem beruhte er auf dem Bestreben der Länder mit

Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und des Erdölverbrauchs

	Reales Bruttosozialprodukt	Inlandsanlieferungen von Erdölprodukten*
	Prozentuale Veränderung im Zeitraum 1973-77	
USA	+ 8,3	+ 1,4
Japan	+ 12,8	- 10,3
Frankreich	+ 11,8	- 11,5
Deutschland (BR)	+ 5,9	- 11,5
Italien	+ 8,2	- 6,9
Großbritannien	+ 0,1	- 16,3

* Auf der Grundlage von Erdölstatistiken der OECD/IEA; in metrischen Tonnen; ohne Bunkervorräte und ohne Lagerbestände der Raffinerien.

hoher Importquote, das Tempo ihres wirtschaftlichen Wachstums innerhalb praktikabler und weniger inflationärer Grenzen zu halten, sowie auf den Besorgnissen einiger Mitglieder dieser Gruppe hinsichtlich der Verschlechterung ihrer Zahlungsbilanzen. Zum anderen hat der Wert der Erdölexporte trotz einer nicht ausgelasteten Weltwirtschaft um rund 10% zugenommen — was freilich fast ausschließlich aus höheren Ölpreisen und nicht aus einer nennenswerten Ausweitung der mengenmäßigen Erdölverkäufe resultierte.

Alles in allem deuten diese beiden Tatbestände darauf hin, daß ein befriedigenderes Wachstum der Weltwirtschaft sehr wohl die Erdölüberschüsse erneut ansteigen lassen könnte — eine Aussicht, die ihrerseits wiederum eine raschere Expansion unwahrscheinlich machen würde. Einen Ausweg aus diesem Dilemma könnten nur weitere Einsparungen beim Ölverbrauch bieten. Werden jene Industrieländer, die bereits ihren Ölverbrauch erfolgreich eingeschränkt haben, in der Lage sein, auf diesem Weg fortzuschreiten? Und werden die USA, denen von den großen westlichen Volkswirtschaften bei der Reduzierung ihres Ölverbrauchs in Relation zum Bruttosozialprodukt am wenigsten Erfolg beschieden war, dem Beispiel der anderen Länder folgen können?

Ebenso beunruhigend waren der hartnäckige Fortbestand der Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland und der Schweiz sowie — in noch stärkerem Maße — die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses in Japan von \$3,7 Mrd. im Jahre 1976 auf 11 Mrd. im Jahre 1977. Die realen Importe von Gütern und Dienstleistungen sind in Deutschland im vergangenen Jahr um 4,2%, d. h. ebenso stark wie die Exporte gestiegen. Der Einfluß der Entwicklung in Deutschland auf die anderen Länder war daher neutral: weder wurden die aus anderen Quellen herrührenden rezessiven Kräfte verstärkt, noch wurden sie ausgeglichen. Andererseits wuchs der mengenmäßige Import von Gütern und Dienstleistungen in Japan um nur 2%, während sich die Exporte um 10,4% ausweiteten. Per saldo wirkte sich also die Entwicklung in Japan kontraktiv auf die übrige Welt aus; und dies nicht nur im letzten Jahr, sondern im gesamten Zeitraum 1974-77, während in dieser längerfristigen Sicht von Deutschland insgesamt gesehen expansive Impulse ausgingen.

Die anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland und der Schweiz sowie die kräftige Erhöhung in Japan sind um so bemerkenswerter, als alle drei Länder eine beträchtliche Aufwärtsbewegung ihrer handelsgewogenen Wechselkurse erlebten. Zwar vollzog sich ein großer Teil der Höherbewertung der drei Währungen erst in jüngster Zeit — vom September 1977 bis gegen Ende März 1978 —,

der effektive Wechselkurs der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens hatte sich jedoch bereits über einen sehr viel längeren Zeitraum hinweg recht deutlich gefestigt. Es gibt mehrere Gründe dafür, warum die steigenden Wechselkurse offensichtlich so wenig Einfluß auf die Leistungsbilanzen dieser Länder hatten. Hinsichtlich des jüngsten steilen Anstiegs mag der J-Kurveneffekt kräftig gewesen sein; überdies dürften Transaktionen wahrscheinlich aufgrund von Erwartungen vorgezogen worden sein. Längerfristig gesehen bedeutete das überdurchschnittliche Abschneiden Deutschlands und der Schweiz im Kampf gegen die Inflation, daß sich ihr realer Wechselkurs viel weniger erhöhte als die nominalen Werte — oder mitunter überhaupt nicht stieg. Schließlich war die Inlandsnachfrage im vergangenen Jahr in Deutschland und Japan anhaltend schwach. Die von diesem Faktor ausgehenden überschußbildenden Tendenzen erwiesen sich in den Hartwährungsländern als ebenso stark wie jene, die in den übrigen Ländern aus der gezielt restriktiven Nachfragesteuerung herrührten.

Der rezessive Einfluß der Inflation und der strukturellen Probleme

Die Gründe für die unzureichende Entwicklung der Inlandsnachfrage in jenen Ländern, die aus außenwirtschaftlichen Gründen keinen restriktiven Kurs einschlagen mußten — Japan und Deutschland sind die auffallendsten, aber nicht einzigen Beispiele —, sind recht komplex. Die wohl plausibelste Erklärung ist, daß die inflationären Erfahrungen der Vergangenheit und die Furcht, daß sie sich in Zukunft wiederholen könnten, einen dämpfenden Einfluß auf die Ausgaben ausübten. Dies geht klar aus dem Verhalten sowohl der Geschäftswelt wie der Regierungen hervor.

Einer der Hauptgründe, warum die konjunkturelle Erholung ihre anfängliche Dynamik einbüßte, war das ungenügende Reagieren der privaten Investitionen auf den konjunkturellen Aufschwung. Höchstwahrscheinlich beruhte die vorsichtige Haltung der Wirtschaft nicht nur auf dem Vorhandensein von Überkapazitäten, sondern ebenso auf der Erinnerung an den inflationären Boom der frühen siebziger Jahre, der damit endete, daß die Gewinnspannen von steigenden Kosten für Arbeit, Rohstoffe, Energie und Finanzierungsmittel einerseits sowie von zusammenbrechenden Märkten andererseits eingeengt wurden. Diese Vorsicht scheint durch die jüngsten Ereignisse gerechtfertigt worden zu sein, in der die Gewinne erneut von zunehmenden Lohnstückkosten und steigendem Außenwert der Währungen ausgezehrt worden sind.

Was den öffentlichen Sektor betrifft, so hat sein expansiver Beitrag zur Gesamtnachfrage vielfach nachgelassen: teilweise unter dem Einfluß der inflationsbedingten steuerlichen Entzugswirkungen, teilweise wegen der Abneigung gegen eine weitere Expansion der öffentlichen Ausgaben, deren Anteil am Bruttosozialprodukt bereits als zu hoch angesehen wurde, und teilweise schließlich, weil sich die Regierungen weiterhin verpflichtet fühlten, den Umfang der öffentlichen Defizite zu begrenzen oder zu reduzieren, die in der Öffentlichkeit aufgrund der Erfahrungen der Vergangenheit immer mehr mit dem Risiko einer wiederaufflammenden Inflation in Verbindung gebracht worden sind. Um es einfacher auszudrücken: das äußerst hohe Niveau sowohl der öffentlichen Ausgaben wie der öffentlichen Defizite ließ wenig Spielraum für einen verstärkten Einsatz expansiver finanzpolitischer Instrumente, solange die Erinnerung an zweistellige Inflationsraten immer noch so lebhaft in jedermanns Gedächtnis war.

Auf den ersten Blick erscheinen die Ursachen für diese anhaltende Fixierung auf den Inflationsprozeß schwer verständlich. Sind nicht die Teuerungsraten in sehr vielen Industrie- wie Entwicklungsländern zurückgegangen? Zweifellos trifft dies zu. Ebenso trifft aber zu, daß die Bedingungen, die zu der Abschwächung der Inflation beigetragen haben dürften, möglicherweise kurzlebig sind oder nicht zum Nutzen aller Länder gleichzeitig wirken können. In der Tat wird bei näherem Hinschauen deutlich, daß die Teuerungsraten nur bei Vorhandensein zweier Sachkonstellationen — oder einer glücklichen Kombination beider — rückläufig waren. Sie sind in jenen Ländern gesunken, in denen eine bewußt restriktive Wirtschaftspolitik die beträchtliche Unterbeschäftigung ihrer Volkswirtschaften fortbestehen ließ. Und sie haben besonders dort abgenommen, wo der effektive Wechselkurs gestiegen ist — als Ergebnis entweder einer erst in jüngerer Zeit erfolgreichen binnenwirtschaftlichen Anpassung oder einer längeren Tradition antiinflationärer Politik.

Es ist bemerkenswert — und gleichzeitig beunruhigend —, daß das einzige Land, das die Stabilität des inländischen Verbraucherpreisniveaus nahezu wiederherstellen konnte, nämlich die Schweiz, dies nur mit Hilfe einer effektiven Aufwertung in den letzten drei Jahren um mehr als ein Drittel und eines Niveaus der realen Produktion, das gegenwärtig deutlich unter dem Höchststand vor der Rezession liegt, fertigbrachte. Wären die Einzelhandelspreise gegenüber Abwärtsbewegungen nicht übermäßig starr gewesen, hätte die vereinte Wirkung dieser beiden Entwicklungen sogar zu einem Sinken des Preisniveaus geführt. Deutschland ist ein weiterer typischer Fall. Die Einzelhandelspreise steigen immer noch um rund 3%, obwohl der effektive Wechselkurs der Deutschen Mark vom Jahresende 1975 bis Ende März 1978 um 25% höher bewertet wurde und sich das Wachstum 1977 abschwächte, wobei die Arbeitslosigkeit im Vergleich zu den in der Nachkriegszeit üblichen Werten sehr hoch blieb. Andererseits erklären die Erfahrungen der USA, warum die Öffentlichkeit der Inflation soviel Aufmerksamkeit entgegenbringt. Die Wirtschaft der USA wuchs im vergangenen Jahr als einzige der großen Industrieländer in befriedigendem Tempo; gleichzeitig ist aber auch der effektive Wechselkurs des Dollars gesunken und hat sich die binnenwirtschaftliche Inflationsrate etwas beschleunigt. Daher liegt der Schluß nahe, daß sich hinter der gegenwärtigen Wachstumsflaute oder der Aufwärtsbewegung der Wechselkurse in der westlichen industriellen Welt noch sehr lebendige Inflationstendenzen und inflationäre Erwartungen verbergen — die in vielen Entwicklungsländern sogar noch stärker sind, wie man hinzufügen könnte. Daß diese Inflation im allgemeinen nicht durch eine Übernachfrage erzeugt wird, sondern stattdessen die Merkmale einer anhaltenden Kosten-Preis-Spirale aufweist, vermindert nicht ihren hemmenden Einfluß auf die öffentlichen und privaten Ausgabenentscheidungen.

Einiges deutet indessen darauf hin, daß die Inflation oder die Furcht vor ihrer Beschleunigung keinesfalls die einzige Ursache für die Verlangsamung des Wachstums in einigen großen Industrieländern sein dürfte. Vielmehr hat die Behauptung einiges für sich, daß unabhängig von der weltweiten Nachfragerücke ein Bruch in den Wachstumstrends dieser Länder eingetreten ist. Eine ganze Reihe von Gründen machen eine solche Annahme plausibel. Der Anteil der Gewinne am Volkseinkommen ist zurückgegangen, wobei die Abnahme in verschiedenen Ländern schon vor der Rezession begann. Das Volumen der Anlageinvestitionen wächst schon seit einigen

Jahren nicht mehr. In bestimmten Industrien — Stahl, Schiffsbau, Textilien, Chemiefasern, einigen petrochemischen Grundstoffen usw. — haben sich große Überschußkapazitäten ergeben, entweder weil es früher zu einem synchronisierten Investitionsboom gekommen war oder weil eine Reihe von Entwicklungsländern sich in einem erfolgreichen Industrialisierungsprozeß befinden. Selbst der technische Fortschritt, der gegenwärtig der Automatisierung und Arbeitseinsparung zuneigt, dürfte sich grundsätzlich von der Art von Innovationen unterscheiden, die früher Investitionsschübe in der Elektrizitätswirtschaft, im Automobilbau oder in der petrochemischen Industrie erzeugt haben. Solche Fehlanpassungen legen die Möglichkeit nahe, daß wir nach mehreren Jahrzehnten praktisch ununterbrochenen schnellen Wachstums nunmehr einen Abschwung nach dem „Kondratieffschen“ Muster erleben. Die weltweite Unterauslastung der Gesamtwirtschaft macht es jedoch außerordentlich schwer, abzuschätzen, was an diesen Entwicklungen rein strukturellen Ursprungs ist. Einige können zweifellos der einfachen Tatsache zugeschrieben werden, daß die Weltwirtschaft und insbesondere die westlichen Industrieländer deutlich unterhalb der optimalen Kapazitätsauslastung operieren. Probleme, die im Grunde konjunktureller Art sind, können unter diesen Umständen leicht als strukturell bedingt erscheinen. Es deuten jedoch so viele Anzeichen auf rein strukturelle Ungleichgewichte hin, daß es für die Wirtschaftspolitiker töricht wäre, sie zu ignorieren, indem sie Wachstumsraten anstreben, die jenen der sechziger Jahre vergleichbar sind.

Ein Bündel besonderer struktureller Probleme scheint Deutschland und Japan zu belasten, deren Wachstum seit den frühen fünfziger Jahren immer exportinduziert gewesen ist. Dies bedeutet, daß in beiden Ländern die industriellen Investitionen eng auf die Exportaussichten ausgerichtet waren. Ein sich abschwächendes Wachstum des Welthandels, die restriktive Nachfragesteuerung in einer Anzahl traditioneller Importmärkte sowie das Sichtbarwerden protektionistischer Tendenzen haben zusammen mit einem steigenden Außenwert der Währungen Rahmenbedingungen geschaffen, die ein Aufleben der binnenwirtschaftlichen gewerblichen Investitionen hemmen. Die Verschiebung zu einer Wachstumsstruktur, in der die Ausweitung der inländischen Nachfrage dominiert, nimmt jedoch notgedrungen eine lange Zeit in Anspruch.

Triebkräfte der Expansion

Mehrere Länder haben im vergangenen Jahr freilich die Weltwirtschaft auch in expansiver Richtung beeinflußt. Fünf der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe verzeichneten insgesamt einen Zuwachs ihres Leistungsbilanzdefizits von \$8,5 Mrd. im Jahre 1976 auf 15,8 Mrd. im Jahre 1977; auch die nicht in der Tabelle auf S. 4 enthaltenen nichtölproduzierenden Entwicklungsländer erlebten eine geringfügige Ausweitung ihrer Leistungsbilanzdefizite.

Der bedeutendste expansive Impuls kam jedoch im vergangenen Jahr von den USA, die als einziges der großen Industrieländer ein recht lebhaftes Wachstumstempo eingeschlagen hatten, das sich recht genau innerhalb der Bahnen eines traditionellen konjunkturellen Aufschwungs hielt. In seinem Verlauf wurde die Beschäftigung beträchtlich ausgeweitet und die Arbeitslosigkeit merklich abgebaut, während die Gewinne sich deutlich erholten und zu einer fühlbaren Steigerung der Investitionen beitrugen. Die Importe von Gütern und Dienstleistungen in die USA

erhöhten sich infolgedessen 1977 gegenüber dem Vorjahr real um 10,3%, während die Exporte um weniger als 2% wuchsen. Die Verschlechterung der Leistungsbilanz war daher beträchtlich: das Defizit erhöhte sich von \$1,4 Mrd. im Jahre 1976 auf 20,2 Mrd. im Jahre 1977. Von 1975 bis 1977 war der negative Umschwung in der Leistungsbilanz der USA mit \$31,8 Mrd. sogar noch größer.

Der positive Einfluß der USA auf die Weltwirtschaft könnte jedoch aus zwei Gründen schwächer gewesen sein, als es diese außerordentlich hohen Gesamtzahlen erscheinen lassen.

Der erste Grund, der bereits im Zusammenhang mit dem auf das Bruttosozialprodukt bezogenen Ölverbrauch erwähnt wurde, liegt darin, daß die Ausweitung der Nachfrage nach ausländischen Gütern und Dienstleistungen in den USA zu einem wesentlichen Teil aus einer sprunghaften Erhöhung der Erdölkäufe bestand. Dies konnte kaum die weltwirtschaftliche Tätigkeit anregen, da die Importaufnahmefähigkeit der meisten erdölproduzierenden Länder nicht durch ihre laufenden Exporteinnahmen, sondern bereits aus anderen Gründen begrenzt war. Im Gegenteil könnte die starke Nachfrage der USA nach Öl zu den höheren Ölpreisen im vergangenen Jahr beigetragen und damit indirekt die Erdöldefizite anderer ölimportierender Länder verschärft haben.

Die zweite Einschränkung ergibt sich aus dem störenden Einfluß des beträchtlichen US-Leistungsbilanzdefizits auf die Wechselkurse. Natürlich muß eingeräumt werden, daß der Wertverlust des Dollars und die Höherbewertung der starken Währungen das gemeinsame Ergebnis des US-Defizits und der Überschüsse der Hartwährungsländer gewesen sind; sie können damit sinnvollerweise keinem individuellen Ungleichgewicht zugeschrieben werden. Es gibt jedoch einen Kanal, über den das US-Defizit die effektive Aufwertung der harten Währungen verstärkt haben könnte — nämlich über die autonomen Kapitalabflüsse aus den USA im Jahre 1977 und in den ersten Monaten von 1978, die zum Einfluß der Leistungsbilanzen auf die Wechselkurse hinzukamen. Die entsprechenden spekulativen Kapitalzuflüsse nach Deutschland, der Schweiz und Japan haben wahrscheinlich den Wert dieser Währungen über den Kurs hinaus angehoben, bis zu dem sie unter dem Einfluß ihrer eigenen Überschüsse bei einer gleichmäßigeren Verteilung der entsprechenden Defizite in den anderen Ländern in jedem Fall gestiegen wären. Angesichts der bereits erwähnten exportorientierten Industriestrukturen in Deutschland und Japan haben diese zusätzlichen Wertsteigerungen der Deutschen Mark und des Yen in beiden Ländern die inländischen Unternehmensinvestitionen weiter zurückgehalten und vielleicht die erhoffte Erholung ihrer binnenwirtschaftlichen Tätigkeit für noch längere Zeit hinausgeschoben. Überdies hat sicherlich auch das durch die heftigen Wechselkursausschläge erzeugte Klima der Ungewißheit das Wachstum nicht nur in den Ländern mit steigendem Außenwert, sondern auch weltweit gehemmt.

Die Asymmetrie des Anpassungsprozesses

Als Fazit ergibt sich aus diesem kurzen Überblick, daß die Anpassungsmaßnahmen des vergangenen Jahres insgesamt gesehen die weltweite wirtschaftliche Tätigkeit in kontraktiver Richtung beeinflußt haben. Zwei Gründe dafür liegen auf der Hand. Zum einen blieb das Erdölungleichgewicht bestehen, wenn es sich auch

vermindert hat. Die Summe der Leistungsbilanzdefizite war daher größer als die der anpassungsfähigen Überschüsse. Zweitens entwickelte die Inlandsnachfrage in den Überschußländern nicht genügend Dynamik, weil das Wachstum der öffentlichen und privaten Ausgaben durch die früheren inflationären Erfahrungen, die gegenwärtige Kosten-Preis-Inflation oder durch strukturelle Ungleichgewichte gehemmt wurde. So erwies sich zwar die von den Defizitländern betriebene restriktive Nachfragesteuerung als höchst effektiv, nicht aber ihr expansives Pendant in den Überschußländern. Damit fiel die Last der Anpassung auf die erste Ländergruppe, so wie es weitgehend auch unter dem Regime fester Wechselkurse der Fall gewesen wäre.

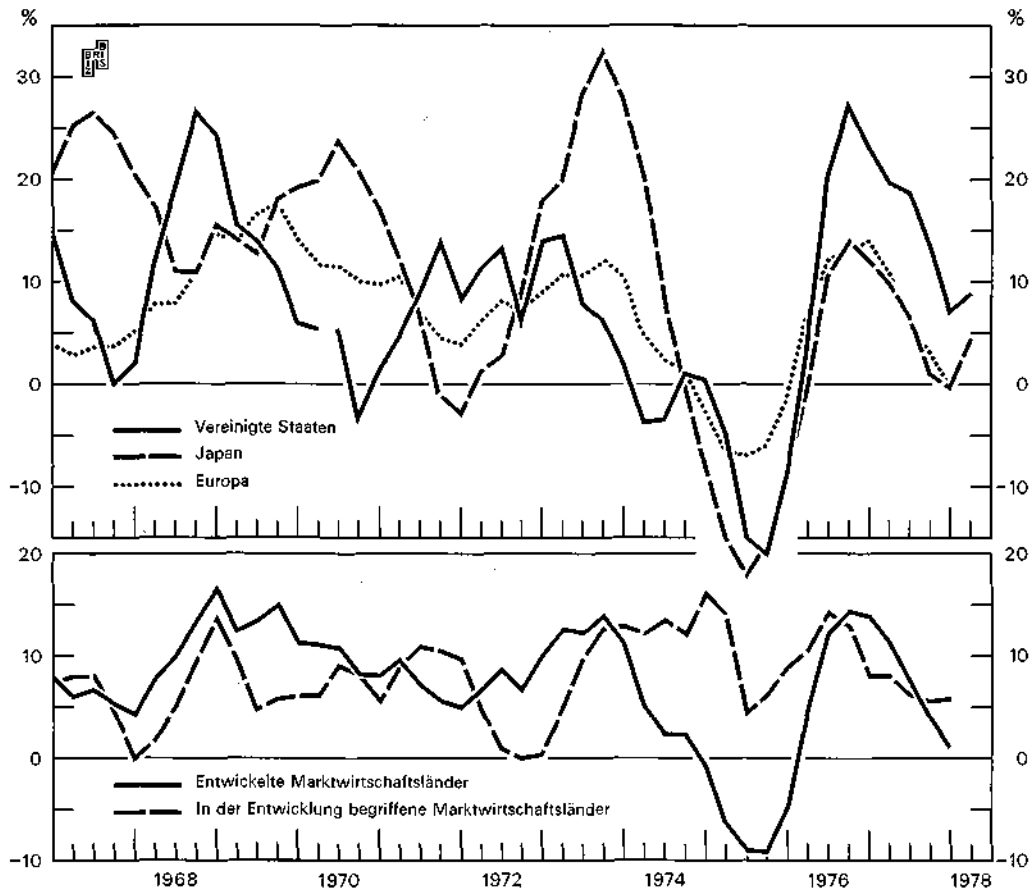
Dieses Ergebnis ist nicht sehr überraschend, obwohl die nominalen Wechselkurse seit Beginn des *Floatings* beträchtlich fluktuiert haben. Tatsächlich kann man sogar davon ausgehen, daß Wechselkursschwankungen den asymmetrischen Einfluß dieser gleichgewichtsstörenden Kräfte eher verstärkt als ausgeglichen haben. Bei den Ländern mit sinkendem Außenwert ihrer Währung erschienen restriktive Maßnahmen unausweichlich, um die Spirale aus Abwertung und Inflation zu brechen. Andererseits beeinträchtigte der Aufwertungsprozeß in den Überschußländern eine Belebung der Investitionen und bedeutete infolgedessen eine zusätzliche Bremse für das binnenwirtschaftliche Wachstum; damit ist er für den nur begrenzten Erfolg expansiver Maßnahmen mitverantwortlich.

Der umfassende Einfluß dieses asymmetrischen Anpassungsprozesses auf die weltwirtschaftliche Tätigkeit wird aus der Graphik ersichtlich, in der die jährliche Veränderung des Importvolumens im Zeitraum 1967–77 dargestellt ist. Aus dem oberen Teil der Graphik ergibt sich die auffallende Tatsache, daß bis zum Jahre 1972 die Veränderung der Importe der USA, Japans und Europas zeitlich nur wenig übereinstimmte. Die Synchronisierung begann während des Booms 1972/73 und hat trotz flexibler Wechselkurse seither angehalten, wobei in allerjüngster Zeit nur für die USA ein erheblicher Anstieg der realen Importe festzustellen war.

Aus dem unteren Teil der Graphik ergibt sich als zweiter bemerkenswerter Tatbestand, daß die Entwicklungsländer (einschließlich der Erdölproduzenten) auch während der gesamten Rezessionsperiode 1974/75 dem Welthandel positive Impulse vermittelt haben — die bis zum Jahresende 1974 sogar recht beträchtlich waren. Das Neuartige der jüngeren Entwicklung liegt darin, daß sich die Wachstumsraten für das Importvolumen sowohl in den großen Industrie- wie den Entwicklungsländern gleichzeitig abschwächen.

In Anbetracht dieser Tatsache stellt sich die Frage, ob die Weltwirtschaft nicht in einem kumulativen Prozeß gefangen ist, der möglicherweise nicht nur zu einer weiteren Verlangsamung des Wachstums, sondern sogar zu einer ausgesprochenen Rezession führen könnte. Daß dies geschieht, ist jedoch unwahrscheinlich. Zwar trifft es zu, daß eine ganze Reihe kleinerer Industrie- und Entwicklungsländer — jene, deren Leistungsbilanzen sich im vergangenen Jahr verschlechtert haben — eine Anpassung nicht hinausschieben können oder sollten; einige haben in der Tat bereits binnenwirtschaftliche Dämpfungsmaßnahmen eingeleitet. Noch wichtiger ist, daß man sich die USA zukünftig in ihrer Rolle als einsame „Lokomotive“ kaum vorstellen kann; viele Wirtschaftsbeobachter prognostizieren für die amerikanische Wirtschaft während der nächsten zwölf Monate eine dem normalen Konjunkturverlauf entsprechende Wachstumsabschwächung.

Importvolumen
Jährliche prozentuale Veränderung*



Nº 2246

* Aus gleitenden Zwei-Quartals-Durchschnitten unbereinigter Vierteljahreswerte berechnet.

Andererseits geben verschiedene Gründe Anlaß zur Hoffnung, daß der Weltwirtschaft aus anderen Quellen Unterstützung zufließen könnte. Japan und Deutschland haben Schritte zur Belebung der Inlandsnachfrage ergriffen, die hoffentlich ihre Importe positiv beeinflussen werden. Viele größere Industrie- und Entwicklungsländer, denen eine Sanierung ihrer Zahlungsbilanzen gelungen ist, können nunmehr die restriktive Ausrichtung ihrer Maßnahmen modifizieren. Dies wird ihnen dadurch erleichtert, daß die meisten ihre Währungsreserven wieder auffüllen konnten und daß die internationalen Kapital- und Kreditmärkte flüssig sind. Aus den Daten über die Veränderungen des Ölverbrauchs pro Einheit des Bruttosozialprodukts geht deutlich hervor, daß bereits eine gewisse reale Anpassung an die Ölpreiserhöhung stattgefunden hat, was darauf hindeutet, daß mehr in dieser Richtung getan werden kann. Die meisten dieser Hoffnungen gründen sich natürlich auf die Annahme, daß sich die Wirtschaftspolitiker der großen Herausforderung stellen, ihre Anstrengungen zugunsten einer Umkehr der in der Weltwirtschaft wirkenden kontraktiven Kräfte erfolgreich aufeinander abzustimmen. Einige dieser wirtschaftspolitischen Probleme werden in dem abschließenden Teil dieses Berichtes erörtert werden.

II. DIE WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNG DER WESTLICHEN INDUSTRIELÄNDER IN JÜNGERER ZEIT

Im vergangenen Jahr nahm die wirtschaftliche Entwicklung in den USA einen deutlich anderen Verlauf als in den übrigen Industrieländern. In den USA weitete sich die Wirtschaftstätigkeit weiterhin recht lebhaft aus, wobei sie durch eine merkliche Zunahme der Ausgaben für den Verbrauch und den Wohnungsbau sowie ein Wiederaufleben der privaten Ausrüstungsinvestitionen gestützt wurde. In Japan stagnierte dagegen seit dem Frühjahr 1977 die industrielle Erzeugung, nachdem ein starker Anstieg der Exporte und der öffentlichen Ausgaben der privaten Nachfrage im Inland keine Impulse vermitteln konnte; in Westeuropa ging die industrielle Erzeugung während des Frühjahrs und Sommers sogar zurück. Der seit langem erwartete Aufschwung bei den Anlageinvestitionen blieb aus, die privaten Verbrauchsausgaben und die Vorratsinvestitionen schwächten sich ab, und das Wachstum der Exporte fiel wegen der schwachen Wirtschaftstätigkeit sowohl in Europa wie in den nichtindustriellen Ländern geringer aus, als die einzelnen Länder erwartet hatten. Seit dem Spätherbst hat die Industrieproduktion in Japan und in Westeuropa zwar wieder zugenommen; verglichen mit dem vor der Rezession bestehenden Trend wurde jedoch weiterer Boden verloren.

Die unterschiedliche Dynamik des Wirtschaftswachstums in den USA und in den übrigen Industrieländern schlug sich auch in der Arbeitslosigkeit und im Preisverhalten nieder. In den USA weitete sich die Beschäftigung merklich aus, die Zahl der Arbeitslosen ging fühlbar zurück, und der Trend der Verbraucherpreise begann stärker nach oben zu zeigen. In den anderen Ländern kam es zu keinem nennenswerten Rückgang der Arbeitslosigkeit; andererseits schwächte sich in einer großen Anzahl von Staaten die Inflation ab.

Das monetäre Wachstum war im Vergleich zu dem in vorangegangenen Jahren verzeichneten Tempo allgemein nur bescheiden; allerdings erlebten die USA, Deutschland, die Schweiz und Großbritannien, wo die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen vordem relativ stabil gewesen war, Perioden einer schnellen Expansion. In den USA nahmen die Ausleihungen an Unternehmen und Verbraucher sowie die Hypothekarkredite aufgrund des anhaltenden konjunkturellen Aufschwungs durchweg stark zu; überall sonst hingegen wurden die Kreditströme im wesentlichen noch immer von der öffentlichen Verschuldung geprägt. Nahezu in allen Ländern konnte jedoch der staatliche Finanzierungsbedarf zum größten Teil ohne Schwierigkeiten auf nichtmonetärem Wege befriedigt werden. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen in den USA, während sie in zahlreichen anderen Ländern per saldo zurückgingen. Die langfristigen Sätze gaben unter dem Einfluß der abflauenden Inflation in Japan und Deutschland spürbar nach. In den übrigen Ländern freilich bildeten sich die Renditen nur sehr wenig zurück oder stiegen, wie in den USA, leicht an.

Der Verlauf der konjunkturellen Erholung

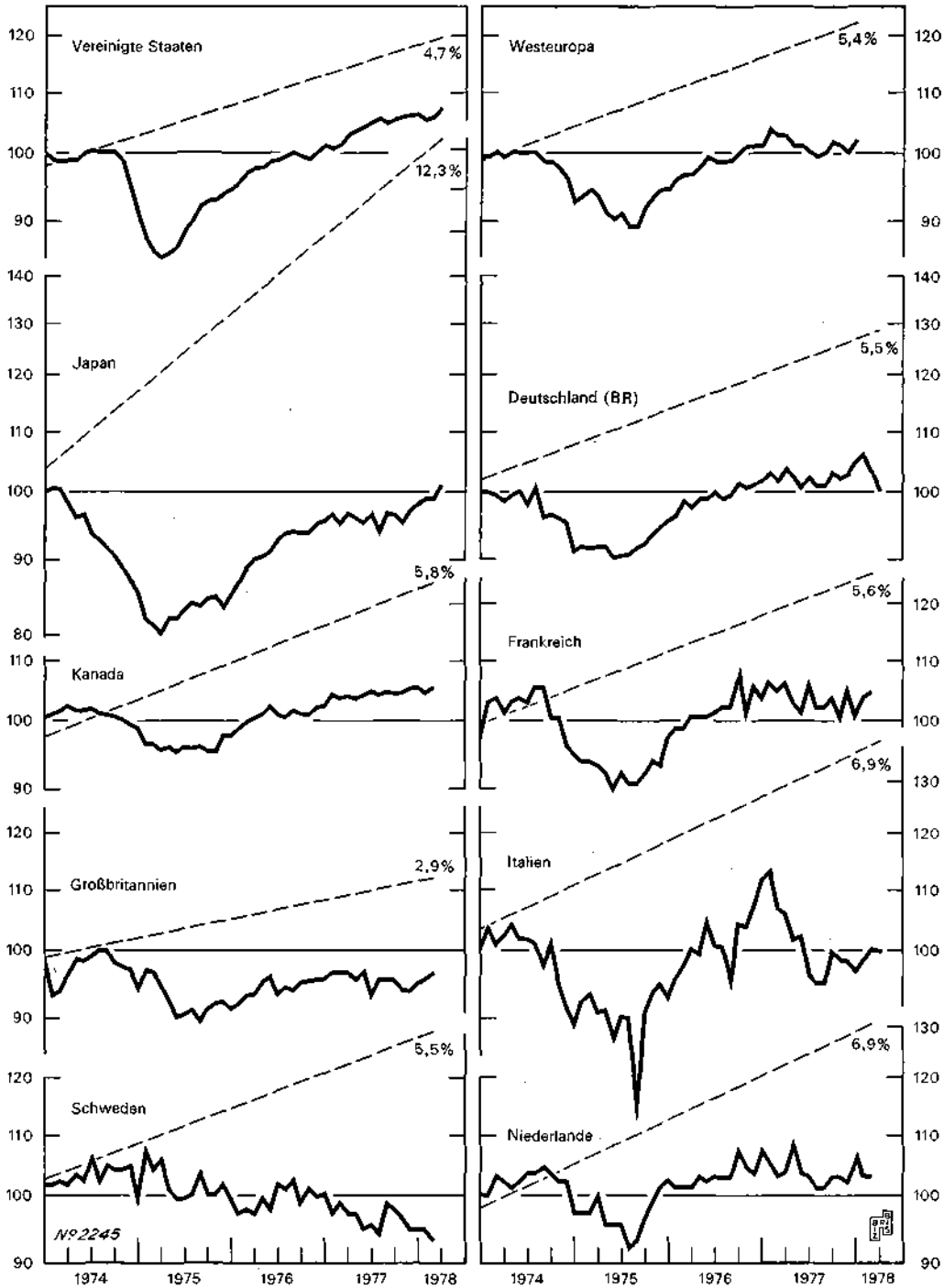
Bedenkt man, wie stark die Produktion während der weltweiten Rezession in den Jahren 1974/75 geschrumpft war, so erwies sich die nachfolgende Erholung in den Industrieländern trotz eines vielversprechenden Beginns als schwach und stockend. Ihren langsamen und ungleichmäßigen Verlauf illustriert die nebenstehende Graphik, die Schwankungen der Industrieproduktion — ein sensibler und recht aktueller Indikator für die konjunkturelle Entwicklung — nachzeichnet. Die Graphik zeigt auch die für den Zeitraum 1955-74 geltenden Trendwerte der industriellen Erzeugung. Mit dem Anstieg der Energiepreise und den damit einhergehenden Verschiebungen der Faktorkosten und der Nachfragestruktur mußte sich ein Teil des Kapitalstocks als überflüssig erweisen. Überdies hat sich in den letzten Jahren das Wachstum des Produktionspotentials abgeschwächt, wobei niedrige Investitionsraten sowie in einigen Ländern eine langsamere Zunahme des Arbeitskräftepotentials, ein sich verringernder technologischer Rückstand auf die fortgeschrittensten Industrieländer und die Notwendigkeit, Umweltschutzüberlegungen stärker zu berücksichtigen, eine Rolle spielten. Der Maßstab, an dem die Entwicklung der letzten Jahre so oft beurteilt wurde, gründet sich hingegen noch auf den Trendverlauf der Produktion vor der Rezession und die dadurch geweckten Erwartungen auf stetig wachsende Realeinkommen. Der häufig gebrauchte Ausdruck „Krise“ zur Kennzeichnung der jüngsten wirtschaftlichen Lage muß vor allem im Zusammenhang mit diesen günstigen Ergebnissen der Vergangenheit gesehen werden.

Wie im letztjährigen Bericht dargestellt, wurde die gegen Ende 1975 verzeichnete anfänglich kräftige Belebung der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit im darauffolgenden Frühjahr in den meisten Ländern von einer länger anhaltenden Stagnationsphase abgelöst, in der sich die Produktion nur noch geringfügig ausweitete. Ende 1976 und Anfang 1977 stellte sich dann in einer Reihe von Ländern ein erneutes Produktionswachstum ein, das Anlaß zu Hoffnungen auf den Fortgang einer sich selbst tragenden Erholung zu geben schien. Bald sollte jedoch ein erneuter Rückschlag eintreten.

In den USA verlangsamte sich zwar im letzten Jahr die Produktionsausweitung mit fortschreitender Erholung, näherte sich jedoch insgesamt dem vor der Rezession bestehenden Trend stärker an. In der restlichen Welt gab es erneut Anzeichen einer fundamentalen Schwäche. In Japan und Kanada begann die Produktion im Frühjahr zu stagnieren, während die industrielle Erzeugung in Westeuropa im Sommer und Herbst sogar rückläufig war. Da bei der Aktivierung brachliegender Kapazitäten nur geringe Fortschritte gemacht wurden, verlor die Expansion eindeutig an Schwung.

Am enttäuschendsten war das Erlahmen der konjunkturellen Auftriebskräfte in Deutschland und Japan, zwei Länder, die schon früh Erfolge bei der Inflationsbekämpfung erzielt hatten und von denen man angesichts ihrer starken Leistungsbilanzposition erwartet hatte, daß sie die Rolle einer Konjunkturlokomotive in der Weltwirtschaft übernehmen würden. Keines der beiden Länder verzeichnete von Anfang bis nahezu Ende 1977 einen nennenswerten Zuwachs der industriellen Erzeugung. Die anderen Industrieländer, von denen viele in jüngerer Zeit restriktive Maßnahmen zur Bekämpfung der hohen Inflationsraten und zur Verbesserung ihrer schwachen Außenwirtschaftsposition ergriffen oder verstärkt hatten, schnitten im allgemeinen noch schlechter ab. Von Januar bis Oktober 1977 sank die Industrieproduktion in Frankreich

Die Industrieproduktion im Vergleich mit den Trends vor der Rezession*



* Monatliche Indexwerte (viertes Quartal 1973 = 100) und auf logarithmischer Basis berechnete lineare Trends auf der Grundlage vierteljährlicher Angaben für den Zeitraum 1955-74. Die eingesetzten Zahlen geben die in diesen Trends implizierten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten an.

um 5,4%, in den Niederlanden um 2,3% und in Belgien um 3,4%. In Italien, wo die Wirtschaftstätigkeit 1976 stark expandiert hatte und im Einvernehmen mit dem IWF restriktive Maßnahmen beschlossen worden waren, belief sich der Rückgang im Zeitraum Januar–Oktober 1977 auf 13%. In Großbritannien kehrte sich die Entwicklung nach einem 1976 erzielten sehr bescheidenen Zuwachs um, wobei der Index im Oktober 1977 nur noch 5% über seinem in der Rezession von 1975 erreichten Tiefstwert lag. In Schweden, wo die Wirtschaft vorher bewußt gegen die weltweite Rezession abgeschirmt worden war, fiel die Industrieproduktion bis zum dritten Quartal auf einen Stand zurück, der zuletzt zum Jahresbeginn 1973 verzeichnet worden war.

Bis zum Spätherbst scheint eine Talsohle in der Produktion durchschritten worden zu sein; seitdem war in vielen europäischen Ländern sowie in Japan ein bescheidener Fortschritt erkennbar. Die enttäuschenden Ergebnisse in den USA während der ersten Monate von 1978 beruhten auf Streiks und den Auswirkungen eines strengen Winters; auch in Deutschland wurde die Entwicklung im Frühjahr durch Arbeitskämpfe beeinträchtigt.

Dieses uneinheitliche Bild der industriellen Erzeugung spiegelt sich recht genau in dem allgemeineren Maßstab des Bruttosozialprodukts wider. In den größeren Ländern flachte sich der Trend der vierteljährlichen Wachstumsraten des realen Bruttosozialprodukts nach dem ersten Quartal 1977 allgemein ab, wobei es in den USA zu einer Verlangsamung und in den anderen Ländern zu einer Stagnation oder einem Rückgang kam. Mit Ausnahme Italiens hielt die Abnahme jedoch nicht länger als ein Quartal an. In fast allen Industriestaaten verlangsamte sich von 1976 auf 1977 die Jahreszuwachsrate des realen Bruttosozialprodukts. In vielen Fällen lag die Zunahme 1977 erheblich unter den von den nationalen Behörden bekanntgegebenen Vorausschätzungen oder Zielen, wobei der Fall Deutschlands erwähnenswert ist, wo sich die Ausweitung gegenüber dem Vorjahr auf nur 2½% gegenüber dem von der Regierung angestrebten Ziel von 5% belief.

Warum trat nun dieser offensichtlich so unerwartete Rückschlag ein? Einen gewissen Aufschluß vermag ein Vergleich der Entwicklung der einzelnen Komponenten der Gesamtausgaben zu geben. In den nachfolgenden Tabellen beziehen sich die Veränderungsdaten für die größeren Länder in den letzten Jahren jeweils auf das vierte Quartal, während der Vergleich für die kleineren Länder auf jährlichen Durchschnittsniveaus beruht.

Die Schwachstellen der Gesamtausgaben

Bis zum Frühjahr 1977 wurde das Profil der konjunkturellen Erholung weitgehend von dem Umschwung bei den Vorratsinvestitionen und den während der Rezession aufgeschobenen Ausgaben für langlebige Verbrauchsgüter geprägt. Die Hoffnungen auf einen sich selbst tragenden Aufschwung waren vor allem an die Erwartung geknüpft, daß sich mit nachlassender Inflation die übliche Belebung bei den Anlageinvestitionen und, in einigen Fällen, schließlich bei den Exporten einstellen würde. Tatsächlich aber schwächte sich die Zunahme des privaten Verbrauchs ab, der Lageraufbau bot nur noch eine geringe Stütze, und die privaten Anlageinvestitionen blieben in den meisten Ländern mit Ausnahme der USA schwach. Gleichzeitig trugen

zahlreiche Regierungen in dem Bestreben, die außenwirtschaftliche Position zu verbessern oder einem Wiederaufleben inflationärer Erwartungen vorzubeugen, zu der erneuten Flaute bei, indem sie es zuließen, daß der steuerliche Zugriff den Anstieg der privaten Einkommen einebnete. Viele Länder zählten auf eine Kräftigung der Auslandsnachfrage, die ihnen über eine notwendige Phase haushaltspolitischer und finanzieller Anpassungsmaßnahmen hinweghelfen sollte. Angesichts der weitverbreiteten Neigung zu einer restriktiven Finanzpolitik überraschte es freilich nicht, daß sich die Inlandsnachfrage gleichzeitig fast in sämtlichen Industrieländern und in den Entwicklungsländern abschwächte. Das daraus resultierende geringere Importwachstum schlug sich in den einzelnen Ländern in unerwarteten Exportausfällen nieder.

Unter dem Aspekt des internationalen Anpassungsprozesses ist es aufschlußreich, die Entwicklung der gesamten Inlandsausgaben mit der des Bruttosozialprodukts zu vergleichen. Ein solcher Vergleich kann Anhaltspunkte dafür geben, inwieweit die einzelnen Länder dem Welthandel Nachfrageimpulse vermittelten oder letztlich von

**Größere Industrieländer:
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten**

	Jahr	Reales Bruttosozialprodukt	Endnachfrage ¹	Inlandsnachfrage				Export	Import	
				Insgesamt ²	privat	öffentlich	Anlageinvestitionen ohne Wohnungs- bau			Wohnungs- bau
1960-74: durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr; 1975, 1976 und 1977: Veränderung im vierten Quartal gegen Vorjahr; in Prozent										
USA	1960-74	3,6	3,6	3,6	3,8	2,9	5,0	1,8	7,1	6,9
	1975	2,5	3,5	2,2	5,3	2,7	-10,4	7,3	-1,4	-7,3
	1976	4,7	4,4	5,5	5,9	-0,3	7,0	22,1	4,4	17,7
	1977	5,7	4,8	6,3	4,8	4,7	8,3	15,0	-2,2	7,0
Japan	1960-74	9,4	9,3	9,3	8,3	6,2	12,0	12,1	14,5	13,9
	1975	3,5	4,2	2,6	6,2	6,8	-5,3	9,4	0,4	-7,4
	1976	5,1	4,7	4,0	3,9	2,7	5,1	-2,8	18,4	14,0
	1977	5,3	6,0	4,2	2,9	4,8	8,8	6,5	4,1	-5,2
Deutschland (BR)	1960-74	4,2	4,3	4,1	4,4	4,7	4,7 ³	2,6 ⁴	8,1	8,2
	1975	1,6	1,7	3,7	3,8	5,1	8,2 ³	-0,8 ⁴	-1,7	6,1
	1976	4,8	3,0	5,1	3,3	0,3	5,3 ³	5,6 ⁴	10,3	12,4
	1977	2,1	3,2	1,2	3,2	1,7	3,9 ³	-1,1 ⁴	4,6	1,8
Frankreich . . .	1960-74	5,4	5,4	5,4	5,3	3,7	7,2		9,4	10,4
	1975	2,9	4,1	4,2	6,7	7,6	2,5		-0,5	5,5
	1976	4,2	2,7	3,0	3,5	1,5	3,3		13,1	8,0
	1977	2,4	3,4	0,5	2,0	3,3	-0,1		6,0	-2,1
Großbritannien	1960-74	2,9	2,9	2,7	2,5	2,4	4,4	3,2	5,5	5,0
	1975	-2,1	-0,9	-3,4	-3,4	5,1	-8,2	6,1	1,0	-4,3
	1976	3,9	2,3	3,2	2,9	1,5	-2,4	-8,1	8,8	6,1
	1977	-0,3	-0,4	-0,8	-0,3	-0,3	-3,5	-5,3	0,6	-1,3
Italien	1960-74	5,1	5,0	5,0	5,4	3,7	4,3	3,8	10,9	9,8
	1975	0,6		-0,3		2,3 ³		-11,0	10,3	6,2
	1976	6,0		4,6		3,8 ³		8,5	9,3	3,1
	1977	-1,4		-3,0		-2,5 ³		-5,1	3,1	-3,6
Kanada	1960-74	5,4	5,3	5,5	5,2	5,9	5,7	6,0	7,9	8,3
	1975	2,6	6,7	3,5	8,4	2,5	6,1	19,2	-4,2	-2,1
	1976	3,5	2,0	4,1	5,7	-0,5	-5,6	5,3	8,1	7,6
	1977	4,0	4,4	0,6	0,9	2,9	2,3	-10,1	9,8	-2,0

¹ Entspricht der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts abzüglich der Nettovorratsinvestitionen. ² Einschließlich Vorratsveränderungen. ³ Ausrüstungsinvestitionen. ⁴ Bau insgesamt.

**Andere Industrieländer:
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten**

	Jahr	Reales Brutto-sozial-produkt	End-nach-frage ¹	Inlandsnachfrage				Export	Import	
				Insgesamt ²	Verbrauch		Anlage-investitionen			
					privat	öffent-lich	ohne Woh-nungs-bau			Woh-nungs-bau
1960-74: durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr; 1975, 1976 und 1977: Veränderung gegen Vorjahr; in Prozent										
Belgien	1960-74	5,0	4,8	4,8	4,2	5,3	5,7	4,4	9,1	8,7
	1975	- 2,0	1,0	- 0,4	0,9	7,2	- 2,4	- 5,9	8,8	11,1
	1976	5,5	4,3	5,9	6,1	4,6	- 4,1	15,4	9,3	10,4
	1977	1,7	2,2	2,1	2,6	5,3	0,6	0,0	5,3	6,2
Dänemark . . .	1960-74	4,2	4,3	4,2	3,6	5,4	5,2	7,1	7,0	7,1
	1975	- 1,7	2,7	- 2,8	4,9	5,8	- 8,4	-16,8	- 2,4	- 4,2
	1976	5,0	1,5	12,4	6,5	6,3	15,8	25,4	3,4	16,8
	1977	1,5	3,2	- 2,6	0,0	2,5	- 4,3	-15,0	4,5	- 3,0
Finnland	1960-74	5,2	4,8	5,3	5,1	5,7	3,6	6,7	6,7	7,2
	1975	0,9	1,0	4,6	3,7	6,4	10,8	- 3,6	-13,9	0,4
	1976	0,4	1,5	- 3,4	0,0	3,3	-12,1	-11,5	13,7	- 3,3
	1977	- 0,9	1,7	- 4,3	- 2,0	4,7	- 9,0	2,7	7,7	- 5,7
Niederlande . .	1960-74	5,1	5,2	4,8	5,5	3,0	4,7	6,5	8,6	8,4
	1975	- 1,2	2,4	- 1,7	3,9	4,9	- 3,5	- 6,8	- 2,9	- 4,0
	1976	4,6	2,2	4,5	2,7	4,4	- 3,0	1,9	10,3	10,9
	1977	2,2	2,3	5,1	3,9	2,5	10,0	14,9	- 2,2	2,5
Norwegen . . .	1960-74	4,8	4,7	4,9	4,1	5,7	5,9	6,6	7,2	7,4
	1975	4,2	5,7	5,9	5,2	6,2	12,7	7,9	3,1	7,0
	1976	5,8	6,2	7,0	6,3	7,0	11,7	- 1,8	9,4	12,0
	1977	4,1	6,8	1,8	4,6	10,2	1,8	- 1,2	7,2	2,2
Österreich . . .	1960-74	4,9	4,9	5,0	4,8	3,3	5,1 ³	8,3 ⁴	9,0	9,1
	1975	- 2,0	0,8	- 2,7	2,5	3,0	- 8,0 ³	- 4,4 ⁴	- 7,2	- 9,0
	1976	5,2	1,9	7,6	4,0	2,5	10,9 ³	2,0 ⁴	11,3	17,9
	1977	3,5	5,3	4,9	6,9	2,0	12,4 ³	5,1 ⁴	5,0	8,5
Schweden . . .	1960-74	4,1	4,1	3,8	3,3	4,7	4,3	3,8	8,5	7,3
	1975	1,0	0,4	3,3	3,1	5,1	0,6	- 3,5	- 8,8	- 1,8
	1976	1,7	2,1	2,3	4,3	3,7	- 0,1	- 9,0	4,5	6,7
	1977	- 2,4	1,5	- 3,1	1,3	3,2	- 1,9	- 9,0	- 1,0	- 3,3
Schweiz	1960-74	4,2	4,2	4,5	4,2	5,0	6,4	- 0,5	6,5	7,4
	1975	- 7,4	- 2,6	-10,6	- 2,9	0,7	- 8,1	-30,6	- 6,6	-15,4
	1976	- 2,1	- 1,8	- 1,4	0,5	4,0	-10,1	-13,5	10,2	12,7
	1977	4,1	3,1	3,6	2,5	1,0	3,2	2,1	10,5	9,4
Spanien	1960-74	7,3	7,1	7,6	6,9	6,0		9,6	11,1	15,2
	1975	0,6	1,4	0,4	1,8	6,0		- 2,4	- 1,3	- 2,6
	1976	2,0	2,5	1,6	2,8	5,5		- 1,5	9,4	5,7
	1977	2,4	2,6	0,1	0,1	4,5		- 1,4	11,0	- 4,5

¹ Entspricht der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts abzüglich der Nettovorratsinvestitionen. ² Einschließlich Vorratsveränderungen. ³ Ausrüstungsinvestitionen. ⁴ Bau insgesamt.

den außenwirtschaftlichen Entwicklungen gestützt wurden. In den USA übertraf die Ausweitung der Inlandsnachfrage bei weitem den Anstieg des Bruttosozialprodukts; die Auswirkungen des höheren Zahlungsbilanzdefizits auf andere Industriestaaten konzentrierten sich jedoch vornehmlich auf Kanada und Japan. In Großbritannien, Italien und Spanien, wo einschneidende Stabilitätsprogramme in Kraft waren, schwächten sich die Inlandsausgaben stark ab, während der Außenhandel als Produktionsstütze diente. Aber auch in zahlreichen anderen Ländern, darunter Japan und die Schweiz, wuchsen die Inlandsausgaben langsamer als die gesamte Nachfrage. Der

reale Import von Gütern und Dienstleistungen der meisten Industrieländer mit Ausnahme der USA stieg im letzten Jahr nur langsam oder verringerte sich. Zwar stand diese Entwicklung häufig in Einklang mit den wirtschaftspolitischen Annahmen der nationalen Behörden, nicht aber die verlangsamte Zunahme der Ausfuhren, die sich daraus ergab, daß die übrigen Länder ebenfalls Maßnahmen zur Erreichung ähnlicher Ziele ergriffen.

Die privaten Ausgaben

Die *privaten Verbrauchsausgaben*, zunächst ein Hauptmotor der konjunkturellen Erholung, verloren im Vorjahr an Schwung — zeitweise sogar in den USA, wo auf einen starken Anstieg zum Jahresbeginn 1977 eine langanhaltende Konsolidierungsphase folgte, die bis zum letzten Quartal des Jahres andauerte. In den meisten anderen Ländern verzeichneten die realen Verbrauchsausgaben nur geringe, weit unter den langjährigen Durchschnitten liegende Zuwachsraten; in Großbritannien waren sie sogar rückläufig.

Diese Unterschiede beruhten in erster Linie auf divergierenden Tendenzen bei den verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte: einer Beschleunigung des Wachstums in den USA bei einer gleichzeitig raschen Zunahme der Beschäftigung stand eine Abschwächung in Japan und in Westeuropa gegenüber, wo sich in den meisten Fällen der Anstieg der Nominallöhne verlangsamte, die steuerlichen Entzugswirkungen erheblich waren und die Arbeitslosigkeit stieg. In Italien fielen Steuererhöhungen zur Verringerung des Haushaltsdefizits beachtlich ins Gewicht, während in Großbritannien die Fortführung der Politik der Einkommensbegrenzung zu weiteren Abstrichen bei den Reallöhnen führte. Die Sparquote der privaten Haushalte erreichte in den USA im ersten Quartal von 1977 den tiefsten Stand seit 25 Jahren und stieg dann wieder mäßig an. In den meisten anderen Ländern dürfte die Sparquote im letzten Jahr gesunken sein, jedoch war ihr Rückgang gemessen an den in der Rezession erreichten Höchstwerten im allgemeinen geringer als jener in den USA.

Gegen Ende des letzten Jahres waren in einer Reihe europäischer Länder Anzeichen für ein Wiederaufleben des privaten Verbrauchs zu beobachten. Ausschlaggebend hierfür waren die expansive Wirkung der im Herbst beschlossenen haushaltspolitischen Maßnahmen auf die verfügbaren Einkommen sowie ein Nachlassen des Preisauftriebs, wodurch insbesondere die Kaufkraft der Lohneinkommen gestärkt wurde.

Veränderungen der *Vorräte* stützten 1977 die gesamtwirtschaftliche Leistung nur wenig und erwiesen sich überwiegend als ein eindeutiges Element der Schwäche. Selbst in den USA übten die Unternehmen Zurückhaltung bei der Auffüllung ihrer Lager. In den meisten anderen Ländern kam der Lageraufbau wegen der geringen Aussichten auf ein Wachsen der Endnachfrage entweder zum Stillstand, oder die Vorräte wurden als überhöht angesehen und abgebaut.

Die kräftige Belebung im *Wohnungsbau*, die sonst typisch für die frühe Aufschwungsphase ist, war im letzten Jahr lediglich in den USA erkennbar, wo der Bau von Einfamilienhäusern eine bedeutende Antriebskraft war, während bei den Mehrfamilienhäusern die Flaute anhält. In zahlreichen europäischen Ländern drückte immer noch ein großer Überhang unverkaufter Einheiten auf den Wohnungsmarkt. In Deutschland und den Niederlanden zeigten sich im Wohnungsbau endlich Anzeichen einer

gewissen Belebung; sonst hingegen gingen die Wohnungsbauinvestitionen im letzten Jahr im allgemeinen zurück.

Bei den *Anlageinvestitionen* (ohne Wohnungsbau) waren im letzten Jahr die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern besonders stark ausgeprägt. In den USA war es vor allem auf eine Erholung der Anlageinvestitionen der Unternehmen zurückzuführen, daß sich der konjunkturelle Aufschwung als selbsttragend erwies. Die Aufwendungen für Transportausrüstungen zogen Anfang 1977 kräftig an, und die Ausgaben für Maschinenausrüstungen nahmen im Verlauf des Jahres verstärkt zu. Bei den gewerblichen Bauten verlief die Entwicklung wesentlich weniger lebhaft; immerhin lagen im vierten Quartal die gesamten Anlageinvestitionen der Unternehmen real um 8½% über ihrem entsprechenden Vorjahresstand. Hingegen waren die Anlageinvestitionen der Unternehmen in Westeuropa und Japan immer noch eine sehr schwache Komponente der Gesamtausgaben. Nachdem sie bereits 1976 alles andere als dynamisch gewesen waren, wuchsen sie im vergangenen Jahr in Deutschland nur langsam, stagnierten in Frankreich und Belgien und gingen in Schweden zurück. Eine Ausweitung in Großbritannien, der Schweiz und den Niederlanden ist vor dem Hintergrund eines Rückgangs in den vorangegangenen zwei oder drei Jahren zu sehen. Die gesamten Anlageinvestitionen (einschließlich öffentlicher Investitionen, aber ohne Wohnungsbau) lagen im letzten Jahr in sämtlichen großen Industrieländern außer in Kanada, wo Projekte zum Ausbau der Energieversorgung eine wichtige Rolle spielten, und in Frankreich noch immer unter ihrem Höchststand von 1972/73.

Die finanzpolitischen Maßnahmen zur Konjunkturbelebung

Angesichts der enttäuschenden privaten Ausgaben mag es überraschen, daß 1977 die Finanzpolitik in vielen Ländern fast während des gesamten Jahres einen derart restriktiven Kurs einschlug. Der Anteil der Finanzierungsdefizite der öffentlichen Haushalte am Bruttosozialprodukt, der sich 1976 im allgemeinen recht stark zurückgebildet hatte, wurde im letzten Jahr in allen größeren Ländern außer Japan und Italien in bescheidenen Dimensionen gehalten oder weiter reduziert (vgl. Tabelle auf Seite 62). Der Staatsverbrauch wuchs in den meisten kontinentaleuropäischen Staaten recht langsam, während er in Großbritannien geringfügig zurückging. Noch auffallender ist, daß die öffentlichen Investitionen nicht nur in Großbritannien, sondern auch in Deutschland und den Niederlanden abnahmen. Gleichzeitig war das Steueraufkommen trotz eines langsameren Wachstums der privaten Einkommen und der Ausgaben nach wie vor recht hoch.

Restriktive haushaltspolitische Maßnahmen als Bestandteil von Stabilisierungsprogrammen waren gegen Ende 1976 ohnehin in Italien, Großbritannien, Frankreich und in zahlreichen kleineren Ländern ergriffen worden. Überdies führte aber die anhaltende Inflation zu erheblichen steuerlichen Entzugswirkungen, während sich bei den öffentlichen Ausgaben ein neues Klima der Sparsamkeit verbreitete. Dabei spielte wohl eine Rolle, daß man mögliche Implikationen hoher Budgetdefizite für die monetäre Entwicklung befürchtete, daß mancherorts schon das bloße Ausmaß der Deckungslücken beunruhigte und daß das Bestreben sehr stark war, Fortschritte beim Abbremsen des trendmäßigen Wachstums der öffentlichen Ausgaben zu erzielen. In der Tat waren die Bemühungen um Ausgabeneinsparungen oft erfolgreicher als beabsichtigt, weil

administrative und gesetzliche Hemmnisse dazu führten, daß große Investitionsvorhaben nicht in Angriff genommen werden konnten und die übergeordneten Stellen manche kommunalen Verwaltungen nicht davon abhalten konnten, Ausgabenkürzungen vorzunehmen.

Im Verlauf des vergangenen Jahres beschloß jedoch eine zunehmende Anzahl von Regierungen Steuersenkungen und Ausgabenprogramme zur Stützung der Beschäftigung und Erhöhung der privaten Einkommen. In den USA wurden im Frühjahr 1977 Einkommenssteuersenkungen und Maßnahmen zur Förderung der öffentlichen Investitionstätigkeit angenommen. In Japan, wo die Regierung gegen Ende 1976 ihre Programme für öffentliche Arbeiten schrittweise aufzustocken begann, expandierten die Staatsausgaben ziemlich rasch. In einigen Ländern, darunter Belgien, Dänemark, Schweden und Kanada, wurden die öffentlichen Ausgaben für ausgewählte Arbeitsbeschaffungsprogramme erhöht, während man sich zur Absicherung der außenwirtschaftlichen Flanke zunehmend auf die Geldpolitik stützte.

Vom Sommer an wurden in Deutschland, Frankreich, Großbritannien, den Niederlanden und Japan expansive Haushaltsprogramme in Angriff genommen. Zu dem breiten Spektrum von Maßnahmen gehörten eine Stärkung der staatlichen Investitionen, Schritte zur Förderung der privaten Investitionen (Deutschland und Frankreich), Einkommensteuererleichterungen (Deutschland und Großbritannien) oder die Herabsetzung der Sozialversicherungsbeiträge (Niederlande), eine Erhöhung der Transferzahlungen sowie gezielte Maßnahmen zur Ausweitung der Beschäftigung im öffentlichen oder privaten Bereich (Frankreich, die Niederlande und Großbritannien). Von diesen Programmen gingen zwar keine starken expansiven Impulse aus; immerhin stützten sie die Investitionstätigkeit in gewissem Umfang, während die steuerlichen Maßnahmen die Wirkungen der „kalten Progression“ auf die persönlichen Einkommen weitgehend ausgleichen sollten. Dasselbe gilt im großen und ganzen auch für die in den USA im letzten Januar vom Präsidenten vorgeschlagenen Einkommensteuererleichterungen in Höhe von \$ 24 Mrd. für Unternehmen und Private, die darüber hinaus aber auch die Wirkungen der höheren Sozialversicherungsabgaben kompensieren sollten.

Als Ergebnis dieser verschiedenen Maßnahmen begannen die öffentlichen Ausgaben gegen Ende 1977 und eingangs 1978 in einigen Ländern, wo ihre Zunahme zuvor schwach gewesen war, rascher anzusteigen. Vor allem in Deutschland trat endlich eine Wende in der öffentlichen Investitionstätigkeit ein, die dem Investitionsgütersektor einigen willkommenen Halt verlieh.

Preise und Kosten

Die Inflationsraten gingen im letzten Jahr in den meisten Ländern weiter zurück. Im ersten Halbjahr 1977 zogen zwar die Verbraucherpreise — im wesentlichen als Folge höherer Nahrungsmittelpreise — fast überall leicht an. Seitdem ist jedoch in allen Ländern eine Verlangsamung eingetreten, außer in Kanada, Dänemark, Norwegen, Schweden und Spanien; auch in den USA ist eine erneute Beschleunigung in den Monatswerten deutlich erkennbar. Die Währungen der genannten Länder haben sämtlich, worauf besonders hingewiesen sei, im vergangenen Jahr beträchtlich an Außenwert verloren. In Italien und Großbritannien bildeten sich die Inflationsraten, die vorher nicht weniger als 25% betragen hatten, drastisch zurück, waren

jedoch noch immer — besonders in Italien — ziemlich hoch. In Japan, Deutschland, Belgien und den Niederlanden wurde der Anstieg der Verbraucherpreise schließlich (mit Hilfe steigender Wechselkurse und nach einer fast drei Jahre dauernden Periode schwacher Wirtschaftstätigkeit und hoher Arbeitslosigkeit) auf einen Stand gedrückt, der nicht sehr viel über dem Niveau der sechziger Jahre liegt. In der Schweiz blieben die Verbraucherpreise praktisch stabil.

Veränderung der Verbraucherpreise

	Jahresdurchschnitt		Veränderung gegen Vorjahr					
	1965-69	1969-73	1974 Dez.	1975 Dez.	1976 Dez.	1977 Juni	1977 Dez.	1978 April
	Prozent							
USA	3,8	4,9	12,2	7,0	4,8	6,9	6,8	6,5 ¹
Kanada	4,0	4,6	12,5	9,5	5,8	7,8	9,5	8,4
Japan	4,9	7,5	22,0	7,7	10,4	8,5	4,8	4,5 ¹
Deutschland (BR)	2,2	5,3	5,9	5,4	3,9	4,0	3,5	2,9
Frankreich	4,0	6,1	15,2	9,6	9,9	10,2	9,0	9,2 ²
Großbritannien	4,1	8,0	19,2	24,9	15,1	17,7	12,1	7,9
Italien	2,1	3,6	25,3	11,1	21,8	20,0	14,9	12,5 ²
Belgien	3,4	5,2	15,7	11,0	7,6	7,8	6,3	5,3
Dänemark	6,4	6,4	15,5	9,6	13,1	10,8	12,2	12,2 ¹
Finnland	5,0	6,9	16,9	18,1	12,3	14,6	11,9	10,5 ¹
Niederlande	5,1	6,7	10,9	9,1	8,5	6,7	5,2	4,6 ²
Norwegen	3,6	7,9	10,5	11,0	8,0	8,7	9,1	8,2
Österreich	3,6	5,7	9,7	6,8	7,2	5,9	4,6	3,9
Schweden	3,8	6,8	11,6	8,9	9,6	11,9	12,7	12,5
Schweiz	3,4	6,4	7,6	3,4	1,3	1,8	1,1	1,4
Spanien	4,9	8,4	17,9	14,1	19,8	22,3	26,4	22,0 ¹

¹ Februar. ² März.

Verschiedene Kostenentwicklungen trugen besonders stark zu der weitverbreiteten Abschwächung des Preisauftriebs bei. Im Durchschnitt stabilisierten sich die in Dollar gerechneten Rohstoffpreise, während eine beträchtliche Anzahl von Ländern in den zusätzlichen Vorteil einer effektiven Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar kam. Die Lohnforderungen gingen weiter zurück, wenn sie auch absolut nach wie vor hoch blieben. Hinzu kam, daß die Unternehmer häufig einen weiteren Druck auf die Gewinnmargen hinnehmen mußten.

Die Kassapreise der *Rohstoffe* auf den Weltmärkten, die ihr früheres Rekordniveau bereits wieder erreicht hatten, zogen in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres weiter stark an. Bis zum April 1977 erreichte der auf Dollarbasis errechnete Economist-Index einen Stand, der annähernd zweimal so hoch war wie der im Juni 1975 verzeichnete Tiefpunkt und der 40% über dem vorangegangenen Höchstwert vom Mai 1974 lag. Vor dem Hintergrund einer zögernden und bei weitem noch nicht vollständigen Erholung in den Industrieländern mutete der steile Anstieg des Index rätselhaft an. Rückblickend waren die dadurch geweckten Befürchtungen übertrieben, denn in der Folge kam es zu einem starken Nachgeben der Rohstoffpreise, so daß bis Mitte Februar 1978 der Economist-Index leicht unter seinem entsprechenden Vorjahresniveau lag. Ein anschließender Anstieg des Index beruhte vor allem auf dem Wertverlust des Dollars auf den Devisenmärkten. Eine Prüfung der einzelnen Komponenten zeigt überdies, daß der größte Teil des Anstiegs des Gesamtindex im

**Weltmarktpreise:
Economist-Indikator**

	1971	1974	1975	1976	1977		1978
	Dez.	Mai	Juni	Dez.	April	Dez.	Mitte Mai
	Indizes auf Dollarbasis, 1970 = 100						
Nahrungs- und Genußmittel	95	269	236	336	445	374	395
Industrielle Rohstoffe	87	235	146	180	195	179	181
Metalle	76	224	111	123	138	127	123
Spinnstoffe	107	266	208	276	274	242	258
Gesamtindex	91	254	201	277	347	296	310
Gesamtindex bereinigt um die effektive Abwertung des US-Dollars*	91	230	179	264	337	273	280

* Abwertung seit dem Washingtoner Realignment vom 21. Dezember 1971.

Jahr 1977 auf die Bewegungen der Nahrungsmittelpreise — bedingt durch eine Angebotsverknappung bei Kaffee, einen strengen Winter in den USA und eine vorangegangene Dürre in Europa — zurückzuführen war. Die Nahrungsmittelpreise fielen auch bei der nachfolgenden Abwärtsbewegung stark ins Gewicht, als sich das Nahrungsmittelangebot insbesondere in den gemäßigten Zonen deutlich verbesserte. Die Preise für industrielle Rohstoffe stiegen Anfang 1977 um ungefähr 8%, gingen in der Folge wieder zurück und lagen Anfang 1978 nicht höher als Ende 1976. Bei den wichtigsten NE-Metallen sind die Vorräte der Weiterverarbeiter angewachsen; die Kassapreise dürften nunmehr nahe bei den durchschnittlichen Produktionskosten oder darunter liegen.

Das vergangene Jahr erlebte auch eine leichte Abschwächung der Energiepreise (die im Rohstoffpreisindex nicht enthalten sind). Die OPEC-Staaten hatten die amtlichen Preise für Rohöl in zwei Stufen im Januar und Juli um 10% im Durchschnitt erhöht, im Dezember jedoch beschlossen, diese Preise in Dollar gerechnet einstweilen nicht zu ändern. Die freien Marktpreise für die meisten Rohöle waren sogar angesichts eines reichlichen Angebots am Markt unter ihr Referenzniveau gesunken.

Teilweise aus diesen Gründen und teilweise auch aufgrund von Wechselkursauswirkungen gaben in Belgien, Frankreich, Deutschland und Japan die Großhandelspreise für Roh- bzw. Grundstoffe im Verlauf des Jahres 1977 und in den ersten Monaten von 1978 fühlbar nach, während sie in Italien und Großbritannien deutlich schwächer anstiegen. Zweifellos trug in diesen Ländern der importierte Kostendruck nicht mehr zur Binneninflation bei. In den USA sanken die Großhandelspreise von dreizehn reagiblen gewerblichen Rohstoffen zwischen Februar und September um rund 6%, zogen aber zwischen September und März wieder um etwa 8½% an.

Die Lohnentwicklung erwies sich als ein hartnäckigerer Inflationsfaktor. Der Anstieg der Nominallöhne ging nach ihrer Explosion im Jahre 1974 zwar schrittweise zurück, und auch 1977 war der Zuwachs in den meisten Ländern wiederum geringer als ein Jahr zuvor, wobei die USA und — was mehr überrascht — Deutschland bemerkenswerte Ausnahmen bildeten. Die Steigerungsraten lagen jedoch in den meisten Ländern außer der Schweiz immer noch zwischen 7½ und 12% und in Italien und Spanien sogar über 20%.

Nominale und reale Arbeitsverdienste in der Industrie

	Nominalverdienste ¹						Realverdienste					
	1969-73 Durchschnitt	1973-77 Durchschnitt	1974	1975	1976	1977	1969-73 Durchschnitt	1973-77 Durchschnitt	1974	1975	1976	1977
	Veränderung im Dezember gegenüber Vorjahr in Prozent											
USA	6,7	7,6	8,7	6,8	7,0	7,8	1,4	-0,1	-3,1	-0,2	2,1	0,9
Kanada	8,5	13,3	16,6	13,4	12,4	10,0	3,4	3,7	3,6	3,6	6,5	0,5
Japan	18,7	15,0	25,6	14,5	11,2	9,3	8,9	3,6	3,0	6,3	0,7	4,3
Deutschland (BR)	12,5	9,6	16,4	6,5	7,2	9,3	6,2	4,8	9,9	1,0	3,2	5,6
Frankreich	12,3	15,5	20,3	14,8	15,1	12,1	5,3	4,1	4,4	4,7	4,7	2,8
Italien	18,9	23,8	24,0	20,2	28,7	22,9	9,3	4,9	-1,0	8,2	5,8	7,0
Großbritannien	13,0	17,5	27,6	20,7	12,3	11,1	3,9	-0,2	7,1	-3,4	-2,4	-0,9
Belgien	14,1	14,9	24,4	16,2	9,5	9,1	8,0	4,3	7,5	4,7	1,8	2,6
Dänemark	15,9	14,3	22,0	13,9	11,4	10,2	7,3	3,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8
Finnland	15,4	15,9	24,6	17,2	14,0	8,8 ²	6,8	0,9	6,6	-0,8	1,5	-3,9 ²
Niederlande ²	14,8	12,5	16,6	13,9	8,0	9,5	6,9	3,8	5,3	3,5	-0,6	3,9
Österreich	9,7	10,1	15,3	10,4	7,2	4,4	3,3	3,0	5,1	3,4	0,0	-0,2
Schweden	10,3	13,0	13,7	18,7	11,0	8,9	2,8	2,1	1,9	9,0	1,3	-3,4
Schweiz	8,8	5,6	13,0	7,7	1,6	2,1	1,0	2,2	5,0	4,2	0,3	1,0
Spanien	18,4	28,1	31,3	26,5	31,1	21,6 ²	8,2	7,2	11,4	10,9	9,4	-5,0 ²

¹ Monats-, Wochen- oder Stundenverdienste; kursiv gesetzte Zahlen beziehen sich auf Tariflöhne. ² September-Oktober.

Lohnsteigerungen dieser Größenordnung waren im Verhältnis zu dem im letzten Jahr in den meisten Ländern zu beobachtenden Anstieg der Verbraucherpreise beträchtlich. In der Tat dürfte sich der Anstieg der Reallöhne in Japan, Deutschland, Italien, Belgien und den Niederlanden erneut beschleunigt haben. Zum Teil erklärt sich dies daraus, daß sich die Expansion der Verbraucherpreise rascher abschwächte, als bei den Lohnabschlüssen angenommen worden war. Fortschritte in der Abflachung des Inflationstrends wurden gleichwohl nur mühsam erreicht. Hinzu kam, daß die Reallöhne in den meisten dieser Länder während der Rezession und in der ersten Phase der Erholung sehr stark angestiegen waren. Durchschnittlichen Zuwachsraten von 3 bis 5 % während der letzten vier Jahre, in einer Zeit also, in der der Produktionszuwachs äußerst gering war, muß man einige Verantwortung für den Anstieg der Arbeitslosigkeit zuschreiben. Lediglich in den USA gingen die realen Löhne während der Rezession allein aufgrund der Marktkräfte zurück. In Großbritannien sanken zwar die Reallöhne in jedem der letzten drei Jahre; dies war jedoch hauptsächlich auf die Einkommenspolitik der Regierung zurückzuführen, die auf eine Verringerung der Inflation und ein Ende des Kursrutsches des Pfundes abzielte. Ebenso war der in Dänemark, Finnland, Österreich und Schweden im letzten Jahr eingetretene Rückgang der Reallöhne teilweise das Ergebnis gezielter Bemühungen seitens der Behörden, eine gewisse Mäßigung bei den Lohnabschlüssen zu erreichen.

In Anbetracht der schwachen gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit wurden im vergangenen Jahr in vielen Ländern die Gewinnmargen von einem beträchtlichen Anstieg der Lohnstückkosten einerseits und sehr viel geringeren Preiserhöhungen

für industrielle Erzeugnisse andererseits in die Zange genommen. Die Arbeitskosten je Produkteinheit begannen in Japan und Deutschland erneut anzusteigen und expandierten in den meisten anderen größeren Industrieländern rascher als zuvor. Dagegen verlangsamte sich in fast allen Ländern der Anstieg der Großhandels- oder Erzeugerpreise für Industriegüter deutlich. In Japan, Deutschland, Frankreich, Belgien und den Niederlanden lag 1977 ihr Anstieg insgesamt gesehen in einer Bandbreite von 0-3½% und damit erheblich unter der Erhöhung der Verbraucherpreise. Ausnahmen dieser allgemeinen Entwicklung waren Kanada und Großbritannien, wo sich der Anstieg der Arbeitskosten je Produktionseinheit verlangsamte und die Gewinnquoten angesichts des nach wie vor ziemlich raschen Preisanstiegs für Industriegüter zunahmen. In den USA hielt der Anstieg der Preise für Industrieprodukte mit der Erhöhung der Lohnstückkosten Schritt, so daß die Gewinne je Produkteinheit auf dem verbesserten Niveau von 1976 verblieben.

Beschäftigung und Arbeitslosigkeit

Bis zum Frühjahr 1977 war die Arbeitslosenquote in Deutschland und den USA knapp unter ihren in der Rezession erreichten Höchststand abgerutscht, blieb jedoch überall im Vergleich zu dem zuvor in der Nachkriegszeit erreichten Niveau sehr hoch. In den USA ging die Arbeitslosenquote im Verlauf des vergangenen Jahres weiter zurück; in Deutschland und Japan veränderte sie sich dagegen kaum, während sie in zahlreichen anderen Ländern bis zum Herbst ein Niveau erklommen hatte, das sogar über den 1975 und 1976 verzeichneten Werten lag. Mancherorts ist die Arbeitslosenquote inzwischen leicht zurückgegangen; doch dürften die Arbeitslosenzahlen bei der zu erwartenden Entwicklung der Produktion für geraume Zeit auf einem sehr hohen Niveau verharren.

Die unterschiedliche Entwicklung der Arbeitslosigkeit im letzten Jahr ist um so auffällender, wenn man sie vor dem Hintergrund einer jahresdurchschnittlichen

Arbeitslosenquoten¹

	1957-73		1975 Dezember	1976 Dezember	1977		1978 April
	höchste Jahresquote	durch- schnittliche			Juni	Dezember	
Prozent							
USA	6,8	5,0	8,3	7,8	7,1	6,4	6,0
Kanada	7,1	5,5	7,0	7,5	9,0	8,5	8,6 ²
Japan	1,5	1,1	2,0	1,8	2,1	2,1	2,1 ²
Deutschland (BR)	3,5	1,4	4,9	4,4	4,6	4,5	4,4
Frankreich	2,2	1,6	4,2	4,3	5,3	4,8	4,9
Großbritannien	3,6	2,2	5,0	5,6	5,7	6,0	5,8
Italien ³	8,2	4,0	3,5	6,8	7,7	7,1	.
Belgien	6,3	3,7	8,7	9,8	9,2	11,0	10,8 ²
Niederlande	2,7	1,5	5,5	5,2	5,4	5,1	5,1
Schweden	2,5	1,7	1,6	1,5	1,5	1,8	2,1
Schweiz	0,0	0,0	0,9	0,6	0,3	0,4	0,3

¹ Als Prozentsatz der Erwerbspersonen im Zivilbereich (in Belgien der versicherten Erwerbspersonen). Saisonbereinigte Reihen, außer für Belgien, Italien, Schweden und die Schweiz. ² März. ³ Neue Reihe ab Dezember 1976.

Zunahme der Anzahl der zivilen Erwerbspersonen in den USA um 2½% und eines stabilen oder abwärtsgerichteten Trends in der Zahl der Erwerbspersonen in zahlreichen europäischen Ländern sieht. In den USA expandierte die Beschäftigung im Verlauf des letzten Jahres mit einer Rekordrate von 4½%, während sie in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Schweden stagnierte oder zurückging.

Die Arbeitslosigkeit in den Industriestaaten hat zweifellos sowohl strukturelle wie konjunkturelle Gründe. In den letzten Jahren hat sich die Zusammensetzung der erwerbsfähigen Bevölkerung verändert (insbesondere ist der Anteil der weiblichen und jugendlichen Arbeitskräfte gestiegen); außerdem wurde die Arbeitslosenunterstützung angehoben. Gleichzeitig führten Lohnverhandlungen und einkommenspolitische Maßnahmen zu geringeren Lohnabstufungen, und in einigen traditionellen Industriezweigen oder Regionen verringerten sich die Beschäftigungsmöglichkeiten.

Es dürfte mehr als wahrscheinlich sein, daß sich in dem Anstieg der Arbeitslosigkeit in Europa zum Teil die Rationalisierungsbestrebungen der Arbeitgeber als Reaktion auf den starken Anstieg der Reallöhne auswirken. Eine effektive Abnahme der Beschäftigung in der Industrie während der Aufschwungsperiode war in einer Reihe von europäischen Ländern ein neuartiges Phänomen, und es gibt vereinzelt Hinweise darauf, daß selbst im tertiären Bereich, so im Bankensektor und im öffentlichen Dienst, versucht wird, Arbeitskräfte einzusparen.

Beschäftigung und Arbeitsproduktivität

	Zivilbeschäftigte					Arbeitsproduktivität ¹				
	1969-73 ²	1973-77 ¹	1975 ³	1976 ³	1977 ³	1969-73 ²	1973-77 ²	1975 ³	1976 ³	1977 ³
	Veränderung in Prozent									
USA	2,0	1,8	-0,4	3,3	4,4	1,5	0,2	2,9	1,4	1,2
Japan	1,0	0,4	0,4	1,0	1,3	8,1	2,6	3,1	4,1	3,9
Deutschland (BR)	0,3	-1,7	-2,8	0,0	-0,8	4,1	3,2	4,5	4,8	2,9
Frankreich	1,1	-0,1	-1,7	0,8	0,0	4,5	2,9	4,7	3,4	2,4
Großbritannien	0,2	-0,1	-1,0	-0,2	0,1	3,4	0,0	-1,1	4,1	-0,7
Italien	-0,1	1,5	0,3	1,0	0,7	4,3	0,5	0,3	5,0	-2,1
Kanada	3,0	2,6	2,4	1,2	2,6	2,6	0,4	0,2	2,3	1,4
Schweden	0,7	1,4	2,1	0,3	0,1	2,2	-0,4	-0,6	2,2	-2,9

¹ Veränderung des realen Bruttosozialprodukts je beschäftigten zivilen Arbeitnehmer. ² Jahresdurchschnitte. ³ Veränderung im vierten Quartal gegen Vorjahr.

Das Wirken dieser Kräfte kommt in dem außergewöhnlichen Verhältnis zwischen der Veränderung des Bruttosozialprodukts und jener der gesamten Beschäftigung zum Ausdruck. Diese Relation kann als grober Maßstab für die Arbeitsproduktivität in der Gesamtwirtschaft angesehen werden. In den USA hat sich der konjunkturelle Verlauf der Produktivität nach dem üblichen Muster verhalten: sie nahm in der Rezession ab und erhöhte sich während des Aufschwungs bei allmählich nachlassendem Tempo wieder, wenn auch der Produktionszuwachs im gesamten Zeitraum 1973-77 gerade noch mit der Ausweitung des Arbeitskräftepotentials Schritt hielt. In Japan und Kanada führte das in dieser Periode langsamere Wachstum des Bruttosozialprodukts zu geringeren Zuwachsraten der Beschäftigung wie der Arbeitsproduktivität. In Deutschland, Frankreich und Großbritannien nahm

hingegen die gesamtwirtschaftliche Produktivität sowohl während des Aufschwungs wie im gesamten Zeitraum 1973–77 rascher zu als das Bruttosozialprodukt, während die Gesamtzahl der Erwerbstätigen zurückging. Ähnlich dürfte auch die Entwicklung in Belgien und den Niederlanden verlaufen sein. Der Anstieg der Arbeitsproduktivität in Deutschland und — in geringerem Ausmaß — in Frankreich war in den letzten Jahren im langfristigen Vergleich recht ausgeprägt, wenn man bedenkt, daß die Zunahme der Erzeugung so gering war. In Großbritannien, Italien, Schweden und Kanada erhöhte sich die Produktivität im Zeitraum 1973–77 nur sehr langsam oder nahm ab. Bis zu einem gewissen Grad sind hierfür Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung der Länder verantwortlich; zumindest teilweise wirken sich hier aber auch beschäftigungspolitische Maßnahmen aus, die das Horten von Arbeitskräften fördern und die Zahl der amtlich registrierten Erwerbslosen weniger stark anschwellen lassen sollten, als sich aus den Bestrebungen zur Wiederherstellung der Rentabilität in der Industrie ergeben hätte.

Geldpolitik und Geldmärkte

Der Handlungsspielraum der Geldpolitik war im letzten Jahr — je nachdem, in welcher Lage sich die Behörden befanden und welchen Standort sie einnahmen — entweder durch die Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung oder durch außenwirtschaftliche Gegebenheiten eingegrenzt. In allen größeren Ländern außer Japan — sowie in einigen kleineren — fanden diese Zwänge ihren formalen Ausdruck in der Verpflichtung der Währungsbehörden, die Expansion der Geldmenge in etwa innerhalb gewisser bekanntgegebener Leitlinien oder Grenzen zu halten. Die geldpolitischen Maßnahmen dieser Art waren im allgemeinen eindeutig mittelfristig orientiert: die Geldmengenausweitung sollte auf einem maßvollen und stetigen Kurs gehalten werden, um die Inflationserwartungen zu stabilisieren und allmählich abzubauen.

Unter diesen Umständen war der Spielraum für eine die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit stimulierende geldpolitische Orientierung nur begrenzt. Die monetären Zielgrößen wurden — wenn überhaupt — nur geringfügig nach unten korrigiert, wenn die Produktion zurückging oder sich die Teuerungsraten unerwartet stark abschwächten. Im weiteren Jahresverlauf ließen es dann die Behörden in zahlreichen Ländern zumindest zeitweise zu, daß die Geldmengenausweitung die gesetzten Richtwerte erheblich überschritt. Der Kompromiß, den jedes Land für sich gewählt hatte, mußte angesichts unerwarteter Ereignisse auf den Devisenmärkten neu überdacht werden. Hier geriet zunächst Großbritannien in ein Dilemma und dann, im Zuge der allgemeinen Abschwächung des Dollars, Japan, Deutschland und die Schweiz. Frankreich, Belgien und die Niederlande mußten ihren geldpolitischen Kurs, wenn auch nur für kurze Zeit, zur Stützung ihrer Währungen neu festlegen.

In den *Vereinigten Staaten* beschleunigte sich im Frühjahr und Sommer die Geldmengenexpansion, und die kurzfristigen Zinssätze begannen anzuziehen, was die Frage aufwarf, ob die Ursache hierfür im Verfehlen des Zieles oder im Versuch, sich zu strikt an ihm zu orientieren, zu suchen war. Die *Federal Reserve* versuchte schließlich einen Kompromiß zu finden, indem sie sich einem Anstieg des Zinssatzes für *Federal funds* bis zu einem gewissen Grad widersetzte, während sie gleichzeitig zuließ, daß die Geldmengenausweitung die Obergrenze des Zielkorridors überschritt. Sie

erhöhte die bereits von August bis Oktober von $5\frac{1}{4}$ auf 6% heraufgesetzten Diskontsätze im Januar 1978 weiter auf $6\frac{1}{2}$ %, um den Sturz des Dollars an den Devisenmärkten aufzuhalten. Danach schwächte sich die Zunahme der eng definierten Geldmenge deutlich ab; im April zeigte sich jedoch eine erneute Beschleunigung. Im Mai wurden die Diskontsätze auf 7% heraufgesetzt. Die mittelfristigen Zielbänder für die Geldmengenerweiterung wurden während des Jahres nur wenig geändert, wobei die Untergrenze gesenkt und die Obergrenze des Korridors für M_2 und M_3 um 1 bzw. $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte verringert wurde.

In *Deutschland* beschleunigte sich die Ausweitung der Geldmenge von Juni an; angesichts der schwachen Inlandskonjunktur und der festen Verfassung der D-Mark verzichteten jedoch die Behörden darauf, restriktive Maßnahmen zu ergreifen. Im Zeitraum Juli–September wurden sogar der Lombardsatz gesenkt, zeitweilig Refinanzierungsmöglichkeiten eingeführt bzw. verbilligt und mit einer Herabsetzung der Mindestreserveverbindlichkeiten sowie einer Erhöhung der Rediskontkontingente eine reichliche Bankenliquidität gewährleistet. Im Dezember wurden der Diskont- und der Lombardsatz herabgesetzt; außerdem schöpften die Behörden nur einen Teil der durch amtliche Devisenmarktinterventionen angereicherten Bankenliquidität mit der Erhöhung der Mindestreservesätze für Auslandsverbindlichkeiten der Banken sowie dem Angebot von Mobilisierungspapieren ab. Da die Zentralbankgeldmenge zu Beginn des Jahres nur langsam gewachsen war, hat die jahresdurchschnittliche Zunahme die offizielle Zielmarke nur geringfügig überschritten. Immerhin stellte sich 1977 die Zunahme (vom vierten Quartal zum vierten Quartal) auf 9,6%, verglichen mit einer zu Jahresbeginn vorgesehenen Marge von 6–7%. Für 1978 wurde das Geldmengenziel, das sich mehr am Wachstum des Produktionspotentials als an der erwarteten Entwicklung der tatsächlichen Produktion orientiert, wie 1977 auf 8% (im Jahresdurchschnitt) festgesetzt. Dies wäre, wie erklärt wurde, ungefähr mit einem Wachstum von 5–7% vom vierten Quartal 1977 bis zum vierten Quartal 1978 vereinbar. Zu Beginn des Jahres war der Anstieg ziemlich rasch, verlangsamt sich jedoch dann im Frühjahr wieder.

In *Japan* wurde der offizielle Diskontsatz angesichts der schwachen Erholung der Binnenwirtschaft und des Aufwärtsdrucks auf den Yen zwischen März 1977 und März 1978 in drei Stufen von $6\frac{1}{2}$ auf $3\frac{1}{2}$ % gesenkt, worauf auch die amtlich geregelten Sätze in breiter Front zurückgingen. Von Juni an handhabte die Bank von Japan ihre Richtlinienplafonds für die Kredite der Geschäftsbanken so flexibel, daß sie die meisten Kreditvorhaben der Banken genehmigte. Im Oktober wurden die für Handelsbanken geltenden Mindestreservesätze gesenkt. (Im März 1978 wurden die Reservesätze auf die Zunahme von Yen-Einlagen Gebietsfremder von 50 auf 100% erhöht.)

In *Großbritannien* brachten im vergangenen Jahr ein deutlich wiedererstarcktes Vertrauen in das englische Pfund und eine bemerkenswerte Verringerung der monetären Finanzierung der öffentlichen Haushalte eine plötzliche Veränderung des Klimas auf den Geld- und Kreditmärkten mit sich. Im Gefolge umfangreicher Geldzuflüsse aus dem Ausland und hoher Nettodevisenkäufe der Behörden glitten die Zinssätze stark ab. Gleichzeitig war die inländische Kreditausweitung nur gering und blieb deutlich unterhalb des mit dem IWF vereinbarten Plafonds; die breit definierte Sterlinggeldmenge trat — nach einem Rückgang im ersten Quartal — in eine Phase

Geld- und Kreditaggregate: Ziele und Wachstumsraten

	Geld- oder Kredit- aggregat	Ziel für 1977 ¹	Wachs- tum der Geld- menge oder Kredite 1977 ¹	Ziel für 1978 ¹	Wachstum der Geldmenge oder Kredite Quartalsdurchschnitte auf Jahresrate hochgerechnet				
					1977				1978 I
					I	II	III	IV	
Prozent									
USA	M ₁	4½- 6½	7,8	4 - 6½	7,1	8,3	8,3	7,4	5,1
	M ₂	7 -10	9,8	6½- 9	11,3	9,3	10,3	8,2	6,6
	M ₃	8½-11½	11,7	7½-10	12,8	10,6	12,5	11,0	
Deutschland (BR)	Zentralbank- geldmenge	8	9,0	8	7,9	6,5	12,8	11,5	14,5
	M ₁				11,4	7,3	12,8	10,0	25,0
	M ₂				7,1	6,8	14,6	12,8	7,6
Frankreich	M ₁				10,5	5,2	14,2	7,5	
	M ₂	12½	13,9	12	14,4	8,9	15,8	12,7	
Großbritannien	M ₁				9,2	21,1	25,0	27,8	23,6
	Sterling-M ₂ Inländische Kredit- ausweitung ²	9-13	16,3	8-12	- 4,3	12,4	11,9	15,2	24,8
Kanada	M ₁	8-12	9,2	7-11	8,5	11,1	11,0	13,6	5,8
	M ₂				13,0	14,1	9,4	10,8	8,9
Schweiz.	M ₁	5	5,4	5	9,0	0,1	2,9	9,0	36,8
	M ₂				2,0	10,4	5,6	6,9	5,4
Italien	M ₁				24,2	19,1	20,3	19,9	
	M ₂				24,4	17,4	18,8	22,6	
	Kredite insgesamt	15	17,8		17,0	20,0	16,5	17,3	

¹ USA: viertes Quartal gegenüber gleichem Vorjahreszeitraum; Deutschland und Schweiz: Jahresdurchschnitte; Frankreich und Italien: Dezember gegenüber gleichem Vorjahreszeitraum; Großbritannien: April 1978 bzw. 1979 gegenüber gleichem Vorjahreszeitraum; Kanada: Juni 1977 gegenüber Februar-April 1976 sowie Zeitraum ab Juni 1977. Frankreich, Italien und hinsichtlich der inländischen Kreditausweitung Großbritannien: die angegebenen Ziele stellen die obere Grenze dar. ² Die Begrenzung und die tatsächliche inländische Kreditausweitung während der Periode werden in Prozent von Sterling-M₂ zu Beginn der Periode ausgedrückt.

rascher Expansion ein. Als bei der gleichzeitigen Verfolgung der geld- und wechsellkurspolitischen Ziele Schwierigkeiten auftauchten, gaben die Behörden ersteren den Vorrang und ließen das Pfund ab Oktober frei floaten. Der Mindestausleihesatz war zwischen Januar und Oktober von 14¼ auf 5% zurückgegangen. Bis Mitte Mai 1978, als das Geldmengenwachstum die Zielgröße überschritten und sich die außenwirtschaftliche Lage ungünstiger gestaltet hatte, war der Satz jedoch wieder auf 9% gestiegen.

In *Italien* stützten sich die Behörden in dem Bestreben, die mit dem IWF und den EWG-Behörden vereinbarten Grenzen für die gesamte Kreditausweitung nicht zu überschreiten, weitgehend auf Plafonds für die Ausweitung der Bankkredite an die Wirtschaft und auf Maßnahmen zur Begrenzung des staatlichen Finanzierungsbedarfs. Desgleichen wurden Anstrengungen unternommen, die inländischen Zinsen im Verhältnis zu jenen im Ausland auf einem attraktiven Niveau zu halten und dabei unterschiedliche Inflationserwartungen in Rechnung zu stellen; gleichwohl wurde der amtliche Diskontsatz von Juni bis August von 15 auf 11½% gesenkt. Insgesamt gesehen schwächte sich die Konjunktur stärker als erwartet ab, während sich die Zahlungsbilanzsituation beträchtlich verbesserte. Der Anstieg der öffentlichen Ausgaben wurde jedoch noch immer nicht wirksam eingedämmt. Daher stellte sich

1977 der Zuwachs der gesamten Ausleihungen der Banken und Nichtbanken auf Lit 35 700 Mrd. gegenüber dem ursprünglichen Ziel von Lit 30 600 Mrd.

In *Frankreich*, wo die labile außenwirtschaftliche Lage und die recht hohen Teuerungsraten noch immer im Mittelpunkt der Überlegungen standen, hielten die Behörden an den Normen für die Ausweitung der Bankkredite fest, die so formuliert waren, daß sie mit der offiziellen Zielsetzung für die Expansion von M₂ in Einklang standen. In der Tat wurde für 1978 der Wachstumsspielraum für bestimmte Kreditarten, die vordem den Richtlinien nicht unterworfen waren, geringfügig eingengt. Zwischen Januar und September 1977 ließen die Behörden einen allmählichen Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zu; die Bank von Frankreich senkte im August ihren Diskontsatz von 10½ auf 9½%. Gegen Ende 1977 und eingangs 1978 war die Geldmarktpolitik zeitweilig auf eine Verteidigung des Frankens ausgerichtet. Ein kräftiger Anstieg der kurzfristigen Zinssätze wurde unterstützt, und die Bank von Frankreich stellte bestimmte Geldmarktinterventionen ein. In der Folge ließ der Druck jedoch nach, und die monetären Verteidigungslinien wurden teilweise abgebaut.

In *Belgien* und den *Niederlanden* entspannte sich die Situation am Geldmarkt über längere Perioden des Jahres 1977 hinweg; im Frühjahr und Sommer wurden die Diskontsätze herabgesetzt. Im späteren Jahresverlauf, als die D-Mark gegenüber dem Dollar anstieg, mußten sich beide Länder mit einem Druck auf ihre Währungen innerhalb des europäischen Wechselkursverbands auseinandersetzen. Zu den getroffenen Maßnahmen gehörten Diskontsaterhöhungen sowie Schritte zur Einengung der Bankenliquidität. Stark restriktive Maßnahmen waren jedoch nur für kurze Zeit erforderlich. So wurde in Belgien der Diskontsatz, der im Dezember 1977 von 6 auf 9% erhöht worden war, bis Ende März 1978 wieder auf 5½% ermäßigt. In *Schweden* und *Dänemark* war die Geldpolitik im letzten Jahr weitgehend auf die außenwirtschaftliche Absicherung gerichtet (gleichwohl werteten beide Länder ihre Währungen ab). Hohe Zinssätze und Kreditplafonds waren die wichtigsten Hebel zur Förderung des Zuflusses privater Gelder aus dem Ausland.

Die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen

In sehr vielen Ländern dürften im vergangenen Jahr die Expansionsraten der monetären Gesamtgrößen recht bescheiden ausgefallen sein — jedenfalls wenn man sie an der Entwicklung der frühen siebziger Jahre mißt. Gleichzeitig verringerten sich im allgemeinen die zwischen den Industrieländern bestehenden Unterschiede in der Geldmengenexpansion. Dies ist weitgehend die Folge eines verlangsamten Geldmengenwachstums in den Ländern, in denen die zuvor sehr hohen Inflationsraten reduziert worden sind. In Italien blieben im letzten Jahr die Wachstumsraten der Geldmenge ziemlich hoch, wenn auch die Zunahme geringer war als die der Nominal-einkommen. In Großbritannien expandierte M₁ sehr rasch; paradoxerweise war dies jedoch weitgehend eine Folge des nachlassenden Inflationstempos und des damit im Zusammenhang stehenden kräftigen Rückgangs der Zinsen, der den Anreiz für eine Umschichtung in zinstragende Anlagen abschwächte. Eine ähnliche, gewöhnlich zeitlich begrenzte Beschleunigung wurde in den letzten Jahren auch in einer Reihe anderer Länder beobachtet. Zu einer besonders ausgeprägten Verlangsamung der Expansion von M₂ kam es — unter dem Einfluß einer Begrenzung des Wachstums der durch Geldschöpfung finanzierten Bankkredite — im letzten Jahr in den Nieder-

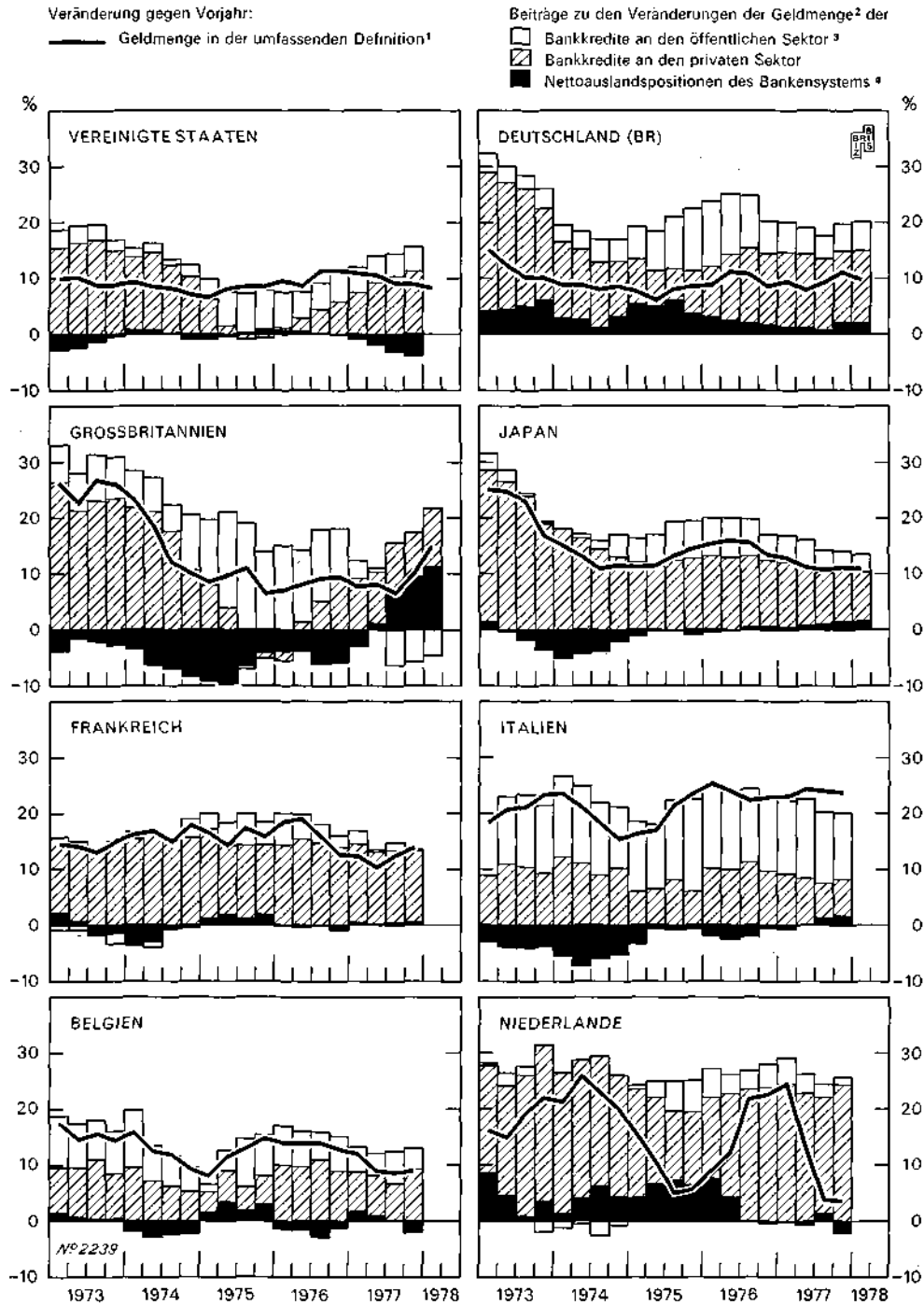
landen, nachdem dieses Aggregat 1976 enorm angestiegen war. In Japan schwächte sich die Expansionsrate von M₂ bis auf Werte ab, die gemessen an jenen früherer Jahre auffallend niedrig waren.

Einige der Länder, die ausdrücklich das Wachstum der Geldmenge zu stabilisieren versuchten, hatten dabei jedoch — typischerweise dann, wenn vorher das monetäre Wachstum über mehrere Jahre hinweg noch relativ maßvoll gewesen war — einige Schwierigkeiten. Überwiegend kam allerdings die Geldmengenausweitung im gesamten Zielzeitraum gesehen und gemessen an der in der Zielankündigung festgelegten Berechnungsbasis dem Richtwert recht nahe. Innerhalb kürzerer Zeiträume war freilich der Schwankungsbereich der monetären Wachstumsraten nach wie vor ziemlich breit; sie bewegten sich monatelang außerhalb der durch die Leitlinien vorgegebenen Grenzen.

Einer der Gründe hierfür lag zweifellos darin, daß die nationalen Behörden zeitweilig dem Versuch Priorität einräumten, die Zinssätze oder Wechselkurse zu stabilisieren. Eine andere Ursache war offenbar ein sich ständig änderndes Austauschverhältnis zwischen monetären Forderungen und nicht in den ausgewählten Aggregaten enthaltenen Aktiva. In den USA scheint sich in der Beschleunigung des Zuwachses von M₁ zum Teil auszuwirken, daß das Tempo, in dem marktfähige Papiere neuer Art anstatt einer Aufstockung der Sichteinlagen erworben wurden, nachgelassen hat. Andererseits trugen gegen Ende 1977 ein wegen der nicht mehr attraktiven Zinsen langsamerer Zuwachs der Termineinlagen von Unternehmen sowie der Spareinlagen zu einer Abschwächung des Expansionstempos der breiteren Aggregate bei; gleichzeitig begannen die Banken in beträchtlichem Umfang, Einlagenzertifikate in großer Stückelung auszugeben, die nicht in M₂ oder M₃ enthalten sind. In Deutschland dürfte die Freigabe großer Einlagebeträge der privaten Haushalte (DM 7 Mrd. im Januar und DM 15 Mrd. im Juli), die zuvor in Form von nichtmonetären Spareinlagen blockiert waren, zu der im vergangenen Jahr beschleunigten Ausweitung von M₃ und dem ungewöhnlich geringen Anstieg der nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken beigetragen haben. In Großbritannien dürften die Wachstumsschwankungen von Sterling-M₃ während des Jahres erheblich durch die wechselnde Attraktivität der staatlichen Sparbriefe und der Einlagen bei Bausparkassen, die in dem Aggregat nicht enthalten sind, beeinflußt worden sein. Faktoren dieser Art tragen zur Erklärung bei, warum es den Währungsbehörden so schwerfiel, das Wachstum bestimmter Geldmengengrößen in sehr kurzen Zeiträumen exakt zu steuern, und warum ein solches Unterfangen nicht immer als zweckmäßig erscheinen mag.

Die Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte bei Banken war im vergangenen Jahr keine wesentliche Triebkraft für das Wachstum der Geldmenge. Sie nahm auch 1977 in den USA, Deutschland, Japan und Frankreich ab, nachdem sie bereits 1976 unter das im Rezessionsjahr 1975 erreichte Niveau gesunken war. Zurückzuführen war dies in unterschiedlichem Ausmaß auf den niedrigen Umfang oder den Rückgang der öffentlichen Defizite (außer in Japan), die ergiebige Marktverfassung bei Verkäufen von Staatspapieren außerhalb des Bankensystems und in einigen Fällen auf die nachdrücklichen Bemühungen, die monetäre Finanzierung zu begrenzen. Besonders in Frankreich wurden die ergriffenen Maßnahmen ausdrücklich an dem Ziel ausgerichtet, im gesamten Jahr per saldo eine stärkere monetäre Haushaltsfinanzierung zu vermeiden. Sowohl in den Niederlanden wie in Großbritannien

Veränderung der Geldmenge und die Beiträge ihrer Gegenposten



¹ Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder; 1. Quartal 1978 teilweise geschätzt; für Deutschland M₃; für Großbritannien Sterling-M₃; für die anderen Länder M₂. ² Der Prozentbeitrag der Gegenposten ergibt zusammengekommen die prozentuale Veränderung der Geldmenge, mit Ausnahme von Differenzen bei den hier nicht dargestellten Bilanzpositionen, von denen die wichtigste die inländischen nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken ist. ³ Großbritannien: einschließlich Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland; USA: einschließlich von amtlichen ausländischen Stellen gehaltener Schatzwechsel. ⁴ Frankreich: nur Bank von Frankreich; Großbritannien: einschließlich der Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors im Ausland (-); USA: einschließlich Währungsreserven, Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen (-) und anderer von den Banken gemeldeter Nettoforderungen gegenüber Gebietsfremden.

fürten die öffentlichen Haushalte im vergangenen Jahr ihre Verschuldung gegenüber den Banken sogar zurück. In Belgien und Italien beschaffte sich jedoch der öffentliche Sektor weiterhin in recht großem Umfang Mittel bei Banken.

In der gegensätzlichen Entwicklung der Bankausleihungen an den privaten Sektor schlugen sich vor allem Unterschiede in der konjunkturellen Lage und den Inflationsraten der einzelnen Länder nieder. In den USA führte die kräftige Erholung der Unternehmenskredite zusammen mit einem starken Anstieg der Hypothekar- und der Konsumentenkredite zu einer sehr raschen Ausweitung der gesamten Bankausleihungen. Demgegenüber hatte Japan im vergangenen Jahr bei den Krediten von Banken mit 9,5% die schwächste Zunahme seit mehr als zwanzig Jahren zu verzeichnen. Trotz der schwachen Wirtschaftstätigkeit weiteten sich die Bankkredite an den privaten Sektor in Deutschland, Frankreich, Belgien und den Niederlanden recht kräftig aus. Vor allem in Deutschland beschränkte sich der Zuwachs jedoch hauptsächlich auf mittel- und langfristige Kredite, wobei ein beträchtlicher Teil der Finanzierung des Wohnungsbaus und Verbrauchszwecken diente. Auch in einigen anderen Ländern gibt es Hinweise darauf, daß die Ausleihungen an private Haushalte schneller gestiegen sind als an Unternehmen. In Italien und Großbritannien hielt die Ausweitung der Bankkredite an den privaten Sektor nur mehr oder weniger Schritt mit dem Anstieg der Verbraucherpreise; die Verbesserung der Zahlungsbilanzen einschließlich der Normalisierung der Leads and lags trug zu einer Abschwächung der Kreditnachfrage bei.

Zahlenmäßige Begrenzungen für die Ausweitung der Bankkredite waren 1977 und anfangs 1978 in Italien, Frankreich, den Niederlanden, Österreich, Dänemark und Japan in Kraft. In jedem dieser Länder außer Japan sind Anzeichen für ihre restriktive Wirkung zu erkennen. So blieben in Italien die Zinssätze für Bankkredite im Verhältnis zu den Geldmarktzinsen recht hoch, während in Frankreich 1977 die nichtlimitierten Kredite mit 35% weitaus stärker stiegen als die der Begrenzung unterliegenden Darlehen (8%). In den Niederlanden konnten die Banken ihre Ausleihungen an den privaten Sektor ungeachtet der Limitierung ausweiten, wenn sie sich dafür am Kapitalmarkt refinanzierten; sie machten von dieser Möglichkeit in beträchtlichem Umfang Gebrauch.

Mittelzuflüsse aus dem Ausland können bekanntlich die Geldmengen- und/oder die inländische Kreditausweitung direkt und ebenso über ihren Einfluß auf die Liquiditätsreserven der Banken indirekt beeinflussen. Der in der Graphik dargestellte Auslands-Gegenposten der Geldmengenexpansion, der für die meisten Länder die Veränderung der Auslandsposition des gesamten Bankensystems widerspiegelt, zeigt nur die direkten Einflüsse. Er läßt lediglich in begrenztem Umfang die wichtige Rolle erkennen, die amtliche Devisenkäufe für die monetäre Expansion im vergangenen Jahr in Italien, Großbritannien und Deutschland spielten, weil es in allen Fällen zu einer Verschlechterung der Auslandsposition der Banken kam. Zudem ist es nicht immer möglich, diese Angaben um Bewertungsänderungen bei den Netto-devisenreserven zu bereinigen. In Deutschland machte im letzten Vierteljahr von 1977 der Nettozuwachs der Auslandsforderungen der Banken ein Sechstel des Wachstums der breit definierten Geldmenge aus. Andererseits übten in Belgien die außenwirtschaftlichen Faktoren einen restriktiven Einfluß auf die monetäre Expansion aus, was auf die Bemühungen zur Stabilisierung des Wechselkurses des Frankens innerhalb

des Währungsverbunds zurückzuführen war. Im Falle der USA schlägt sich in dem Auslandsposten der Anstieg der US-Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen im vergangenen Jahr nieder, wobei der größte Teil des Gegenpostens aus Krediten an den öffentlichen Sektor besteht.

Staatsfinanzierung

Der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte insgesamt wie der Zentralhaushalte (einschließlich der für Darlehensgewährungen aufgenommenen Mittel) ist in den letzten beiden Jahren in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA recht stark gesunken. Auch in den Niederlanden kam es im vergangenen Jahr zu einem Rückgang. In Belgien, Italien und Japan erhöhte er sich jedoch im vergangenen Jahr absolut gesehen weiterhin, wenn er auch im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt in dem einen oder anderen Fall etwas zurückging.

Staatsfinanzierung¹

	Jahr	Belgien	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Japan	Niederlande	USA
		in Prozent des Bruttosozialprodukts							
Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte ²	1975	6,2	6,6	3,4	10,1 ³	15,5 ⁴	7,1 ⁵	4,8	6,6
	1976	6,6	4,5	2,0	7,6 ³	13,0 ⁴	10,2 ⁵	4,7	3,9
	1977	7,0	3,2	2,4	4,1 ³	12,1 ⁴	9,4 ⁵	3,7	3,2
Finanzierungsbedarf der Zentralregierung	1975	5,7	6,3 ⁶	3,0	8,0 ⁷	11,6 ⁸	2,8	3,1	5,9
	1976	5,9	4,4 ⁶	1,1	5,5 ⁷	9,5 ⁸	4,8	3,6	4,0
	1977	6,5	2,7 ⁶	1,2	3,2 ⁷	9,9 ⁸	4,7	3,0	3,7
gedeckt durch: Zentralbank	1975	0,0	0,6	1,4		7,7	.	0,0	0,6
	1976	0,8	0,3	0,7		6,9	.	0,4	0,7
	1977	0,6	0,0	-1,0	2,3	-2,0	.	0,1	0,4
					0,0				
Geschäftsbanken	1975	1,3	4,3	0,8	1,4	0,5	2,1	1,0	1,7
	1976	1,4	2,8	-0,3		-0,5	3,7	0,6	0,8
	1977	0,6	2,0	0,6		8,0	3,0	0,4	-0,1
Andere inländische Quellen	1975	4,4	1,1		5,5	3,4		2,1	3,1
	1976	3,7	0,7		4,5	3,1		2,7	2,0
	1977	5,4	0,7	0,8	6,8	3,9	0,7	2,6	1,7
Ausländische Quellen	1975	0,0	0,3	0,7	0,2 ⁹	0,0	1,1	0,0	0,5 ⁹
	1976	0,0	0,6		1,0 ⁹	0,0		-0,1	0,5 ⁹
	1977	-0,1	0,0		-5,0 ⁹	0,0		-0,1	1,7 ⁹

¹ Nettoveränderung der Verschuldung und der Kassenmittel, einschließlich Verschuldung für Darlehensgewährungen. Zum Teil Schätzungen der BIZ. ² Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen auf der Basis von Kassenzahlen. ³ Einschließlich Kreditbedarf der öffentlichen Unternehmen in Höhe von rund 1,1% des BSP im Jahre 1977. ⁴ Wie in der Absichtserklärung gegenüber dem IWF definiert. Einschließlich der Verschuldung einiger öffentlicher Unternehmen. ⁵ Nettoemission von mittel- und langfristigen Schuldverschreibungen durch den Zentralhaushalt und die Gemeinden; einschließlich der Begebung von staatsgarantierten Anleihen und Privatplatzierungen von Anleihen durch Regierungsbehörden (zusammen 1,5% des BSP im Jahre 1977). ⁶ Gebietskörperschaften (ohne Sozialversicherungen). ⁷ Einschließlich Darlehen der Zentralregierung an die öffentlichen Unternehmen (rund 0,3% des BSP im Jahre 1977). ⁸ Öffentliche Haushalte. ⁹ Einschließlich Zunahme (-) der amtlichen Devisenreserven.

In einer Reihe von Ländern verfolgte die Finanzpolitik im vergangenen Jahr nachdrücklich das Ziel, den öffentlichen Finanzierungsbedarf zu verringern, womit gewöhnlich beabsichtigt war, die monetäre Kreditbeschaffung zu begrenzen. Besonders in Italien und Großbritannien hatten sich die Behörden im Rahmen von Pro-

grammen, die auf eine Verbesserung der Zahlungsbilanzen abzielten, zur Einhaltung quantitativer Grenzen hinsichtlich der Staatsfinanzierung verpflichtet. Gemessen an den Zielen war die tatsächliche Entwicklung in beiden Ländern recht unterschiedlich. In Großbritannien belief sich der Kreditbedarf aller öffentlichen Haushalte (einschließlich der öffentlichen Unternehmen) in dem am 31. März endenden Haushaltsjahr auf schätzungsweise £ 5,7 Mrd. oder 4,6% des Bruttosozialprodukts; damit lag er deutlich unterhalb der Grenze von £ 8,7 Mrd., die vorher im Einvernehmen mit dem IWF gesetzt worden war. Demgegenüber überschritt in Italien 1977 das Defizit des Zentralstaates mit Lit 17 000 Mrd. die in den internationalen Übereinkünften in Aussicht genommene Grenze von Lit 13 100 Mrd., während der Kreditbedarf des gesamten öffentlichen Sektors, für den eine Obergrenze von Lit 16 450 Mrd. festgesetzt worden war, sogar Lit 21 000 Mrd. erreichte. In den anderen Ländern fiel 1977 die Kreditaufnahme häufig kleiner aus, als ursprünglich erwartet worden war, sie dürfte jedoch im laufenden Jahr angesichts des Umschwenkens der Finanzpolitik auf einen expansiveren Kurs zunehmen.

Ein recht hoher Anteil des Finanzierungsbedarfs der zentralen Haushalte konnte im vergangenen Jahr in den meisten Ländern — wobei Italien eine wichtige Ausnahme bildete — auf nichtmonetärem Wege gedeckt werden. Da die Unternehmen nur begrenzt auf die Anleihemärkte zurückgriffen, konnten im allgemeinen Staatspapiere in umfangreichen Beträgen zu stabilen oder sinkenden Zinssätzen bei den Nichtbanken untergebracht werden. In Großbritannien schuf der mit der erfolgreicherer Inflationseindämmung Hand in Hand gehende ausgeprägte Rückgang der Anleihenrenditen besonders günstige Bedingungen für den Verkauf von Staatspapieren. Die Behörden begaben einen neuen Anleihetyp, bei dem das Kapital in Raten zahlbar ist, um die Schwankungen im amtlichen Nettoabsatz von Staatspapieren verringern zu helfen — ein seit langem bestehendes Problem, das durch die erhöhte Empfindlichkeit des Marktes gegenüber der monetären Entwicklung verschärft worden ist. In Frankreich wurden eine umfangreiche Staatsanleihe mit Erfolg emittiert und große Beträge von Schatzanweisungen im Publikum untergebracht. Auch in Belgien, den Niederlanden, Japan und den USA waren die Verkäufe von Staatsanleihen an Nichtbanken sehr hoch. In Japan und Großbritannien übernahmen finanzielle Institutionen außerhalb des Bankensektors den Hauptteil der nicht im Bankensystem platzierten Papiere, in einigen Ländern erwarben jedoch auch private Haushalte oder nichtfinanzielle Unternehmen, die infolge einer sehr schwachen privaten Investitionstätigkeit Liquidität ansammelten, Anleihen in beträchtlichem Umfang. In den USA nahmen die Gliedstaaten und Gemeinden, die in ihrer eigenen finanziellen Entwicklung hohe Überschüsse erreicht hatten, im vergangenen Jahr etwa 30% der gesamten vom Schatzamt emittierten Marktpapiere auf. In Deutschland kauften Anleger des Nichtbankenbereichs verhältnismäßig wenig öffentliche Anleihen; der geringe Abstand zwischen den Zinssätzen für kurzfristige Papiere und den Kapitalmarktrenditen beeinträchtigte die Erwartungen auf einen weiteren Zinsrückgang und bot den Anlegern wenig Anreiz, Papiere mit einer ungewissen Kursentwicklung zu erwerben. Darüber hinaus waren die in der Tabelle als Anleger des Nichtbankenbereichs erfaßten Sozialversicherungen tief in die Defizitzone geraten und reduzierten daher ihre Forderungen gegenüber den anderen öffentlichen Haushalten.

Was die Auslandsfinanzierung betrifft, so vollzog sich im vergangenen Jahr eine der bemerkenswertesten Entwicklungen in den USA, wo fast die Hälfte des Finanzierungsbedarfs des Zentralhaushalts durch von Gebietsfremden erworbene US-Staatspapiere gedeckt wurde. Der größte Teil dieser Finanzierung beruhte auf der Anlage von bei amtlichen Stützungskäufen auf den Devisenmärkten erworbenen Dollarbeständen durch ausländische Währungsbehörden. In Großbritannien waren die Käufe britischer Staatsanleihen durch Gebietsfremde zwar recht beträchtlich, jedoch weit geringer als der Zuwachs an amtlichen Währungsreserven, der in der Tabelle als (negative) Finanzierung aus ausländischen Quellen verzeichnet ist.

Der Rückgriff der Zentralhaushalte auf die Bankenfinanzierung war im vergangenen Jahr überall mit Ausnahme Italiens, Japans und Deutschlands (im letzteren Fall erfaßt die Aufgliederung der Tabelle auch die kommunale Verschuldung) recht begrenzt. In Japan wirkte sich die schwache Kreditnachfrage der Unternehmen stark kompensierend auf die Geldschöpfung aus, während in Deutschland die Banken einen beträchtlichen Teil ihrer Ausleihungen an die Gebietskörperschaften weiterhin auf dem Kapitalmarkt refinanzierten.

Kreditaufnahme und Kreditgewährung des privaten Sektors

Hauptsächlich aufgrund von konjunkturbedingten Unterschieden hob sich im vergangenen Jahr das rasche Wachstum der Unternehmens-, Hypothekar- und Verbraucher Kredite in den USA völlig von dem im allgemeinen schwachen Niveau der privaten Kreditaufnahme in anderen Ländern ab, wenngleich in einigen die Nachfrage nach Baudarlehen Anzeichen einer Erholung zeigte.

Dieses Muster ist aus der nebenstehenden Tabelle klar ersichtlich, die (im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt) einen groben Überblick über die Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren auf den heimischen Kreditmärkten vor allem durch Wertpapieremission und Direktarlehen der finanziellen Institutionen bietet.

Die *Verschuldung der Unternehmen* wuchs in den USA im vergangenen Jahr vor allem deshalb sehr stark, weil ihre Investitionsausgaben schneller zunahmten als die aus der Innenfinanzierung verfügbaren Mittel. Darüber hinaus stockten die Unternehmen aber auch weiterhin ihre finanziellen Aktiva auf: die Liquidität des Unternehmenssektors hielt sich im vergangenen Jahr, anstatt wie in früheren Phasen des Konjunkturaufschwungs rasch zusammenschmelzen, fast auf dem verbesserten Niveau, das durch die Konsolidierung der Bilanzen 1975/76 erreicht worden war. Die Schwäche der Aktienmärkte wirkte sich hemmend auf die Begebung von Aktien aus, während die öffentliche Begebung von Anleihen unter den Stand von 1976 sank. Die Unternehmen beschafften sich umfangreiche Mittel durch private Plazierungen und Hypothekarverschuldung, der Schwerpunkt verschob sich aber zunehmend zu kurzfristigen Bankkrediten und kurzfristigen Geldmarktpapieren. Steigende Zinssätze setzten der kurzfristigen Verschuldung für Liquiditätszwecke zwar zunehmend Grenzen, jedoch wurde die Ausleihepolitik der Banken aggressiver, indem sie ausgewählte Darlehen zu unterhalb der Prime rate liegenden Zinssätzen vergaben und Festzinsdarlehen mit einer Laufzeit bis zu fünf Jahren anboten.

In anderen Ländern blieb dagegen im vergangenen Jahr das Tempo der Kreditaufnahme der Unternehmen recht bescheiden oder ließ sogar nach. Die Anlage-

Die Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner auf den Kreditmärkten¹

	Jahr	Verschuldung der öffentlichen Haushalte ²	Verschuldung der Unternehmen ³				Wohnungsbaukredite	Konsumentenkredite und andere Kredite an private Haushalte ³	Insgesamt
			Aktien	Anleihen	Darlehen ³	Zusammen			
			in Prozent des Bruttonationalprodukts						
USA	1974	2,0	0,3	1,5	5,0	6,8	2,5	1,0	12,3
	1975	6,3	0,6	2,0	0,5	3,1	2,5	0,7	12,6
	1976	4,9	0,6	1,5	2,3	4,4	3,6	1,7	14,6
	1977	4,3	0,4	1,2	4,3	5,9	4,6	2,3	17,1
Deutschland (BR)	1974	2,3	0,3	0,2	3,3	3,8	2,4	0,0	8,5
	1975	5,9	0,5	-0,1	1,9	2,3	2,2	0,4	10,8
	1976	3,8	0,4	0,0	3,2	3,6	2,4	1,3	11,1
	1977	3,2	0,2	-0,1	2,9	3,0	3,0	1,2	10,4
Japan	1974	6,4	0,6	0,5	9,9	11,0	4,9		22,3
	1975	8,6	0,8	0,9	10,3	12,0	4,7		25,3
	1976	9,4	0,6	0,4	9,1	10,1	5,0		24,5
	1977	9,5	0,6	0,3	6,6	7,5	4,5		21,6
Großbritannien . .	1974	5,5	0,1	0,0	5,4	5,5	2,8	0,0	13,8
	1975	8,2	0,9	0,1	0,6	1,6	3,5	-0,4	12,9
	1976	4,7	0,6	0,0	2,5	3,1	3,1	0,7	11,6
	1977	7,1	0,5	-0,1	2,3	2,7	2,9	0,9	13,6
Kanada	1974	4,8	0,3	0,7	5,3	6,3	4,2	2,0	17,3
	1975	5,4	0,6	0,9	2,5	4,0	4,3	2,0	15,7
	1976	4,4	0,5	-0,5	3,5	3,5	4,7	2,1	14,7
	1977	5,9	1,0	0,7	2,7	4,4	6,7	1,6	17,6
Frankreich	1974	1,2	0,6	0,5	7,1	8,2	2,4	-0,1	11,7
	1975	3,9	0,5	1,2	5,5	7,2	2,9	0,4	14,4
	1976	2,1	0,4	0,7	5,3	6,4	3,7	0,4	12,6
	1977	2,8	0,4	0,6	5,7	6,7	3,1	-0,1	12,5

¹ Eigene Schätzungen auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. USA: ohne vom Ausland auf den Kreditmärkten aufgenommene Mittel; Deutschland: Mittelbeschaffung durch Geldmarktpapiere, Anleihen, Aktien und Kredite von Banken, Bausparkassen und Versicherungen; Japan: Begebung von Wertpapieren sowie Darlehen von finanziellen Institutionen und der Regierung; Großbritannien: Begebung von Wertpapieren, „national savings“, kommunale Verschuldung, Bankausleihungen, öffentliche Darlehen, Darlehen für Häuserwerb, andere Darlehen und Hypotheken sowie Einzelhandelskredite; Kanada: von größeren nichtfinanziellen Kreditnehmern beschaffte Mittel außer Wertpapierkäufe durch Gebietsfremde; Frankreich: Kreditaufnahme der Regierung, Kredite an die Wirtschaft und Wertpapieremissionen durch nichtfinanzielle Unternehmen. ² In Japan und Großbritannien ist die Verschuldung der öffentlichen Unternehmen in der öffentlichen Verschuldung und die der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit bei den Krediten an private Haushalte erfaßt. ³ Einschließlich Geldmarktpapiere.

investitionen der Unternehmen lagen darnieder; zudem lief der Prozeß der Bilanzsanierung — in Kanada etwas später als überall sonst — aus, in dessen Verlauf mit Hilfe langfristiger Verschuldung eine Anreicherung der flüssigen Mittel finanziert worden war. In Großbritannien erreichten die Industrie- und Handelsgesellschaften in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres Finanzierungsüberschüsse, während in Japan das Finanzierungsdefizit des Unternehmenssektors im Verhältnis zum Bruttonationalprodukt bemerkenswert niedrig war. In Deutschland erhöhte sich das Defizit des Unternehmenssektors etwas gegenüber dem 1976 verzeichneten bescheidenen Niveau, der Anteil der aus der Innenfinanzierung verfügbaren Mittel an den Bruttoinvestitionen blieb jedoch hoch. Der Anteil der Neuverschuldung der Unternehmen bei Banken ging in Deutschland, Japan sowie Kanada deutlich zurück; in Großbritannien blieb er weiterhin sehr bescheiden. Die Emissionstätigkeit bei Anleihen und Aktien schwächte sich mit Ausnahme von Kanada ebenfalls ab.

Wohnungsbaukredite nahmen im vergangenen Jahr in einer Reihe von Ländern recht beträchtlich zu. Im allgemeinen konzentrierte sich die Belegung auf Hypothekendarlehen an private Hauserwerber. In den USA, wo die Wohnungsbauhypotheken einen weit über den Bedarf für die Finanzierung neuer Bauten und den Verkauf bereits fertiggestellter Häuser hinausgehenden Rekordzuwachs verzeichneten, haben Privatpersonen zweifellos ihr Wohnungseigentum stärker belastet, um andere Ausgaben zu finanzieren. Langfristige erstrangige Hypothekendarlehen mit einem Festzins von etwa 9% waren billiger als Konsumentenkredite und offenbar auch im Hinblick auf den Erwartungshorizont bei den Verbraucherpreisen ganz allgemein attraktiv. In einer Reihe europäischer Länder gaben die Zinssätze für Hypothekendarlehen nach, und obwohl die laufenden Zuwachsraten bei den Verbraucherpreisen ebenfalls sanken, betrachtete man das Hauseigentum augenscheinlich immer noch langfristig als Sicherung gegen die Inflation. In mehreren Ländern wurde die Kreditaufnahme zur Finanzierung des Kaufs oder der Renovierung bestehender Wohnbauten durch steuerliche Maßnahmen begünstigt. In einigen waren relativ billige Finanzierungsmittel von spezialisierten Wohnungsbaukreditanstalten leicht verfügbar oder wurden aufgestockt. In den USA ebte der vorher starke Mittelzufluß zu Einlageinstituten ab, als im späteren Verlauf von 1977 die Zinssätze für kurzfristige Einlagen bis zur Obergrenze der Regulation Q anstiegen. Der Einfluß war jedoch weitaus schwächer als bei ähnlichen Gelegenheiten in der Vergangenheit, weil die Termingelder, deren Hereinnahme diesen Instituten in den letzten Jahren erlaubt worden war, angesichts der empfindlichen Strafzinsen bei vorzeitigem Rückzug wettbewerbsfähig blieben. In Großbritannien zögerten die Bausparkassen mit der Anpassung an den Zinsrückgang für marktgängige Verschuldungsformen und profitierten in der meisten Zeit des Jahres von großen Mittelzuflüssen. In Deutschland begünstigte das Nachgeben der Kapitalmarktrenditen eine starke Ausweitung der Wohnungsbaukredite, die von spezialisierten Kreditinstituten gewährt und durch die Ausgabe von Pfandbriefen refinanziert werden.

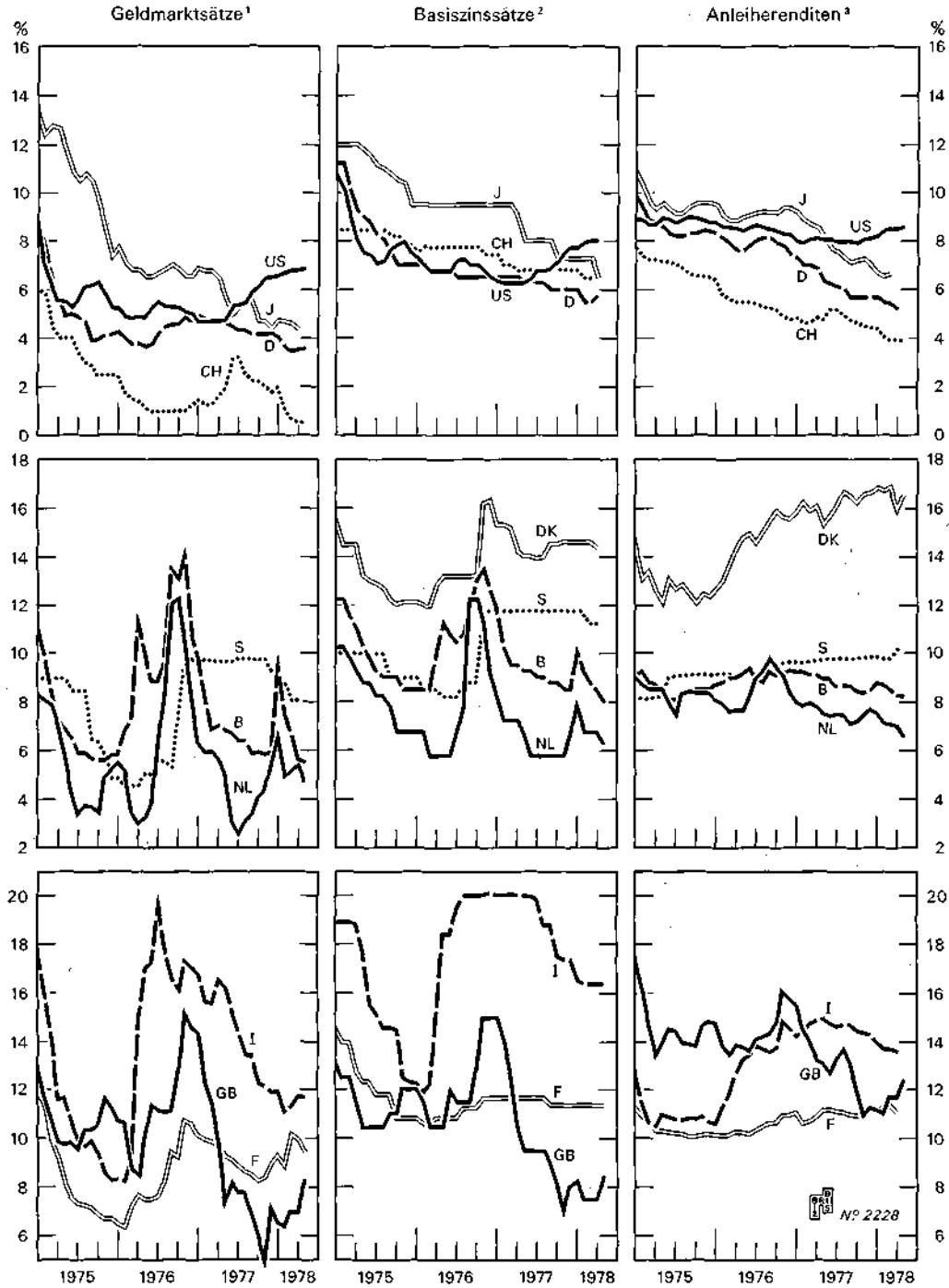
Auch *Ratenzahlungskredite für Verbrauchszwecke* nahmen in den USA rasch zu. Zusammen mit dem Zuwachs der Hypothekarkredite führte dies zu einem starken Anstieg des Anteils der Verschuldung der privaten Haushalte am verfügbaren Einkommen. Auch in Deutschland wuchsen die Verbraucherkredite recht zügig, während in den übrigen Ländern der Zuwachs bei den Konsumentenkrediten im vergangenen Jahr recht bescheiden war und die Haushalte ihre flüssigen Mittel weiterhin recht beträchtlich anreicherten. Überdies trug in vielen Ländern der Rückgang der Preissteigerungsraten und der Zinssätze dazu bei, Kapitalverluste teilweise wieder wettzumachen, die die Haushalte vorher erlitten hatten.

Zinssätze

Die Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung und dem wirtschaftspolitischen Kurs der drei größten Industrieländer schlugen sich sehr deutlich in der Bewegung sowohl der kurz- wie der langfristigen Zinssätze nieder.

Die kurzfristigen Zinssätze in den USA, die sich per saldo in den beiden vorangegangenen Jahren der wirtschaftlichen Erholung nur wenig verändert hatten, zogen vom April 1977 bis zum Frühjahr 1978 um etwa 2–3 Prozentpunkte an. Der Anstieg war jedoch nicht gleichmäßig über das Jahr verteilt. Die Erhöhung des

Kurz- und langfristige Zinssätze



Anmerkung: B = Belgien, DK = Dänemark, D = Deutschland, F = Frankreich, GB = Großbritannien, I = Italien, J = Japan, NL = Niederlande, S = Schweden, CH = Schweiz, US = Vereinigte Staaten.

¹ Ausgewählte typische Zinssätze. (Für die USA: Satz für Federal funds; für Frankreich: Tagesgeldsatz; für Italien: Sichteinlagen zwischen Banken; für andere Länder: dreimonatige Geldmarktpapiere.)
² Mindestsatz, der von Geschäftsbanken für Kassenkredite an erste Adressen gefordert wird. Für Dänemark: durchschnittlicher Satz für Ausleihungen; für Deutschland: Untergrenze der Spanne für große Kontokorrentkredite.
³ Ausgewählte typische Zinssätze. (Für die USA: Aaa-Unternehmensschuldverschreibungen; für Dänemark: hauptsächlich Pfandbriefe; für Belgien, Großbritannien, die Niederlande und Schweden: Staatsschuldverschreibungen; für andere Länder: verschiedene andere öffentliche Anleihen.)

Zinssatzes für Zentralbankguthaben vollzog sich in vier jeweils durch Stabilitätsphasen getrennten Stufen. Die Steigerungen fielen mit Perioden eines sehr raschen Geldmengenwachstums zusammen, dem die Federal Reserve bis zu einem gewissen Grade entgegenwirkte. In Deutschland war die Interbankrate für Dreimonatsgeld im Verlauf des Jahres 1976 allmählich gestiegen, als die Bundesbank die freien Reserven der Banken beschneidete, um das Wachstum der Zentralbankgeldmenge zu verlangsamen. Im vergangenen Jahr, als die Behörden eine erneute Liquiditätsanreicherung der Banken erleichterten, gab der Satz in den Monaten bis August um fast 1 Prozentpunkt nach. Obwohl die Banken unausgenutzte Rediskontkontingente und Zugang zu Bundesbankkrediten in der Form von Offenmarktgeschäften mit Rückkaufvereinbarung zu günstigen Bedingungen hatten, pendelte sich der Dreimonatsgeldmarktsatz etwas oberhalb des Lombardsatzes ein und gab nicht mehr wesentlich nach, bis dieser Satz im Dezember gesenkt wurde. In Japan ermäßigte sich der Satz für täglich fälliges Geld 1977 und anfangs 1978 um 2 Prozentpunkte, wobei ein drastischer Rückgang im Frühjahr und im Herbst im Zusammenhang mit der schrittweisen Lockerung der Geldpolitik stand, die den Diskontsatz der Bank von Japan auf $3\frac{1}{2}\%$ und damit das niedrigste Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg drückte. In der Schweiz, wo an der Inflationsfront konkurrenzlose Erfolge erreicht worden waren, bewegten sich die Geldmarktsätze deutlich unter dem Niveau in anderen Ländern, obwohl es im Frühjahr und Sommer 1977 zu einem kurzlebigen Anstieg gekommen war, als die Behörden eine zeitweilige Abschwächung des Schweizer Frankens dazu nutzten, ihre Bemühungen um eine Dämpfung der Geldmengenexpansion zu verstärken.

Die Leitzinssätze in den USA stiegen von April 1977 bis Mai 1978 um 2 Prozentpunkte: diese Entwicklung war von einer Einengung des recht weiten Abstandes zwischen diesen Sätzen und den Zinsen für von privaten Unternehmen ausgegebene kurzfristige Geldmarktpapiere begleitet, der während der Rezession angesichts der damals höher eingestuften Kreditrisiken entstanden war. In Japan wurden im vergangenen Jahr die Ausleihesätze der Geschäftsbanken in Einklang mit dem Diskontsatz der Bank von Japan gesenkt. In Deutschland reagierten die Zinsen für Kontokorrentkredite auf den Rückgang der Geldmarktsätze recht langsam, während allerdings die Zinsen für Hypothekarkredite in der im April endenden Zwölfmonatsperiode um fast $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte nachgaben. In der Schweiz sanken die Hypothekenzinsen im Zusammenhang mit weiteren Herabsetzungen der Zinssätze für Kassenobligationen der Banken um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt.

Auf dem Kapitalmarkt blieben die Renditen in den USA im Verlauf von 1977 im allgemeinen bemerkenswert stabil und zogen anfangs 1978 noch an, wobei zweifellos der starke Preisauftrieb, der sich anfangs 1978 zu beschleunigen schien, die Hauptrolle spielte. Der Markt war weder vom öffentlichen noch vom privaten Sektor her einem größeren Nachfragedruck ausgesetzt. In Deutschland gingen die langfristigen Zinssätze bis zum Herbst weiterhin recht stark zurück. Zu dieser Zeit war die Spanne zwischen diesen Sätzen und den Geldmarktzinsen ungewöhnlich gering geworden. Die Kapitalmarktrenditen gaben anfangs 1978 den kurzfristigen Sätzen folgend weiter nach und erreichten ein neues Nachkriegstief. In der Schweiz gingen die Anleiherenditen im Winter und im Frühjahr 1978 ganz erheblich zurück, sie erscheinen jedoch im Verhältnis zur Inflationsrate weiterhin hoch; offensichtlich zögerten die institutionellen Anleger aus technischen Gründen, Mittel zu niedrigen

Nominalsätzen langfristig zu binden. Auch in Japan dürften die Anleiherenditen real recht hoch geblieben sein, obwohl sie nominal beträchtlich zurückgegangen sind.

In Europa war die Abwärtsbewegung der Geldmarktsätze während des Frühjahrs und Sommers recht weit gestreut. Belgien und die Niederlande hatten spekulative Attacken auf ihre Währungen an den Devisenmärkten abgewehrt und ergriffen Maßnahmen zur Anreicherung der Bankenliquidität. Als es innerhalb des europäischen Währungsverbundes zu neuen Störungen kam, reagierten die belgischen und holländischen Geldmarktsätze in der bereits vertrauten Weise, gaben aber anfangs 1978 wieder nach. Andererseits wurden in Dänemark und Schweden die kurzfristigen Zinssätze fast auf dem hohen Stand festgeschrieben, auf den sie 1976 angehoben worden waren, auch nachdem die schwedische Krone den Währungsverbund verlassen hatte und die dänische Krone innerhalb der Vereinbarung im August abgewertet worden war. In den ersten Monaten von 1978 wurden nur noch begrenzte Abwärtsbewegungen gefördert. Auch in Belgien und den Niederlanden gaben die Kapitalmarktsätze, die gegen Ende 1977 in unterschiedlichem Umfang durch den Anstieg der kurzfristigen Zinsen beeinflusst wurden, vom Beginn des Jahres 1977 bis zum Frühjahr des laufenden Jahres trotz der Verlangsamung der Inflation in diesen Ländern per saldo nur sehr wenig nach. Dabei dürfte die umfangreiche Kapitalmarktverschuldung des öffentlichen Sektors sowie, im Falle der Niederlande, der Banken eine Rolle gespielt haben, die so auf die Begrenzungen des Wachstums ihrer monetären Verbindlichkeiten reagierten. In Schweden blieben die Kapitalmarktrenditen 1977 stabil, erhöhten sich aber im März 1978, während sie in Dänemark 1977 weiter anstiegen, anfangs 1978 dann aber wieder in begrenztem Ausmaß rückläufig waren.

In Italien und Großbritannien gingen die kurzfristigen Zinssätze im Verlauf von 1977 sehr stark zurück; ebenso gaben sie von Januar bis September in Frankreich nach, wobei die Verbesserung der Zahlungsbilanzen dieser Länder und die allgemeine Abschwächung des Dollars ins Gewicht fielen. In Frankreich zogen die Geldmarktsätze anfangs 1978, als der französische Franken unter Druck geriet, steil an, lagen aber im April wieder auf ihrem Niveau von Mitte 1977. In Großbritannien wurde die Abwärtsbewegung der Zinssätze im Mai/Juni angesichts der Ungewißheit über die Geldmengen- und Wechselkurspolitik kurz unterbrochen. Daran anschließend ließen die Behörden den Kurs des Pfundes floaten, während sie einen Anstieg der Geldmarktsätze förderten, die damals im Verhältnis zu den Anleiherenditen sehr niedrig notierten, obwohl letztere ebenfalls einen kräftigen Rückgang hinter sich hatten. Anfangs 1978 befestigten sich sowohl die kurz- wie die langfristigen Zinssätze in Anbetracht neuer Befürchtungen hinsichtlich der Inflationsaussichten wieder.

Während sich in Großbritannien die Entwicklung der Geldmarktsätze generell in den Bewegungen der Leitzinsen niederschlug, verzeichneten diese Sätze im Verlauf des Jahres in Frankreich kaum eine Änderung; in Italien waren sie nur mit einer Verzögerung abwärts gerichtet. Die Anleiherenditen blieben im Verlauf von 1977 in Italien und Frankreich recht stabil; zu Beginn des Jahres 1978 stiegen sie zeitweise in Frankreich und gaben in Italien nach.

III. MASSNAHMEN ZUR FÖRDERUNG VON WACHSTUM, PREISSTABILITÄT UND AUSSENWIRTSCHAFTLICHER ANPASSUNG IN DEN EINZELNEN LÄNDERN

Im Hinblick auf Wachstum und Beschäftigung hat das vergangene Jahr die Erwartungen enttäuscht. Mit Ausnahme der USA wichen alle Industrieländer weiter von dem angestrebten stetigen Wachstumspfad ab. Das bescheidene Ziel der Rückkehr zu einem befriedigenden Beschäftigungsstand bis zur Wende des Jahrzehnts war bereits etwa ein Jahr, nachdem es aufgestellt worden war, wieder gefährdet. Andererseits sind in den meisten Industrieländern die Teuerungsraten den Erwartungen entsprechend weiter zurückgegangen, wozu mancherorts eine Aufwertung der Währung beigetragen hat.

Im Frühjahr 1977 war die Hoffnung groß, daß sich das wirtschaftliche Wachstum fortsetzen könnte, wenn die einzelnen Länder es durch eine Wirtschaftspolitik stützen würden, die dem jeweiligen außenwirtschaftlichen Anpassungsbedarf sowie den unterschiedlichen Inflationsraten Rechnung trägt. Tatsächlich sind aber die von den einzelnen Ländern eingeschlagenen Kurse nicht in eine allgemein übereinstimmende Marschrichtung eingemündet. Was einerseits die sogenannten Lokomotivenländer betrifft, so machte die Erholung in den USA recht gute Fortschritte, während in Japan und Deutschland die wirtschaftliche Entwicklung weit hinter den Erwartungen zurückblieb. Andererseits setzten die verschiedenen restriktiven Maßnahmen, die von vielen Industrie- und Entwicklungsländern gewöhnlich sowohl aus außen- wie aus binnenwirtschaftlichen Erwägungen ergriffen worden waren, kontraktive Kräfte von unerwarteter Stärke frei. Im Endeffekt trugen diese auseinanderlaufenden Tendenzen zu einer ausgeprägten Abschwächung des Wachstums der realen Erzeugung und des Handels sowie zu einer weitgehenden Neuanpassung der Wechselkurse bei.

Seit dem vergangenen Herbst haben eine Reihe von Ländern, nicht zuletzt Japan und Deutschland, neue expansive Maßnahmen eingeleitet. Es besteht daher etwas Hoffnung, die allerdings durch die Enttäuschungen des vergangenen Jahres gedämpft wird, daß die Produktion in den Industrieländern einen aufwärtsgerichteten und einheitlicheren Pfad einschlägt. Ein solcher Verlauf kann jedoch keineswegs als gesichert angesehen werden; seine Realisierung kann sehr wohl davon abhängen, ob jene Länder weitere Konjunkturbelebungsmaßnahmen einleiten, die hierzu am ehesten in der Lage sind.

Es darf freilich nicht übersehen werden, daß die einzelnen Länder die bestehenden Probleme binnenwirtschaftlicher Stabilisierung und außenwirtschaftlicher Anpassung bisher recht unterschiedlich auffassen, was auch künftig Einfluß auf die wirtschaftspolitischen Strategien und den tatsächlichen Verlauf der Dinge haben wird. Diese Unterschiede schlagen sich teilweise in der Priorität nieder, die den

allgemeinen wirtschaftspolitischen Zielen — Bekämpfung von Inflation und Arbeitslosigkeit sowie außenwirtschaftliche Anpassung — jeweils gegeben wird. Sie kommen indessen auch darin zum Ausdruck, welches Gewicht man konjunkturellen im Unterschied zu strukturellen Verzerrungen beimißt und — teilweise damit zusammenhängend — welche Rolle man der globalen Nachfragesteuerung anstelle des Vertrauens auf das Wirken des marktwirtschaftlichen Anpassungsprozesses im Verein mit gezielten Einzelmaßnahmen zuweist. Überdies ist eine diskretionäre Nachfrageankurbelung praktisch überall problematischer geworden, weil die Marktteilnehmer auf Veränderungen der Preise, Löhne und der finanziellen Bedingungen immer empfindlicher reagieren. Vor diesem Hintergrund haben die nationalen Behörden weiterhin neuartige wirtschaftspolitische Ansätze und Techniken, wie monetäre Zielgrößen und einkommenspolitische Instrumente, erprobt, um ein maßvolles Wachstum bei anhaltender Abschwächung der Teuerung zu erreichen.

Nach wie vor ist die Gefahr groß, daß die Erholung weiter schwinden wird, wenn die Länder fortfahren, eine Lösung ihrer Probleme auf der Grundlage eines abgeschirmten nationalen Konzepts zu suchen. Diese Erkenntnis hat die Behörden der einzelnen Länder veranlaßt, die Möglichkeit eines besser abgestimmten Vorgehens zu diskutieren, das die außenwirtschaftlichen Zwänge, denen sich viele Länder gegenübersehen, gegenseitig mildern könnte.

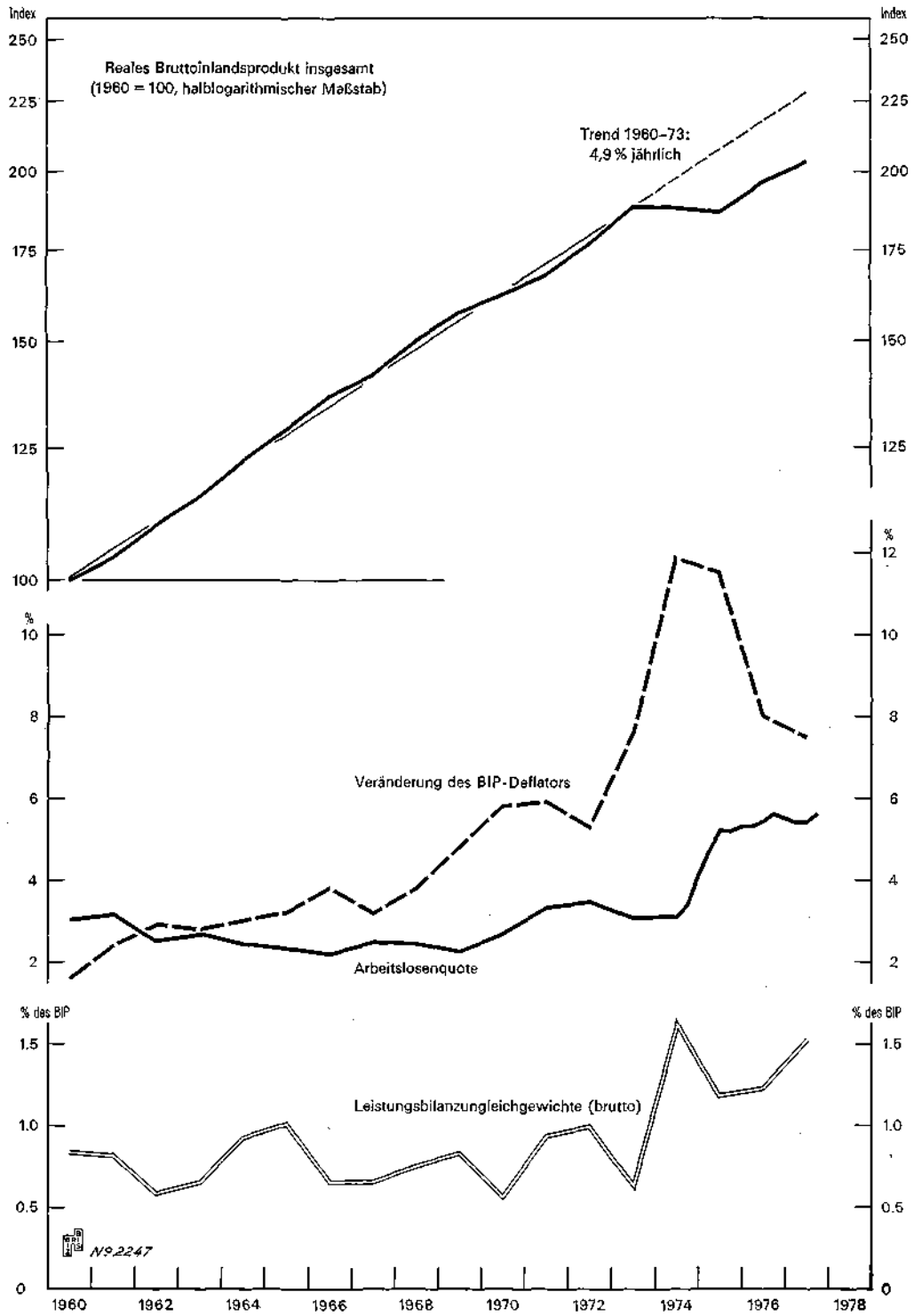
Wirtschaftspolitische Probleme in langfristiger Sicht

Bevor sich der Bericht den wirtschaftspolitischen Strategien und Methoden zuwendet, erscheint es angebracht, kurz Revue passieren zu lassen, wie die heute vorherrschenden Probleme entstanden sind und wie sie sich entwickelt haben.

Wie die umstehende Graphik zeigt, ist die gegenwärtige Situation der Industrieländer ohne Beispiel in der Nachkriegszeit. Verglichen mit dem früheren Produktionstrend ist die heutige Wachstumsflaute von allen bisher durchlaufenen die bei weitem schwerste und längste. Überdies hat der Aufschwung seit dem Produktionstief von 1975 noch nicht einmal das relativ bescheidene Wachstumsziel erreicht, das von den Regierungen der beteiligten Länder vereinbart worden war. Es überrascht daher nicht, daß die gesamte Arbeitslosigkeit den stärksten Anstieg seit dem Weltkrieg verzeichnete und daß ihr Verharren auf einem sehr hohen Stand mit einem nach wie vor unter den früheren Trends liegenden Produktionsniveau einhergeht.

Aus der Graphik wird auch ersichtlich, daß die Superlative hier nicht enden. Seit der Ölkrise haben Inflation und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte ebenfalls neue Rekordhöhen erreicht, wenngleich die Teuerung nunmehr recht deutlich eingedämmt worden ist. Die Beschleunigung des inländischen Preisauftriebs war zwar 1973/74 am stärksten ausgeprägt, doch hatte sich die Situation bereits in dem etwa zehnjährigen Zeitraum davor spürbar verschlechtert. In Europa hatte sich in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre ein besonders starker Lohnkostendruck bemerkbar gemacht, während die USA zur Zeit des Vietnamkrieges einen übermäßigen Nachfragedruck erlebten. Außerdem war vor allem als Folge des Transmissionsmechanismus bei festen Wechselkursen die Geldmengenexpansion in allen Industrieländern stark. Die Lage war daher bereits recht labil, als die Regierungen 1972 und 1973 gleichzeitig zu einer expansiven Wirtschaftspolitik übergangen. Zu der

OECD-Länder: Wachstum, Inflation, Arbeitslosigkeit und außenwirtschaftliches Ungleichgewicht



nachfolgenden kurzen, aber schnellen Ausweitung der Nachfrage und Erzeugung gesellte sich zudem eine Reihe unglücklicher Ereignisse, wie schlechte Ernten usw., deren Auswirkungen noch verschlimmert wurden durch die Spekulation auf einigen Märkten für nicht verderbliche Rohstoffe, die zu einem beängstigenden Anstieg der Grundstoffpreise beitrugen. Zweifellos war dann die massive administrierte Heraufsetzung der Erdölpreise von 1973/74 der Gipfel des Ganzen.

Dieses Ereignis heizte natürlich die Preisinflation beträchtlich an, es verschärfte aber auch erheblich die bereits bestehenden Zahlungsbilanzungleichgewichte. Der untere Teil der Graphik bietet einen sehr groben Maßstab für das nicht saldierte Leistungsbilanzungleichgewicht im OECD-Bereich, wie es sich als Summe der absoluten Leistungsbilanzsalden (also ohne Berücksichtigung der Vorzeichen) aller OECD-Länder, ausgedrückt in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts, ergibt. Trotz des vereinfachten Maßstabes ist der hier vermittelte Einblick klar genug, daß nämlich die internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte in jüngster Zeit neue Rekordausmaße erreicht haben.

Das Fazit ist, daß es den Regierungen in diesen Jahren nicht gelang, auch nur eines der vier Nachkriegsziele der globalen Wirtschaftspolitik, nämlich Wachstum, einen hohen Beschäftigungsstand, stabile Preise und außenwirtschaftliches Gleichgewicht, zu erreichen.

Wie sich jedoch bereits vor der Ölkrise Anzeichen wachsender inflationärer Spannungen abzeichneten, so gab es auch schon einige Tendenzen, die auf einen früheren Anstieg der Arbeitslosenzahlen hindeuteten. Teilweise waren diese beiden Probleme zweifellos miteinander verbunden, da sich die Regierungen gedrängt sahen, zur Abwehr des inflationären Drucks die Nachfrage in gewissem Umfang zu drosseln. Vielfach wird aber auch die wachsende Rolle struktureller Faktoren wahrgenommen. Einige könnten sich auf dem Arbeitsmarkt selbst ergeben haben — das Auseinanderklaffen der Qualifikationen der Arbeitssuchenden und der Anforderungen bei freien Stellen. Andere mögen mit der nunmehr üblichen höheren Arbeitslosenunterstützung verknüpft sein, wobei beispielsweise ein größerer Anreiz besteht, den Zeitraum auszudehnen, in dem ein neuer und besser zusagender Arbeitsplatz gesucht wird. Weitere strukturelle Ursachen für die Arbeitslosigkeit könnten darin liegen, daß es nicht gelang, die Industriestrukturen schnell genug an neue Nachfrageprofile, an die Erfordernisse des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts oder an das Wachstum der Industrien in einigen Entwicklungsländern anzugleichen.

Wie groß auch der exakte Einfluß solcher Faktoren gewesen sein mag, so vermittelt die Graphik doch den deutlichen Eindruck, daß ein weiteres Element in den Jahren 1974/75 eine wichtige Rolle gespielt hat, nämlich eine Nachfragerücke im Verhältnis zum potentiellen Angebot. Das ausgeprägte Zurücksinken der Erzeugung unter ihren früheren Trend ging, mit der üblichen Verzögerung, mit einem fühlbaren Anstieg der Unterauslastung des Kapitalstocks wie des Arbeitskräftepotentials einher.

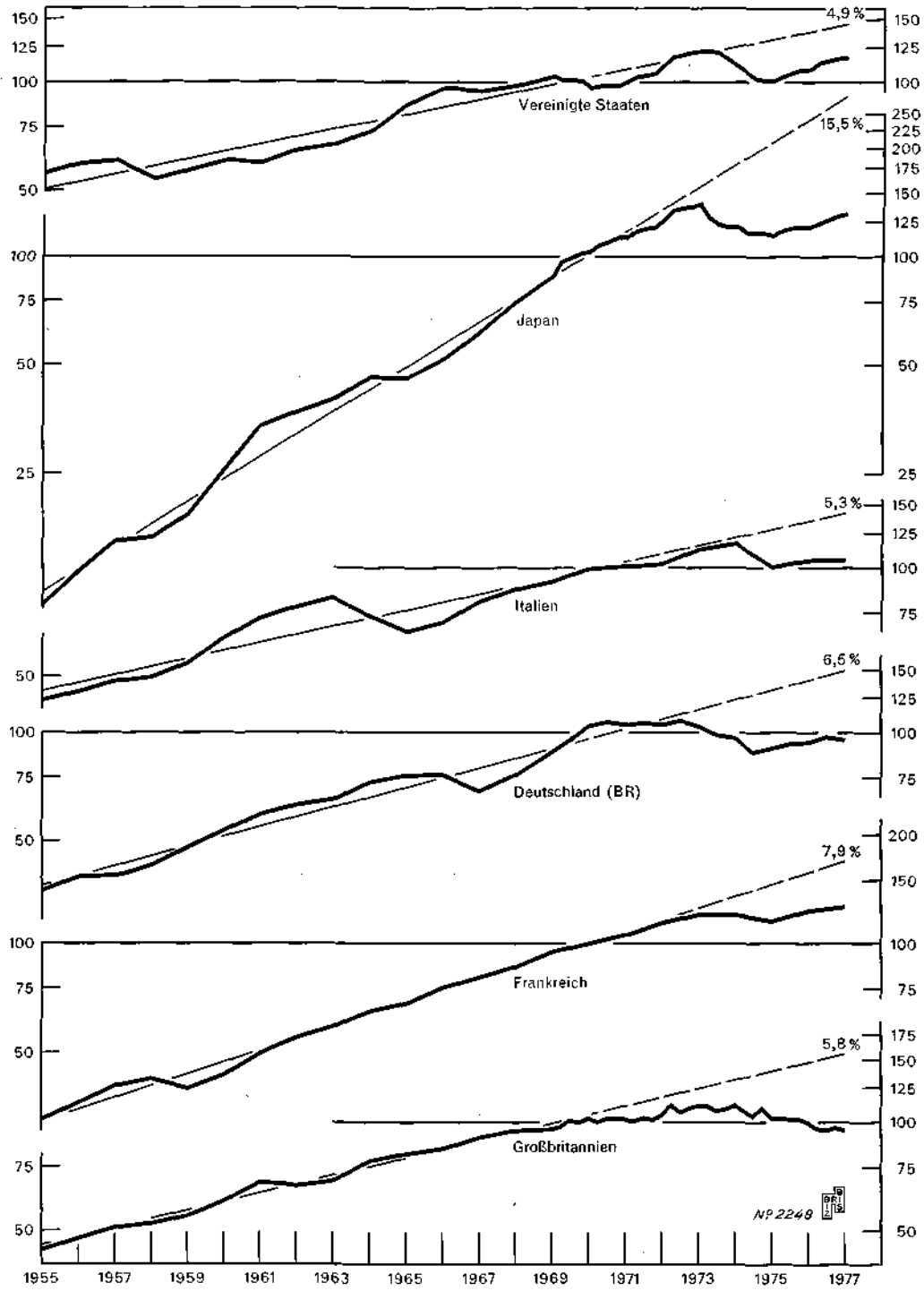
Die nachfrageschwächende Wirkung der Ölpreiserhöhungen und der daraus folgenden OPEC-Überschüsse ist mittlerweile von allen Wirtschaftsanalysten eingestanden worden. Einige der erdölerzeugenden Länder mit niedriger Importaufnahmefähigkeit steigerten in der Tat ihre Sparquote sehr kräftig, ohne daß die

Investitionen dort oder anderswo in gleichem Umfang zugenommen hätten. Die Regierungen der größeren ölimportierenden Länder fanden sich offensichtlich vor die Notwendigkeit gestellt, mit dem später als Erdöldefizit bezeichneten Phänomen fertigzuwerden, um damit die OPEC-Überschüsse zu kompensieren; dies hätte bedeutet, daß sie eigentlich eine weitere Vergrößerung ihrer Haushaltsdefizite hätten zulassen müssen. Aber selbst von diesem Hindernis abgesehen, wurde tatsächlich niemals eine akzeptable Formel für die Verteilung des Gegenpostens der OPEC-Überschüsse gefunden. Die Reaktionen auf die Zahlungsbilanzdefizite waren unterschiedlich, sie orientierten sich jedoch in einigen Fällen eher an dem traditionellen Muster binnenwirtschaftlicher Restriktion.

Es gab allerdings noch andere Hemmnisse sowohl für die Regierungen wie für die privaten Verbraucher. Die Inflation spielte zweifellos eine Schlüsselrolle, einmal auf recht direkte Weise, zum anderen durch eine Erhöhung der Ungewißheit, der sich die Entscheidungsträger gegenübersehen. Ein deutliches Beispiel hierfür war das Ausmaß, in dem in vielen Ländern die privaten Sparquoten mit sich beschleunigender Inflation gestiegen sind. Einmal mag hier der Versuch eine Rolle gespielt haben, den Realwert des Finanzvermögens wiederherzustellen, der durch hohe Inflationsraten und bei Wertpapieren auch durch Kapitalverluste bei steigendem Zinsniveau erheblich ausgehöhlt worden war. Freilich dürfte auch eine allgemeine Unsicherheit insbesondere hinsichtlich der Beschäftigungsaussichten eine Rolle gespielt haben.

Auch die Aufwendungen der Unternehmen für Anlageinvestitionen haben sich während der Rezession im Vergleich zum früheren Trend stark abgeschwächt, wie aus der nebenstehenden Graphik hervorgeht. Zweifellos fielen hier vor allem die zögernde Gesamtnachfrage und die damit einhergehende Erhöhung ungenutzter Produktionskapazitäten ins Gewicht. Mit größter Wahrscheinlichkeit bildete aber auch hier die Inflation ein Hemmnis. Sie erhöht ja nicht nur die Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen Umsatzentwicklung, da sich die Regierungen zu restriktiven Maßnahmen gezwungen sehen könnten, vielmehr hat der Kostendruck in vielen Ländern auch zu einer Schmälerung der Gewinnspannen geführt. Zweifellos ist eine solche Entwicklung bis zu einem gewissen Grade in der Rezession nicht ungewöhnlich, in bestimmten Ländern hatte die Gewinnentwicklung jedoch schon einige Zeit vor der Ölkrise einen abwärtsgerichteten Trend eingeschlagen. Gerade dieser Sachverhalt läßt bei manchen Zweifel aufkommen, ob expansive Maßnahmen derzeit ihre sonst üblichen Produktions- und Beschäftigungseffekte haben könnten; mit anderen Worten: die Investitionen reagieren unter Umständen so lange nicht selbst auf eine höhere Nachfrage, solange nicht der Kosten-Preis-Trend günstiger verläuft. Die Ungewißheit hinsichtlich der Wechselkurse stellt einen weiteren Hemmschuh dar. Das langandauernde und beträchtliche Zurückfallen der Investitionen hinter ihren früheren Entwicklungspfad weckt auch ernstliche Zweifel daran, ob in absehbarer Zeit eine Rückkehr zu dem zuvor bestehenden Wachstumstrend der gesamten Produktion möglich ist. Derart beträchtliche Ausfälle können sehr wohl die Produktionskapazität der Sachanlagen verringern, vor allem weil einige der jetzt vorgenommenen Investitionen eher dazu dienen, neuen Umweltschutzbedingungen zu genügen oder strukturelle Anpassungen an die Veränderung in den relativen Energiepreisen vorzunehmen, als die Kapazitäten auszuweiten. Vielleicht erleben wir deswegen

Reales Wachstum der Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau)*
Jährliche und vierteljährliche Indizes, 1970 = 100 (halblogarithmischer Maßstab)



* Einschließlich öffentlicher Investitionen. Den Trendgeraden liegen die Jahre 1960-73 zugrunde.

nunmehr eine gewisse trendmäßige Abflachung des Potentialwachstums in den Industrieländern, vor allem wenn eine solche enttäuschende Investitionsentwicklung anhält.

Zu den kontraktiven Einflüssen der OPEC-Überschüsse und der zurückhaltenden Ausgabenneigung des privaten Sektors kam hinzu, daß sich auch die Regierungen in mancher Hinsicht konservativ verhalten haben. Dies nicht nur deshalb, weil viele Länder versuchten, die sich beschleunigende Expansion der öffentlichen Ausgaben zu begrenzen — die daraus resultierenden kontraktiven Impulse hätten durch Steuersenkungen ausgeglichen werden können. Wichtiger war das Ausmaß der Zurückhaltung hinsichtlich der staatlichen Nettoausgaben, also des Haushaltsdefizits. Nach einem Zeitraum, in dem die öffentlichen Defizite nicht nur absolut gesehen, sondern auch im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt Rekordhöhen erreicht haben, mag dies eine paradoxe Feststellung sein. Entscheidend jedoch ist, daß der Überschuß der Erdölproduzenten und die ungewöhnlichen Ungleichgewichte zwischen geplanten Ersparnissen und Investitionen in anderen Ländern eine ungewöhnlich große Nachfragerücke im Weltwirtschaftssystem hinterließen, die offenbar nur von den öffentlichen Haushalten ausgefüllt werden konnte, freilich auf Kosten sehr hoher öffentlicher Defizite. Nach Ansicht sowohl der Regierungen wie der Privaten sind jedoch solche Defizite zwangsläufig mit der Gefahr verknüpft, noch mehr Inflation zu erzeugen. In der Tat wird häufig durch Haushaltsdefizite zusätzliches Geld geschaffen, das einen Inflationsdruck auslösen oder finanzieren kann. Damit befand man sich in der Zwickmühle, einerseits die fehlende Nachfrage ersetzen zu wollen, ohne andererseits bereit zu sein, der Kosteninflation den Weg zu ebneten.

Die wirtschaftspolitischen Strategien vor einem Jahr

Im Frühjahr 1977 schien eine anhaltende wirtschaftliche Erholung vor allem von der Entwicklung in den USA, Japan und den Hartwährungsländern Westeuropas abzuhängen. Überall sonst waren, teilweise durch außenwirtschaftliche Erfordernisse bedingt, Restriktionsprogramme in Kraft oder in Aussicht genommen. Drei große Länder — Großbritannien, Frankreich und Italien — waren mitten in der Durchführung umfangreicher Stabilitätsprogramme. Belgien, die Niederlande und Österreich hielten kontraktive Maßnahmen für erforderlich, um ihre Währungen der Deutschen Mark anzupassen. Zudem war es in einer Reihe kleinerer europäischer Länder ganz offenkundig notwendig, anhaltende außenwirtschaftliche Defizite abzubauen. Ähnliche Erfordernisse zeigten sich auch in vielen stärker wie schwächer entwickelten Ländern außerhalb Westeuropas.

Für den globalen Anpassungsprozeß folgte daraus allgemein die Notwendigkeit, die von den verschiedenen Ländern nach der Ölkrise eingenommenen unterschiedlichen Haltungen in gewissem Umfang zu revidieren. Während in der Anfangsphase eine Reihe von Ländern Maßnahmen zur Förderung der Nachfrage und der Beschäftigung ergriffen hatten, verfolgten die USA, Deutschland und Japan einen auf Inflationseindämmung ausgerichteten eindeutigen Stabilitätskurs. Nunmehr war es an der Zeit, das Pendel zurückschwingen zu lassen, wobei von den drei großen Volkswirtschaften Impulse für die Weltnachfrage erwartet wurden, um so die Anpassungsbestrebungen der anderen Länder zu erleichtern.

Obwohl von mancher Seite die „Lokomotiventheorie“ von Anfang an in Frage gestellt wurde, verliehen ihr die amtlichen Projektionen für das Wachstum der realen Erzeugung im Jahre 1977 (etwa 5% in den USA und Deutschland; 6,7% im Haushaltsjahr in Japan) einige Glaubwürdigkeit. Expansive finanzpolitische Maßnahmen waren in allen drei Ländern ergriffen worden, und die Behörden in jedem dieser Länder hatten ihre Entschlossenheit unterstrichen, erforderlichenfalls zusätzliche Maßnahmen zu ergreifen, um die Erzeugung auf dem angestrebten mittelfristigen Pfad maßvollen Wachstums zu halten, der mit weiter rückläufigen Inflationsraten vereinbar war.

Unter der Oberfläche zeigten sich freilich beträchtliche Differenzen sowohl bei den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie bei den wirtschaftspolitischen Ansätzen. In den USA waren die Behörden der Meinung, daß unter Ausklammerung der energiepolitischen Frage der Weg für eine Periode finanzpolitisch abgestützter Nachfrageausweitung frei geworden war. Nach ihrer Beurteilung hatten die Unternehmensbilanzen eine weitgehende Konsolidierung erfahren, befanden sich die Kosten-Preis-Relationen mehr oder weniger wieder in einem Normalzustand, waren die Lohnvereinbarungen maßvoll und würde schließlich die bestehende gesamtwirtschaftliche Unterauslastung einen hinreichenden Schutz gegen das Wiederaufleben der Inflation bieten. In Deutschland war jedoch das Vertrauen in eine Nachfragesteuerung bei weitem nicht so groß, teilweise wegen der Empfindlichkeit der finanziellen Märkte gegenüber expansiven wirtschaftspolitischen Eingriffen, teilweise aber auch deshalb, weil der Anstieg der Arbeitskosten im Vergleich zu jenem der Preise in den siebziger Jahren für ein strukturelles Problem gehalten wurde. Obwohl die Notwendigkeit für eine Stärkung der Unternehmensgewinne und der Investitionen anerkannt wurde, glaubte man, daß jeder Nachfrageanreiz über bestimmte enge Grenzen hinaus allein einem weiteren Anstieg der Preise, Löhne und Zinssätze Vorschub leisten würde. Der einzige Weg zur Förderung des Wachstums würde daher in einer sehr maßvollen Politik liegen, die — eingebettet in die Verfolgung monetärer Zielgrößen — darauf gerichtet sein sollte, allmählich und auf marktkonforme Weise zur vollen Preisstabilität zurückzukehren.

In Japan war die Bereitschaft zu expansiven Schritten dadurch beeinträchtigt worden, daß man sich der Inflationsattacke von 1973/74 erinnerte und sich langfristiger struktureller Probleme sowohl güterwirtschaftlicher wie finanzieller Art bewußt war. In der Tat hatten die Bemühungen Japans zu einer schnellen Anpassung an eine langsamere Wachstumsrate, die etwa halb so hoch wie im früheren Trend war, den konjunkturellen Verfall und die außenwirtschaftlichen Überschüsse noch verstärkt. Die bis dahin ergriffenen expansiven Maßnahmen waren vorsichtig dosiert worden und hatten nur geringe unmittelbare Wirkung gezeigt.

Abgesehen von den drei großen Ländern gab es weitere mögliche Quellen starker Nachfrage. Die Niederlande und — im internationalen Vergleich — Belgien erfreuten sich einer gesunden Leistungsbilanzverfassung, wobei jeder Schwächeanfall ihrer Währungen sich auf die Kursspanne beschränkte, die notwendig war, um innerhalb der europäischen Währungsvereinbarung mit der Deutschen Mark mitzuhalten. In Belgien stellte die vorsichtig expansive Politik teilweise darauf ab, die erschlaffenden Investitionen anzuregen, während in den Niederlanden expansive Maßnahmen durch die anhaltenden Bemühungen begrenzt waren, den Anteil des

öffentlichen Sektors zu verringern und die Kreditausweitung besser unter Kontrolle zu bringen. Auch die Schweiz wies einen bemerkenswert großen Leistungsbilanzüberschuß auf; angesichts der niedrigen Arbeitslosigkeit wurde der Überschuß aber als hauptsächlich struktureller Natur angesehen, der einer Nachfragelenkung nicht zugänglich ist. In gewissem Umfang betrachteten auch Deutschland und Japan ihre Zahlungsbilanzüberschüsse als strukturell bedingt.

In anderen Ländern, von denen viele über mehrere Jahre hinweg große Zahlungsbilanzdefizite angesammelt hatten, waren restriktive Maßnahmen an der Tagesordnung.

Großbritannien gelang es mit Hilfe eines umfassenden Maßnahmenpakets, das sich aus monetären Zielgrößen, Beschränkungen der öffentlichen Ausgaben, einer Einkommenspolitik und internationalen finanziellen Stützungsvereinbarungen zusammensetzte, der Inlandsnachfrage wirksame Zügel anzulegen. Obwohl die industrielle Erzeugung im Jahresverlauf sank und die Zahlungsbilanz scharf umschlug, behielt die Notwendigkeit zur Bekämpfung der Inflation weiterhin Priorität. Steuererleichterungen im Budget vom März 1977 wurden in großem Umfang von der weiteren Zurückhaltung an der Lohnfront abhängig gemacht.

Auch in Italien war die Erzeugung im Frühjahr 1977 als Ergebnis früherer restriktiver Maßnahmen abwärts gerichtet. Das Sanierungsprogramm hatte Anhebungen der Steuern und der Gebühren für öffentliche Dienstleistungen und die Einführung eines Zwangssparsystems bei Einkommenserhöhungen über ein maßvolles Niveau hinaus enthalten. Gleichzeitig wurde auch eine gewisse Modifikation der bestehenden Lohnindexierungsvereinbarung erreicht und zur Förderung der Investitionen die Belastung der Industrie mit Sozialversicherungsbeiträgen weiter vermindert.

In Frankreich war die Wirtschaftspolitik im Frühjahr 1977 immer noch grundsätzlich mit der Ausführung des im vorangegangenen September eingeführten Antinflationprogramms beschäftigt. Die wesentlichen Elemente dieses Programms („Barre-Plan“) bestanden in einem monetären Wachstumsziel für 1977, einer restriktiveren Ausrichtung der Finanzpolitik, allerdings kombiniert mit einigen Anreizen für die öffentlichen und privaten Investitionen, einem teilweisen Preisstopp und einer Einkommenspolitik, die Lohnleitlinien sowohl im öffentlichen wie im privaten Sektor vorsah. In den ersten Monaten des Jahres 1977, als sich die Preisentwicklung verbesserte, das Produktionswachstum jedoch abschwächte, wurden nur bescheidene finanzpolitische Schritte zur Stützung von Investitionen und Verbrauch unternommen.

In verschiedenen anderen Industrieländern hatten die anhaltend hohen Zahlungsbilanzdefizite und die Fortdauer der Inflation die Aufrechterhaltung oder Verschärfung der restriktiven Maßnahmen notwendig gemacht. In Finnland wurde das 1976 eingeführte einschneidende monetäre und finanzpolitische Restriktionsprogramm auch 1977 fortgeführt. Auch Dänemark und Österreich nahmen eine restriktivere geld- und finanzpolitische Haltung ein, während Norwegen auf dem Wege der geldpolitischen Restriktion weiterschritt. In Kanada schlug andererseits die Finanzpolitik, einer früheren Herabsetzung der monetären Wachstumsziele folgend, einen expansiveren Kurs ein, wobei die Unternehmensinvestitionen in gewissem Umfang gefördert wurden. Schweden, das schon lange vorher Maßnahmen zur Stützung der

Inlandsnachfrage ergriffen hatte, führte ebenfalls seine relativ expansive Politik fort. Von den südeuropäischen Ländern standen die wirtschaftspolitischen Aktionen in Spanien, Portugal und Griechenland unter dem Einfluß von Programmen zur Eindämmung der Inflation und der sehr hohen Zahlungsbilanzdefizite.

Unterschiedliche Verhaltensmuster

Die wirtschaftlichen Ereignisse im vergangenen Jahr fügten sich trotz in mancher Hinsicht ermutigender Aspekte insgesamt gesehen nur zu einem beunruhigenden Bild zusammen. Es war einerseits dadurch gekennzeichnet, mit wieviel Nachdruck viele hochinflationäre Defizitländer ihre Ziele der Stabilisierung und Anpassung verfolgten. Angesichts dieser sowohl aus binnen- wie außenwirtschaftlichen Gründen erzwungenen Entwicklung, die eine umfassende kontraktive Wirkung hatte, ist es rückblickend zweifelhaft, ob von den stärkeren Ländern ausgehende Antriebskräfte, wie kräftig sie auch hätten dosiert sein mögen, die Weltnachfrage auf einem tragfähigen Aufwärtspfad hätten halten können. Andererseits hatte das Unvermögen der stärkeren Länder mit Ausnahme der USA, der Weltnachfrage größere expansive Impulse zu vermitteln, höchstwahrscheinlich zur Folge, daß sich die Waagschale in Richtung eines sehr viel schwächeren realen Wachstums neigte.

Einer der kontraktiven Einflüsse bestand in der Aufwertung verschiedener Währungen gegenüber dem US-Dollar. Diese Aufwärtsbewegung führte zumindest kurzfristig in einigen westeuropäischen Ländern und Japan zu einem Gewinnrückgang in den Exportindustrien und versetzte damit der Zuversicht der Unternehmer und den Investitionsaussichten einen weiteren Stoß. Auch in den USA rührte diese Entwicklung an empfindliche Stellen. Inwieweit lag es angesichts der internationalen Rolle des Dollars und einer nach wie vor fehlenden wirksamen Energiepolitik im eigenen langfristigen Interesse der USA, den heimischen Aufschwung einer internationalen Währungsstabilität vorzuziehen? Wo lagen zudem die Interessen der anderen Länder, wenn tatsächlich die Wahl des einen Zieles nur auf Kosten des anderen möglich sein sollte?

Die wirtschaftlichen und finanziellen Ereignisse der Jahre 1977/78 sind im einzelnen in Kapitel II beschrieben worden. Kurz gesagt: Der Aufschwung in den USA folgte in etwa dem traditionellen zyklischen Muster. Obwohl die Rezession tief und hartnäckig gewesen war, vermittelte die lockere Kreditmarktverfassung dem Wohnungsbau und den Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter starke Impulse, wobei sich schließlich auch bei den Anlageinvestitionen eine nachhaltige Erholung abzeichnete. Andererseits summierten sich in Deutschland der anhaltende Druck auf die Gewinne, die unerwartet schwache Verfassung der Auslandsmärkte, institutionelle Schwierigkeiten bei der Durchführung geplanter Investitionen auf dem Gebiet der Energieversorgung sowie die anhaltenden Konsolidierungsbemühungen der öffentlichen Hand zu einem hinter den Erwartungen zurückbleibenden Wachstum. In Japan führten die konservative finanzpolitische Haltung und der steigende Wechselkurs angesichts eines völlig veränderten Wachstumshorizonts, hoher Überschusskapazitäten und umfangreicher Lagerüberhänge zu einer Fortdauer der sehr schwachen Inlandsnachfrage, und dies trotz der ausgeprägten Dynamik der Exporte. In praktisch allen anderen Ländern, die in unterschiedlichem Ausmaß zu restriktiven Maßnahmen neigten und deren Inlandsnachfrage sich tendenziell abschwächte, ließ das Wachstum der Produktion nach oder wich sogar einem Rückgang.

Eine der wichtigsten Lehren aus diesen Erfahrungen ist analytisch gesehen wohlbekannt, daß nämlich der Leistungsbilanzsaldo weiterhin sehr empfindlich auf relative Änderungen der inländischen Nachfragebedingungen reagiert. Um diese Tatsache im längerfristigen Zusammenhang zu verdeutlichen, vergleicht die nachstehende Tabelle das Verhalten der realen Inlandsnachfrage mit den realen Exporten und Importen von Gütern und Dienstleistungen in jedem der drei letzten vierjährigen Konjunkturzyklen, die sich im internationalen Vergleich hinsichtlich des Zeitprofils im großen und ganzen ähneln. Die Länder sind dabei in drei Gruppen eingeteilt, wobei sich die Reihenfolge sowohl der Gruppen wie der darin enthaltenen Länder danach richtet, wie stark die durchschnittlichen Wachstumsraten der Inlandsnachfrage im Zyklus 1973-77 hinter den entsprechenden Durchschnitt in den Jahren 1965-73 zurückgeblieben sind.

Wechselnde konjunkturelle Muster von Wachstum und außenwirtschaftlicher Anpassung*

	Reales Wachstum der									Leistungs-	
	Inlandsnachfrage			Exporte von Gütern und Dienstleistungen			Importe von Gütern und Dienstleistungen			bilanzsaldo	
	1965-69	1969-73	1973-77	1965-69	1969-73	1973-77	1965-69	1969-73	1973-77	1973	1977
	durchschnittliche jährliche Wachstumsraten in Prozent									Mrd. US-\$	
Japan	11,4	9,4	1,6	15,5	11,8	13,1	15,3	13,7	3,3	-0,1	11,0
Schweiz	3,5	4,7	-2,1	11,8	6,8	3,4	9,0	9,2	0,7	0,3	3,7
Italien	6,2	4,9	0,5	11,8	7,1	8,2	13,3	9,9	1,2	-2,7	2,3
Finnland	3,3	6,4	0,7	10,1	7,2	1,1	5,1	8,8	-0,6	-0,4	-0,2
Spanien	6,2	6,8	2,0	13,0	13,5	4,5	8,0	10,9	0,8	0,6	-2,3
Großbritannien	1,9	4,0	-1,4	6,6	6,4	4,1	5,1	8,0	0,8	-2,2	0,0
Dänemark	5,1	3,6	0,9	7,0	7,6	2,6	7,6	8,0	0,9	-0,5	-1,6
Frankreich	6,2	5,5	2,5	10,3	13,5	6,0	13,8	11,8	4,6	-0,7	-3,2
Deutschland (BR)	3,5	4,4	1,5	10,3	7,8	4,8	7,3	8,6	5,4	4,3	3,9
Niederlande	5,5	4,0	2,5	9,9	11,8	1,8	9,9	9,2	1,9	2,4	0,3
Belgien	4,4	5,5	2,7	9,9	10,9	3,9	10,2	10,6	4,4	1,2	-0,9
Australien	4,9	4,8	2,7	8,1	7,0	3,7	4,3	6,0	4,6	0,5	-2,7
Österreich	3,8	7,0	3,3	8,8	11,9	3,8	6,4	14,0	5,4	-0,4	-3,0
Kanada	5,3	5,7	3,6	11,4	7,6	2,2	10,1	7,6	4,2	0,0	-4,0
USA	4,2	3,3	1,9	6,2	8,8	2,8	11,6	5,9	2,4	-0,4	-20,2
Schweden	3,6	1,7	1,9	8,4	9,9	0,5	7,5	5,7	4,1	1,2	-3,3
Norwegen	3,8	5,3	5,4	8,6	6,2	5,1	6,2	8,2	6,4	-0,3	-4,9

* Die Reihenfolge der Länder richtet sich danach, wie stark die jährlichen Wachstumsraten ihrer Inlandsnachfrage im Zeitraum 1973-77 von den entsprechenden Wachstumsraten in den Jahren 1965-73 abgewichen sind.

Diese Angaben tragen dazu bei, zwei wichtige Behauptungen zu illustrieren. Einmal waren die Unterschiede in den wirtschaftlichen Wachstumsraten der einzelnen Länder im Zeitraum 1973-77 eher noch geringer als in früheren Perioden. Trotz der angeblich abschirmenden Wirkung flexibler Wechselkurse funktionierte infolgedessen der reale Transmissionsmechanismus (der von dem finanziellen zu unterscheiden ist) anscheinend in ähnlicher Weise wie zuvor; die Reichweite der Rezession war damit wahrhaft umfassend. Zum anderen scheinen Abweichungen im Wachstumsverhalten der einzelnen Länder von ihrem eigenen früheren Trend wesentlich zu dem uneinheitlichen Bild der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte beigetragen zu haben.

Geht man etwas genauer auf die letztere Behauptung ein, so enthält die erste Gruppe solche Länder, in denen der Rückschlag der Inlandsnachfrage 1973-77 im Vergleich zum früheren Verhalten am ausgeprägtesten war. Gleichzeitig hat sich in allen diesen Ländern der reale Export deutlich stärker erhöht als der Import, was die Vermutung nahelegt, daß die relative Schwäche der Inlandsnachfrage zu einer Verbesserung der Nettoexporte auf Kosten anderer Länder beigetragen hat. Verständlicherweise gehörten Dänemark, Frankreich, Großbritannien und Italien dieser Gruppe an, besonders weil ihre Leistungsbilanzen schon vor den Ölpreiserhöhungen hohe Defizite aufgewiesen hatten. Darüber hinaus wurden diese Länder zusammen mit Spanien und Finnland von den Änderungen der Terms of trade nach 1973 durchweg stark betroffen. Daß jedoch Japan und — entsprechend ihres geringeren Gewichts — die Schweiz an der Spitze dieser Gruppe zu finden sind, hat sich international gesehen sehr störend ausgewirkt. Beide Länder führen ins Feld, daß hierfür strukturelle Faktoren im Zusammenhang mit der abrupten Änderung der Wachstumsaussichten ein wesentlicher Grund gewesen sind.

Die dritte Gruppe, am anderen Ende der Skala, besteht aus Ländern, deren Inlandsnachfrage sich im gesamten Zeitraum 1973-77 verhältnismäßig gut gehalten hat, was häufig einer gezielten Politik zu verdanken war. Die USA haben freilich zu dieser Gruppe erst spät, nach einer lebhaften Expansion während des vergangenen Jahres, aufgeschlossen. Alle diese Länder mußten während 1973-77 in ihren Leistungsbilanzsalden sehr starke Rückschläge hinnehmen.

In der mittleren Gruppe sind Deutschland, die Niederlande und Belgien zu finden, deren Leistungsbilanzüberschüsse sich von 1973 bis 1977 etwas abgeschwächt haben. Da hier die Entwicklung der Inlandsnachfrage per saldo näher am internationalen Durchschnitt lag, verzeichneten die Zahlungsbilanzen nur kleine Nettoänderungen. Bemerkenswerterweise war in Deutschland die Elastizität der Nachfrage nach Importen von Gütern und Dienstleistungen sehr hoch; das reale Importwachstum lag denn auch 1973-77 über dem in den meisten anderen Ländern. Da aber auch die Exporte beträchtlich zunahmen, ging der außenwirtschaftliche Überschuß nur mäßig zurück. In Belgien und den Niederlanden, die beide höhere Teuerungsraten als Deutschland aufwiesen, erforderte die weitere Beteiligung am europäischen Währungsverbund im Zeitraum 1973-77 eine verhältnismäßig restriktive Geldpolitik.

Alles in allem geben die in der Tabelle enthaltenen Ergebnisse Anlaß zur Beunruhigung. Die nationalen Behörden haben in Reaktion auf die Ölkrise, die ihrerseits die einzelnen Länder unterschiedlich stark traf, im binnenwirtschaftlichen Bereich sehr divergierende Wege eingeschlagen, was zu einem breiten Spektrum von außenwirtschaftlichen Überschüssen und Defiziten geführt hat. Sind diese Unterschiede in irgendeiner Weise grundsätzlich in den wirtschaftlichen, finanziellen und institutionellen Strukturen der betroffenen Länder angelegt? Oder sind sie ganz einfach ein Ausfluß der unterschiedlichen Einstellungen und Prioritäten der für die Wirtschaftspolitik verantwortlichen Organe? Man sagt dem Bretton-Woods-System nach, daß es zu starr war, um die markanten Unterschiede im Verhalten der einzelnen Länder zu glätten. Aber selbst bei flexiblen Wechselkursen haben große Abweichungen in den Zahlungsbilanzen vielen Defizitländern äußerst schwere Lasten auferlegt — Lasten, die bereits die Grundlagen des freien Handels- und Zahlungsverkehrs zu gefährden beginnen.

Neue Ansätze und gegenwärtige wirtschaftspolitische Positionen

Die Ereignisse des vergangenen Jahres haben, wie in Kapitel II dargestellt, viele neue wirtschaftspolitische Ansätze hervorgebracht und Hindernisse für weiteres Handeln aus dem Weg geräumt. Die jüngste kontraktive Phase ist weit vorangeschritten; es fragt sich nun, ob der Weg frei ist für eine umfassendere Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit, die von einer Verbesserung der Zahlungsbilanzen und einer Fortdauer des maßvollen Preisverhaltens begleitet ist. Die Beantwortung dieser Frage ist gegenwärtig vor allem vom wirtschaftspolitischen Kurs und den Einstellungen der wichtigen Industrieländer abhängig.

In der Tat ist die Antwort nicht einfach. Zwar sind sich alle diese Länder in dem Ziel einig, einen befriedigenden Beschäftigungsstand und — im Rahmen des Möglichen — ein fundiertes wirtschaftliches Wachstum zu erreichen; es gibt jedoch noch grundlegende Differenzen darüber, *wie* diese Ziele am besten zu erreichen sind. Die eine Meinung betont die Notwendigkeit eines Abbaus der Arbeitslosigkeit innerhalb kurzer Zeit durch herkömmliche, das Wachstum beschleunigende Nachfrageimpulse. Eine gegensätzliche Ansicht, die eher eine längere Erholungspause nach vielen Jahren hoher Inflation und wachsender struktureller Verwerfungen für erforderlich hält, sieht nur einen begrenzten Spielraum für gezielte Nachfrageanreize. Das wechselnde Ausmaß, in dem die nationalen Behörden durch diese beiden gegensätzlichen Auffassungen beeinflusst worden sind, trägt zur Erklärung bei, warum die Länder gegenwärtig immer noch binnen- wie außenwirtschaftlich so unterschiedlich dastehen.

In den USA wurde eine anhaltende Nachfrageexpansion für notwendig erachtet, um die Arbeitslosigkeit zu vermindern, die Gewinne zu steigern und ein höheres Wachstum der Anlageinvestitionen der Unternehmen zu fördern. Angesichts eines lebhaften Aufschwungs im privaten Sektor und eines im internationalen Vergleich niedrigen öffentlichen Defizits war die Regierung bestrebt, ein Maßnahmenpaket zu schnüren, das die Zunahme der realen Erzeugung 1978 und 1979 auf $4\frac{1}{2}$ bis 5% halten könnte. Im Januar 1978 wurde ein Programm für Steuersenkungen vorgeschlagen, das besonderen Nachdruck auf Investitionsanreize legte, um die steuerlichen Entzugswirkungen und den Einfluß der Erhöhung der Sozialversicherungsabgaben zu kompensieren. In der Folge wurde ein Programm für freiwillige Einkommensvereinbarungen vorgelegt, das den Anstieg der vom Bund gezahlten Löhne und Gehälter auf $5\frac{1}{2}$ % begrenzte und eine Leitlinie für den Lohn- und Preisanstieg im privaten Sektor enthielt. Da sich in jüngster Zeit die ohnehin schon hohen Lohnzuwachs- und Teuerungsraten weiter beschleunigt haben, begannen sich die verantwortlichen Politiker in den USA zu fragen, ob Steuersenkungen in dem vorgeschlagenen Umfang mit der Notwendigkeit einer besseren Kontrolle der Inflation vereinbar wären.

In Deutschland ergriffen die Behörden im Frühjahr und Sommer 1977 mehrmals die Initiative, um die öffentlichen und privaten Investitionen anzuregen. Daran schloß sich im September, als der Bundeshaushaltsplan 1978 vorgelegt wurde, ein umfangreiches Bündel expansiver Maßnahmen an, das für 1978 eine wesentliche Ausweitung der öffentlichen Defizite implizierte. Die erwartete Deckungslücke ist zwar gemessen am Bruttosozialprodukt beträchtlich höher als in den USA, muß aber vor dem Hintergrund einer hohen privaten Sparquote gesehen werden; gleichwohl

hat sie weitere wirtschaftspolitische Schritte stark behindert. Da zudem als grundsätzliches Ziel weiterhin die Eindämmung — oder sogar Beseitigung — der Inflation gilt, haben die Behörden eine abwartende Haltung eingenommen, bis die Auswirkungen der jüngsten Maßnahmen überschaubar sind. Die Wirtschaftspolitik basiert auf der grundlegenden Annahme, daß eine am Preisniveau orientierte Politik der Nachfragesteuerung dazu beitragen kann, sowohl die Inflation abzuschwächen wie die Kosten-Preis-Relationen zu ändern und damit die Investitionen zu fördern. Wenngleich letztere Erwartung optimistisch erscheinen mag, da die Kosten-Preis-Relationen zuweilen ein Eigenleben führen, halten sie die Behörden aber immer noch für besser fundiert als die Bestrebungen, die Investitionen durch immer stärkere Impulse von der Nachfrageseite her zu erhöhen.

In Japan ist man sich zunehmend der Tatsache bewußt geworden, daß ein verspäteter und plötzlicher Umschwung von einem sehr hohen zu einem bescheideneren Wachstum als langfristige Zielsetzung vielleicht gerechtfertigt ist, die konjunkturellen und außenwirtschaftlichen Probleme des Landes aber sehr kompliziert hat. In den vergangenen Jahren, in denen das Wachstum der Inlandsnachfrage gegenüber früher nur noch ein Schatten seiner selbst war, zeigten die Unternehmen wenig Neigung zu investieren; dies um so weniger in Anbetracht der mit einer weitgehenden Abhängigkeit von Fremdmitteln und mit der Praxis der „Beschäftigung auf Lebenszeit“ verbundenen Kostenbelastung. Eben diese Schwäche der Investitionsnachfrage hat angesichts der Leichtigkeit, mit der die Investitionsgütererzeugung von den Inlandsmärkten auf die Auslandsmärkte verlagert werden kann, allenfalls zu einer weiteren Abhängigkeit von den Exporten geführt. Unter diesen Umständen haben die Behörden ihre Bemühungen verstärkt, die Inlandsnachfrage vor allem durch eine Erhöhung der öffentlichen Ausgaben und eine Senkung der Zinssätze expansiv zu beeinflussen, sie haben aber weiterhin nicht zu größeren Steuererleichterungen gegriffen.

Japan strebt im Haushaltsjahr 1978/79 eine Zunahme der realen Erzeugung um 7% an, während die Projektion in Deutschland davon ausgeht, daß die Produktion bis Ende 1978 mit einer Jahresrate von etwa 4½% zunehmen wird. Die Aufwärtsbewegung des Wechselkurses in beiden Ländern hat jedoch einen düsteren Schatten auf diese Aussichten geworfen.

In den Ländern, die am europäischen Währungsverbund teilnehmen (oder eng damit assoziiert sind), würde ein schnelleres Wachstum in Deutschland die Beschränkungen für weitere wirtschaftspolitische Maßnahmen zwar lockern, aber nicht aufheben. In Dänemark, Österreich und Norwegen waren die Leistungsbilanzdefizite ungewöhnlich groß, so daß ein weiterer restriktiver Kurs angezeigt ist. Andererseits ist es Belgien und den Niederlanden mit beträchtlichem Erfolg gelungen, die Inflation abzuschwächen; im vergangenen Herbst legten denn auch die Niederlande ein gemäßigt expansives Budget für 1978 vor. Beide Länder fühlen sich jedoch durch strukturelle Schwierigkeiten in ihrem Handlungsspielraum beengt. Die Niederlande, deren Zahlungsbilanz einige Jahre lang von den Erdgasexporten profitiert hatte, sind für Wettbewerbsverluste bei den traditionellen Ausfuhren sehr anfällig. Ein eng damit verknüpft Problem ist die anhaltende Umverteilung zugunsten der Arbeitseinkommen auf Kosten der Gewinne — ein Vorgang, der noch verschärft worden ist durch die Reaktion der Lohnempfänger auf die hohe Steuerbelastung der Arbeitseinkommen, die für die Finanzierung der außerordentlichen Belastungen durch

Transferzahlungen erforderlich ist. In Belgien sieht man die strukturellen Probleme eher in der notwendigen Anpassung in schrumpfenden Industriezweigen, wie Stahl und Textilien.

In der Schweiz wurden keine expansiven Schritte unternommen; es wurde jedoch sichergestellt, daß die monetären Zielgrößen genügend Spielraum für eine gewisse Belebung der realen Produktion ließen; tatsächlich scheint im Verlauf des vergangenen Jahres eine bescheidene konjunkturelle Erholung eingesetzt zu haben. Angesichts des zu erwartenden schwächeren Wachstumstrends, der teilweise auf den vorangegangenen erheblichen Abbau der Baukapazitäten sowie die Rückwanderung von Gastarbeitern zurückzuführen ist, neigen die Behörden allerdings dazu, die enormen Leistungsbilanzüberschüsse als vor allem strukturell bedingt anzusehen.

Wendet man sich den sogenannten „genesenden“ Ländern zu, so hat wahrscheinlich Großbritannien den bemerkenswertesten Umschwung erlebt, was vor allem auf die ein Jahr zuvor in Kraft getretenen Stabilisierungsprogramme zurückzuführen war, teilweise aber auch auf die Zähigkeit, mit der die Regierung im nunmehr dritten Jahr an den Preis- und Lohnbegrenzungen festgehalten hat. Nach wie vor hauptsächlich mit dem Inflationsproblem beschäftigt, entschieden die Behörden im Herbst 1977, eher eine Aufwärtsbewegung des Wechselkurses zuzulassen, als eine Überschreitung der monetären Zielgrößen zu riskieren. Neuerdings haben die günstigere Zahlungsbilanzsituation und die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit die Regierung dazu veranlaßt, expansive finanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen, wenngleich hier angesichts der wiederauflebenden Befürchtungen hinsichtlich einer Beschleunigung der Geldmengenexpansion und der Zahlungsbilanzentwicklung eine gewisse Zurückhaltung eingetreten ist. Der Schwerpunkt wurde fast vollständig auf Steuererleichterungen gelegt, um damit die Arbeitsanreize zu fördern und die Basis für eine Fortführung der Lohnbegrenzung zu festigen.

In drei weiteren Ländern — Frankreich, Italien und Spanien — haben die Stabilisierungsprogramme zu einer wesentlichen Verbesserung der Zahlungsbilanzen geführt. In der Tat dürfte es den Behörden nun möglich sein, ihre Maßnahmen in bescheidenem Umfang zu lockern, sollte die Auslandsnachfrage anziehen. Gleichzeitig ist aber besonders in Italien und Spanien die Inflation weiterhin recht beträchtlich, so daß expansive Maßnahmen immer noch durch binnenwirtschaftliche Zwänge beeinträchtigt würden. In allen diesen Ländern wird eine Expansion unterhalb des Potentialwachstums erwartet. In Italien sind die ungünstigen Tendenzen einer wachsenden Last der öffentlichen Ausgaben, einer steigenden Lohnquote sowie einer ernstlichen Auszehrung der Unternehmensgewinne kennzeichnend für größere strukturelle Probleme. In Italien, Spanien und anderen südeuropäischen Ländern ist zudem das Problem der Arbeitslosigkeit noch dadurch verschlimmert worden, daß Arbeiter aus den nunmehr langsamer wachsenden Volkswirtschaften der übrigen europäischen Länder zurückgekehrt sind.

Instrumente und Wahlmöglichkeiten der Wirtschaftspolitik: eine Beurteilung

In den vergangenen Jahren sind große Meinungsverschiedenheiten und starker Pessimismus hinsichtlich der Effizienz herkömmlicher Werkzeuge der wirtschaftspolitischen Steuerung, vor allem des gezielten Gebrauchs monetärer und finanzpolitischer Maßnahmen, aufgekommen. Als Mangel wird einmal angeführt, daß

das aktive Eingreifen des Staates mit kurzfristig wirkenden expansiven Maßnahmen dazu neigt, Produktion, Beschäftigung und Einkommensumverteilung zulasten von Preisstabilität und Unternehmensgewinnen zu begünstigen. Ein anderer Einwand ist, daß die wirtschaftspolitischen Behörden die Instrumente zu oft zeitlich falsch einsetzen, so daß sich im Endeffekt die Wirkung der Maßnahmen eher als prozyklisch erweist. Weiter wird angeführt, daß die Teilnehmer auf den Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten immer empfindlicher gegenüber Auswirkungen eines wirtschaftspolitischen Kurswechsels werden. Folglich reagieren sie bei einer tatsächlichen Veränderung der Marktbedingungen oder unter Vorwegnahme einer solchen in einer Weise, die eher die Preise, Löhne und Zinssätze beeinflusst als die reale Erzeugung und die Beschäftigung. Zweifellos ist diesen Ansichten ein beträchtlicher Wahrheitsgehalt, besonders auf den heutigen hochorganisierten Märkten, nicht abzuspochen. Es überrascht somit nicht, daß die nationalen Behörden neue Techniken erprobt haben, um ihre wirtschaftspolitischen Bemühungen wirksamer zu gestalten.

Monetäre Zielgrößen, Zinssätze und Wechselkurse. Eine bedeutende Entwicklung der vergangenen Jahre war die sich immer stärker durchsetzende Verwendung öffentlich angekündigter monetärer Zielgrößen. Zwar ist diese Praxis teilweise auf die wachsende Aufmerksamkeit zurückzuführen, die man in den sechziger Jahren den Geldmengengrößen zuwandte, letztlich ist ihre Übernahme aber noch stärker durch das Aufflammen heftiger Inflation im Verein mit wachsender Arbeitslosigkeit in den siebziger Jahren veranlaßt worden. Die Währungsbehörden sahen in den Zielgrößen einen Weg, in ihren Volkswirtschaften die Erwartungshorizonte zu setzen, die für einen allmählichen Rückgang der Inflationsraten bei gleichzeitiger Reduzierung der Arbeitslosigkeit notwendig sind. In diesem Sinne paßte die Zielsetzung monetärer Größen nahtlos in eine wirtschaftspolitische Strategie der „kleinen Schritte“, die auf eine allmähliche Reduzierung der inflationären Erwartungen gerichtet war und außerdem die Probleme struktureller Fehlanpassung behutsam in Angriff nahm. Zudem waren die Zielgrößen nicht nur der Öffentlichkeit ohne weiteres verständlich, die die Verbindung zwischen übermäßiger Geldausweitung und Inflation einzuschätzen vermochte, sondern sie konnten auch als Pfeiler der Selbstdisziplin der Zentralbanken und finanzpolitischen Behörden dienen. Unter den ersten Ländern, die Zielgrößen für die Geldmenge übernahmen, waren die USA, Deutschland, die Schweiz, Italien, Spanien und Kanada. Danach wurden sie von Frankreich und Großbritannien eingeführt — ursprünglich im Rahmen umfassenderer Stabilisierungsprogramme.

Die monetären Zielgrößen sollten vor allem durch ihren Einfluß auf die Erwartungen die Lohn-, Preis- und Produktionsentwicklung mitgestalten. Indem sich die Behörden im voraus auf eine monetäre Norm festlegten, begrenzten sie praktisch das Ausmaß, in dem Löhne und Preise steigen konnten, ohne die Realisierung der auf einen realen Produktionszuwachs gerichteten Erwartungen zu beeinträchtigen. In der Praxis sind die Zielgrößen im allgemeinen so festgelegt worden, daß sie für eine weitere — wenn auch sich schrittweise abschwächende — Preissteigerung ebenso Spielraum ließen wie für Veränderungen der Produktivität, der Kapazitätsauslastung und unter Umständen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. In gewisser Weise sind sie daher auch in die Rolle der Einkommenspolitik geschlüpft oder haben eine solche Politik verstärkt, indem sie die Verantwortung für ein nicht mit den Zielgrößen

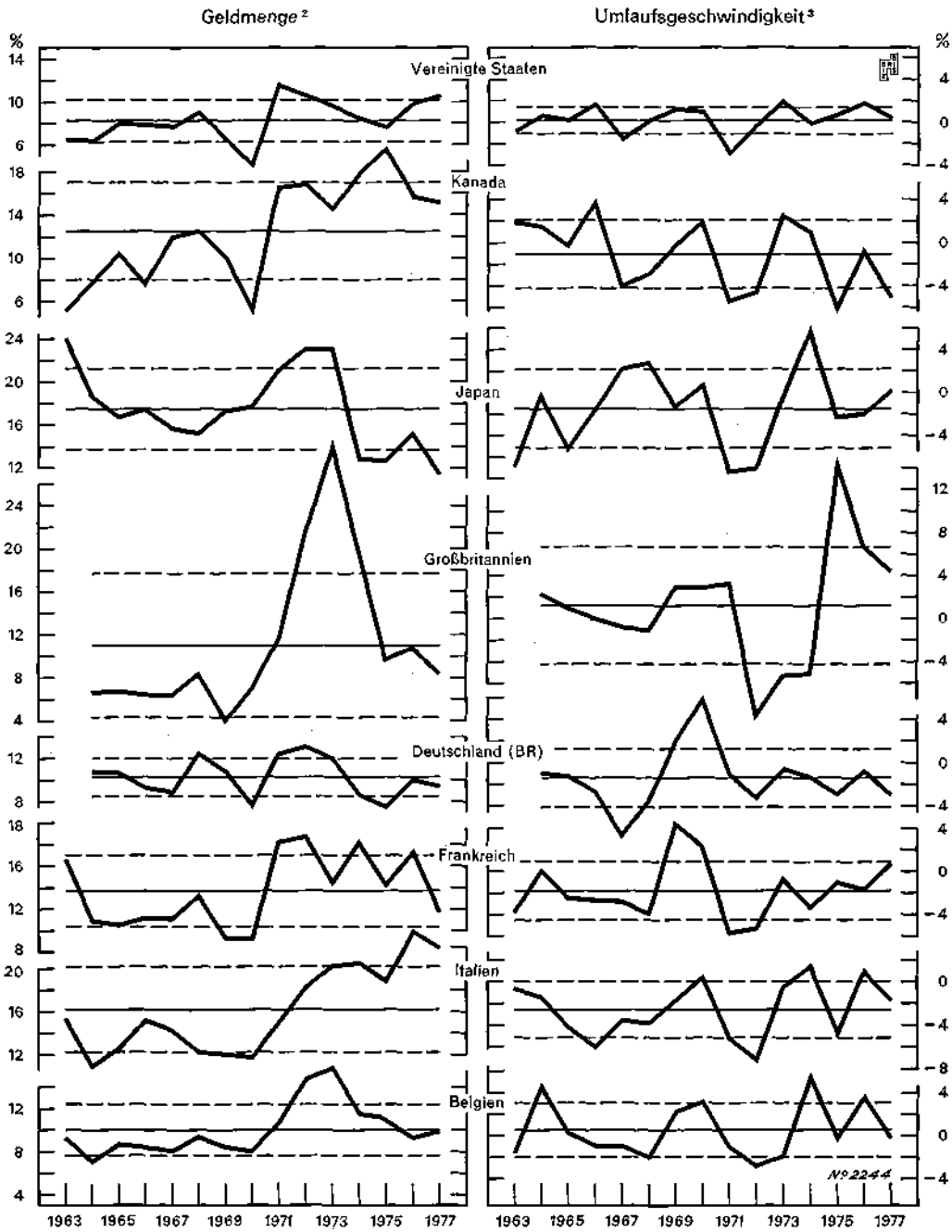
konsistentes Verhalten, das zu einer niedrigeren realen Erzeugung und Beschäftigung führen mußte, den Arbeitnehmern und Unternehmern zuschoben.

Da die amtlichen Zielgrößen eine in die Zukunft gerichtete Verpflichtung darstellen, tendieren Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Zielpfad dazu, die Märkte in Unordnung zu bringen, was sich störend auf die Preisentwicklung und die Wechselkurse auswirkt. Andererseits ist das strikte Einhalten des Zielpfades dann ohne weiteres gerechtfertigt, wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (oder die Geldnachfrage) relativ stetig ist. Diese Stabilität ist aber, wie weiter unten dargelegt wird, Gegenstand beträchtlicher Meinungsverschiedenheiten. Daher können die Behörden vor die Alternative gestellt sein, einerseits ein stabileres Wachstum der Geldmenge in Übereinstimmung mit den Zielgrößen zu erreichen oder aber kurzfristig davon abzuweichen, um mutmaßlichen Änderungen der Geldnachfrage Rechnung zu tragen oder beispielsweise mehr Gewicht auf die Zinssätze und Wechselkurse zu legen. Einige Länder versuchen, sich einen größeren Aktionsspielraum dadurch zu verschaffen, daß sie Bandbreiten anstatt spezifischer Zielgrößen für das monetäre Wachstum festlegen (so die USA, Kanada und Großbritannien); freilich wurde dadurch die Gewißheit des Marktes hinsichtlich der geldpolitischen Entwicklung eingeschränkt.

Im vergangenen Jahr hielten es darüber hinaus die Währungsbehörden in verschiedenen Ländern für angemessen, von den offengelegten Zielen abzuweichen. In den USA überschritt 1977 das Wachstum von M_1 sehr lange die Obergrenze des Zielbandes, wobei die Behörden teilweise eine offensichtliche Ausweitung der Geldnachfrage zugelassen hatten, die sie als Rückkehr zu einem Normalzustand nach einer vorangegangenen unerwarteten Abnahme interpretierten. Ob dieses Hinausschießen über das Ziel wesentlich zur gleichzeitigen Abwärtsbewegung des Dollars beigetragen hat, ist eine interessante Frage. Auf alle Fälle sahen daraufhin die deutschen und schweizerischen Behörden kaum eine andere Möglichkeit, als zur Abschwächung der Aufwärtsbewegung ihrer eigenen Währungen stark zu intervenieren. Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge lag in Deutschland folglich deutlich über dem mit der Zielgröße zu vereinbarenden stetigen Wachstumspfad, während sich die monetäre Expansion in der Schweiz eingangs 1978 stark beschleunigte. Dagegen beschlossen die Behörden in Großbritannien im Oktober 1977, ihr Wechselkursziel, das von der Rücksichtnahme auf die Wettbewerbsfähigkeit der nichtölbezogenen industriellen Erzeugung bestimmt war, zugunsten der Einhaltung des von ihnen ausgewählten monetären Wachstumsspielraums aufzugeben.

Kann man aus all dem den Schluß ziehen, daß die Währungsbehörden zu einer größeren Beweglichkeit bei der Verfolgung ihrer monetären Zielgrößen umschwenken oder umschwenken sollten? Unter gewissen Umständen ist dies zu bejahen. Es sei daran erinnert, daß einige Länder — vor allem kleinere — ausdrücklich den Einsatz von Zielgrößen abgelehnt haben, sei es weil sie die Geldnachfrage ihrer Natur nach für instabil halten, sei es weil sie in der Stabilität der Wechselkurse einen besseren Weg zur Preisstabilität sehen, oder sei es aus beiden Gründen. So hat von den Ländern, die sich durch die europäische Währungsvereinbarung an die Deutsche Mark gebunden haben, nur eines — die Niederlande — monetäre Normen übernommen, und zwar eher in Form einer nationalen Liquiditätsquote als eines monetären Zieles im engeren Sinn. In Japan sind die Behörden offensichtlich der Ansicht, daß die

Schwankungen der Geldmenge und der Umlaufgeschwindigkeit¹
 Prozentuale Veränderung im Jahr



¹ Die ausgezogene waagrechte Linie stellt die jahresdurchschnittliche prozentuale Veränderung der Geldmenge bzw. der Umlaufgeschwindigkeit in der gesamten Periode dar, während die unterbrochenen Linien auf beiden Seiten den Standardabweichung dieser Veränderungen entsprechenden Korridor angeben. ² Deutschland und Großbritannien: M_2 ; alle anderen Länder: M_1 . Auf der Basis von jährlichen Durchschnittswerten nach den Angaben der einzelnen Länder. ³ Brutto sozialprodukt geteilt durch durchschnittliche Geldmenge.

Nachfrage nach Geld nicht hinreichend genau prognostizierbar ist, um die Bekanntheit einer monetären Zielgröße zu rechtfertigen.

Andererseits haben jene Länder, die sich nach monetären Normen richten, sie für hilfreich bei der Eindämmung und Kontrolle der Inflation gefunden und werden sie höchstwahrscheinlich auch weiterhin anwenden. Da nunmehr die Teuerungsraten im allgemeinen recht beträchtlich gesunken sind, fragt es sich, ob die Argumente für ein striktes Festhalten an den Zielen nicht etwas von ihrem Gewicht verloren haben. Mit anderen Worten: unter normaleren Bedingungen könnte eine flexiblere Handhabung angebracht sein, um unerwarteten Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit und dem Wunsch nach einer erhöhten Wechselkursstabilität Rechnung zu tragen.

**Schwankungen der Geldmenge und der Umlaufgeschwindigkeit
in den Jahren 1963-77**

	Durchschnittliche Zunahme		Standardabweichung	
	M ₂ ¹	Umlaufgeschwindigkeit ²	M ₂	Umlaufgeschwindigkeit
	Prozent			
USA	8,3	0,14	1,91	1,26
Belgien	10,0	0,48	2,37	2,50
Italien	16,3	- 2,64	4,20	2,64
Frankreich	13,7	- 1,79	3,28	2,64
Deutschland (BR)	10,3	- 1,51	1,72	2,73
Kanada	12,5	- 1,10	4,55	3,19
Japan	17,5	- 1,60	3,78	3,67
Großbritannien	11,0	1,18	6,62	5,46

¹ Deutschland und Großbritannien: M₃. ² Bruttosozialprodukt geteilt durch jahresdurchschnittliche Geldmenge.

Eine Erwägung in diesem Zusammenhang bezieht sich auf die Stabilität der Geldnachfrage. In der vorstehenden Graphik zeigt das linke Feld die prozentualen jährlichen Veränderungen von M₂ bzw. M₃, während das rechte die entsprechenden Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes darstellt, d. h. das Verhältnis des Bruttosozialprodukts zur Geldmenge. Die Umlaufgeschwindigkeit, die den durchschnittlichen Umschlag des Geldes im Verhältnis zur Endherzeugung angibt, ist eng mit der Geldnachfrage verwandt, obwohl sie den systematischen Einfluß der Zinssätze und gewisser anderer Faktoren nicht berücksichtigt. Verwendet man jedoch die Umlaufgeschwindigkeit als groben Indikator und sieht von den Fragen hinsichtlich des ihr zugrunde liegenden Trends ab, so scheint doch recht deutlich zu sein, daß die Geldnachfrage im Zeitverlauf beträchtlichen Schwankungen unterworfen ist, deren Ausmaß von Land zu Land abweicht. In der Tat scheint die Umlaufgeschwindigkeit in den USA sehr viel stabiler zu sein als in anderen Ländern. Aber selbst in den USA war ihre Unstetigkeit eine Quelle von Schwierigkeiten bei der Formulierung monetärer Zielgrößen. Daher kann das starre Festhalten an den monetären Zielgrößen kurzfristig gesehen zuweilen destabilisierend wirken.

Kurzfristig können auf die Wechselkurse übergreifende außenwirtschaftliche Störungen ebenfalls die Haltung der Behörden hinsichtlich der monetären Zielgrößen

beeinflussen. In der Schweiz haben die Behörden schon immer ausdrücklich eingestanden, daß man der Wechselkursstabilisierung zeitweilig Priorität vor der Kontrolle der Geldmenge geben müsse. Diese Überlegung scheint in der Tat in der Schweiz wie in Deutschland seit dem Herbst letzten Jahres meistens dominierend gewesen zu sein. In Großbritannien jedoch, wo die Eindämmung der Inflation immer noch das zentrale wirtschaftspolitische Problem ist, haben die Behörden im vergangenen Herbst die monetären Zielgrößen Wechselkursüberlegungen übergeordnet. In den USA wiederum hätte ein engeres Festhalten an den monetären Zielgrößen im vergangenen Jahr zu keinem Konflikt mit der Notwendigkeit größerer Wechselkursstabilität geführt.

Finanzpolitik. Als Antwort auf die sich im Verlauf des vergangenen Jahres abschwächende gesamtwirtschaftliche Tätigkeit haben eine Reihe von Ländern, nicht zuletzt Japan und Deutschland, neue expansive Schritte eingeleitet. In der unterschiedlichen Dosierung der jeweiligen Ankurbelungsmaßnahmen kommen jedoch immer noch grundlegende Differenzen in den wirtschaftspolitischen Einstellungen und Prioritäten der Länder zum Ausdruck.

Die Finanzpolitik wirkte gegen Ende 1976 und während eines großen Teils von 1977 — entweder bewußt angestrebt oder infolge unvorhergesehener Ereignisse — in vielen Ländern restriktiver als zuvor. Dies geht klar aus der folgenden Tabelle hervor, die für die meisten Länder eine beträchtliche Abschwächung des realen Wachstums der öffentlichen Ausgaben und des Umfangs der öffentlichen Nettofinanzierungsdefizite zeigt. Aus den bereits dargelegten Gründen, die vor allem die Inflation und die außenwirtschaftliche Anpassung betreffen, kann diese Tendenz nur schwer verallgemeinert werden. Bei genauerem Hinsehen kann jedoch ein wachsender Konservatismus beim Gebrauch gezielter finanzpolitischer Maßnahmen zur wirtschaftspolitischen Beeinflussung beobachtet werden. Dies mag eine gesunde Reaktion sein, soweit es sich hier um nicht mehr als eine wachsende Ernüchterung gegenüber wirtschaftlicher „Feinsteuerung“ handelt. Darüber hinaus waren einige Länder oft im Zusammenhang mit Stabilisierungsprogrammen bestrebt, einige der Ausgabenexzesse der Vergangenheit zu korrigieren. Abgesehen davon können aber steuerliche und haushaltspolitische Maßnahmen, die sorgfältig auf die Antriebskräfte des Marktes abgestimmt sind, sehr geschmeidige und wirksame wirtschaftspolitische Instrumente sein.

Ein Faktor, der einen beweglicheren Gebrauch finanzpolitischer Maßnahmen behinderte, war allein schon das Ausmaß der öffentlichen Defizite, das sich im Gefolge der höheren Ölpreise, der Inflation und der schweren Rezession ergeben hat. Wenn gleich sich Wirtschaftspolitiker und in noch größerem Maße die Öffentlichkeit schwertaten, die Notwendigkeit solch umfangreicher Defizite einzusehen, so haben diese doch weitgehend zum notwendigen Ausgleich der ungewöhnlich hohen privaten Sparquoten und in vielen Fällen der ölbedingten außenwirtschaftlichen Defizite beigetragen. Mit anderen Worten: konventionelle Faustregeln hinsichtlich der annehmbaren Größen der Defizite waren nicht sehr hilfreich. Es war im vergangenen Jahr ermutigend zu sehen, daß sich beispielsweise Japan entschloß, die während vieler Jahrzehnte sich selbst gesetzte Grenze bei der Anleihefinanzierung der Defizite abzuschaffen.

Öffentliche Haushalte: Zunahme der realen Gesamtausgaben
und Nettofinanzierungsdefizite

	Reale Zunahme der Gesamtausgaben ¹					Nettofinanzierungsdefizite (—)				
	1973	1974	1975	1976	1977	1973	1974	1975	1976	1977
	Prozent					in Prozent des Bruttosozialprodukts				
USA	3,2	3,2	6,0	2,0	3,0	0,5	- 0,2	- 4,2	- 2,1	- 1,1
Deutschland (BR)	7,3	7,7	6,2	3,6	3,4	1,2	- 1,4	- 5,8	- 3,6	- 2,7
Frankreich	5,5	6,0	9,8	4,7	5,0	0,9	0,6	- 2,2	- 0,8	- 1,2
Großbritannien	7,2	10,2	2,3	- 0,4	- 4,8	- 2,5	- 4,0	- 4,8	- 4,9	- 3,3
Italien	3,7	4,2	18,9	0,1	4,8	- 6,3	- 5,9	- 14,5	- 9,8	- 9,9
Japan	6,4	4,3	11,1	1,7	7,1	- 2,8 ²	- 3,8 ²	- 7,4 ²	- 7,6 ²	- 7,4 ²
Kanada	2,8	8,0	10,3	2,4	5,1	1,0	1,8	- 2,3	- 1,8	- 2,7

¹ Laufende Ausgaben und Investitionsausgaben, einschließlich Transferzahlungen; in Japan nur Staatsverbrauch und Investitionen. Nominale Zunahme geteilt durch BSP-Deflator. ² Einschließlich öffentlicher Unternehmen.

Andererseits ist es nur zu verständlich, ja wünschenswert, daß die Regierungen Leitlinien für das angestrebte Wachstum der öffentlichen Ausgaben aufstellen. In nur wenigen Ländern hat es keine Klagen über ein übermäßiges Wachstum des öffentlichen Sektors, eine Verdrängung des privaten Sektors, eine zu hohe Belastung mit Transferzahlungen etc. gegeben. Viele Länder haben sich dieses Problems angenommen, indem sie mittelfristige Ziele für den Wachstumstrend der Ausgaben aufstellten. So waren in Deutschland eine Anzahl von haushaltspolitischen Maßnahmen, nicht zuletzt das vierjährige Infrastrukturprogramm der Regierung, mittelfristig orientiert. In den Niederlanden haben die Behörden mittelfristige Ziele formuliert, die den Umfang des öffentlichen Sektors reduzieren sollen. Auch in den USA will die Administration den Anteil der öffentlichen Ausgaben am Bruttosozialprodukt verringern, um mehr Platz für private Investitionen zu schaffen.

Langsames Wachstum und steigende Arbeitslosigkeit haben natürlicherweise die meisten Länder dazu gebracht, neue oder intensiviertere Programme für öffentliche Investitionen und andere öffentliche Arbeiten in Angriff zu nehmen. Eine Anzahl von ihnen, darunter als herausragendes Beispiel Deutschland, haben in diesen Projekten eine Gelegenheit für die Verausgabung von Mitteln gesehen, die die privaten Investitionen ergänzen und ankurbeln. Andererseits sind die in den meisten Ländern ohnehin über lange Jahre hinweg aufgeblähten Transferausgaben noch weiter gestiegen, um Arbeitslosigkeit und Not zu lindern. Gleichzeitig haben viele Länder festgestellt, daß das von ihnen geknüpfte soziale Netz die Grenze zwischen freiwilliger und unfreiwilliger Arbeitslosigkeit verwischen und damit die aktive Suche nach neuen Arbeitsplätzen beeinträchtigen kann. Ein anderer Aspekt der Begrenzung der öffentlichen Ausgaben liegt in dem Lohnverhalten im öffentlichen Dienst. Verschiedene Länder — darunter Frankreich, Großbritannien und die USA — haben versucht, durch eine stärkere Überwachung der Lohnverhandlungen im öffentlichen Sektor einen gewissen indirekten Einfluß auf die Einkommensentwicklung im privaten Sektor auszuüben.

Seitdem allein schon der Umfang des öffentlichen Sektors den Spielraum für neue Ausgabenprogramme vielfach begrenzt, haben zahlreiche Länder Steuererleich-

terungen verschiedener Art eingeführt oder planen sie. In einigen Fällen schlagen sich in diesen Erleichterungen gezielte Bemühungen nieder, der inflationsbedingten steuerlichen Progressionswirkung zu begegnen. In den USA würden die Vorschläge vom Januar 1978, sollten sie Gesetz werden, nicht nur Einkommensteuererleichterungen bringen, sondern auch eine Reduzierung der Körperschaftsbesteuerung auf Dauer und eine Zunahme der Steuerfreibeträge für Investitionen, die auch auf Wohnungsbauprojekte ausgedehnt werden sollen. In Deutschland und Japan sind Vorkehrungen zur Förderung der Privatinvestitionen und des Wohnungsbaus, teilweise durch zusätzliche Darlehensmittel, getroffen worden. In Deutschland ist die Einkommenbesteuerung ebenfalls reduziert worden. In Japan sind in den vergangenen zwei Jahren die Einkommensteuersätze geringfügig herabgesetzt worden — jedoch zu wenig, um den Zugriff der steuerlichen Entzugswirkung auszugleichen, und weit aus weniger, als in diesem Land erfahrungsgemäß seit dem Krieg üblich war.

In vielen Ländern haben die seit dem letzten Herbst ergriffenen expansiven finanz- und haushaltspolitischen Maßnahmen noch nicht ihre volle Wirksamkeit erreicht. Zudem haben einige Länder erst in jüngster Zeit neue Schritte unternommen, während in anderen, wie den USA, eine lange und ungewisse Verzögerung zwischen der Aufstellung und der Ausführung der Programme besteht. Auf jeden Fall werden angesichts der weiterhin nur geringen Wachstumsaussichten und der auch in anderen Ländern bestehenden Notwendigkeit, einen allgemeinen Aufschwung zu unterstützen, mancherorts weitere finanzpolitische Anreize angemessen sein. Sie müßten darüber hinaus umfassend angelegt sein und neben einer Herabsetzung der Einkommensteuern auch solche steuerliche Erleichterungen beinhalten, die sich auf die Unternehmensinvestitionen günstig auswirken.

Unter den gegenwärtigen Umständen dürfte es sehr schwierig sein, die angemessene Dosis finanzpolitischer Ankurbelung zu finden und beizubehalten. Viele Finanzpolitiker befürchten, daß weitere stimulierende Impulse Marktreaktionen hervorrufen würden, die rasch zu steigenden Zinssätzen und einer Verdrängung der privaten Nachfrage führen könnten. Berücksichtigt man jedoch, daß das Wachstum in den meisten Ländern selbst hinter bescheidenen Erwartungen zurückgeblieben ist und daß auch bei einem gewissen Rückgriff auf die monetäre Finanzierung die Zinssätze nur verzögert steigen dürften, scheinen die Risiken überschaubar und es auch wert zu sein, eingegangen zu werden. Eine Anzahl von Ländern hat zudem nach Wegen gesucht, diese Risiken durch Einkommensbeschränkungen, oft im Gegenzug für Steuererleichterungen, weiter zu vermindern.

Einkommenspolitik. In früheren Jahren bestand allgemein Übereinstimmung darüber, daß die Einkommenspolitik das traditionelle Instrumentarium zur Steuerung der Gesamtnachfrage zwar in nützlicher Weise ergänzen, aber nicht ersetzen könne. Ein solches Vorgehen ist ohne Zweifel sehr vernünftig, wenn Übernachfrage und hohe Kapazitätsauslastung das Grundproblem sind. Die Dinge erscheinen freilich in einem anderen Licht, wenn sich die jeweiligen Behörden, mit überschüssigen Kapazitäten und hoher Arbeitslosigkeit konfrontiert, daran gehindert sehen, Ankurbelungsmaßnahmen zu ergreifen, um nicht die Lohn-Preis-Spirale in Gang zu setzen oder zu beschleunigen. Trifft dies zu, wie es gegenwärtig in zahlreichen Ländern der Fall zu sein scheint, setzt sich allmählich die Überzeugung durch, daß

Einkommensbegrenzungen die Vorbedingung für jede weitere Maßnahme zur Kräftigung der Nachfrage sind. Wegen der Marktmacht organisierter Gruppen und des Bestehens zahlreicher formeller oder De-facto-Indexierungsvereinbarungen reagiert das Preis- und Lohnverhalten auch bei einer großen Nachfragerücke nunmehr sehr viel empfindlicher auf tatsächliche oder erwartete Veränderungen der Marktbedingungen. Unter diesen Umständen führt ein expansiver Kurs der Geld- und der Finanzpolitik nur zu einer weiteren Beschleunigung der Lohn-Preis-Spirale, anstatt Produktion und Beschäftigung auf ein höheres Niveau anzuheben.

Die logische Anziehungskraft einer Einkommenspolitik liegt darin, daß sie dieses Dilemma umgeht. Insoweit nämlich, als sie eine gewisse Begrenzung der Einkommen gewährleistet, wird der Spielraum für einen wirksameren Einsatz der herkömmlichen konjunkturbelebenden Instrumente erweitert. So gesehen würden nur wenige die Zweckmäßigkeit einer solchen Politik verneinen, vorausgesetzt, daß sie politisch durchführbar und administrativ einfach und flexibel zu handhaben wäre. Für die Gewerkschaften würde dies bedeuten, daß die Arbeiterbewegung die Interessen der gesamten erwerbsfähigen Bevölkerung und nicht nur der im Arbeitsprozeß Stehenden wahrnehmen müßte. Für die Industrie ergäbe sich daraus, daß ein mengenmäßiger Zuwachs Vorrang vor einer preisbedingten Expansion haben sollte. Was jedoch im Prinzip einleuchtend sein mag, ist möglicherweise in der Praxis nur schwer oder überhaupt nicht zu erreichen.

Wenn auch der Einkommenspolitik somit kaum eine glorreiche Vergangenheit beschieden war, sind die Bemühungen zu ihrer Ausgestaltung notwendigerweise weitergegangen. Die Alternative für einige Länder wäre nämlich ein hin und her wogender Kampf zwischen einer sich selbst nährenden Lohn-Preis-Inflation und staatlicher Nachfragedämpfung, was mit Sicherheit zu einer chronischen „Stagflation“ führen würde. Andererseits gehen diese Bemühungen gewöhnlich nicht so weit, direkte Lohn- und Preiskontrollen zu befürworten — ein Mittel, zu dem sich die Länder nur im äußersten Notfall gezwungen sehen. Die Erfahrungen der letzten Zeit haben gezeigt, daß die einzelnen Länder die Kosten-Preis-Inflation auf verschiedenste Weise angegangen sind.

In Deutschland und Japan hat man bemerkenswerterweise bewußt auf die Formulierung einer formellen Einkommenspolitik verzichtet. In Deutschland soll das Geldmengenziel den für die Lohnverhandlungen der Sozialpartner und die Preisgestaltung erforderlichen Erwartungshorizont setzen; es hat damit in der Tat dazu beigetragen, Mißverständnissen oder falschen Annahmen über den geldpolitischen Kurs vorzubeugen. In Japan bilden institutionelle Vereinbarungen wie Gratifikationszahlungen, „Beschäftigung auf Lebenszeit“ und Arbeitnehmerzusammenschlüsse auf Unternehmensebene eine praktikable Alternative zur Einkommenspolitik. Sie fördern die Bereitschaft der Arbeitnehmer stark in Bedrängnis geratener Unternehmen, Kürzungen bei den Reallöhnen oder Nebenleistungen hinzunehmen. In der Schweiz wurde ein ähnliches Ergebnis einfach dadurch erreicht, daß man Gratifikationen, zusätzliche Monatsgehälter sowie andere Nebenleistungen flexibel sowohl nach unten wie nach oben anpaßte.

Großbritannien und Kanada haben bereits seit mehreren Jahren auf recht einschneidende einkommenspolitische Maßnahmen zurückgegriffen. In der Tat ent-

hielt das von Kanada im Oktober 1975 eingeleitete Antiinflationsprogramm ein umfassendes Bündel von Maßnahmen zur Begrenzung der Löhne und Gewinnmargen, das durch finanz- und geldpolitische Maßnahmen einschließlich der Festsetzung eines Geldmengenziels ergänzt wurde. Überwiegend scheinen die direkten Kontrollmaßnahmen ihren Zweck gut erfüllt zu haben, so daß die Regierung sie im Frühjahr 1978 wieder aufheben konnte. In Großbritannien trat die restriktive Einkommenspolitik im vergangenen August in eine dritte Phase ein, in der eine Obergrenze für die Lohnabschlüsse von 10% festgesetzt wurde, während die Gewerkschaften gleichzeitig davon Abstand nahmen, vor dem Ablauf von zwölf Monaten Neuverhandlungen über die Tarifverträge anzustreben.

Verschiedene andere Länder haben in den letzten ein oder zwei Jahren ebenfalls wichtige Schritte auf dem Gebiet der Einkommenspolitik unternommen. In Frankreich sollte eine im Rahmen des „Barre-Plans“ festgesetzte Norm zur Begrenzung des Lohnanstiegs im öffentlichen Sektor auch als Richtlinie für den privaten Sektor dienen. In Italien wurde ein Zwangssparsystem für Lohnerhöhungen eingeführt, die ein bestimmtes bescheidenes Ausmaß überstiegen; außerdem wurden die dort bestehenden umfassenden Indexierungsvereinbarungen geringfügig modifiziert. In Spanien beschloß die Regierung im vergangenen Oktober, den offiziell genehmigten Anstieg der Lohnkosten eines Unternehmens für 1978 auf 20% zu begrenzen, was angesichts der hohen Inflationsraten einem teilweisen Außerkraftsetzen der bestehenden Lohnindexierungsvereinbarungen gleichkam. Eine ähnliche Maßnahme war 1976 in den Niederlanden ergriffen worden, als festgelegt worden war, daß die Lohn- und Gehaltserhöhungen die von der Regierung gesetzten Normen nicht überschreiten dürfen. In Belgien wurde das Problem dadurch angegangen, daß man die Indexierungsvereinbarungen für über bestimmte Niveaus hinausgehende Einkommen aufhob.

In den USA bemühte sich die Regierung um das Zustandekommen einer Einkommensbegrenzung auf freiwilliger Grundlage. Das Ziel scheint zu sein, den Lohn- und Preisanstieg im privaten Sektor unter dem Durchschnitt der beiden letzten Jahre zu halten, um die Voraussetzungen für eine weitere Abschwächung der Inflation zu schaffen.

Ein anderer Weg, der in den nordeuropäischen Ländern und in Großbritannien versuchsweise beschritten wird, besteht darin, Steuererleichterungen und Lohneinschränkungen aneinander zu koppeln. So wurden etwa in Großbritannien im Haushaltsentwurf vom März 1977 gewisse Steuersenkungen ausdrücklich von dem künftigen Ergebnis der Lohnverhandlungen abhängig gemacht, während die im jüngsten Budget zugestandenen Steuererleichterungen von der Aufforderung zur Fortsetzung der Einkommensbegrenzung begleitet waren. Systematischere Versionen dieses Ansatzes wurden kürzlich in den USA zur Diskussion gestellt. Ein Vorschlag geht dahin, Firmen mit einer Strafsteuer zu belegen, die Lohnerhöhungen über eine bestimmte Norm hinaus zugestehen, während ein anderer vorsieht, denjenigen Unternehmen Steuererleichterungen zu gewähren, bei denen die Lohnzugeständnisse unter einer bestimmten Norm bleiben. Wenn Vorschläge dieser Art auch zahlreiche technische Schwierigkeiten in sich bergen, so berühren sie doch ein zentrales Problem wirtschaftlichen Managements und verdienen daher eine weitere Prüfung.

Die internationale Koordinierung als wirtschaftspolitische Aufgabe

Für die wirtschaftspolitische Entwicklung ergeben sich aus der vorangegangenen Analyse zwei charakteristische Merkmale: Zum einen haben sich die Länder bemüht, neue Strategien und Verfahren zu entwickeln, die ihre Wirtschaftspolitik effizienter machen. Zum andern waren die Unterschiede im Verhalten der einzelnen Länder eine der Hauptursachen für das Ungleichgewicht der internationalen Handels- und Zahlungsströme der letzten Jahre. Auf welche Weise und inwieweit diese Entwicklungen in Wechselbeziehung zueinander stehen, ist eine interessante Frage.

Was die Wirksamkeit der Wirtschaftspolitik betrifft, so haben zahlreiche Länder die Erfahrung gemacht, daß monetäre Ziele, eine mittelfristig orientierte Haushaltsplanung und einkommenspolitische Initiativen zu einem klareren Erwartungshorizont für die Wirtschaftssubjekte beigetragen haben; freilich verließen sich auch einige Länder weiterhin auf die bisher geläufigeren wirtschaftspolitischen Ansätze. Allgemein gesehen eignen sich diese neueren Techniken insbesondere zur Verfolgung *binnenwirtschaftlicher* Ziele, vielleicht sogar zur gleichzeitigen Verringerung von Inflation und Arbeitslosigkeit. Insofern können derartige Verfahren für Überschuß- wie Defizitländer gleichermaßen von Interesse sein; a priori ist daher keine Aussage darüber möglich, wie ihre Verwendung die außenwirtschaftliche Anpassung tangieren wird.

Mit anderen Worten: eine gesteigerte Effizienz der Wirtschaftspolitik, sei es durch neue oder alte Methoden, läßt immer noch die Frage offen, welches Gewicht außenwirtschaftlichen Überlegungen beigemessen werden soll. Hinzu kommt, daß es den Hartwährungsländern in einem System frei schwankender Wechselkurse möglich war, ihre Anstrengungen vor allem auf binnenwirtschaftliche Ziele zu konzentrieren, so daß die Defizitländer mit Ausnahme des Sonderfalls USA — bei flexiblen Wechselkursen möglicherweise mehr als in einem Festkurssystem — die Hauptlast der Anpassung tragen mußten. Als dann im Verlauf des letzten Jahres die in zahlreichen Defizitländern eingeleiteten restriktiven Anpassungsmaßnahmen zum beherrschenden Einfluß im Welthandel wurden, hat sich die Wirtschaftstätigkeit fast überall — und nicht zuletzt in den Überschußländern selbst — abgeschwächt.

Die Überschußländer sorgen sich verständlicherweise nach wie vor um zahlreiche strukturelle Verzerrungen und um das Problem der Inflationskontrolle. Gleichzeitig hat jedoch das letzte Jahr gezeigt, wie ihre Politik die Weltkonjunktur bremst, was letztlich zu ihrem eigenen Nachteil ausschlagen könnte. Zweifellos muß auch anerkannt werden, daß die von zahlreichen Defizitländern eingeschlagene Stabilitätspolitik im großen und ganzen sowohl aus binnen- wie aus außenwirtschaftlichen Gründen notwendig war. Daher sind nun die Voraussetzungen für einen allgemeineren Aufschwung günstiger geworden, und zwar insbesondere dann, wenn die Überschußländer das ihre dazu beitragen.

Betrachtet man die Entwicklungen der letzten zehn Jahre, so erscheint es nicht unwahrscheinlich, daß die Industrieländer auf einen niedrigeren Wachstumstrend eingeschwenkt sind. Aber selbst wenn man von bescheideneren Erwartungen ausgeht, ist kaum zu sehen, wie ein befriedigendes Wachstum beibehalten werden kann, ohne daß sich die Überschußländer gezielt und nachhaltig darum bemühen, die Inlandsnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen im Laufe der Zeit auszuweiten.

IV. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Welthandel und Zahlungsverkehr boten im vergangenen Jahr ein uneinheitliches Bild. Negativ fällt ins Gewicht, daß der Welthandel unter dem Einfluß eines nur zögernden Wachstums in den Industrie- wie den Entwicklungsländern beträchtlich langsamer expandierte und damit seinerseits wieder einzelne Volkswirtschaften schwächte; daß sich von den Öleinfuhrländern mit anhaltendem Leistungsbilanzplus der Überschuß in Japan drastisch ausweitete, während er in Deutschland und der Schweiz auf demselben Niveau wie vorher verharrte; und daß schließlich das Leistungsbilanzdefizit der USA höher als jemals zuvor ausfiel, was zudem auf den Devisenmärkten erhebliche Unruhen auslöste und dazu führte, daß erstmals seit Beginn des Jahrzehnts einige Währungsbehörden erhebliche ungewollte Dollarbeträge ansammelten. Positiv ist zu vermerken, daß sich sowohl der Überschuß der Ölexportländer als auch das Defizit der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer weiter verringerten; daß drei große Industrieländer — Frankreich, Italien und Großbritannien — sowie eine Anzahl anderer Industrie- und Entwicklungsländer Stabilisierungsmaßnahmen durchführten oder einleiteten, die ihre Leistungsbilanz wesentlich verbesserten; und daß schließlich die Zahlungsbilanzfinanzierungsprobleme im allgemeinen wohl weniger schwierig waren als je zuvor seit der Ölpreissteigerung von 1973.

Welthandel

Im Jahre 1977 wuchs das Volumen des Welthandels um nur 4% und damit gerade ein Drittel so stark wie ein Jahr zuvor. Die Zunahme hatte bereits im späteren Verlauf des Jahres 1976 nachgelassen; bis zur ersten Jahreshälfte des vergangenen Jahres war sie auf Jahresbasis auf 2% gesunken und kam im zweiten Halbjahr beinahe zum Stillstand. Da die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit in den Industrieländern zum Jahresende Anzeichen einer leichten Belebung aufwies, die Ausweitung der Nachfrage in den ölexportierenden Ländern sich fortsetzte und die Finanzlage in den übrigen Entwicklungsländern sich entspannte, kann nunmehr ein gewisser Aufschwung des Welthandels erwartet werden; im Jahresdurchschnitt dürfte die Expansion 1978 indessen jene des Jahres 1977 nicht übersteigen. Im Gegensatz zur Abflachung des realen Wachstums des Handels und teilweise als Reflex auf die Dollarschwäche beschleunigte sich der Anstieg der Außenhandelspreise auf Dollarbasis sehr beträchtlich, und zwar von 1½% im Jahre 1976 auf 9% im letzten Jahr. Daher war 1977 die Zunahme des wertmäßigen Welthandels um \$130 Mrd. oder 13% auf einen Gesamtumfang von \$1140 Mrd. etwa gleich hoch wie im vorangegangenen Jahr.

Das niedrige Wachstum des Welthandels im Jahre 1977 war hauptsächlich auf die schleppende Inlandsnachfrage in den *entwickelten Gebieten* der Welt zurückzuführen. Dies galt nicht nur für eine erhebliche Anzahl von Industrieländern, die durch Zahlungsbilanzüberlegungen von einer Ankurbelung ihrer Volkswirtschaften abgehalten wurden, sondern auch für Überschußländer, für die keine solchen Zwänge

Welthandel¹

	Ausfuhr (fob)				Einfuhr (cif)			
	1976	1977			1976	1977		
		Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr		Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Milliarden US-Dollar; (Mengenindizes, 1975=100)								
Entwickelte Gebiete								
Westeuropa:								
EWG	324,8	375,7	183,5	192,2	341,4	382,0	192,1	189,9
Sonstige	78,4	86,9	42,0	44,9	106,9	118,8	58,6	60,2
Zusammen	403,2 (111,4)	462,6 (117,1)	225,5 (116,7)	237,1 (117,5)	448,3 (113,2)	500,8 (116,1)	250,7 (117,7)	250,1 (114,4)
USA	115,0	120,2	61,1	59,1	129,6	156,7	77,8	78,9
Kanada	40,3	43,2	21,8	21,4	40,3	42,0	21,8	20,2
Japan	67,2	80,5	37,4	43,1	64,8	70,7	35,1	35,6
Sonstige ²	26,2	29,5	14,3	15,2	27,0	28,0	13,9	14,1
Entwickelte Gebiete zusammen	651,9 (111,0)	736,0 (115,8)	360,1 (115,1)	375,9 (116,5)	710,0 (113,5)	798,2 (117,5)	399,3 (119,0)	398,9 (116,0)
Entwicklungsgebiete								
Ölausefuhrländer ³	137 (114,0)	148 (112,0)	74 .	74 .	70 (122,5)	89 (143,0)	43 .	46 .
Sonstige	114 (112,0)	133 (117,5)	65 .	68 .	139 (102,5)	151 (103,0)	73 .	78 .
Entwicklungsgebiete zusammen	251 (113,0)	281 (114,5)	139 (112,5)	142 (117,0)	209 (108,5)	240 (115,0)	116 (111,5)	124 (118,0)
Staatshandelsländer ⁴	92	107	50	57	102	114	58	56
Insgesamt ⁵	995 (111,5)	1124 (115,5)	549 (114,5)	575 (116,5)	1021 (112,5)	1152 (117,0)	573 (117,5)	579 (116,5)

¹ Auf zollstatistischer Basis; nicht ohne weiteres mit den in der Tabelle auf S. 72 enthaltenen Handelsdaten vergleichbar. ² Australien, Israel, Neuseeland, Südafrika. ³ OPEC-Länder (Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate) plus Bahrain und Oman. ⁴ Bulgarien, Volksrepublik China, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR, Ungarn. ⁵ Mengenindex ohne Staatshandelsländer.

bestanden. Die gesamte industrielle Erzeugung und die mengenmäßigen Importe der entwickelten Länder, die 1976 um 9 bzw. 13½% zugenommen hatten, wuchsen folglich im ersten Halbjahr 1977 nur noch mit Jahresraten von etwa 5%, während in der zweiten Jahreshälfte der Zuwachs der Industrieproduktion weniger als 2% betrug und das Importvolumen zurückging. Im gesamten Jahr sind die Einfuhren der entwickelten Länder real um schätzungsweise 3½% gewachsen.

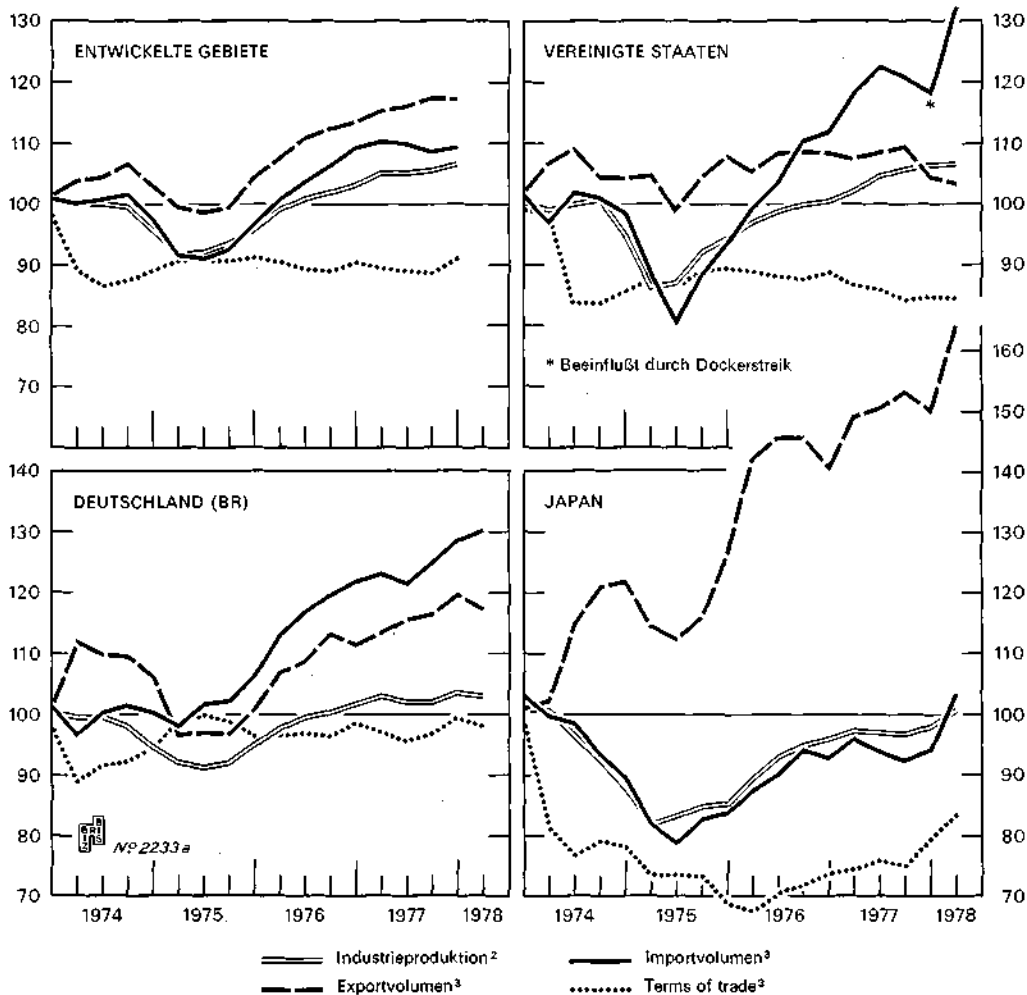
Das Importwachstum der entwickelten Welt verlief im letzten Jahr von Land zu Land nach unterschiedlichem Muster; dies galt sogar für die drei in der folgenden Graphik dargestellten großen Volkswirtschaften. Wie im Jahre 1976 belebten die USA mit einem realen Zuwachs der Importe um 13% den internationalen Handel weiterhin kräftig, wenn auch in geringerem Ausmaß. Anders als 1976 konnten jedoch nur wenige entwickelte Länder diesem Wachstumstempo folgen; lediglich in Irland, Jugoslawien, Österreich, Portugal und der Schweiz war der Aufschwung lebhaft genug, um die Importe um 10% oder mehr zunehmen zu lassen. Die Importe in die übrigen entwickelten Länder weiteten sich entweder nur bescheiden aus oder nahmen sogar ab. Deutschland verzeichnete einen Zuwachs von gerade 4½%, der etwas unter jenem in Australien und Norwegen lag. Die Einfuhren Japans,

der dritten großen Volkswirtschaft, erhöhten sich nur um 3½% und damit nicht viel mehr als jene der Benelux-Länder, Kanadas, Frankreichs und Großbritanniens, wobei die Nachfrage in den letzten beiden Ländern bewußt durch binnenwirtschaftliche Stabilisierungsmaßnahmen eingedämmt worden war. Zu jenen entwickelten Staaten, in denen 1977 die Importe sogar rückläufig waren, gehörten Zehnergruppenländer wie Italien und Schweden mit Abnahmen um 2 bzw. 5% sowie andere Länder wie Dänemark, Finnland, Griechenland, Neuseeland und Spanien, die Rückgänge bis zu 8% aufwiesen. Mit über 20% kam es in Südafrika zum schärfsten Schnitt.

Die Importe der Ölausfuhrländer erhöhten sich der Menge nach im letzten Jahr um weitere 17%, womit sie teilweise den kontraktiven Einfluß der entwickelten Länder kompensierten; der Zuwachs war damit ebenfalls niedriger als 1976. Die Länder mit einer niedrigen Importaufnahmefähigkeit wiesen bei weitem

**Entwickelte Gebiete insgesamt, Vereinigte Staaten, Deutschland und Japan:
Industrieproduktion, Außenhandelsvolumen und Terms of trade 1974-78**

Vierteljährliche Indexwerte: 2. Halbjahr 1973 = 100¹



¹ Mit Ausnahme der Terms of trade saisonbereinigt; die Angaben für das erste Quartal 1978 sind vorläufig. ² Ohne Bau. ³ Auf zollstatistischer Basis.

die höchsten Wachstumsraten auf; freilich war die expansive Wirkung der Importnachfrage dieser Länder weiterhin relativ gering. In der Tat beliefen sich die gesamten Einfuhren aller ölexportierenden Länder 1977 auf weniger als 8% der Welteinfuhren, obwohl sie seit der Ölpreiserhöhung mengenmäßig um durchschnittlich 30% pro Jahr gewachsen sind.

In anderen Ländern war das Wachstum der Importnachfrage angesichts der wirksam gewordenen Anpassungsmaßnahmen unbedeutend. Die *Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen* hoben das Volumen ihrer Importe um weniger als 1% und damit sogar schwächer als 1976 an. Diese sehr verhaltene Ausweitung, die vornehmlich auf der von einer Vielzahl von Ländern durchgeführten Dämpfung der Nachfrage beruhte, war ein wesentlicher Faktor dafür, daß die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer insgesamt während der letzten zwei Jahre eine erhebliche finanzielle Besserung erfuhren. Außerdem scheinen sich die Importe in die *Staatshandelsländer* der Menge nach nur mäßig erhöht zu haben, da sie wertmäßig um nicht mehr als 11% auf \$ 114 Mrd. gestiegen sind. Diesem Wachstum dürfte eine noch stärkere Zunahme des Handels innerhalb der osteuropäischen Länder zugrunde liegen. Im Gegensatz dazu blieben die Einfuhren der osteuropäischen Länder aus den westlichen Industriestaaten mit \$ 29 Mrd. wertmäßig unverändert und gingen mengenmäßig beträchtlich zurück, da sich diese Länder bemühten, ihre Handelsdefizite in Hartwährungen weiter abzubauen. Die wertmäßigen Einfuhren Chinas aus der westlichen Industrielwelt verzeichneten nach einem beträchtlichen Rückgang 1976 im letzten Jahr einen Anstieg um 9% auf \$ 4½ Mrd. und dürften sich mengenmäßig kaum verändert haben.

Bedingt durch die flauere Verfassung der Weltwirtschaft schwächte sich im letzten Jahr das Exportwachstum aller wichtigen Ländergruppen ab. Dies galt besonders für die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer, deren realer Exportzuwachs von 12 auf 5% zurückfiel. Noch auffällender war, daß die Ausfuhren der ölproduzierenden Länder nach einem Anstieg im vorangegangenen Jahr um 14% sogar geringfügig abnahmen. Hierfür waren nicht nur die Wirkung der Rezession, sondern auch die sehr reichlichen Erdölbestände der Importländer zum Jahresende 1976 sowie die zunehmende Erdölförderung außerhalb des OPEC-Gebiets verantwortlich. Was die Staatshandelsländer angeht, so haben ihre Exporte wertmäßig um schätzungsweise 16% auf \$ 107 Mrd. zugenommen. Die Verkäufe an Entwicklungsländer waren lebhaft, während sich jene an die entwickelten Marktwirtschaften mengenmäßig wenig verändert haben dürften; dem Werte nach sind sie um 10% auf \$ 25 Mrd. gewachsen.

Die Exporte der entwickelten Länder erhöhten sich schließlich mit 4½% geringfügig schneller als ihre Importe. Allgemein gilt hier, daß jene entwickelten Länder die höchsten Wachstumsraten der Ausfuhren verbuchten, die sich bemühten, ihre Leistungsbilanzdefizite zu verringern. Dazu gehörten Südafrika mit einem Zuwachs von rund 15% sowie Großbritannien, Finnland, Irland, Kanada und Spanien mit Erhöhungen zwischen 9 und 12½%. Als einziges Überschußland verzeichnete die Schweiz mit bemerkenswerten 12% ein rasches Exportwachstum. Von den am anderen Ende der Skala liegenden Ländern blieben die Ausfuhren von Australien, Schweden und den USA gegenüber 1976 praktisch unverändert, während jene Griechenlands, Jugoslawiens, der Niederlande und Norwegens abnahmen.

Der Anstieg der Durchschnittspreise international gehandelter Güter — ausgedrückt in den jeweiligen nationalen Währungen — hat sich von 1976 auf 1977 in

gewissem Umfang beschleunigt; auf Dollarbasis gemessen war die Abweichung zwischen den zwei Jahren viel größer, wobei die Preissteigerungsrate von $1\frac{1}{2}$ auf 9% emporschnellte. Die unterschiedliche Entwicklung der Dollarpreise in den Jahren 1976 und 1977 beruhte größtenteils auf dem in beiden Jahren wechselnden Geschick dieser Währung auf den Devisenmärkten. Wie 1976 stiegen die Rohstoffpreise im vergangenen Jahr am stärksten, obwohl die Aufwärtsbewegung im zweiten Quartal abriß; im Jahresdurchschnitt erhöhte sich der Economist-Dollar-Index um 23%. Diese Zahl ist infolge von Sonderentwicklungen, wie etwa bei Kaffee, überzeichnet. Der Gesamtanstieg der Exportpreise der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer wird denn auch auf bescheidenere 12% geschätzt. Im Vergleich dazu erhöhten sich sowohl die Exportpreise von industriellen Erzeugnissen als auch von Erdöl um etwas weniger als 10%. Die Schwankungen der Terms of trade der Hauptländergruppen waren daher im letzten Jahr ziemlich gering.

Zahlungsbilanzen

Im Jahre 1977 veränderte sich die globale Verteilung der Leistungsbilanzsalden nur relativ wenig, doch kam es innerhalb der wichtigen Ländergruppen zu einigen größeren Verschiebungen. Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der Zehnergruppenländer und der Schweiz dehnte sich um $\$4\frac{1}{2}$ auf knapp 10 Mrd. aus, während jenes der sonstigen entwickelten Länder auf beträchtlichen $\$23\frac{1}{2}$ Mrd. verharrete. Zwar trug die Nachfrageflaute der Industrieländer zu einem Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses der Ölausfuhrländer von $\$40$ auf 34 Mrd. bei, doch gelang es den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern, im zweiten Jahr hintereinander ihr Defizit zu verringern, und zwar von $\$19$ auf 15 Mrd.; auch das Außenhandelsdefizit der Staatshandelsländer hat sich Schätzungen zufolge von $\$5$ auf 1 Mrd. verringert. Bei den wichtigen Ländergruppen vollzogen sich die größten Veränderungen gegenüber 1976 in den Leistungsbilanzen der Zehnergruppenländer, wobei die USA sehr tief in die Defizitzone rutschten, der japanische Überschuß sich rasch erhöhte und Frankreich, Italien und Großbritannien, die alle 1976 noch beträchtliche Defizite registriert hatten, bedeutende Verbesserungen erzielten. Anpassungsmaßnahmen bewirkten in einigen der sonstigen entwickelten Länder mehrere beachtliche Leistungsbilanzverbesserungen, wenngleich diese durch Rückschläge in anderen wieder zunichte gemacht wurden. Die Fortschritte bei den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern lassen sich im vergangenen Jahr vollständig auf eine kleine Anzahl von Ländern zurückführen, auf die in den letzten Jahren ein wesentlicher Teil des gesamten Leistungsbilanzdefizits der Gruppe entfallen war. Die Verringerung des Überschusses der Ölausfuhrländer bedeutet schließlich, daß er sich jetzt sogar noch stärker auf die Länder mit niedrigen Importquoten konzentriert.

Was nun die Kapitalbewegungen und andere Finanzierungsströme betrifft, so war das bislang höchste Leistungsbilanzdefizit der USA von erheblichen Abflüssen von Kapital und kurzfristigen Bankmitteln begleitet, so daß ein Defizit von $\$34$ Mrd. durch Aufstockung der offiziellen ausländischen Dollarguthaben finanziert werden mußte. Gleichzeitig erleichterte die Größe des US-Defizits die Finanzierungslast anderer Defizitländer. Die sonstigen entwickelten Länder konnten, von einigen nennenswerten Ausnahmen abgesehen, ohne weiteres sowohl private wie öffentliche Kredite auf den internationalen Kapitalmärkten aufnehmen. Auch die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer verschuldeten sich weiterhin in großem Umfang auf

Leistungsbilanzsalden¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungen und Übertragungen			Leistungsbilanz		
	1975	1976	1977	1975	1976	1977	1975	1976	1977
Milliarden US-Dollar									
Entwickelte Gebiete									
Belgien-Luxemburg ²	0,5	- 0,9	- 1,1	0,2 ²	0,6 ²	0,8 ²	0,7	- 0,3	- 0,3
Deutschland (BR) . . .	17,7	16,7	19,2	-13,6	-12,8	-15,3	4,1	3,9	3,9
Frankreich	1,5	- 4,8	- 2,6	- 1,4	- 1,2	- 0,6	0,1	- 6,0	- 3,2
Großbritannien	- 7,2	- 6,3	- 3,2	3,5	4,3	3,2	- 3,7	- 2,0	0
Italien	- 1,2	- 4,2	0,1	0,6 ²	1,4 ²	2,2 ²	- 0,6	- 2,8	2,3
Japan	5,0	9,9	17,5	- 5,7	- 6,2	- 6,5	- 0,7	3,7	11,0
Kanada	- 0,5	1,1	2,7	- 4,2 ²	- 5,3 ²	- 6,7 ²	- 4,7	- 4,2	- 4,0
Niederlande	1,1	1,6	- 0,5	0,9 ²	1,1 ²	0,8 ²	2,0	2,7	0,3
Schweden	0,7	0,4	0,2	- 2,3	- 2,8	- 3,5	- 1,6	- 2,4	- 3,3
Schweiz	0,2	0,5	0,3	2,4 ²	3,0 ²	3,4 ²	2,6	3,5	3,7
USA	9,0	- 9,3	-31,2	2,6 ²	7,9 ²	11,0 ²	11,6	- 1,4	-20,2
Zehnergruppe und Schweiz	26,8	4,7	1,4	-17,0	-10,0	-11,2	9,8	- 5,3	- 9,8
Sonstige	-29,1	-29,1	-28,8	7,4	5,7	5,4	-20,7	-22,4	-23,4
Entwickelte Gebiete zusammen	- 1,3	-23,4	-27,4	- 9,6	- 4,3	- 5,8	-10,9	-27,7	-33,2
darunter: OECD ⁴	5,9	-18,4	-23,9	-11,0	- 6,5	- 8,0	- 5,1	-24,9	-31,9
Entwicklungs- gebiete⁵									
Ölfuhrländer	62	73	68	-27	-33	-34	35	40	34
Sonstige	-23	-12	- 6	- 6	- 7	- 9	-29	-19	-15
Entwicklungsge- biete zusammen	39	61	62	-33	-40	-43	6	21	19
Staatshandels- länder ⁶	- 9	- 5	- 1						

¹ Auf Transaktionsbasis. ² Teilweise auf Kassenbasis; Exporte und Importe teilweise cif. ³ Ohne einbehaltene Erträge aus Direktinvestitionen. ⁴ Sämtliche entwickelte Gebiete außer Israel, Jugoslawien und Südafrika. ⁵ Teilweise geschätzt.

den Kreditmärkten; gleichwohl führten sie wegen der weiteren Verringerung ihrer Leistungsbilanzdefizite im letzten Jahr dem internationalen Bankensystem per saldo sogar geringfügig Mittel zu. Die Neuverschuldung der osteuropäischen Länder ging 1977 stark zurück; stattdessen beschafften sie sich durch erhöhte Goldverkäufe zusätzliche Finanzierungsmittel. Schließlich weitete sich die Kreditaufnahme mehrerer ölexportierender Länder mit hoher Importaufnahmefähigkeit im vergangenen Jahr angesichts ihrer verschlechterten Leistungsbilanzpositionen beträchtlich aus.

Da in den letzten Jahren, nicht zuletzt 1977, die internationalen Handelsbeziehungen komplexer und die Wechselkurse unbeständiger geworden sind, haben sich die mit der Analyse von Zahlungsbilanzentwicklungen verbundenen statistischen Probleme noch vergrößert. Diese Probleme sind zweierlei Art: erstens addieren sich die globalen Leistungsbilanzsalden nicht zu Null, und zweitens entstehen bei der Umrechnung der Angaben in eine gemeinsame Währung — in diesem Fall den US-Dollar — Verzerrungen. Der wachsende buchhalterische Fehlbetrag der Leistungsbilanztransaktionen beruht auf einer Anzahl von Faktoren, darunter Unterschieden in der zeitlichen und sachlichen Erfassung der Meldung von Exporten und Importen sowie einer unzureichenden Berichterstattung über die Dienstleistungen und Übertragungen besonders durch Empfängerländer. Das Bewertungsproblem ist zwar unvermeidlich, wo es um internationale Vergleiche geht, es hat sich aber durch das

wechselnde Geschick des Dollars in den siebziger Jahren noch vergrößert. Daher müssen in Dollar ausgedrückte Durchschnittswerte mit Vorsicht interpretiert werden; Ströme und Salden von Gütern, Dienstleistungen und Kapital können ein ganz anderes Aussehen annehmen, wenn man sie von Landeswährung in Dollar umrechnet; auf Bestandsgrößen beruhende Berechnungen erfordern, besonders wenn sie sich auf die Auslandsposition der Länder beziehen, im Idealfall eine Bereinigung um Bewertungsänderungen, um Ströme zu erhalten, die mit der übrigen Zahlungsbilanz übereinstimmen. Solche Adjustierungen wurden in der folgenden Darstellung der Währungspositionen mit Ausnahme der Analyse der US-Zahlungsbilanz nicht vorgenommen, so daß für viele Länder die Summen der Auslandspositionen nicht genau mit den Summen der Gesamtbilanzen in der Tabelle auf Seite 80 übereinstimmen.

Entwickelte Länder

Wie schon 1976 fand die bei weitem größte Verschiebung in der Leistungsbilanz der *Vereinigten Staaten* statt, deren Defizit sich von \$1,4 auf 20,2 Mrd. ausweitete. Einmal mehr war der Warenhandel, bei dem das Defizit auf \$22 Mrd. answoll, ausschlaggebend. Dieses Ergebnis wurde nur teilweise durch eine weitere Zunahme des Überschusses der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz kompensiert. Der letztjährige ungünstige Leistungsbilanzsaldo wurde zudem noch durch die Entwicklung der Kapitalbilanz ergänzt, die nach dem 1976 verzeichneten geringen Nettozufluß einen Abfluß von \$7,1 Mrd. aufwies. Außerdem kam es zu einem Abfluß kurzfristigen Kapitals über die Banken in Höhe von \$6,5 Mrd. Dem zusammengefaßten Defizit dieser Positionen stand ein massiver Zuwachs von \$33,8 Mrd. bei den offiziellen Nettoverbindlichkeiten gegenüber, die in immer schnellerem Tempo wuchsen, als sich im späteren Jahresverlauf Druckwellen gegen den Dollar entwickelten.

Am grundlegendsten hat sich die US-Zahlungsbilanz seit 1975 auf der Importseite der Handelsbilanz gewandelt. Nach einem Überschuß von \$9 Mrd. im Jahre 1975 passivierte sich der Warenhandelssaldo in den Jahren 1976 bzw. 1977 in Defizite von \$9,3 bzw. 31,2 Mrd. Diese Verschlechterung geht auf den gegenüber anderen Ländern stärkeren Konjunkturaufschwung in den USA und auf deren wachsende Abhängigkeit von Erdöleinfuhren zurück. Die Gesamtimporte nahmen 1977 wertmäßig um nahezu \$28 nach 26 Mrd. im Jahre 1976 zu. Real schwächten sich die Zuwachsraten dagegen in den beiden Jahren fühlbar von 22 auf 13% ab, übertrafen freilich jene des Welthandels immer noch um das Zweifache. Die lebhaftere Inlandsnachfrage trug zu einer Ausweitung der Nichtöleinfuhren um \$17,6 Mrd. bei, was mengenmäßig einem Plus von nahezu 11% entspricht; dabei verzeichneten Käufe von Konsumgütern, Maschinen und Kraftfahrzeugen große Zuwächse. Die Erdöleinfuhren erhöhten sich weiter um \$10 Mrd. oder mengenmäßig um über 19%; wenn auch die inländische Erdölförderung im letzten Jahr geringfügig zunahm, wurde sie doch vom Wachstum des Verbrauchs und der Erdöllagervorräte übertroffen. Mit \$45 Mrd. machte Erdöl nahezu ein Drittel der gesamten amerikanischen Einfuhren im Jahre 1977 aus, gegenüber einem Neuntel im Jahre 1973. In diesem Zuwachs schlugen sich nicht allein die höheren Preise von Erdöleinfuhren nieder, sondern angesichts der in jener Periode abnehmenden inländischen Ölförderung auch eine mengenmäßige Zunahme von 35%. Zudem hat sich das Fehlen wirksamer Energieeinsparungspläne dahingehend ausgewirkt, daß der amerikanische Erdölverbrauch

USA: Zahlungsbilanz

	1975	1976	1977 ¹				
			Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Millionen US-Dollar							
Laufende Transaktionen							
Warenhandel:							
Ausfuhr (fob)	107 090	114 695	120 470	29 455	30 655	30 870	29 490
Einfuhr (fob)	98 045	124 015	151 710	36 605	38 310	38 430	38 365
Saldo	9 045	- 9 320	-31 240	- 7 150	- 7 655	- 7 560	- 8 875
Kapitalerträge (netto) ²	5 955	9 810	11 935	3 185	3 440	3 165	2 145
Übrige Dienstleistungen und Übertragungen (netto)	- 3 450	- 1 915	- 905	- 315	- 360	70	- 300
Saldo der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz	2 505	7 895	11 030	2 870	3 080	3 235	1 845
Saldo der Leistungsbilanz	11 550	- 1 425	-20 210	- 4 280	- 4 575	- 4 325	- 7 030
Kapitalverkehr							
Regierung	- 1 765	725	- 1 795	- 425	- 370	- 715	- 285
Direktinvestitionen ²	- 4 850	- 2 420	- 3 480	135	- 1 430	- 440	- 1 745
Portfoliointvestitionen	- 2 360	- 5 735	- 960	515	- 600	- 1 260	385
Von den Banken gemeldeter langfristiger Kapitalverkehr ³	- 2 255	1 030	2 185	705	- 930	1 380	1 030
Sonstiger	- 1 205	- 2 605	- 95	- 870	- 1 535	2 015	295
Statistisch erfaßte Kapitalströme	-12 435	- 9 005	- 4 145	60	- 4 865	980	- 320
Statistische Differenz	5 660	9 865	- 2 990	1 440	1 080	- 5 170	- 340
Saldo der Kapitalbilanz	- 6 775	860	- 7 135	1 500	- 3 785	- 4 190	- 680
Saldo der Gesamtbilanz ⁴	4 775	- 565	-27 345	- 2 780	- 8 360	- 8 515	- 7 690
davon Veränderung der offiziellen Währungsreserven	605	2 530	230	390	- 5	- 150	- 5
Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen	- 3 890	-11 265	-34 075	- 4 680	- 7 005	- 7 550	-14 840
Offizielle Nettowährungsreserven	- 3 285	- 8 735	-33 845	- 4 290	- 7 010	- 7 700	-14 845
Kurzfristige Nettoauslandsposition der Banken ³	8 060	8 170	6 500	1 510	- 1 350	- 815	7 155

¹ Saisonbereinigte Vierteljahreswerte. ² Ohne einbehaltene Erträge aus Direktinvestitionen und die Neuinvestition solcher Erträge, die sich auf \$6,2, 6,1 bzw. 6,3 Mrd. in den Jahren 1975, 1976 und 1977 beliefen. ³ Soweit nicht in anderen Positionen enthalten. ⁴ Ohne Bewertungsänderungen.

pro Einheit des Bruttosozialprodukts in den vergangenen vier Jahren bedeutend weniger als in anderen größeren Industrieländern gesunken ist.

Was die Exporte betrifft, so verbarg sich hinter der wertmäßigen Zunahme im letzten Jahr um \$5,8 Mrd. mengenmäßig eine Stagnation. Die Verkäufe landwirtschaftlicher Produkte erhöhten sich geringfügig auf \$24,4 Mrd., wobei dieses schlechte Abschneiden durch eine Reihe guter Welternten in jüngerer Zeit bedingt war. Die Ausweitung der nichtlandwirtschaftlichen Ausfuhr um nahezu \$5 Mrd. war allein auf höhere Preise zurückzuführen; ihr Volumen lag weiterhin unter dem 1974 erreichten Gipfel. Die mageren Ausfuhrergebnisse der USA in den letzten drei Jahren, in denen der Welthandel mit industriellen Erzeugnissen um 10% expandierte, sind schwer zu erklären. Zweifellos haben konjunkturelle Faktoren eine Rolle gespielt; in Anbetracht

ihrer recht einseitigen Ausrichtung auf Investitionsgüter sind die amerikanischen Außenhandelsumsätze durch das niedrige Niveau der Anlageinvestitionen in der übrigen industrialisierten Welt beeinträchtigt worden. Außerdem könnte das schnellere Wachstum der Binnenmärkte einige potentielle Ausfuhren umgelenkt haben, wenngleich in vielen Industriezweigen der USA ein niedriger Grad der Kapazitätsauslastung fortbesteht. Andererseits scheint der im Jahre 1973 gewonnene Wettbewerbsvorteil — wie im Kapitel VI dargestellt — seither unangetastet geblieben zu sein, dies gilt sogar für die Zeit vor dem jüngsten Dollarrückgang. Gleichwohl läßt sich kaum bezweifeln, daß sich die Position der USA auf den Weltmärkten gegenüber seinen Hauptkonkurrenten, nämlich Japan und Deutschland, verschlechtert hat. So erhöhten sich die Dollarpreise der von den USA ausgeführten industriellen Erzeugnisse vom zweiten Halbjahr 1973 bis zum zweiten Halbjahr 1976 um nahezu 50% und damit um etwa das Doppelte der entsprechenden Preissteigerungen deutscher und japanischer Exporte. Außerdem berücksichtigen allgemeine Maßstäbe der Wettbewerbsfähigkeit weder das wachsende Volumen industrieller Erzeugnisse, das von Entwicklungsländern exportiert wird, noch das Abbröckeln des technologischen Vorsprungs, dessen sich die USA früher erfreuten.

USA: Regionale Aufteilung der Handelsbilanzsalden 1971-77*

Salden gegenüber	Durchschnitt 1971-73	1974	1975	1976	1977
	Milliarden US-Dollar				
Westlichen entwickelten Gebieten. . .	- 3,2	4,2	10,0	4,6	- 3,5
davon:					
EWG.	0,4	3,0	6,2	7,6	4,4
Kanada	- 2,5	- 2,0	0	- 2,1	- 3,6
Japan	- 2,9	- 1,6	- 1,7	- 5,4	- 8,1
Übrige	1,8	4,8	5,5	4,5	3,8
Ölausfuhrländern	- 0,2	- 8,9	- 6,3	- 12,4	- 19,2
Entwicklungsgebieten ohne Erdöl . . .	0,8	1,9	5,2	- 0,9	- 5,9
Osteuropa und UdSSR	0,6	0,6	2,1	2,6	1,6
Nichterfaßt	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3
Gesamter Handelsbilanzsaldo . . .	- 1,8	- 1,7	11,5	- 5,7	- 26,7

* Auf zollstatistischer Basis; ab 1975 Exporte fas, Importe fas (vorher fob).

Die vorstehende Tabelle zeigt den Einfluß der jüngsten Entwicklungen auf die regionale Struktur des Außenhandels der USA; sie weist ebenso auf das Ausmaß hin, in dem die Passivierung der Handelsbilanz der USA zu einem besseren Gleichgewicht in der übrigen Welt beigetragen hat. Von 1975 bis 1977 verteilte sich die Verschlechterung der US-Außenhandelsbilanz um \$38 Mrd. ziemlich gleichmäßig auf entwickelte Länder, ölexportierende sowie nichtölproduzierende Entwicklungsländer. Innerhalb der Industrieländer fielen indessen drei Viertel der entsprechenden Handelsgewinne Japan und Kanada zu, während die USA gegenüber der EWG und den anderen entwickelten Ländern weiterhin bedeutende Überschüsse aufwies. Außerdem haben die USA wesentlich zur Fortdauer der großen OPEC-Überschüsse zu einer Zeit beigetragen, als andere größere Länder das Gegenteil getan haben, wenn auch die Welle der Ölimporte in die USA teilweise nicht nur durch höhere Verkäufe von Gütern — wie aus der Tabelle hervorgeht —, sondern auch von Dienstleistungen an die ölexportierenden Länder wettgemacht worden ist. Andererseits haben die USA mit einer wertmäßigen Zunahme ihrer Importe um über 50% von 1975 bis 1977

aus den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern, besonders aus den sich entwickelnden Industrienationen in Asien und Lateinamerika, wesentlich dazu beigetragen, die Zahlungsbilanzzwänge dieser Länder zu mildern.

Eine der positiveren Komponenten der US-Zahlungsbilanz war die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz, deren Überschuß von \$2,5 Mrd. im Jahre 1975 auf 7,9 bzw. 11 Mrd. in den letzten zwei Jahren angeschwollen ist. Diese Verbesserung ist größtenteils einer Steigerung der Nettokapitalerträge um \$6 Mrd. zwischen 1975 und 1977 zu verdanken, die trotz der relativ gedrückten Wirtschaftslage im Ausland erzielt wurde. In der Position „Übrige Dienstleistungen und Übertragungen“ vollzog sich die größte Verschiebung bei den militärischen Transaktionen, die zwar üblicherweise ein Defizitposten sind, 1976 aber einen kleinen Überschuß und 1977 ein Plus von \$1,4 Mrd. verzeichneten, was hauptsächlich das Ergebnis bedeutend höherer Verkäufe militärischer Güter an das Ausland war.

Gleichzeitig mit dem im vergangenen Jahr negativen Trend der Leistungsbilanz kehrte sich die Kapitalbilanz abrupt von einem geringen Überschuß in ein Defizit in Höhe von \$7,1 Mrd. um. Dies war das Nettoergebnis einer Verringerung der amtlich erfaßten Kapitalabflüsse einerseits und einer viel größeren Passivierung der Position „Statistische Differenz“ zu einem Nettoabfluß andererseits. Mit \$4,1 Mrd. beliefen sich die erfaßten Nettokapitalabflüsse auf weniger als die Hälfte des Betrages im Jahre 1976. Das Defizit bei den Portfolioinvestitionen nahm um \$4,8 Mrd. ab, die langfristigen Nettozuflüsse von Bankmitteln verdoppelten sich auf \$2,2 Mrd., und die übrigen statistisch erfaßten Abflüsse — hauptsächlich Transaktionen der Unternehmen — verringerten sich netto um \$2,5 Mrd. Zwei Faktoren kompensierten diese Veränderungen teilweise: die Nettoabflüsse für Direktinvestitionen erhöhten sich von \$2,4 auf 3,5 Mrd., während im öffentlichen Kapitalverkehr ein Umschwung von einem Zufluß (\$0,7 Mrd.) zu einem eher üblichen Abfluß (\$1,8 Mrd.) eintrat, da sich die Vorauszahlungen für den Export militärischer Güter nicht im Umfang des Jahres 1976 wiederholten. Der Saldo der statistischen Differenz ergab im vergangenen Jahr völlig im Gegensatz zu den Zugängen von insgesamt \$15,5 Mrd. in den Jahren 1975 und 1976 einen Abfluß von \$3 Mrd. Im ersten Halbjahr 1977 kam es noch zu Nettozuflüssen in Höhe von \$2,5 Mrd.; als aber im dritten Quartal der Dollar plötzlich unter Druck geriet, wichen sie einem noch nie dagewesenen Abfluß von netto \$5,2 Mrd., der sich, wenn auch mit beträchtlich verringertem Tempo, im vierten Quartal fortsetzte. Betrachtet man die gesamte Kapitalbilanz, so waren die Nettoabflüsse mit \$3,8 und 4,2 Mrd. im zweiten bzw. dritten Quartal am höchsten; im vierten Quartal, als die größte Veränderung im Saldo der statistischen Differenz verzeichnet wurde, dürften sie auf das sich ausweitende Zinsgefälle zugunsten der USA reagiert haben.

Faßt man Leistungs- und Kapitalbilanz zusammen, so wiesen die USA im letzten Jahr ein Gesamtdefizit von mehr als \$27 Mrd. aus, nachdem sie 1976 praktisch im Gleichgewicht gewesen waren. Zu diesem Gesamtdefizit kam ein kurzfristiger Nettoabfluß über die Banken von \$6,5 Mrd., so daß sich die offiziellen Nettoauslandsverbindlichkeiten um \$33,8 Mrd. erhöhten. In den ersten drei Quartalen des letzten Jahres war der Bankensektor mit bescheidenen \$0,7 Mrd. als Nettokreditnehmer kurzfristiger Mittel aufgetreten. Im vierten Quartal schnellten indessen die Nettoausleihungen der Banken an das Ausland um nicht weniger als \$7,2 Mrd.

empor, wobei ihre Bruttoforderungen hauptsächlich gegenüber ihren Niederlassungen in den Offshore-Zentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens um \$8,9 Mrd. zunahmen.

Bei einer Anreicherung der Währungsreserven während des Jahres um eben \$0,2 Mrd. entsprach die Bewegung der Gesamtbilanz und der kurzfristigen Auslandsposition der Banken recht genau der Expansion der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen, die sich im Verlauf des Jahres zunehmend beschleunigte und im letzten Quartal in einem Zuwachs von \$14,8 Mrd. gipfelte. Im gesamten Jahr nahmen diese Verbindlichkeiten um über \$34 Mrd. zu, wovon ein Großteil aus Interventionskäufen mehrerer Industrieländer resultierte, die versuchten, den Aufwärtstrend ihres Wechselkurses gegenüber dem Dollar zu bremsen. Freilich trugen nicht alle derartigen Interventionen allein diesen Charakter, da während der ersten neun Monate des Jahres vor allem Großbritannien und Italien Dollar kauften, um ihre im Jahre 1976 erheblich zusammengesmolzenen Reservenbestände wieder aufzufüllen. Schätzungen für die US-Verbindlichkeiten gegenüber den einzelnen ölexportierenden Ländern liegen nicht vor; auf sie dürfte im vergangenen Jahr jedoch nicht mehr als ein Fünftel der Gesamtzunahme der US-Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen Stellen entfallen sein.

Im ersten Quartal 1978 nahmen die Einfuhren in die USA weiter kräftig zu, und das Außenhandelsdefizit weitete sich auf \$11,2 Mrd. aus, was auf eine neuerliche Verschlechterung der Leistungsbilanz hinweist. Außerdem hielten die lang- und kurzfristigen Abflüsse der Kapitalbilanz und über die Banken an, was einerseits Folge und andererseits Ursache des erneuten Abwärtsdrucks auf den Dollar war. Die Nettoverbindlichkeiten der USA gegenüber offiziellen ausländischen Stellen erhöhten sich folglich um \$14,5 Mrd. und damit ungefähr ebenso stark wie im vorhergehenden Vierteljahr, da die ausländischen Notenbanken wiederum intervenierten, um den Kursverfall des Dollars zu bremsen. Im April dürfte das Leistungsbilanzdefizit durch Zuflüsse in der Kapitalbilanz und über die Banken mehr als gedeckt worden sein, was sich in der wesentlich festeren Haltung des Dollars ausdrückte.

Ganz im Gegensatz zum Bild der USA nahm der Leistungsbilanzüberschuß *Japans* im letzten Jahr von \$3,7 auf 11 Mrd. beträchtlich zu. Die Verbesserung stammte vollständig aus der Handelsbilanz, während sich das traditionelle Defizit in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz geringfügig ausweitete. Obwohl die Kapitalabflüsse von \$0,8 auf 3,4 Mrd. wuchsen, konnten sie eine kräftige Erhöhung der Währungsreserven nicht verhindern.

Der japanische Außenhandelsüberschuß setzte 1977 seinen unaufhaltsamen Zuwachs fort und schwoll von \$9,9 auf 17,5 Mrd. an. Ein wichtiges Element für die Ausweitung des Überschusses war — zumindest zeitweilig — die Stärke des Yen, die zu einer Verbesserung der Terms of trade um 9% beitrug. Mengenmäßig wuchsen die Ausfuhren 1977 nur um 3%, was jedoch im Lichte ihrer dramatischen Zunahme um 23% im vorangegangenen Jahr gesehen werden muß. Wegen der schwachen Inlandsnachfrage ging auch der Importzuwachs von 10½ auf 3½% zurück. Es sei hinzugefügt, daß die Außenhandelsstatistik für 1977 in Anbetracht der ständig wechselnden Qualitätsstruktur der japanischen Ausfuhren und des steilen Aufwärtstrends des Wechselkurses den Anstieg der Exportpreise zu hoch angegeben und ihr mengenmäßiges Wachstum damit entsprechend unterschätzt haben mag, eine Möglichkeit,

die durch die Ergebnisse der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bestätigt zu werden scheint.

Seit 1973 hat sich der japanische Handelsüberschuß nunmehr um beinahe \$ 14 Mrd. ausgeweitet. 1977 lagen zwar die Terms of trade noch immer um fast 25% unter dem Niveau jenes Jahres; dies ist aber — wie in der Graphik zu Beginn dieses Kapitels veranschaulicht — durch eine Erhöhung der mengenmäßigen Exporte um nicht weniger als 52% und eine Abnahme der Importe um 2½% mehr als wettgemacht worden. Der japanische Handelsüberschuß (fob) gegenüber den ölimportierenden Ländern beträgt schätzungsweise nahezu \$ 30 Mrd.; darin sind bedeutende Überschüsse gegenüber den USA, der EWG und anderen europäischen Ländern enthalten.

In der Kapitalbilanz versuchten die Behörden im letzten Jahr Abflüsse dadurch zu fördern, daß sie die Plafonds für die Begebung von auf Yen lautenden Auslandsanleihen auf dem Tokioter Markt heraufsetzten. Darüber hinaus trug die Verfassung des Marktes dazu bei, die Kreditaufnahme japanischer Unternehmen im Ausland zurückzuhalten. Die Nettoabflüsse langfristigen Kapitals nahmen daher von \$ 1 auf 3,2 Mrd. zu, wobei sich die Expansion im Verlauf des Jahres beschleunigte. Die größte Veränderung vollzog sich bei den Portfolioinvestitionen, wo der Nettozufluß von \$ 3 Mrd. im Jahre 1976 auf 0,7 Mrd. abnahm. Ferner erhöhten sich die Handelskredite an das Ausland netto von \$ 0,6 auf 1,4 Mrd. In Anbetracht der erheblichen Höherbewertung des Yen im letzten Jahr waren die Nettoveränderungen der kurzfristigen Kapitalströme überraschend niedrig; in der Tat wurde im Verlauf des Jahres nur ein kleiner Nettoabfluß von \$ 0,3 Mrd. registriert, während es 1976 zu einem geringfügig niedrigeren Nettozufluß gekommen war. Insgesamt beliefen sich die Nettokapitalexporte im vergangenen Jahr auf \$ 3,4 Mrd., so daß der Gesamtbilanzüberschuß \$ 7,6 Mrd. betrug. Dabei zeigten die Vierteljahreswerte einen ähnlichen Verlauf wie jene der Leistungsbilanz und erreichten im letzten Quartal einen Höchstwert von nahezu \$ 4 Mrd.

Unter Einschluß von Bewertungsänderungen bestanden die monetären Gegenposten des Gesamtbilanzüberschusses in einer Verringerung der kurzfristigen Nettoverbindlichkeiten des Bankensektors um \$ 1,2 Mrd. und einem Anstieg der offiziellen Nettowährungsreserven um \$ 5,9 Mrd. In den ersten neun Monaten des Jahres flossen \$ 2,3 Mrd. an kurzfristigen Mitteln über den Bankensektor ab und glichen so nahezu zwei Drittel des Gesamtüberschusses aus. Während dieser Periode wuchsen die Währungsreserven um \$ 1,7 Mrd., wenngleich die liquiden Devisenbestände um \$ 1,3 Mrd. abnahmen, da Dollar zum Erwerb längerfristiger Aktiva in den USA benutzt wurden. Als im letzten Quartal dann der große Überschuß der Gesamtbilanz mit der erneuten Abschwächung des Dollars zusammenfiel, flossen über die Banken kurzfristige Mittel in Höhe von \$ 1,1 Mrd. zu, wobei sich ihre Bruttoauslandsverbindlichkeiten in Yen um rund \$ 2 Mrd. und die offiziellen Währungsreserven um \$ 5 Mrd. erhöhten.

Die Handels- bzw. Leistungsbilanz verzeichnete in den ersten drei Monaten dieses Jahres Überschüsse von \$ 5,8 bzw. 4 Mrd. Gleichzeitig kam es zu einem Nettozufluß in der Kapitalbilanz von \$ 0,9 Mrd. und einer weiteren Zunahme der kurzfristigen Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um \$ 2,5 Mrd., die zu einer Erhöhung der zentralen Nettowährungsreserven um \$ 6,8 Mrd. beitrugen.

In der Zahlungsbilanz *Deutschlands* dominierten 1977 im wesentlichen drei Entwicklungen: die vorangegangene Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses kam zum Stillstand; der langfristige Nettokapitalexport nahm wieder beträchtliche Ausmaße an, so daß die Grundbilanz ins Defizit geriet; und schließlich beschleunigten sich sowohl die kurzfristigen Nettokapitalimporte der Banken wie der Nichtbanken im zweiten Halbjahr rasch, was wegen der offiziellen Interventionen zur Verlangsamung der Aufwärtstendenzen der Deutschen Mark eine erhebliche Ausweitung der Währungsreserven zur Folge hatte.

Der Leistungsbilanzüberschuß von \$ 3,9 Mrd. veränderte sich gegenüber 1976 nicht. Der Handelsbilanzüberschuß wuchs um \$ 2,5 auf 19,2 Mrd., den bisher zweithöchsten Betrag. Vor allem wegen bedeutend höherer Nettoausgaben im Reiseverkehr und eines Rückgangs der Nettokapitalerträge ergab sich eine kompensierende Erhöhung des üblichen Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen auf \$ 15,3 Mrd.

Das Ergebnis der Handelsbilanz scheint großenteils durch konjunkturelle Faktoren bestimmt worden zu sein. Das Wachstum des Exportvolumens war mit 5% etwas höher als die geschätzte Zuwachsrate des Welthandels, lag aber beträchtlich unter dem 1976 erreichten Plus von 13½%. Außerdem stiegen die Exportpreise in D-Mark gerechnet um nur 1½%. Der von der Höherbewertung der D-Mark ausgehende Wettbewerbsdruck begrenzte den Preiserhöhungsspielraum der Exporteure; in der Tat waren in der zweiten Jahreshälfte, als sich die D-Mark weiter festigte, die Exportpreise vorübergehend rückläufig, was die Gewinne der deutschen Exporteure ernstlich einschränkte. Die Exportstruktur Deutschlands wurde durch die Zahlungsbilanzzwänge seiner Handelspartner ebenso wie durch konjunkturelle Faktoren stark beeinflußt. Wertmäßigen Exportzunahmen in die USA und die OPEC-Länder von 26 bzw. 20% standen stagnierende Ausfuhren nach Frankreich, Italien und Osteuropa und sogar Rückgänge in den Außenhandelsverkäufen an die skandinavischen Mitglieder des europäischen Währungsverbands gegenüber. Hauptsächlich dank der fortgesetzten kräftigen Expansion der Exporte in die OPEC-Länder erzielte Deutschland 1977 erstmals einen Außenhandelsüberschuß gegenüber dieser Gruppe in Höhe von \$ 0,6 Mrd.

Vor dem Hintergrund flauer inländischer Wirtschaftsaktivität sank das mengenmäßige Wachstum der Einfuhren stark von 16½% im Jahre 1976 auf 4½% im Jahre 1977. Die Importe aus Großbritannien, Japan, Österreich und den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern verzeichneten die höchsten Zuwächse. Nach Warengruppen blieben die mengenmäßigen Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten gegenüber dem vorangegangenen Jahr praktisch unverändert, da die Vorratsbildung in diesen Gütern auslief. Die Importe von Fertigwaren expandierten hingegen weiterhin kräftig.

Die neuerliche Aufwärtsbewegung der Deutschen Mark vollzog sich größtenteils gegen Ende des Jahres, zu spät, um den Handelsbilanzüberschuß des Jahres 1977 noch zu verringern. Tatsächlich erhöhte er sich während des letzten Quartals des Jahres beträchtlich auf \$ 6,4 Mrd., wobei Erwartungen hinsichtlich der Wechselkursentwicklung wahrscheinlich zum Vorziehen von Exporten und Hinausschieben von Importen führten.

Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden¹

	Jahr	Leistungs- bilanz ²	Kapital- bilanz ²	Gesamt- bilanz ²	Berichtigungs- posten ⁴	Berichtigte Gesamtbilanz (= Verände- rung der Aus- landsposition) ³
Belgien-Luxemburg ⁶	1976	- 295	- 715	- 1 010	270	- 740
	1977	- 310	- 1 630	- 1 940	- 380	- 2 320
Dänemark	1976	- 1 915	1 985	70	70	140
	1977	- 1 645	2 620	975	60	1 035
Deutschland (BR) . .	1976	3 890	- 3 125	765	75	840
	1977	3 920	- 2 915	1 005	- 405	600
Finnland	1976	- 1 165	950	- 215	- 10	- 225
	1977	- 190	230	40	60	100
Frankreich	1976	- 5 970	1 905	- 4 065	280	- 3 785
	1977	- 3 200	4 350	1 150	- 270	880
Griechenland ⁴	1976	- 1 085	1 020	- 65	.	- 65
	1977	- 1 280	1 295	15	.	15
Großbritannien . . .	1976	- 1 950	- 1 460	- 3 410	90	- 3 320
	1977	- 15	10 030	10 015	- 330	9 685
Irland	1976	- 265	410	145	75	220
	1977	- 230	240	10	10	20
Italien	1976	- 2 850	1 470	- 1 380	375	- 1 005
	1977	2 285	135	2 420	- 55	2 365
Japan	1976	3 680	- 770	2 910	15	2 925
	1977	11 045	- 3 440	7 605	- 505	7 100
Jugoslawien	1976	165	825	990	.	990
	1977	- 1 800	1 965	165	.	165
Kanada	1976	- 4 230	4 710	480	255	735
	1977	- 4 020	1 255	- 2 765	- 85	- 2 850
Niederlande	1976	2 690	- 3 890	- 1 200	530	- 670
	1977	255	- 1 455	- 1 200	225	- 975
Norwegen	1976	- 3 785	3 650	- 135	310	175
	1977	- 4 935	4 635	- 300	5	- 295
Österreich	1976	- 1 470	430	- 1 040	- 25	- 1 065
	1977	- 2 970	1 830	- 1 140	- 55	- 1 195
Portugal ⁴	1976	- 1 245	65	- 1 180	- 130	- 1 310
	1977	- 1 495	15	- 1 480	340	- 1 140
Schweden	1976	- 2 430	1 695	- 735	- 60	- 795
	1977	- 3 325	3 835	510	- 70	440
Schweiz	1976	3 500	- 825	2 675	.	2 675
	1977	3 660	1 000	4 660	.	4 660
Spanien	1976	- 4 295	2 465	- 1 830	- 200	- 2 030
	1977	- 2 255	2 765	510	- 940	- 430
Türkei	1976	- 1 965	45	- 1 920	.	- 1 920
	1977	- 3 400	2 880	- 520	.	- 520
USA	1976	- 1 425	860	- 565	265	- 300
	1977	-20 210	- 7 135	-27 345	170	-27 175

Anmerkung: Soweit wie möglich enthalten die Kapitalbilanzen und die Gesamtbilanzen nicht die Veränderungen der kurzfristigen Auslandspositionen der Geschäftsbanken, die zusammen mit den Veränderungen der zentralen Nettoreserven als Finanzierungsposition behandelt werden.

¹ Auf Transaktionsbasis. ² Die einbehaltenen Gewinne aus Direktinvestitionen sowie die entsprechende Wiederanlage dieser Erträge sind in vielen Ländern nicht in den Leistungs- und Kapitalbilanzzahlen enthalten. ³ Gleich der Summe der tatsächlichen Transaktionen; soweit wie möglich ohne Bewertungsgewinne oder -verluste bei der Auslandsposition als Folge von Wechselkursbewegungen. ⁴ Vor allem Bewertungsänderungen und statistische Differenzen. ⁵ Gleich der Summe der letzten beiden Spalten in der Tabelle auf S. 87. ⁶ Teilweise auf Kassenbasis.

In der Kapitalbilanz weiteten sich die langfristigen Nettoabflüsse, die 1976 unbedeutend waren, kräftig auf \$4,9 Mrd. aus. Die Folge war, daß sich die Grundbilanz in den beiden Jahren von einem Überschuß in Höhe von \$3,7 Mrd. in ein Defizit von \$1 Mrd. passivierte. Das Wiedereinsetzen langfristiger Nettokapitalabflüsse war größtenteils auf den privaten Sektor zurückzuführen, dessen langfristige Nettokapitalexporte sich hauptsächlich wegen der verstärkten Käufe von Auslandspapieren durch deutsche Gebietsansässige auf \$4,2 Mrd. vervierfachen. Überdies schlug der öffentliche langfristige Kapitalverkehr per saldo von einem Zufluß in Höhe von \$1 Mrd. in einen Abfluß von \$0,7 Mrd. um. Die Hauptfaktoren für diesen beständigen Abfluß langfristigen Kapitals, der nur durch die Devisenmarktunruhen im Dezember gestoppt wurde, waren eine hohe inländische Sparquote, eine recht flüssige Verfassung des Bankensektors und eine Zinsdifferenz zugunsten aller wichtigen ausländischen Finanzmärkte. Der Zuwachs der langfristigen Nettokapitalexporte wurde völlig durch einen Umschwung des kurzfristigen Nettokapitalverkehrs um \$5 Mrd. zu einem Zufluß von \$2 Mrd. kompensiert. Diese Zuflüsse bestanden fast gänzlich aus Kreditaufnahmen des privaten Nichtbankensektors im Ausland. Im ganzen Jahr wies Deutschland einen Überschuß in der Gesamtbilanz von \$1 Mrd. auf, der damit geringfügig höher war als jener des Jahres 1976.

Zu dem Überschuß der Gesamtbilanz kamen kurzfristige Nettozuflüsse über den Bankensektor in Höhe von \$4,3 Mrd. hinzu, so daß sich die zentralen Nettowährungsreserven im Verlauf des Jahres um \$4,9 Mrd. erhöhten. Indessen war während der ersten drei Quartale des Jahres 1977 — mit Ausnahme des Juli, in dem offizielle Interventionen zu einer zeitweiligen Ausweitung der zentralen Nettowährungsreserven um \$0,9 Mrd. beitrugen — insgesamt eine bescheidene Verringerung der zentralen Nettowährungsreserven um \$0,3 Mrd. zu verzeichnen. Im Bankensektor folgten auf kurzfristige Abflüsse von netto \$0,9 Mrd. im ersten Quartal Zuflüsse von netto rund \$2,7 Mrd. im zweiten und dritten Quartal. Als die Deutsche Mark während des letzten Quartals einem starken Aufwärtsdruck ausgesetzt war, summierten sich kurzfristige Zuflüsse, vorwiegend in Landeswährung, zu den Banken auf brutto \$7 Mrd.; die kurzfristigen Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken erhöhten sich um \$2,5 Mrd. Die zentralen Währungsreserven wuchsen während des Quartals um \$5,2 Mrd., was zum großen Teil auf die offiziellen Interventionen zur Abschwächung des Kursanstiegs der D-Mark zurückzuführen war.

Die Leistungsbilanz verzeichnete während des ersten Quartals 1978 einen Überschuß von \$1,5 Mrd., der um \$0,5 Mrd. höher war als ein Jahr zuvor. Diese Zunahme war ausschließlich auf einen Anstieg des Außenhandelsüberschusses zurückzuführen. Darüber hinaus kam es zu Nettokapitalzuflüssen in Höhe von \$2 Mrd. Die gesamte Auslandsposition (netto) verbesserte sich um \$3,6 Mrd., wovon sich knapp über zwei Drittel oder \$2,3 Mrd. in einem Zuwachs der zentralen Nettowährungsreserven niederschlugen.

Der Leistungsbilanzüberschuß der *Schweiz* belief sich 1977 auf \$3,7 Mrd. und lag damit geringfügig über dem des Vorjahres. Sein Anteil am Bruttosozialprodukt betrug 5,8%, womit er von allen Industrieländern bei weitem am höchsten ausfiel. Die mengenmäßige Zunahme sowohl der Ausfuhren wie der Einfuhren lag mit 12 bzw. 10% beträchtlich über dem Durchschnittsergebnis der Industriestaaten. Das

starke Wachstum der Exporte, das angesichts eines sich abschwächenden Welthandels um so bemerkenswerter ist, beruhte teilweise auf der verbesserten Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Industrie, die wiederum von der relativen Stabilität des effektiven Wechselkurses zwischen Frühjahr 1976 und dem dritten Quartal 1977 sowie der stabilen inländischen Kosten-Preis-Entwicklung profitierte. Hinter der beträchtlichen Zunahme des Einfuhrvolumens stand eine Belebung der inländischen Wirtschaftstätigkeit, die jene der meisten anderen Industrieländer übertraf. Da sich die Terms of trade fast auf ihr Niveau von 1975 verschlechterten, halbierte sich der Handelsüberschuß nahezu auf \$0,3 Mrd. Dieser Rückgang wurde jedoch durch eine Zunahme des Überschusses bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$0,4 Mrd. mehr als wettgemacht.

Hinsichtlich der Kapitalbilanz wurden die kapitalexportfördernden Maßnahmen fortgesetzt. Die Bruttoemissionen von Schweizerfrankenleihen und mittelfristigen Schuldverschreibungen durch Ausländer zuzüglich einiger Kapitalexporte über Anlagefonds stellten sich 1977 auf \$5,6 Mrd., etwa dieselbe Größenordnung wie 1976. Die Befestigung des Frankens bewirkte indessen höhere Tilgungen von Auslandsanleihen, die sich auf \$0,8 Mrd. verdoppelten. Demgemäß beliefen sich die erfaßten lang- und mittelfristigen Nettokapitalabflüsse auf \$4,8 Mrd., das ist etwas weniger als im vorangegangenen Jahr. Gleichzeitig erhöhten sich die Nettozuflüsse nichterfaßten kurzfristigen Kapitals erheblich, insbesondere als gegen Jahresende der spekulative Druck wuchs. Für das gesamte Jahr stellten sie sich auf \$5,8 gegen 4,4 Mrd. im Jahre 1976. Die Gesamtbilanz verzeichnete folglich einen Überschuß in Höhe von \$4,7 gegen 2,7 Mrd. im Jahre 1976. Der größte Teil des Überschusses der Nettoauslandsposition schlug sich in einer Zunahme der Nettoauslandsforderungen der Banken in Höhe von \$4 Mrd. nieder, während die verbleibenden \$0,7 Mrd. den Währungsreserven zuflossen. Die Window-dressing-Operationen am Jahresende, d.h. Swaps von US-Dollar zwischen den Geschäftsbanken und der Schweizerischen Nationalbank, die es den Banken erleichtern sollen, ihren Mindestreserve- und Liquiditätsverpflichtungen nachzukommen, verschleiern jedoch den Trend in der Veränderung der amtlichen Nettowährungsreserven und der Nettoauslandsposition der Banken. Ohne diese Swaps belief sich 1977 die Zunahme der zentralen Nettowährungsreserven auf \$2,6 Mrd. und war damit doppelt so hoch wie im vorangegangenen Jahr, da die Banken aufgrund ihrer relativ günstigen Liquiditätslage im Inland Ende 1977 noch nicht einmal auf die Hälfte der Ende 1976 beanspruchten US-Dollar-Swaps zurückgreifen mußten.

Von den größeren Industrieländern, die im vergangenen Jahr eine günstigere Zahlungsbilanzposition anstrebten, erreichte *Italien* die stärkste Verbesserung: seine Leistungsbilanz aktivierte sich von einem Defizit in Höhe von \$2,8 Mrd. zu einem Überschuß von \$2,3 Mrd. Hauptsächlich infolge einer restriktiven Steuerung der Inlandsnachfrage wurde das Handelsbilanzdefizit des Jahres 1976 von \$4,2 Mrd. vollständig abgebaut. Das Importvolumen begann im ersten Vierteljahr abzunehmen, erreichte im dritten Quartal seinen Tiefpunkt und lag im ganzen Jahr um 2% unterhalb des Niveaus von 1976. Das Exportvolumen wies dagegen einen Zuwachs von 7% gegenüber dem Vorjahr auf. Auch die Terms of trade verbesserten sich um 2½%, wobei sowohl bei den Einfuhren wie den Ausfuhren beträchtliche Preiserhöhungen zu verzeichnen waren, so daß wertmäßig die Exporte fast zweimal

so stark zunahmen wie die Importe. Vor allem wegen der guten Fremdenverkehrssaison verbesserte sich auch der Saldo der Dienstleistungen und Übertragungen merklich auf einen Überschuß von \$2,2 Mrd.

In der Kapitalbilanz schrumpften die Nettozuflüsse von \$1,5 Mrd. im Jahre 1976 auf 0,1 Mrd. im Jahre 1977, worin sich in erster Linie eine Umkehr bei den Handelskrediten von einem Nettozufluß in Höhe von \$2,1 Mrd. zu einem Nettoabfluß von \$0,7 Mrd. niederschlug. Angesichts der fast ausgeglichenen Kapitalbilanz verzeichnete die Gesamtbilanz Italiens einen Überschuß von \$2,4 Mrd. gegenüber einem Defizit in Höhe von \$1,4 Mrd. im Jahr zuvor. Die Nettozuflüsse kurzfristigen Kapitals über die Banken, die 1976 \$2,3 Mrd. betragen hatten, blieben in der ersten Hälfte des letzten Jahres beträchtlich; bis Juli hatte die kurzfristige Nettoverschuldung der italienischen Banken um weitere \$4,3 auf 7,3 Mrd. zugenommen. In der zweiten Jahreshälfte verringerte sie sich dagegen per saldo um \$0,9 Mrd. Im gesamten Jahr 1977 verbesserte sich die amtliche Nettowährungsposition Italiens (ohne Neubewertungseffekte der Goldbestände) um \$5,8 Mrd., wobei die Bruttoaktiva um \$5,3 Mrd. zunahmen und die offiziellen Bruttoverbindlichkeiten um \$0,5 Mrd. zurückgingen. Diese gesamte Veränderung fand nach dem April statt, als die Bemühungen, den Dollarkurs nahe bei Lit 880 zu halten, es den Währungsbehörden ermöglichten, erhebliche Dollarkäufe am Markt zu tätigen. Der Rückgang der offiziellen Auslandsverbindlichkeiten war das Nettoergebnis einer Reihe von Transaktionen: Im Zeitraum März–Juni zog Italien fast \$0,3 Mrd. von der Bundesbank im Rahmen des Darlehensvertrags von 1974 sowie \$0,5 Mrd. von der EWG und \$0,1 Mrd. als erste Rate eines mit dem IWF abgeschlossenen neuen Bereitschaftsabkommens in Höhe von über \$0,5 Mrd.; im dritten Quartal wurden insgesamt \$1,1 und 0,5 Mrd. an den IWF bzw. die Bundesbank zurückgezahlt.

Im ersten Quartal 1978 blieb die Gesamtbilanz Italiens im Plus, worauf die Verbesserung der Nettoauslandsposition um ca. \$0,8 Mrd. hindeutet. Obwohl die Bruttoreserven um \$0,7 Mrd. abnahmen, wuchsen die zentralen Nettowährungsreserven — aufgrund umfangreicher Tilgungen offizieller Schulden im März — um \$0,3 Mrd. Diese Rückzahlungen umfaßten \$0,5 Mrd. an die Bundesbank, \$0,4 Mrd. an die EWG als erste Rate eines 1974 erhaltenen mittelfristigen Darlehens und \$0,4 Mrd. an den IWF im Zusammenhang mit einem Bereitschaftskredit aus dem Jahre 1974.

Auch *Frankreich* erzielte im vergangenen Jahr eine ausgeprägte Verbesserung in der Leistungsbilanz, wobei das Defizit von \$6 auf 3,2 Mrd. schrumpfte. Etwa drei Viertel dieser Veränderung vollzogen sich in der Handelsbilanz, während das Minus bei den Dienstleistungen und Übertragungen auf \$0,6 Mrd. halbiert wurde, was vollständig das Ergebnis höherer Nettoeinnahmen bei den Dienstleistungen war. Daneben nahmen die Nettokapitalzuflüsse um insgesamt \$2,5 Mrd. zu, so daß sich die Gesamtbilanz um \$5,3 Mrd. auf einen Überschuß von \$1,2 Mrd. aktivierte.

Die Handelsbilanz verbesserte sich im Jahresverlauf 1977 stetig, wobei das Defizit von \$4,8 auf 2,6 Mrd. zurückging. Zwei Drittel dieses Betrages entstanden — auf saisonbereinigter Basis — in den ersten sechs Monaten. Da sich die *Terms of trade* geringfügig verschlechterten, war dieses bessere Ergebnis allein der mengenmäßigen Entwicklung zuzuschreiben. Insbesondere die Importe stiegen um weniger als 1%, was weitgehend dem Einfluß der Maßnahmen zur Dämpfung der

Binnennachfrage zuzuschreiben war. Außerdem gelang es, die Einfuhr von Betriebsstoffen zu drosseln, nachdem die negativen Auswirkungen der Trockenperiode von 1976 abklagen. Gleichzeitig wuchsen die Ausfuhren um 6½% und damit schneller als der gesamte Welthandel; hier dürfte sich die effektive Abwertung des Frankens im Jahre 1976 positiv ausgewirkt haben. Die Ausfuhr von gewerblichen Gütern verzeichnete die größte Zunahme, wobei insbesondere die Lieferungen nach Großbritannien, in die USA und die Entwicklungsländer kräftig expandierten.

Zusätzlich zu der Verbesserung der Leistungsbilanz erhöhten sich die Nettokapitalzuflüsse im letzten Jahr insgesamt von \$1,9 auf 4,4 Mrd. Die langfristigen Kapitaltransaktionen, bei denen der Nettoabfluß von \$1,1 Mrd. auf Null zurückging, stellten fast die Hälfte dieser Veränderung. Die Nettoeingänge aus der langfristigen Kreditaufnahme bei ausländischen Banken erhöhten sich von \$1,7 auf 2,7 Mrd., während die Direkt- und die Portfolioinvestitionen mit \$0,9 Mrd. zu einem fast doppelt so hohen Nettokapitalimport wie 1976 führten. Diese Zuflüsse wurden jedoch wie zuvor durch Nettoabflüsse bei den langfristigen Handelskrediten, die mit \$3,7 um 0,4 Mrd. höher als 1976 waren, überkompensiert. Die Zuflüsse kurzfristiger, insbesondere statistisch nicht erfaßter Mittel erhöhten sich im letzten Jahr spürbar von \$3 auf 4,4 Mrd. Unter Einschluß der Bewertungsänderungen (ohne jene bei Gold) bestanden die monetären Gegenposten des Überschusses der Gesamtbilanz aus einer Zunahme der zentralen Nettowährungsreserven um \$0,8 Mrd. und einer sehr geringen Abnahme der kurzfristigen Nettoverbindlichkeiten des Bankensystems.

Die saisonbereinigten zollstatistischen Angaben lassen für das erste Quartal dieses Jahres eine leichte Verschlechterung der Außenhandelsbilanz gegenüber dem vierten Quartal 1977 erkennen; der Saldo blieb jedoch nahezu ausgeglichen. Die nichtbereinigten Zahlen deuten auf eine stärkere Verschlechterung hin, nämlich um \$0,7 Mrd. auf ein Defizit von \$0,5 Mrd. Diese Entwicklung ging Hand in Hand mit einer Abschwächung des Frankens vor den März-Wahlen. Die Mittelabflüsse wurden jedoch durch eine starke Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze im Februar gestoppt und dann in der zweiten Märzhälfte teilweise umgekehrt. Im gesamten Quartal verringerten sich die amtlichen Nettowährungsreserven um weniger als \$0,4 Mrd.

Restriktive binnenwirtschaftliche Maßnahmen im Verein mit dem wachsenden Einfluß des Nordsee-Erdöls bewirkten, daß sich im ganzen Jahr 1977 die Leistungsbilanz *Großbritanniens* von einem Defizit in Höhe von \$2 Mrd. zu einer fast ausgeglichenen Position entwickelte, wobei das zweite Halbjahr sogar einen Überschuß aufwies. Diese Entwicklung wurde jedoch noch in den Schatten gestellt durch die Veränderungen in der Kapitalbilanz, in der das wiedererstarkte Vertrauen in das Pfund einen Nettozufluß von \$10 Mrd. auslöste.

Die Eliminierung des Leistungsbilanzdefizits des Jahres 1976 in Höhe von \$2 Mrd. wurde von der Verringerung des Handelsbilanzdefizits um \$3,1 Mrd. übertroffen. Ein kleiner Teil der Verbesserung der Handelsbilanz stammte aus um rund 2% günstigeren Terms of trade und der Rest aus mengenmäßigen Transaktionen, wobei die Exporte um 9¼% und die Importe um nur 2¼% zunahmen. Die Ausfuhren (ohne Betriebsstoffe) wuchsen real um 8%, was angesichts der Flaute der Weltnachfrage ein beachtliches Ergebnis darstellt. Einschließlich einer Zunahme

der Einfuhren gewerblicher Fertigerzeugnisse um 13% erhöhten sich die mengenmäßigen Importe (ohne Betriebsstoffe) trotz der stagnierenden Inlandsnachfrage um über 6%. Der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz nahm von seinem Höchststand von \$4,3 Mrd. im Jahre 1976 auf 3,2 Mrd. ab, da die ausländischen Ölgesellschaften ihre Nordseegewinne zu überweisen begannen und die Zinszahlungen für die öffentliche und private Verschuldung weiter zunahmen.

In der Kapitalbilanz machte ein Nettoabfluß von \$1,5 Mrd. im Jahre 1976 einem Nettozufluß von \$10 Mrd. im vergangenen Jahr Platz. Die Erholung war breit fundiert, da das Vertrauen zurückkehrte und Zuflüsse durch günstige Kapital- und Devisenmarktkonditionen ermutigt wurden. Die privaten Direktinvestitionen erbrachten einen Nettozufluß von \$2,3 Mrd. gegenüber einem Nettoabfluß von \$0,6 Mrd. im vorangegangenen Jahr; die Nettozuflüsse für Portfolioinvestitionen — einschließlich Staatspapieren — erhöhten sich von \$1 auf 2,8 Mrd.; in den übrigen statistisch erfaßten Kapitalströmen trat ein Umschwung in Höhe von \$3,2 Mrd. zu einem Nettozufluß von \$1,1 Mrd. ein. Der Überschuß in der Kapitalbilanz wurde ferner durch statistisch nicht erfaßte Zuflüsse, die um nicht weniger als \$4 auf 4,5 Mrd. zunahmen, in die Höhe getrieben.

Angesichts einer ausgeglichenen Leistungsbilanz verzeichnete Großbritannien demnach einen Überschuß in der Gesamtbilanz von \$10 Mrd., was gegenüber 1976 einen Umschwung um \$13,4 Mrd. bedeutet. Zusätzlich zu diesem Überschuß flossen noch netto \$2,2 Mrd. über die Banken herein, womit sich der 1976 verzeichnete Nettoabfluß von \$3,2 Mrd. teilweise umkehrte, wenn auch die Zusammensetzung des Kapitalstroms eine völlig andere war. 1976 war ein Rückgang von offiziellen Sterlingguthaben um \$2,5 Mrd. ausschlaggebend; im vergangenen Jahr veränderten sich diese Bestände kaum, da die Zunahme dadurch ausgeglichen wurde, daß die Regierung im April an offizielle Sterlinginhaber Fremdwährungsschuldverschreibungen im Gegenwert von \$0,7 Mrd. ausgab. Im Gegensatz dazu nahmen 1977 die privaten Sterlingguthaben mit \$2,6 Mrd. stärker zu als die gesamten Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken. Die offiziellen Finanzierungstransaktionen bewirkten im letzten Jahr ebenfalls einen Mittelzufluß. Neben Ziehungen von \$2 Mrd. auf den Bereitschaftskredit des IWF nahmen die Regierung und andere öffentliche Stellen netto \$1,9 Mrd. am Eurogeldmarkt auf. Die Währungsreserven verzeichneten einen massiven Zuwachs um \$16,4 auf 20,6 Mrd., der sich fast vollständig in den ersten zehn Monaten des Jahres vollzog. Netto verbesserte sich die offizielle Auslandsposition um \$11,9 Mrd.

Im ersten Quartal 1978 war die Entwicklung der Leistungsbilanz unstetig und wies saisonbereinigt wieder ein Defizit in Höhe von \$0,4 Mrd. auf, nachdem in den vorangegangenen drei Monaten ein Überschuß von \$0,6 Mrd. erzielt worden war. Die Währungsreserven nahmen nach Nettorückzahlungen von im Rahmen der staatlichen Wechselkurssicherung aufgenommenen Krediten in Höhe von \$0,4 um 0,2 Mrd. ab. Als sich das Pfund im März auf effektiver Basis abzuschwächen begann, ging freilich auch der Aufwärtstrend der Reserven zu Ende. Im April wurden trotz eines Umschwungs in der Leistungsbilanz zu einem Rekordüberschuß von \$0,6 Mrd. massive Interventionen zur Stützung des Wechselkurses notwendig. Die offiziellen Reserven schrumpften um den noch nie zuvor verzeichneten Betrag von \$3,3 Mrd., wovon nur ein Drittel auf die Tilgung von Schulden zurückzuführen war.

Eingeschlossen hierin waren Rückkäufe beim IWF in Höhe von \$0,9 Mrd. und Nettotilgungen auf Kreditaufnahmen am Eurogeldmarkt in Höhe von \$0,3 Mrd.

Der 1976 von den *Niederlanden* verzeichnete Überschuß der Leistungsbilanz in Höhe von \$2,7 Mrd. löste sich 1977 insbesondere wegen der schlechteren Außenhandelsergebnisse nahezu ganz auf. Die Ausfuhren, insbesondere von anderen Gütern als Gas und Erdöl, nahmen im ersten Halbjahr 1977 stark ab, was teilweise auf eine geringere Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen war. Im gesamten Jahr lagen die Exporte mengenmäßig um 2¼% unter dem Stand des vorangegangenen Jahres, während sich die realen Einfuhren um 2% ausweiteten. Die Handelsbilanz passivierte sich folglich von einem 1976 verzeichneten Überschuß in Höhe von \$1,6 Mrd. zu einem Defizit von \$0,5 Mrd.

Der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses auf einen praktisch ausgeglichenen Saldo ging mit einer Verringerung der Nettokapitalabflüsse von \$3,9 auf 1,5 Mrd. einher. Die starke Nachfrage nach niederländischen Wertpapieren insbesondere von Gebietsansässigen in Deutschland und der Schweiz ließen bei den Portfoliogeschäften den Saldo von einem geringen Abfluß 1976 in einen Zufluß von \$1,8 Mrd. umschlagen. Da die Schrumpfung des Leistungsbilanzüberschusses durch den Rückgang der Nettokapitalexporte völlig ausgeglichen wurde, war das Minus in der Gesamtbilanz mit \$1,2 Mrd. dasselbe wie 1976. Einschließlich Bewertungsänderungen verschlechterte sich die gesamte Nettoauslandsposition um nur \$1 Mrd., wobei die kurzfristigen Nettozuflüsse über Banken \$1,4 Mrd. betrugten und die zentralen Nettowährungsreserven um \$0,4 Mrd. zunahmen. Letztere verbesserten sich ausschließlich im zweiten und dritten Quartal, als die starke Position des Guldens innerhalb des europäischen Währungsverbands die Behörden zu Interventionen zwang. Die Nettozuflüsse über die Banken konzentrierten sich auf die letzten drei Quartale des Jahres, nachdem es im ersten Vierteljahr zu Nettoabflüssen in Höhe von \$0,6 Mrd. gekommen war.

Die herausragende Entwicklung in der Zahlungsbilanz von *Kanada* war im letzten Jahr der äußerst ausgeprägte Rückgang der Nettokapitalzuflüsse, der die Gesamtbilanz tief in die Minuszone gleiten ließ. In der Leistungsbilanz führte die relativ lebhaftete Konjunktur in den USA zu einer Ausweitung des Exportüberschusses um \$1,6 auf 2,7 Mrd.; dieser Zuwachs wurde jedoch fast völlig durch höhere Nettozahlungen bei den Dienstleistungen und Übertragungen kompensiert, so daß das Leistungsbilanzdefizit mit \$4 Mrd. nur geringfügig niedriger war als im Jahr davor.

In der Kapitalbilanz verringerte sich der gesamte Nettozufluß von \$4,7 auf 1,3 Mrd. Die langfristigen Nettokapitalimporte waren mit \$4,1 Mrd. nur halb so hoch wie im vorangegangenen Jahr. Vor allem die Nettoabgaben neuer kanadischer Auslandsanleihen verringerten sich stark von \$8,3 auf 4,6 Mrd. Eine Einengung des Zinsabstandes gegenüber den USA, ein geringerer Finanzierungsbedarf einiger Provinzen und die politische Ungewißheit im Inland dürften die wesentlichen Bestimmungsgründe für diese Entwicklung gewesen sein. Da der Export kurzfristigen Kapitals fast dieselbe Größenordnung erreichte wie 1976, passivierte sich die Gesamtbilanz von einem Überschuß in Höhe von \$0,5 Mrd. in ein Defizit von \$2,8 Mrd. In der entsprechenden Verschlechterung der gesamten Nettoauslandsposition sind ein Rückgang vorwiegend der US-Dollar-Komponente der zentralen

Entwickelte Länder: Auslandsposition¹

	Jahresende	Gold ²	Devisen (netto)	Forderungen/Verbindlichkeiten gegen den IWF	Gesamte zentrale Währungsreserven (netto)	Position der Geschäftsbanken (netto)	Gesamte Auslandsposition (netto)	Veränderung ³	
								Zentrale Währungsreserven (netto)	Geschäfts-bankenposition (netto)
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg	1976	1 780	2 155	1 405	5 340	- 2 635	2 705	- 575	- 165
	1977	1 790	2 000	1 440	5 230	- 4 845	385	- 110	- 2 210
Dänemark	1976	75	530	170	775	350	1 125	- 75	+ 215
	1977	80	1 320	205	1 605	555	2 160	+ 830	+ 205
Deutschland (BR)	1976	4 965	25 935	4 510	35 410	- 1 335	34 075	+ 3 495	- 2 655
	1977	4 995	31 195	4 085	40 275	- 5 600	34 675	+ 4 865	- 4 265
Finnland	1976	35	355	- 150	240	- 710	- 470	- 145	- 80
	1977	40	425	- 175	290	- 660	- 370	+ 50	+ 50
Frankreich	1976	12 840	3 295	1 245	17 380	.	.	- 2 890 ⁴	- 895
	1977	16 720	4 110	1 185	22 015	.	.	+ 785 ⁴	+ 95
Griechenland	1976	150	- 145	- 270	- 265	30	- 235	- 55	- 10
	1977	160	- 220	- 200	- 260	40	- 220	+ 5	+ 10
Großbritannien	1976	890	- 9 600 ⁴	- 1 320	- 10 030	.	.	- 6 540	+ 3 220 ⁴
	1977	940	4 320 ⁴	- 3 425	1 835	.	.	+ 11 865	- 2 180 ⁴
Irland	1976	20	1 685	130	1 835	- 520	1 315	+ 305	- 85
	1977	20	2 215	135	2 370	- 1 035	1 335	+ 535	- 515
Italien	1976	9 320	- 400	- 2 765	6 155	- 2 995	3 160	+ 1 265 ⁴	- 2 270
	1977	11 260	4 415	- 1 775	13 900	- 6 450	7 450	+ 5 820 ⁴	- 3 455
Japan	1976	860	13 340	1 865	16 065	- 14 125	1 940	+ 3 520	- 595
	1977	920	18 785	2 270	21 975	- 12 935	9 040	+ 5 910	+ 1 190
Jugoslawien	1976	60	1 980	- 360	1 680	.	.	+ 990	.
	1977	65	2 025	- 245	1 845	.	.	+ 165	.
Kanada	1976	880	2 480	1 500	4 860	680	5 540	- 300	+ 1 035
	1977	935	1 315	1 355	3 605	- 915	2 690	- 1 255	- 1 595
Niederlande	1976	2 295	3 470	1 665	7 430	- 890	6 540	+ 320	- 990
	1977	2 305	3 645	1 845	7 795	- 2 230	5 565	+ 365	- 1 340
Norwegen	1976	40	1 885	390	2 315	- 175	2 140	+ 215	- 40
	1977	45	1 170	400	1 615	230	1 845	- 700	+ 405
Österreich	1976	850	3 005	510	4 365	- 2 220	2 145	- 45	- 1 020
	1977	895	2 770	510	4 175	- 3 225	950	- 190	- 1 005
Portugal	1976	1 125	- 865	- 190	70	30	100	- 1 090	- 220
	1977	1 025	- 1 185	- 290	450	- 590	- 1 040	- 520	- 620
Schweden	1976	235	1 805	395	2 435	535	2 970	- 595	- 200
	1977	250	2 935	405	3 590	- 180	3 410	+ 1 155	- 715
Schweiz	1976	3 515	9 255	290	13 060	9 525	22 585	+ 2 600	+ 75
	1977	3 515	9 740	475	13 730	13 515	27 245	+ 670	+ 3 990
Spanien	1976	600	4 240	- 560	4 280	- 3 805	475	- 1 040	- 990
	1977	610	5 460	- 635	5 435	- 5 390	45	+ 1 155	- 1 585
Türkei	1976	145	- 2 990	- 370	- 3 215	.	.	- 1 920	.
	1977	155	- 3 480	- 410	- 3 735	.	.	- 520	.
USA	1976	11 600	- 91 660 ⁷	6 830	- 73 230	13 865 ⁸	- 59 365	- 8 745	+ 8 445
	1977	11 720	- 126 015 ⁷	7 575	- 106 720	20 180 ⁸	- 86 540	- 33 490	+ 6 315

¹ Bei den meisten Ländern stimmen die Zahlen nicht genau mit den veröffentlichten Ergebnissen überein. ² Gold wird in Frankreich und Italien zu marktbezogenen Preisen, in einem Drittel der aufgeführten Länder mit \$42,22 je Unze und in den übrigen mit SZR bewertet, wobei die Konvertierung in Dollar zum jeweiligen Verhältnis Dollar/SZR vorgenommen wird. ³ Die Summe der letzten beiden Spalten entspricht der berichtigten Gesamtbilanz in der Tabelle auf Seite 80. ⁴ Ohne Änderungen als Folge der Neubewertung des Goldes. ⁵ Enthält als Verbindlichkeiten auch Staatsschuldverschreibungen in Fremdwährung und Eurogeldmarktkreditaufnahmen der Regierung sowie sonstige Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors im Rahmen der staatlichen Wechselkursicherung. ⁶ Einschließlich Veränderung der Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber Gebietsfremden, ihrer Sterlingforderungen an Gebietsfremde und aller Sterlingverbindlichkeiten gegenüber (offiziellen und privaten) Gebietsfremden. ⁷ Konvertierbare Fremdwährungsguthaben abzüglich der von den Banken gemeldeten Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen. ⁸ Kurzfristige Forderungen der Banken an Ausländer abzüglich ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber nichtoffiziellen Stellen im Ausland.

Nettowährungsreserven in Höhe von \$1,2 Mrd. sowie Nettozuflüsse kurzfristigen Kapitals über die Banken von \$1,6 Mrd. enthalten. Mehr als die Hälfte der Reservenverluste trat im ersten Quartal des Jahres auf, als der kanadische Dollar einem starken Druck auf den Devisenmärkten ausgesetzt war.

Die Leistungsbilanz von *Belgien-Luxemburg* schloß 1977 genau wie im vorangegangenen Jahr mit einem Minus von \$0,3 Mrd. ab. Eine geringfügige Verschlechterung des Handelsdefizits auf \$1,1 Mrd. wurde durch höhere Nettoeinnahmen bei den Dienstleistungen und Übertragungen wettgemacht. In der Kapitalbilanz nahmen die gesamten Abflüsse, hauptsächlich wegen eines Zuwachses der langfristigen Auslandsausleihungen der Banken von \$0,8 auf 1,5 Mrd., um mehr als das Doppelte auf \$1,6 Mrd. zu. Das Gesamtbilanzdefizit weitete sich daher von \$1 auf 1,9 Mrd. aus; sein wesentlicher Gegenposten bei der gesamten Nettoauslandsposition war eine Verschlechterung der kurzfristigen Nettoauslandsposition der Banken um \$2,2 Mrd. Im Gegensatz dazu verringerten sich die zentralen Nettowährungsreserven um nur \$0,1 Mrd., wenngleich es im Jahresverlauf zu einigen bedeutenden Veränderungen kam. Während der ersten zehn Monate erhöhten sich die Nettowährungsreserven stetig um \$0,6 Mrd.; als jedoch der belgische Franken im europäischen Wechselkursverbund im November und Dezember unter Druck geriet, verschuldeten sich die Behörden im Rahmen von Stützungsoperationen mit \$0,6 Mrd. beim Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit. Anfang 1978 ließ der Druck auf den Franken nach, diese Verbindlichkeiten wurden abgetragen, und die amtlichen Nettowährungsreserven setzten ihren aufsteigenden Trend erneut fort.

Nachdem sich die Leistungsbilanz von *Schweden* bereits in jedem der vorangegangenen drei Jahre verschlechtert hatte, nahm das Defizit 1977 um weitere \$0,9 Mrd. auf ein Rekorddefizit von \$3,3 Mrd. zu. Die Ausweitung des Defizits in der Leistungsbilanz beruhte weitgehend auf höheren Nettozahlungen bei den Dienstleistungen und Übertragungen, insbesondere bei den Kapitalerträgen und im Reiseverkehr. Für das gesamte Jahr wies die Handelsbilanz einen kleinen Überschuß in Höhe von \$0,2 Mrd. auf, der nur halb so groß wie im vorangegangenen Jahr war. Der grundlegende Trend bei den Handelsströmen veränderte sich freilich merklich, nachdem die Krone Ende August um 10% abgewertet worden war. Auf das Handelsdefizit von \$0,3 Mrd. im dritten Quartal folgte im vierten Quartal ein Überschuß von \$0,4 Mrd.; die Verbesserung setzte sich in den ersten drei Monaten von 1978 fort.

Im Jahre 1977 wurde die Kapitalbilanz am stärksten von dem Regierungsbeschluß geprägt, sich auf direktem Wege im Ausland zu verschulden, um die umfangreichen Defizite im öffentlichen Haushalt und in der Zahlungsbilanz abzudecken. Die Regierung nahm umgerechnet \$2 Mrd. an neuen Mitteln auf, so daß die langfristigen Nettokapitalimporte von \$0,3 Mrd. im Jahre 1976 auf 2,3 Mrd. im Jahre 1977 zunahmen. Die gesamten Nettokapitalzuflüsse wuchsen von \$1,7 auf 3,8 Mrd., wobei die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse etwa auf dem Niveau der vorangegangenen Jahre verblieben. Die Gesamtbilanz aktivierte sich daher von einem Defizit in Höhe von \$0,7 Mrd. in einen Überschuß von \$0,5 Mrd. Darüber hinaus kam es zu kurzfristigen Nettozuflüssen von \$0,7 Mrd. über die Banken. Die zentralen Nettowährungsreserven Schwedens erhöhten sich folglich im ganzen Jahr um \$1,2 Mrd. Die Veränderung der offiziellen Währungsreserven durchlief allerdings

drei deutlich unterscheidbare Phasen. Im Zeitraum bis Mai wuchsen die Reserven um \$0,8 Mrd.; in den darauffolgenden drei Monaten gingen sie trotz beträchtlicher Kreditaufnahmen des Staates um \$0,6 Mrd. zurück, weil die Behörden vor der Abwertung der Krone im August massiv intervenierten. Während des restlichen Jahres erhöhten sie sich wieder um \$1 Mrd.; in den ersten vier Monaten des Jahres 1978 wuchsen sie um weitere \$0,5 Mrd.

Die *entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz*, von denen viele seit 1974 mit hartnäckig hohen Zahlungsbilanzdefiziten zu kämpfen gehabt haben, verzeichneten im Verlauf des Jahres 1977 eine weitere leichte Ausweitung ihres zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits auf \$23,4 Mrd. Dieses enttäuschende Ergebnis der Gruppe als Ganzes verhüllt einige ausgeprägte gegenläufige Veränderungen der Positionen der einzelnen Länder. So erzielten 1977 drei Länder, die einen strikten Kurs der Nachfragebeschränkung verfolgten, bemerkenswerte Verbesserungen ihrer Leistungsbilanzen. Spanien verringerte sein Defizit um ansehnliche \$2 Mrd. auf einen Gesamtbetrag von \$2,3 Mrd.; eine Abnahme des Defizits Finnlands um \$1 Mrd. führte dessen Leistungsbilanz nahe an das Gleichgewicht heran; schließlich registrierte Südafrika als Folge eines massiven Umschwungs von \$3 Mrd. einen Überschuß in Höhe von \$1 Mrd. Daneben gelang es Israel, sein Leistungsbilanzdefizit auf \$0,5 Mrd. zu halbieren. Diesen Verbesserungen stand jedoch eine noch stärkere Verschlechterung der Leistungsbilanz von fünf Ländern gegenüber, die alle in unterschiedlichem Maße eine relativ lebhaftere Nachfrage nach Importen, Verluste bei den Terms of trade und ungünstige Tendenzen bei den Dienstleistungen und Übertragungen

Leistungsbilanzsalden der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungen und Übertragungen			Leistungsbilanz		
	1975	1976	1977	1975	1976	1977	1975	1976	1977
	Milliarden US-Dollar								
Dänemark	- 1,31	- 2,88	- 2,66	0,80	0,97	1,01	- 0,51	- 1,91	- 1,65
Finnland	- 1,63	- 0,58	0,53	- 0,56	- 0,59	- 0,72	- 2,19	- 1,17	- 0,19
Griechenland ²	- 2,51	- 2,74	- 3,23	1,44	1,66	1,95	- 1,07	- 1,08	- 1,28
Irland	- 0,46	- 0,61	- 0,81	0,44	0,35	0,58	- 0,02	- 0,26	- 0,23
Island	- 0,14	- 0,02	- 0,01	0	0	- 0,01	- 0,14	- 0,02	- 0,02
Jugoslawien	- 2,99	- 1,88	- 3,59	1,96	2,05	1,79	- 1,03	0,17	- 1,80
Norwegen	- 2,85	- 3,50	- 3,99	0,37	- 0,29	- 0,94	- 2,48	- 3,79	- 4,93
Österreich	- 1,39	- 2,54	- 3,79	1,07	1,07	0,82	- 0,32	- 1,47	- 2,97
Portugal ³	- 1,67	- 2,11	- 2,53	0,85	0,87	1,03	- 0,82	- 1,24	- 1,50
Spanien	- 7,39	- 7,33	- 6,02	3,85	3,03	3,76	- 3,54	- 4,30	- 2,26
Türkei	- 2,84	- 2,60	- 3,60	0,99	0,64	0,20	- 1,85	- 1,96	- 3,40
Westeuropa	-25,18	-26,79	-29,70	11,21	9,76	9,47	-13,97	-17,03	-20,23
Australien	2,13	2,03	0,91	- 2,75	- 3,45	- 3,58	- 0,62	- 1,42	- 2,67
Neuseeland	- 0,81	- 0,24	- 0,10	- 0,54	- 0,74	- 0,90	- 1,35	- 1,98	- 1,00
Südafrika	- 0,75	- 0,36	2,30	- 1,73	- 1,61	- 1,30	- 2,48	- 1,97	1,00
Südliche Hemisphäre	0,57	1,43	3,11	- 5,02	- 5,80	- 5,78	- 4,45	- 4,37	- 2,67
Israel	- 3,47	- 2,74	- 2,20	1,19	1,71	1,70	- 2,28	- 1,03	- 0,50
Insgesamt	-28,08	-28,10	-28,79	7,38	5,67	5,39	-20,70	-22,43	-23,40

¹ Auf Transaktionsbasis. ² Auf Kassenbasis. ³ Teilweise auf Kassenbasis.

aufzuweisen hatten. Die Defizite Österreichs und Australiens verdoppelten sich auf \$ 3 bzw. 2,7 Mrd.; das Defizit Norwegens stieg um \$ 1,1 Mrd. auf einen Rekordstand von \$ 4,9 Mrd. oder 14% des Bruttoinlandsprodukts; der Minussaldo der Türkei erhöhte sich um weitere \$ 1,4 auf 3,4 Mrd.; in Jugoslawien war der Überschuß des Jahres 1976 nur von kurzer Dauer und machte einem Defizit in Höhe von \$ 1,8 Mrd. Platz.

Trotz des Umfangs ihrer Leistungsbilanzdefizite hatten nur wenige dieser Länder im letzten Jahr ernstliche Finanzierungsschwierigkeiten. In der gesamten Gruppe gleicht die Struktur der Finanzierung im großen und ganzen insofern der des vorangegangenen Jahres, als der größte Teil des Leistungsbilanzdefizits durch Kreditaufnahmen sowohl des öffentlichen wie des privaten Sektors an den internationalen Finanzmärkten gedeckt werden konnte. Die Bruttoneuverschuldung sämtlicher Länder dieser Gruppe bei Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie bei Auslandsniederlassungen von US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten belief sich 1977 auf insgesamt \$ 16 gegenüber 14 Mrd. im vorangegangenen Jahr. Die restliche Finanzierungslücke wurde vorwiegend durch den Import kurzfristigen Kapitals geschlossen, während im Gegensatz zu 1976 wenig auf Kredite des IWF oder auf zentrale Währungsreserven zurückgegriffen wurde. In der Tat wuchsen die gesamten offiziellen Währungsreserven dieser Ländergruppe im vergangenen Jahr um \$ 1,6 Mrd. Dieser Zuwachs war jedoch auf eine recht kleine Anzahl von Ländern beschränkt, darunter Dänemark, Irland und Spanien.

Ölausfuhrländer

Nach einer Erhöhung im Jahre 1976 nahm der Leistungsbilanzüberschuß der Ölausfuhrländer im letzten Jahr wieder seinen abwärtsgerichteten Trend auf, und mit \$ 34 Mrd. lag er um \$ 6 Mrd. unter dem Betrag des vorangegangenen Jahres. Der größte Teil dieses Rückgangs trat in der Handelsbilanz ein, deren Überschuß von \$ 73 auf 68 Mrd. zurückging, was angesichts nur leicht verbesserter Terms of trade für die Gruppe im wesentlichen das Ergebnis mengenmäßiger Veränderungen war. Bei den Einfuhren expandierte das Volumen nach wie vor recht stark, wenn auch mit weiterhin nachlassendem Tempo. Wertmäßig lagen die Einfuhren um über ein Viertel höher, was auf eine mengenmäßige Zunahme von fast 17 nach knapp 23% im Jahr davor schließen läßt. Wie 1976 wuchsen die Einfuhren am schnellsten in den vier bedeutenden Ländern mit niedriger Importquote — Kuwait, Libyen, Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten —, deren zusammengefaßte Einfuhren wertmäßig um 40% zunahm. Im Gegensatz hierzu ging das Exportvolumen der Erdölproduzenten leicht zurück, da eine Anzahl von Faktoren, die die Auslandsnachfrage nach Erdöl hemmten, zusammentrafen; hierzu gehörten die Konjunkturfaute in den Industrieländern, die höhere Produktion außerhalb des traditionellen Ölausfuhrgebiets, die umfangreichen Ölvorräte Ende 1976 und die Auswirkungen von Energiesparmaßnahmen. Die Leistungsbilanzzahlen für die einzelnen Ölausfuhrländer sind für 1977 noch nicht verfügbar; die Daten der Handelsbilanz deuten jedoch darauf hin, daß eine Anzahl von Ländern mit hoher Importquote, darunter Algerien, Ecuador, Nigeria und Venezuela, im letzten Jahr Leistungsbilanzdefizite verzeichneten. Folglich entfällt nunmehr auf die Länder mit niedriger Importquote ein noch größerer Anteil am zusammengefaßten Überschuß der Ölexportländer.

Der Rückgang des zusammengefaßten Überschusses der Ölausfuhrländer ging mit einer verstärkten Mittelaufnahme einiger dieser Staaten auf den internationalen Finanzmärkten einher. Die Bruttoverbindlichkeiten dieser Gruppe gegenüber den Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie den US-Bankenniederlassungen an den Offshore-Finanzplätzen erhöhten sich um \$11,3 gegenüber 9,8 Mrd. im Jahre 1976. Daneben belief sich 1977 die Begebung internationaler Anleihen durch die Ölausfuhrländer auf \$0,8 Mrd.; das ist erheblich mehr als im Jahr zuvor. Die größten Kreditnehmer waren unter den Ländern mit hoher Importquote (darunter Algerien, Ecuador, Iran und Venezuela) zu finden, aber auch bedeutende Überschußländer, insbesondere die Vereinigten Arabischen Emirate, traten mitunter im Zusammenhang mit Projektfinanzierungen als Kreditnehmer auf.

Ölausfuhrländer: Aufteilung der anlagefähigen Überschüsse (Schätzung)¹

	1974	1975	1976	1977
Milliarden US-Dollar				
Bankguthaben und Geldmarktanlagen				
Dollareinlagen in den USA	4,0	0,6	1,6	0,4
Sterlingeinlagen in Großbritannien	1,7	0,2	— 1,4	0,3
Einlagen auf Fremdwährungsmärkten	22,8	9,1	12,6	11,9
Schatzwechsel in den USA und Großbritannien	8,0	— 0,5	— 2,2	— 1,0
Zusammen	36,5	9,4	10,6	11,6
Langfristige Anlagen				
Besondere bilaterale Abkommen	11,9	12,4	10,3	11,7
Kredite an internationale Institutionen	3,5	4,0	2,0	0,3
Staatspapiere in den USA und Großbritannien	1,1	2,4	4,4	4,3
Sonstige ²	4,0	7,0	8,5	5,9
Zusammen	20,5	25,8	25,2	22,2
Neuanlagen insgesamt	57,0	35,2	35,8	33,8

¹ Quelle: Bank von England.
sowie Fremdwährungsdarlehen.

² Auch Beteiligungen und Immobilienanlagen in den USA und Großbritannien

Die wachsende Kreditaufnahme der Ölausfuhrländer führt vermutlich dazu, daß ihre Anlagen, deren Aufteilung in der obenstehenden Tabelle dargestellt ist, nunmehr durch die Wiederanlage einiger der aufgenommenen Mittel aufgebläht sind. Dieser Umstand sowie Zahlungsverzögerungen bei den Erdölexporten erklären, weshalb die für Anlagen zur Verfügung stehenden Mittel, die sich 1977 um \$2 auf 33,8 Mrd. verringerten, nicht so stark zurückgingen wie der Leistungsbilanzüberschuß dieser Länder. Im vergangenen Jahr war eine leichte Erhöhung des Anteils der kurzfristig plazierten Mittel auf 34% zu beobachten, wobei die Einlagen auf Fremdwährungsmärkten weiterhin dominierten. Die direkten kurzfristigen Anlagen in den USA und Großbritannien gingen im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zurück. Von den langfristigen Transaktionen erhöhten sich die besonderen bilateralen Abkommen, darunter die Kredite an Entwicklungsländer, etwas, während die Anlagen in Staatspapieren der USA und Großbritanniens denselben Umfang wie 1976 hatten. Im Gegensatz hierzu gingen die Kredite an internationale Institutionen von \$2 Mrd. auf nahezu Null zurück, da die Zeichnung der IWF-Ölfazilität Ende 1976 ausgelaufen war. Auch die Währungsunruhen im letzten Jahr dürften ihre Spuren in der Anlagenstruktur hinterlassen haben; die direkten Zufüsse in die USA nahmen um ein Viertel auf \$9 Mrd. ab, wobei sich der Rückgang in der zweiten Jahreshälfte

noch akzentuierte. Außerdem war in den letzten Monaten des Jahres die Auffächerung auf andere Währungen besonders ausgeprägt, wenn auch der größte Teil der im vergangenen Jahr zusätzlich von den Ölexporteurs angelegten Fremdwährungseinlagen auf Dollar lautete. Schließlich verzeichneten ihre Anlagen in Pfund Sterling 1977 eine leichte Zunahme, die in scharfem Gegensatz zu dem Rückgang von fast \$2 Mrd. im Jahre 1976 stand.

Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen

Nach der erheblichen Verbesserung ihrer zusammengefaßten Leistungsbilanzposition im Jahre 1976 um \$10 Mrd. reduzierten die nichtölexportierenden Entwicklungsländer ihr gesamtes Defizit im vergangenen Jahr um weitere \$4 auf 15 Mrd. Dieser Betrag machte nur noch gut die Hälfte des 1975 entstandenen Defizits aus und war, wenn man sowohl die Ausweitung des Handelsvolumens wie auch den Anstieg der Preise in Betracht zieht, nicht größer als in den Jahren unmittelbar vor der Erhöhung der Erdölpreise. Der Rückgang des Defizits 1976/77 ist um so eindrucksvoller, wenn man berücksichtigt, daß die Zinszahlungen auf die im Ausland aufgenommenen Kredite stetig zugenommen haben.

Der günstige Einfluß der preis- wie der mengenmäßigen Entwicklung auf die Leistungsbilanz der Gruppe schwächte sich von 1976 auf 1977 merklich ab; die Terms-of-trade-Gewinne halbierten sich auf 2½%, während das reale Wachstum der Exporte von 12 auf nur noch 5% sank. Auch die reale Zunahme der Importe verlangsamte sich auf unter 1%. Diese verhaltene Ausweitung der Nachfrage war größtenteils auf die fortgesetzten Bemühungen einzelner Länder zurückzuführen, ihre Zahlungsbilanzpositionen zu korrigieren. In der Tat hat sich der zusammengefaßte Minussaldo von fünf relativ entwickelten Ländern, die alle eine binnenwirtschaftliche Stabilitätspolitik verfolgten, 1977 stärker reduziert als das Leistungsbilanzdefizit der Gruppe insgesamt. Argentinien, Brasilien, Mexiko, Südkorea und Taiwan verbesserten ihre Leistungsbilanzposition im vergangenen Jahr um rund \$5 Mrd. und verkleinerten damit 1977 ihren Anteil am zusammengefaßten Defizit der Gruppe von der Hälfte auf etwa ein Drittel. Die anderen Mitglieder der Gruppe, besonders in Afrika, verzeichneten 1977 eine Gesamtverschlechterung ihrer Leistungsbilanz um rund \$1 Mrd.

Was die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite der nichtölexportierenden Länder betrifft, so gingen die gesamten Nettozuflüsse an privatem Kapital und Mitteln aus offiziellen Quellen (ohne IWF) 1977 um \$3 auf 25 Mrd. zurück. Da der Trend der offiziellen Zuflüsse wohl weiterhin aufwärtsgerichtet war, muß ihr Anteil an der gesamten Finanzierung 1977 spürbar gestiegen sein. Da auf die weniger entwickelten Mitglieder der Gruppe nunmehr ein höherer Anteil des gesamten Leistungsbilanzdefizits entfällt, dürfte ein größeres Gewicht solcher verbilligten Finanzierungsmittel angemessen sein. Gleichzeitig stiegen die Bruttoverbindlichkeiten der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer gegenüber den Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie der Niederlassungen der US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten im vergangenen Jahr um weitere \$11 Mrd., da auf den internationalen Finanzmärkten reichlich Mittel zu attraktiven Konditionen verfügbar waren. Wegen der über ihren Finanzbedarf hinausgehenden Kreditaufnahmen und anderer Kapitalzuflüsse waren diese Länder imstande, geringe Nettorückzahlungen an den IWF vorzunehmen und offizielle Währungsreserven anzusammeln. Der Zu-

wachs der Reserven um \$9,4 Mrd. blieb nicht weit hinter jenem des Jahres 1976 zurück, so daß das Verhältnis der Gesamtreserven der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer zu den gesamten Importen nahe an das Niveau herankam, das vor der Ölpreiserhöhung bestand.

Staatshandelsländer

1977 ging das gesamte Handelsdefizit der Gruppe der Staatshandelsländer im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr auf gerade noch \$1 Mrd. zurück, da die Mehrheit der betreffenden Länder sich weiterhin darum bemühte, das Wachstum ihrer Verschuldung in Hartwährungen zu drosseln. Es gibt keine detaillierten Angaben über die Transaktionen dieser Länder bei den Dienstleistungen und Übertragungen; wahrscheinlich verhinderte jedoch der Anstieg der Nettozinszahlungen der osteuropäischen Länder, die 1977 insgesamt auf etwa \$2 Mrd. veranschlagt werden, daß sich der Rückgang des Handelsbilanzdefizits voll in der Leistungsbilanz niederschlug.

Im Handel mit den westlichen entwickelten Ländern nahm das Defizit Osteuropas im letzten Jahr um über \$2 auf 6 Mrd. ab; mit Ausnahme von Ungarn und Rumänien verzeichneten alle Länder Verbesserungen, wobei es in Polen und der UdSSR zu einem beträchtlichem Abbau der Defizite kam. Die offiziellen Bestrebungen zur Wiederherstellung einer tragbareren Handelsbilanzposition gegenüber den westlichen Industrieländern zielten sowohl auf die Importe wie die Exporte ab. Da der Dollarwert der Importe auf demselben Niveau wie 1976 blieb, sind sie mengenmäßig erheblich zurückgegangen. Neue Maßnahmen zur Förderung des Exportwachstums konnten die negativen Auswirkungen der rückläufigen Konjunktur im Westen nicht wettmachen; die Ausfuhren nahmen nominal um 10% zu, was auf eine nur geringe mengenmäßige Veränderung schließen läßt. Dagegen wurde ein lebhafter Handel der osteuropäischen Staaten untereinander und eine starke Ausweitung der Exporte in die Entwicklungsländer gemeldet. Zum Teil mag dies auf die steigende Tendenz zurückzuführen sein, den Handel untereinander und die Geschäfte mit Entwicklungsländern auf der Basis multilateraler Zahlungsvereinbarungen abzuwickeln. Der Handelsüberschuß von China schließlich dürfte im vergangenen Jahr erneut geringfügig auf \$1,8 Mrd. angewachsen sein. Hinter dieser Zahl verbirgt sich ein erhebliches Defizit von \$1,2 Mrd. gegenüber den entwickelten Marktwirtschaftsländern, doch wurde dieser Zuwachs durch beträchtliche Überschüsse gegenüber den Entwicklungsländern mehr als ausgeglichen.

Hinsichtlich der Finanzierung des Handelsbilanzdefizits Osteuropas sind zwei wesentliche Merkmale auszumachen. Zum einen kam es, wie in Kapitel VI berichtet wird, zu erheblichen Goldverkäufen durch die UdSSR. 1977 beliefen sich diese Verkäufe auf annähernd \$1,8 Mrd., was ausreichte, um vier Fünftel des Handelsbilanzdefizits der UdSSR mit den entwickelten Marktwirtschaftsländern zu decken. Dies ist eine — weitgehend auf dem Anstieg des Goldpreises beruhende — erhebliche Zunahme gegenüber 1976, als die Verkäufe schätzungsweise \$1,4 Mrd. erreichten, ein Betrag, der ein Drittel des Handelsbilanzdefizits der UdSSR ausmachte. Zum anderen weiteten die osteuropäischen Staaten ihre Nettoverschuldung gegenüber westlichen Banken im vergangenen Jahr um weitere \$4 Mrd. aus. Was China betrifft, so ist der Gegenposten zu seinem Außenhandelsüberschuß im wesentlichen in höheren Nettoforderungen von \$1 Mrd. gegenüber westlichen Banken zu finden.

V. DIE INTERNATIONALEN GELD- UND KAPITALMÄRKTE

1977 war ein weiteres Jahr kräftigen Wachstums auf den internationalen Finanzmärkten. Obwohl sich das Tempo der weltwirtschaftlichen Erholung verlangsamte, das Wachstum des Welthandels sich abschwächte und der Zahlungsbilanzfinanzierungsbedarf schrumpfte, hat sich der Dollarwert der gesamten ausstehenden Nettoausleihungen des internationalen Bankensektors und der internationalen Anleihemärkte um schätzungsweise rund \$ 100 Mrd. oder etwa denselben Betrag wie 1976 erhöht. Allerdings wurde unter dem Einfluß der liquiditätsschöpfenden Wirkungen des US-Zahlungsbilanzdefizits das Wachstum der Märkte zunehmend vom Angebot bestimmt. Der Wettbewerb zwischen den Banken um neue Marktanteile hat sich verschärft, und die Zinsmargen der Banken bei den Ausleihungen sind gedrückt worden — manchmal in einem Ausmaß, das kaum im Interesse der Gesundung des Marktes liegt.

Der Dollarwert der Forderungen gegenüber Gebietsfremden der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie der Niederlassungen von US-Banken auf den Offshore-Finanzplätzen erhöhte sich um \$ 109 auf insgesamt 657 Mrd. Diese Zahlen enthalten einen bedeutenden Betrag an Mitteln, der unter den berichtenden Banken selbst weitergegeben wurde. Ohne Doppelzählungen aus dieser Art von Zwischenbankgeschäften sind die internationalen „Netto“-Bankausleihungen schätzungsweise um \$ 75 auf insgesamt 405 Mrd. gewachsen, verglichen mit einer Zunahme um etwa \$ 70 Mrd. im Jahr 1976. Die geringfügige Beschleunigung im letzten Jahr ist indessen mehr Schein als Wirklichkeit. Im Jahre 1977 hat die Höherbewertung der Deutschen Mark, des Schweizer Frankens, des Yen und einiger anderer Währungen, die in größerem Ausmaß im internationalen Bankgeschäft verwendet werden, den Dollarwert der Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in diesen Währungen gesteigert. Der Einfluß dieser Bewertungsänderungen auf den Dollarwert des Nettowachstums der internationalen Bankausleihungen kann auf über \$ 10 Mrd. veranschlagt werden, während er 1976 anscheinend nur mit \$ 5 Mrd. zu Buche geschlagen hatte.

Im Gegensatz zu 1976, als die Kreditvergabe aus den USA oder über die Offshore-Zentren im karibischen Raum das dynamischste Element des internationalen Bankengeschäfts bildete, war 1977 das Wachstum besonders in den europäischen Zentren lebhaft. Die Banken der acht berichtenden europäischen Länder vereinigten 74% des gesamten Zuwachses der Auslandsforderungen aller berichtenden Banken auf sich, während sich 1976 ihr Anteil auf „nur“ 53% belaufen hatte. Das erneute Hervortreten der europäischen Zentren drückte sich auch in der Entwicklung der „Nettogröße“ des Eurogeldmarkts im engeren Sinne aus. Bereinigt um Doppelzählungen infolge der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken, aber einschließlich der Fremdwährungstransaktionen mit dem inländischen Nichtbankensektor, kann der

**Kreditvergabe auf den internationalen Märkten (geschätzt):
Veränderung der Auslandsforderungen der Banken in Landes- und
Fremdwährungen sowie internationale Anleiheemissionen**

Kreditgeber	Veränderung			Ausstehender Betrag 1977
	1975	1976	1977	
Milliarden US-Dollar				
Banken in den europäischen Zehnergruppenländern und der Schweiz	+ 50,5	+ 55,7	+ 80,6	433,6
<i>davon in Fremdwährung (Eurogeldmarkt)</i>	+ 42,9	+ 47,2	+ 68,5	373,8
Banken in Kanada und Japan	- 0,3	+ 4,8	+ 0,8	39,8
Banken in den USA	+ 13,6	+ 21,3	+ 11,5	92,6
Niederlassungen von US-Banken in Offshore-Finanzplätzen ¹	+ 15,0	+ 23,8	+ 16,4	91,3
Insgesamt (alle berichtenden Banken) . .	+ 76,8	+ 105,6	+ 109,3	657,3
abzüglich Doppelzahlungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken	38,8	36,6	34,3	252,3
A = neue internationale Ausleihungen der Banken (netto)²	40,0	70,0	75,0	405,0
Emissionen von Euroanleihen und Auslandsanleihen	22,8	34,3	35,0	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufe	3,3 ³	4,3 ³	5,5 ³	.
B = neue internationale Finanzierung durch Anleihen (netto)	19,5	30,0	29,5	.
A+B = neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt	59,5	100,0	104,5	.
abzüglich Doppelzahlungen ⁴	2,5 ³	3,5 ³	4,5 ³	.
Neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt (netto)	57,0	96,5	100,0	.

¹ Bahama-Inseln, Kaiman-Inseln, Panama, Hongkong und Singapur. ² Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: erstens Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsraums, d.h. außerhalb der Finanzzentren und Offshore-Finanzplätze, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel nicht bei Banken in den Finanzzentren nur zum Zwecke der Wiederanlage bei anderen Banken in diesen Zentren aufnehmen werden; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsraums, soweit solche Banken die Mittel in Landeswährung umwandeln und/oder sie dazu verwenden, um Fremdwährungsgelder unmittelbar an inländische Kunden auszuliehen; drittens einen erheblichen Teil der Fremdwährungsforderungen gegenüber Banken des Landes, aus dem die betreffende Währung stammt, z.B. Dollarforderungen der Banken in London gegenüber Banken in den USA; auch hier wird davon ausgegangen, daß die kreditnehmenden Banken die Mittel im wesentlichen für inländische Zwecke aufnehmen und nicht in der Absicht, sie anderen Banken im Berichtsraum weiterzugeben; allerdings wird ein Abzug zur Berücksichtigung von Verrechnungssalden und ähnlichen Posten gemacht. Während sich das Auftreten gewisser Doppelzahlungen in diesen Schätzungen nicht ganz ausschließen läßt, ist andererseits festzustellen, daß die Statistiken Lücken aufweisen und daß die derzeit vorliegenden Zahlen nicht die gesamten internationalen Ausleihungen der Banken erfassen. ³ Diese Zahlen beruhen auf sehr groben Vermutungen und werden hier hauptsächlich zur Illustrierung von Tatbeständen wiedergegeben. Wenn auch die Fehlerspielräume im Verhältnis zur Höhe der Zahlen groß sind, ist es doch wenig wahrscheinlich, daß sie die Angaben für die gesamte neue internationale Finanzierung auf Nettobasis wesentlich verändern können. ⁴ Von den berichtenden Banken übernommene Anleihen, soweit sie in den Bankenstatistiken als Forderung gegenüber Gebietstremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zu dem Zwecke begeben werden, ihre Tätigkeit im internationalen Anleihegeschäft zu fundieren.

Zuwachs der von Banken in den berichtenden europäischen Ländern vermittelten Eurogeldmarktkredite auf \$ 53 Mrd. geschätzt werden, so daß sich ein ausstehender Gesamtbetrag von \$ 300 Mrd. ergibt.

Mangels geeigneter Daten beinhalten die oben für das gesamte internationale Bankengeschäft vorgelegten Zahlen nicht — mit Ausnahme der Niederlassungen der US-Banken — die Positionen der Banken in den Offshore-Zentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens. Es kann allerdings kaum ein Zweifel daran bestehen,

daß auch diese Marktteile weiterhin kräftig wuchsen. Die Angaben erfassen auch nicht Bahrain, wo die Forderungen der Offshore-Banken um \$9,5 Mrd. oder über 150% auf \$15,7 Mrd. zunahmen.

Auf den internationalen Anleihemärkten betrug die Neuemissionen insgesamt \$35 Mrd. und überstiegen damit etwas das sehr hohe Volumen 1976. Dieses beachtliche Ergebnis war dem Florieren des Euroanleihemarkts zu verdanken, auf dem das Volumen der Neubegabungen von \$15,4 Mrd. im Jahre 1976 auf 19,4 Mrd. wuchs, ein Betrag, der mehr als viermal so hoch ist wie jener zur Zeit des Konjunkturtiefs von 1974; ohne private Plazierungen war das Emissionsvolumen sogar zehnmal so hoch wie 1974. Die Begebung von Auslandsanleihen auf den nationalen Märkten kam nicht an die Ergebnisse von 1976 heran, sondern schrumpfte von \$18,9 auf 15,6 Mrd. Dies war nicht die Folge einer allgemeinen Abnahme der Aufnahmefähigkeit der Märkte, sondern beruhte größtenteils auf einem geringeren Volumen der kanadischen Begebungen in den USA und weniger Emissionen durch internationale Organisationen.

Die wesentlichen Einflüsse

Trotz des kontinuierlichen Wachstums war 1977 in mancher Hinsicht ein Jahr des Übergangs und des Wandels. Zum Jahresende 1976 herrschte im wesentlichen mit Risikoüberlegungen begründete Besorgnis hinsichtlich der exponierten Stellung der Banken bei der Zahlungsbilanzfinanzierung sowie der finanziellen Solidität der Schuldnerländer. Zum Jahresende 1977 hatte sich der Brennpunkt des Interesses auf gesamtwirtschaftliche Fragen verschoben, besonders den Einfluß der internationalen Finanzmärkte auf die Unbeständigkeit der Wechselkurse und die internationale Liquiditätsschöpfung.

Zu dieser Akzentverschiebung trugen hauptsächlich die drastische Verschlechterung der amerikanischen Zahlungsbilanz und der abnehmende Überschuß der OPEC-Länder bei. Das Verschwinden des Leistungsbilanzüberschusses der USA hatte 1976 zusammen mit dem hohen Umfang der Kreditvergabe von US-Banken an das Ausland bereits zu beachtlichen Reservengewinnen der Öleinfuhrländer geführt. Im Jahre 1977 hatte jedoch das Abrutschen der Leistungsbilanz der USA in ein massives Defizit in Verbindung mit recht hohen Kapitalabflüssen der Nichtbanken zur Folge, daß die auf den internationalen Finanzmärkten verfügbaren Mittel sogar ohne zusätzliche Nettoausleihungen der Banken in den USA an das Ausland den Bedarf für die Zahlungsbilanzfinanzierung der übrigen Welt überschritten hätten.

Das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit beeinflusste die Bedingungen auf den internationalen Finanzmärkten in der Tat aus zwei Richtungen: es verringerte die Nachfrage nach Mitteln für die Zahlungsbilanzfinanzierung und erhöhte das für internationale Ausleihungen verfügbare Mittelangebot.

Um mit der Nachfrageseite zu beginnen: das Zusammentreffen eines Leistungsbilanzdefizits der USA in Höhe von \$20 Mrd. mit einem Rückgang des Überschusses der OPEC-Länder um \$6 Mrd. bedingte notwendigerweise eine entsprechende Verbesserung der Leistungsbilanz der anderen ölimportierenden Länder. So erwirtschafteten die Zehnergruppenländer (und die Schweiz) einen Überschuß von über \$10 Mrd., nachdem 1976 noch ein zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit von

\$4 Mrd. entstanden war. Das gesamte Defizit der Entwicklungsländer, das von \$29 Mrd. im Jahre 1975 auf 19 Mrd. im Jahre 1976 abgenommen hatte, verminderte sich weiter auf 15 Mrd.; in dieser Höhe wurde es vollkommen durch Kapitalzuflüsse der Nichtbanken kompensiert, so daß diese Länder als Gruppe in völligem Gegensatz zu den vorangegangenen Jahren gegenüber den Banken als Nettoanbieter von Finanzmitteln auf den internationalen Märkten fungierten. Auch die osteuropäischen Länder konnten ihr Leistungsbilanzdefizit um schätzungsweise \$3-4 Mrd. abbauen.

Auf der Herkunftsseite der internationalen Finanzmärkte beeinflusste das Defizit der USA das Angebot an neuen Mitteln in mehrfacher Weise. Erstens wies es als Gegenposten eine sehr beträchtliche Anreicherung der offiziellen Devisenbestände anderer ölimportierender Länder auf, wovon ein erheblicher Teil auf den Märkten außerhalb der USA plazierte wurde, vor allem im Eurogeldmarkt und in geringerem Ausmaß auf den internationalen Anleihemärkten. Zweitens trug es zur Lockerung der monetären Bedingungen in anderen ölimportierenden Ländern bei, besonders in jenen mit Zahlungsbilanzüberschüssen, was den privaten Mittelzufluß auf die internationalen Finanzmärkte erhöhte. Überdies förderten die Behörden der Überschußländer Geldexporte ihrer Geschäftsbanken, um einem übermäßigen Aufwärtsdruck auf den Wechselkurs entgegenzutreten oder den Bedarf für offizielle Interventionen auf den Devisenmärkten zu verringern. Schließlich war die Geschwindigkeit, mit der einige Schuldnerländer ihre Zahlungsbilanz- und Reservepositionen verbessern konnten, selbst ein gewichtiger Faktor, der die Neigung der Banken nach weiterer Kreditvergabe verstärkte.

Über diese direkten und indirekten Folgen des Zahlungsbilanzdefizits der USA hinaus verstärkte eine Anzahl anderer Triebkräfte weiterhin das Mittelangebot auf den internationalen Finanzmärkten. Eine davon war die anhaltende Schwäche der Investitionen in einigen der wichtigen Industrieländer. Da die heimische Kreditnachfrage entsprechend flau war, versuchten die Banken in diesen Ländern, die Mittel ins Ausland weiterzuverleihen, für die sie zuhause keine attraktiven Anlagemöglichkeiten finden konnten. Darüber hinaus bedeutete die zurückhaltende Investitionsneigung, die in einigen Fällen mit einer Verbesserung des Cash-flows einherging, daß auch der Nichtbankensektor in diesen Ländern einen Überhang von Mitteln zur Verfügung hatte, der zu einem bedeutenden Teil seinen Weg in die internationalen Anleihemärkte und den internationalen Bankensektor fand. Das üblicherweise große Volumen ihrer Transaktionen und das weitgehende Fehlen von Mindestreservebestimmungen gestattete es den Banken auf den internationalen Märkten, Großeinlegern günstigere Konditionen anzubieten, als es die Banken auf den nationalen Märkten vermochten. Schließlich blieben die OPEC-Länder bedeutende Anbieter neuer Mittel auf den internationalen Märkten.

Durch die Verringerung des Zahlungsbilanzfinanzierungsbedarfs anderer ölimportierender Länder und die gleichzeitige Ausweitung des verfügbaren Mittelangebots auf den internationalen Märkten schuf das Zahlungsbilanzdefizit der USA zusammen mit den anderen expansiven Einflüssen auf der Herkunftsseite der Märkte Bedingungen, die für die Kreditnehmer äußerst günstig waren. Zum Glück für die Kreditgeber stellte sich die Nachfrage nach internationalen Finanzmitteln als recht elastisch heraus.

Zum einen war die Verbesserung der Zahlungsbilanzposition außerhalb der OPEC-Länder und der USA nicht gleichmäßig auf die übrige Welt verteilt. Entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe verblieben tief in der Defizitzone und waren weiterhin sehr von Euromarktmitteln abhängig; auch die osteuropäischen Länder mußten noch immer Gelder auf den westlichen Finanzplätzen aufnehmen. Sogar in den Entwicklungsgebieten, deren zusammengefaßte Leistungsbilanz sich bedeutend verbesserte, blieben mehrere Länder auf die Kreditgewährung der internationalen Märkte angewiesen. Überdies beanspruchten die OPEC-Länder, die 1976 ihre Kreditaufnahme kräftig erhöht hatten, weiterhin in beträchtlichem Ausmaß Kredite, teils wegen ihrer schrumpfenden Leistungsbilanzüberschüsse, teils um für künftige Zahlungsdefizite vorzusorgen und teils wegen der Finanzierung umfangreicher heimischer Investitionsvorhaben.

Zum andern war die Kreditnachfrage anderer Länder nicht nur vom Leistungsbilanzfinanzierungsbedarf abhängig. In den Jahren nach den Ölpreiserhöhungen war in einer großen Anzahl ölimportierender Länder eine starke Verschlechterung der internationalen Reserveposition zu beobachten. Einige waren nicht imstande gewesen, ihre zusätzlichen Ölzahlungen gänzlich durch Verschuldung im Ausland zu finanzieren, so daß bis 1976 ihre Reserven auf ein Minimum gesunken waren. Sogar in mehreren Defizitländern, die Reservenverluste vermieden hatten, legten höhere Einfuhrrechnungen und die konjunkturelle Unstetigkeit der Nachfrage nach ihren Exporten, die im Gegensatz zur Starrheit ihrer drastisch gestiegenen Verpflichtungen aus der Bedienung der Auslandsschulden stand, die Notwendigkeit eines dickeren Reservenpolsters nahe. Diese Länder waren daher nur allzu gewillt, die günstigen Konditionen auf den internationalen Finanzmärkten zu nützen und durch Kreditaufnahmen ihre Bruttoreserven wiederaufzufüllen und auszuweiten.

Zu diesen verschiedenen Arten der offiziellen oder offiziell erleichterten Kreditaufnahme kam die übliche Nachfrage nach Mitteln zur Investitionsfinanzierung von Großprojekten aus Liquiditätserwägungen und für andere herkömmliche Zwecke. Die relativ niedrigen Kosten für Eurokredite veranlaßten überdies sogar Gebietsansässige aus Überschußländern, sich am Euromarkt stark zu verschulden. Schließlich wirkten Kurssicherungsgeschäfte und mit Wechselkursungewißheiten verbundene Spekulationsgeschäfte dahin, Angebot von und Nachfrage nach Eurogeldmarktmitteln besonders im zweiten Halbjahr in die Höhe zu treiben.

Angesichts des reichlichen Mittelaufkommens war freilich die Nachfrage nicht so elastisch, daß sie ein weiteres Nachgeben der Marktkonditionen verhindern konnte. In Fortsetzung einer bereits im späteren Verlauf des Jahres 1976 sichtbaren Entwicklung drückte der Wettbewerb um erstklassige Adressen die von Banken über LIBOR hinaus verlangte Spanne in einigen Fällen bis auf einen Tiefstwert von $\frac{5}{8}$ Prozentpunkten zusammen; sogar die gegenüber einigen Kreditnehmerländern geringerer Bonität verlangten Spannen sanken auf Werte, die den Banken kaum sehr viel Spielraum gelassen haben können, um ausreichende Reserven gegen Verluste anzulegen. Die Dinge verschlimmerten sich für die Banken noch durch die Neigung früherer Kreditnehmer, die entspannte Marktverfassung auszunutzen, um sich zu günstigeren Konditionen zu refinanzieren. Da die Strafsätze für vorzeitige Rückzahlungen zu einer Zeit ausgehandelt worden waren, als die Banken das Entstehen ausgesprochener

Käufermärkte nicht vorausgesehen hatten, konnten sie dies ziemlich reibungslos tun. Zudem haben sich sowohl die Liste qualifizierter Kreditnehmer und kreditnehmender Länder wie die Laufzeiten eher verlängert, ebenso wie der Durchschnittsbetrag der einzelnen Darlehen erneut gestiegen ist.

Das Zahlungsbilanzdefizit der USA war überdies einer der Faktoren, die 1977 zu einem deutlichen Rückgang des Anteils der amerikanischen Banken an den Neuausleihungen im internationalen Bankgeschäft beitrugen. Es machte die Kreditvergabe ins Ausland für die Banken in den USA weniger attraktiv, indem es die Liquiditätsschöpfung im Ausland erhöhte und für eine sehr flüssige Verfassung auf den internationalen Märkten zu einer Zeit sorgte, als die kurzfristigen Zinssätze in den USA anzuziehen begannen. Dämpfend wirkte sich auch die gegen Ende 1976 wachsende Besorgnis in der Öffentlichkeit hinsichtlich der von den US-Banken im internationalen Geschäft eingegangenen Risiken aus; außerdem könnten einige US-Banken gewahr geworden sein, daß sie sich den selbst gesetzten Kreditplafonds gegenüber einzelnen Ländern näherten. Deshalb wurde die „Lokomotiven“-Rolle im internationalen Ausleihgeschäft teilweise durch Banken in Überschußländern wie Deutschland übernommen, wo die binnenwirtschaftliche Erholung 1977 nachließ und die Zinssätze noch immer sanken. Die Banken dieser Länder waren im Vergleich zu jenen in den USA im internationalen Geschäft Ende 1976 noch immer nur in relativ geringem Grad risikobelastet. In Anbetracht der schwachen heimischen Kreditnachfrage strebten sie danach, im Ausland jene Expansion der Gewinne und Bilanzen zu erreichen, die zuhause nicht möglich war. Dabei engten sie manchmal die Zinsmargen in einem Maße ein, das für Banken in einer etwas ungünstigeren Lage kaum noch akzeptabel gewesen wäre.

Diese Entwicklungstendenzen kommen in den Auslandsforderungen der Banken in den USA zum Ausdruck, deren Wachstum sich von \$ 11,7 Mrd. in den ersten neun Monaten des Jahres 1976 auf nur \$ 2,6 Mrd. im entsprechenden Zeitraum des Jahres 1977 verlangsamte. Berücksichtigt man den Zuwachs ihrer Auslandsverbindlichkeiten, schalteten die US-Banken sogar von Nettogeldexporten in Höhe von \$ 6,6 Mrd. auf Nettogeldimporte von \$ 0,8 Mrd. um, wodurch sie einen bedeutenden Teil der Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA kompensierten. Bei Anhalten des Vertrauens in den Dollar hätte das sich zugunsten der USA ausweitende Zinsgefälle zweifellos einen fortgesetzten Zufluß von Bankmitteln gefördert und damit etwas überschüssige Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten abgeschöpft sowie einen Teil des Leistungsbilanzdefizits finanziert. Indessen führte der negative Stimmungsumschlag gegen den Dollar im letzten Quartal 1977 dazu, daß die Zinsdifferenzen verglichen mit möglichen Gewinnen oder Verlusten aus dem Auf und Ab der Wechselkurse unwichtig wurden. Die dadurch bedingte Nachfrage nach Dollar zu Kurssicherungs- oder reinen Spekulationsgeschäften führte zusammen mit Jahresendeinflüssen 1977 erneut zu sehr hohen Kapitalabflüssen über das US-Bankensystem, die in völligem Gegensatz zu dem üblichen saisonalen Muster auch Anfang 1978 anhielten. Dieser Abfluß, der sich im Viermonatszeitraum von Oktober 1977 bis Januar 1978 auf ungefähr \$ 8,5 Mrd. (abzüglich des Zuwachses der Auslandsverbindlichkeiten der Banken) belief, verschärfte den Abwärtsdruck auf den Dollar und reicherte die auf den internationalen Finanzmärkten verfügbare Liquidität noch mehr an.

Die regionale Verteilung der Kreditströme im internationalen Bankgeschäft

Die nebenstehende Tabelle will ein Gesamtbild der Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel geben, indem sie die Entwicklung der Aktiva und Passiva der berichtenden Banken gegenüber einzelnen Ländern und Gruppen von Ländern zeigt. Allerdings spiegeln die Positionen der Banken gegenüber den Zehnergruppenländern und Offshore-Zentren hauptsächlich die Rolle dieser Länder als Marktzentren wider und können daher im allgemeinen nicht als Gradmesser ihrer Bedeutung als ursprüngliche Anbieter und Letztverwender von Bankmitteln herangezogen werden. Die Aussagekraft dieser Tabelle liegt daher vor allem in den Informationen, die sie hinsichtlich der Positionen der berichtenden Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets gibt.

Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber gebietsansässigen Banken und Nichtbanken in diesen Ländern nahmen im vergangenen Jahr um rund \$45 Mrd. zu, nachdem sie 1976 um etwa \$50 Mrd. gestiegen waren. Vielleicht am bemerkenswertesten daran war die deutliche Verlangsamung neuer Ausleihungen an nichtölproduzierende Entwicklungsländer von nahezu \$18 Mrd. im Jahre 1976 auf 11,3 Mrd. Gleichzeitig expandierten die aus diesen Ländern hereingenommenen Neueinlagen, die sich 1976 stark beschleunigt hatten, weiterhin kräftig um \$12,9 Mrd. Dementsprechend traten die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer, die in den drei Jahren von 1974 bis 1976 netto nahezu \$30 Mrd. an Krediten aufgenommen hatten, im letzten Jahr gegenüber den internationalen Banken als Nettoanbieter von neuen Mitteln im Betrag von \$1,6 Mrd. auf, ein Umschwung, der sogar die optimistischsten Beobachter der internationalen Finanzszene überrascht haben muß. Dies scheint darauf hinzudeuten, daß die internationale Kreditgewährung entgegen mancher Erwartungen ernsthafte Anstrengungen zur Sanierung der Zahlungsbilanzen nicht vereitelt hat. Tatsächlich zeigt sich, daß jene Entwicklungsländer, die die größten Kreditnehmer des internationalen Bankensektors waren, in den Jahren 1976 und 1977 die stärkste Verbesserung ihrer Leistungsbilanzen aufwiesen (vgl. Kapitel IV).

Die Abnahme der Neuausleihungen an die nichtölexportierenden Entwicklungsländer im Jahre 1977 ging voll auf das Konto der Banken in den USA und der Niederlassungen der US-Banken in Offshore-Zentren. Neue Kredite von Banken in den anderen Zehnergruppenländern (einschließlich der Tochtergesellschaften von US-Banken in diesen Ländern) wuchsen geringfügig, und zwar von rund \$6,6 auf 7,3 Mrd. Die geringere Rolle der US-Banken war teilweise in der schwächeren Kreditnachfrage Lateinamerikas (ohne OPEC-Mitglieder) begründet, wo die amerikanischen Banken gewöhnlich als Kreditgeber führend sind. So nahmen die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber diesem Gebiet um „nur“ \$6,6 nach 13,9 Mrd. im Jahre 1976 zu. Die Neuausleihungen an Brasilien verringerten sich von etwa \$6,5 Mrd. im Jahre 1976 auf 1,7 Mrd. und jene an Mexiko von rund \$4,5 auf 1,5 Mrd. Dies bedeutete, daß 1977 die Kreditgewährung an Entwicklungsländer breiter gestreut war — wenngleich sie sich noch immer auf eine ziemlich kleine Anzahl relativ wohlhabender Länder innerhalb dieser Gruppe konzentrierte — als in den vorangegangenen Jahren, in denen Brasilien und Mexiko allein mindestens die Hälfte der gesamten Neuverschuldung auf sich vereinigten. Außerdem verlangsamten sich auch die Neuausleihungen an nichtölproduzierende Länder im Nahen Osten, während

Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen¹

	1975 Dezember	1976 Dezember	1977			
			März	Juni	September	Dezember
Milliarden US-Dollar						
Forderungen der Banken gegenüber:						
Zehnergruppenländer und die Schweiz	235,1	269,5	264,4	272,9	282,2	319,7
<i>davon: berichtender europäischer Raum</i>	165,4	192,7	187,4	197,8	201,7	239,6
USA	30,7	33,3	33,6	34,0	40,2	39,1
Kanada	7,1	9,4	10,5	10,9	11,3	11,6
Japan	31,9	34,1	32,9	30,2	29,0	29,4
Offshore-Finanzplätze ²	61,9	83,5	84,8	88,9	89,4	97,8
Andere Länder in Westeuropa	31,8	42,7	44,0	48,0	51,8	56,5
Australien, Neuseeland, Südafrika	9,0	11,8	12,0	12,3	12,7	13,7
Osteuropa	21,6	28,8	28,2	29,6	30,1	32,9
Ölfuhrländer	14,3	24,1	26,1	29,7	31,9	35,4
Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen	63,0	80,9	80,8	83,4	86,5	92,2
<i>davon: Lateinamerika³</i>	43,5	57,4	57,1	58,3	60,3	64,0
<i>Naher Osten</i>	3,3	4,4	4,0	4,1	4,2	4,6
<i>Asien ohne Nahost</i>	12,9	14,7	15,1	16,1	17,1	18,1
<i>Afrika ohne Nahost</i>	3,3	4,4	4,6	4,9	4,9	5,5
Nicht aufteilbar ⁴	5,7	6,7	6,7	7,4	7,8	9,1
Zusammen	442,4	548,0	547,0	572,2	592,4	657,3
Verbindlichkeiten der Banken gegenüber:						
Zehnergruppenländer und die Schweiz	270,1	319,6	316,0	332,0	340,0	384,0
<i>davon: berichtender europäischer Raum</i>	209,1	240,5	233,6	246,9	252,5	290,3
USA	42,0	56,3	60,0	65,8	68,1	73,9
Kanada	9,9	12,6	13,3	12,2	12,6	12,5
Japan	9,1	10,2	9,1	7,1	6,8	7,3
Offshore-Finanzplätze ²	40,8	56,0	57,0	61,7	65,8	71,1
Andere Länder in Westeuropa	31,1	32,6	29,8	30,5	33,9	38,7
Australien, Neuseeland, Südafrika	2,1	2,4	2,0	2,4	2,7	2,4
Osteuropa	6,3	7,6	5,6	5,5	6,0	7,8
Ölfuhrländer	51,8	64,2	68,0	72,7	73,1	77,6
Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen	37,0	49,8	51,8	54,6	58,0	62,7
<i>davon: Lateinamerika³</i>	16,3	22,3	22,1	22,7	23,7	25,9
<i>Naher Osten</i>	6,0	7,3	7,6	8,2	9,4	10,1
<i>Asien ohne Nahost</i>	10,6	14,9	16,0	17,6	18,6	20,0
<i>Afrika ohne Nahost</i>	4,1	5,3	6,1	5,9	6,3	6,7
Nicht aufteilbar ⁴	8,9	11,7	11,4	12,3	13,5	14,0
Zusammen	448,1	543,9	541,6	571,7	593,0	658,3

Anmerkung: Die Zahlen in dieser Tabelle beruhen teilweise auf Schätzungen.
¹ Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, den Kaimainseln, in Panama und Singapur. Ab September 1977 sind in diesen Zahlen auch die Niederlassungen von US-Banken im Libanon enthalten; die entsprechenden Beträge sind jedoch sehr gering. ² Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimainseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Westindien. ³ Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. ⁴ Einschließlich der internationalen Institutionen mit Ausnahme der BIZ.

sich die Kreditvergabe an Entwicklungsländer in „Asien ohne Nahost“ von \$1,8 auf 3,4 Mrd. beschleunigte.

Die Ausweitung der Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber den Entwicklungsländern um \$12,9 Mrd. war ziemlich breit gestreut, wobei auf Lateinamerika mit \$3,6 Mrd. ein viel kleinerer Anteil als auf der Aktivseite entfiel. Netto betrachtet trat Lateinamerika daher als einziger Kreditnehmer auf, während

Entwicklungsländer in anderen Gebieten Nettoanbieter von Mitteln an den internationalen Bankensektor waren. Es sei hinzugefügt, daß dem Gesamtbetrag von \$ 25,7 Mrd. an Neueinlagen, den die berichtenden Banken während der letzten zwei Jahre von den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern hereinnahmen, eine gleichzeitige Zunahme der offiziellen Devisenbestände dieser Länder in Höhe von \$ 20,3 Mrd. gegenüberstand.

Entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe mit anhaltend hohen Leistungsbilanzdefiziten übernahmen 1977 den Platz der Entwicklungsländer als wichtigste Kreditnehmer. Die Neuausleihungen an diese Länder beschleunigten sich von \$ 13,7 Mrd. im Jahre 1976 auf 15,7 Mrd., während die von ihnen entgegengenommenen Neueinlagen von \$ 1,8 auf 6,1 Mrd. sprunghaft zunahmen. Letzteres deutet darauf hin, daß diese Länder ihre Zahlungsbilanzlücken im großen und ganzen ohne Schwierigkeiten auf den internationalen Märkten finanzieren konnten. Spanien, Dänemark und Australien nahmen mit Beträgen von rund \$ 1,7, 1,7 bzw. 1,5 Mrd. netto am meisten auf.

Die Neuausleihungen an osteuropäische Länder waren mit \$ 4,1 Mrd. um ungefähr 3 Mrd. niedriger als 1976. Ungarn und Polen erhielten ungefähr \$ 1,2 bzw. 0,9 Mrd. und waren damit die größten Kreditnehmer, während die Forderungen gegenüber der Sowjetunion nach einem Zuwachs im Jahre 1976 von \$ 2,5 Mrd. nur geringfügig zunahmen. Da Ungarn seinen gesamten Außenhandel mit im internationalen Bankenbereich aufgenommenen Mitteln finanziert, überzeichnen die Zahlen die Position dieses Landes als Auslandsschuldner. Die übrigen osteuropäischen Länder greifen dagegen in erheblichem Maße auf Handelskredite zurück, die größtenteils in den internationalen Bankenstatistiken nicht aufscheinen.

Die Neuausleihungen an ölexportierende Länder, die sich von nur ungefähr \$ 3 Mrd. im Jahre 1975 auf nahezu 10 Mrd. im Jahre 1976 erhöht hatten, beliefen sich im letzten Jahr auf 11,3 Mrd. Diese Länder versorgten gleichzeitig den Markt weiterhin in bedeutendem Ausmaß mit neuen Mitteln: ihre Einlagen bei den berichtenden Banken erhöhten sich um \$ 13,4 gegenüber 12,4 Mrd. im Jahre 1976; freilich ging die Beschleunigung im letzten Jahr ausschließlich auf Bewertungsänderungen zurück. Außerdem dürften die Neueinlagen aus OPEC-Ländern ohne diese Wechselkurseffekte nur geringfügig höher als die Neuvergabe von Bankkrediten an diese Länder gewesen sein. Anders ausgedrückt: die Rolle der OPEC-Länder als bedeutende Nettoanbieter von neuen Mitteln an das internationale Bankensystem ging 1977 zu Ende.

Nahezu 60% oder \$ 7,7 Mrd. der aus OPEC-Ländern erhaltenen Neueinlagen lauteten auf Dollar. Von der Zunahme des Dollarwertes ihrer Nichtdollareinlagen in Höhe von \$ 5,7 Mrd. dürften ungefähr 1,5 Mrd. auf Bewertungsänderungen zurückzuführen sein. Allerdings veränderte sich die Währungszusammensetzung der neuen OPEC-Einlagen im Verlauf des Jahres 1977 spürbar. Das Mittelaufkommen der OPEC-Länder betrug im ersten Halbjahr \$ 8,5 Mrd., das zu fast 90% auf Dollar lautete, im zweiten Halbjahr dagegen \$ 4,9 Mrd., die fast vollständig in anderen Währungen angelegt waren. Per saldo traten die OPEC-Länder im zweiten Halbjahr 1977 als Kreditnehmer von Dollar in Höhe von etwa \$ 4 Mrd. und als Anbieter von starken Währungen in Höhe von \$ 2 Mrd. auf (nach Bereinigung um Bewertungseffekte).

Die bei den Banken in den USA und deren Niederlassungen in den Offshore-Zentren plazierte Gelder beliefen sich auf nur rund 12% der gesamten OPEC-Neueinlagen im Jahre 1977. Etwas überraschend scheint der Hauptteil der neuen Mittel — etwa \$ 10,5 Mrd. — aus den Ländern mit hoher Importquote gekommen zu sein, die begreiflicherweise mit einer Neuverschuldung von über \$ 9 Mrd. auch die größten Kreditnehmer waren. Die Länder mit niedriger Importquote stellten ungefähr \$ 3 Mrd. zur Verfügung und nahmen ungefähr \$ 2 Mrd. auf; dabei legte Saudi-Arabien natürlich netto die meisten Mittel an, während Bahrain (das hauptsächlich als Offshore-Bankenzentrum in Erscheinung tritt), der Iran und Venezuela sowohl als Anbieter wie Nachfrager neuer Mittel bedeutend waren.

Was das Berichtsgebiet angeht, so stiegen die Forderungen der Banken gegenüber den Zehnergruppenländern und den Offshore-Zentren um \$ 65 Mrd., während ihre Verbindlichkeiten gegenüber diesen Ländern um rund \$ 80 Mrd. zunahmen. Diese Positionen gegenüber dem „Innen“-Gebiet sind indessen durch erhebliche Doppelzählungen aufgebläht, die sich aus Weitergaben unter den berichtenden Banken selbst ergeben. Gleichwohl werden einige interessante Merkmale erkennbar. Eines ist die sehr große Zunahme der Verbindlichkeiten der anderen berichtenden Banken gegenüber Banken (einschließlich der BIZ) und Nichtbanken in der Schweiz um \$ 14,4 Mrd. Die Größe dieses Zuwachses ist weitgehend auf die sehr ansehnlichen heimischen Sparüberschüsse der Schweiz sowie die Anlage von Fremdwährungsmitteln durch Schweizer Banken auf Rechnung ausländischer Kunden auf den internationalen Märkten zurückzuführen. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber der Schweiz nahmen demgegenüber per saldo während der ersten neun Monate des Jahres ein wenig ab, erhöhten sich aber im letzten Quartal unter der doppelten Wirkung von Jahresendoperationen und der Entwicklungen auf den Devisenmärkten um \$ 3,1 Mrd.

Ein weiteres herausragendes Merkmal des vergangenen Jahres war die beschleunigte Expansion der von den Banken gemeldeten Verbindlichkeiten gegenüber den USA auf \$ 17,7 Mrd. im Vergleich zu 14,3 Mrd. im Jahre 1976. Dies stand in scharfem Gegensatz zu der ausgeprägten Verlangsamung des Wachstums der von den Banken in den USA selbst gemeldeten Auslandsforderungen. Es scheint, daß Nichtbankenunternehmen in den USA und andere Körperschaften einen Teil ihres Liquiditätsüberhangs auf die internationalen Märkte — insbesondere auf die Offshore-Zentren — transferiert haben, um in den Genuß der höheren Zinserträge zu kommen. Der Betrag dieser Kapitalabflüsse der Nichtbanken aus den USA kann 1977 auf etwa \$ 6–7 Mrd. geschätzt werden; da diese Mittel in den ersten neun Monaten des Jahres abflossen, scheinen Wechselkursbewegungen keine größere Rolle gespielt zu haben. Der von den berichtenden Banken gegenüber den USA im letzten Quartal verzeichnete Zuwachs der Verbindlichkeiten um \$ 5,9 Mrd. bestand ausschließlich gegenüber dem Bankensektor. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den USA weiteten sich in den ersten neun Monaten des Jahres um \$ 6,9 Mrd. aus, nahmen aber im vierten Quartal um \$ 1,1 Mrd. ab.

Die Forderungen der Banken außerhalb Deutschlands (einschließlich der Luxemburger Tochterinstitute deutscher Banken) gegenüber deutschen Gebietsansässigen expandierten um \$ 7,9 Mrd., wovon ein Großteil Direktkredite an den

**Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen)
der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz
sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen¹**
Ende Dezember 1977; Millionen US-Dollar

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber		Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber		Verbind- lichkeiten	Forde- rungen
Zehnergruppe				Osteuropa (Forts.)			
Belgien-Luxemburg	HJKU	27 416	38 664	DDR		707	4 145
Deutschland (BR)	HJKU	23 981	36 202	Polen	JU	384	6 791
Frankreich	HJKU	39 378	34 515	Rumänien	J	195	1 186
Großbritannien	HJKU	85 074	68 752	Tschechoslowakei		444	1 259
Italien	HJKU	13 354	20 664	UdSSR	JKU	4 222	10 554
Niederlande	HJKU	24 207	17 354	Ungarn		872	4 219
Schweden	HJKU	3 224	7 742	Nicht aufgeteilt	HJKU	455	2 407
Schweiz ²	JKU	73 684	15 628	Zusammen		7 785	32 908
Japan	HKU	7 263	29 450	Karibischer Raum			
Kanada	HJU	12 484	11 604	Bahamainseln	JU	19 887	40 154
USA	HJK	73 930	39 087	Barbados		26	21
Zusammen		383 995	319 662	Bermuda	JU	4 034	1 072
Übriges Westeuropa				Dominikanische Republik		10	203
Andorra		90	4	Haiti		9	15
Dänemark	HJKU	3 055	8 559	Jamaika		52	305
Finnland	KU	1 227	4 215	Kaimaninseln	U ³	12 710	14 546
Gibraltar		66	7	Kuba	JU	260	1 278
Griechenland	JKU	3 477	3 651	Niederländ. Antillen	U	2 311	1 960
Irland	HJK	2 042	2 449	Panama	JU	7 050	9 261
Island	K	124	300	Trinidad und Tobago	U	759	166
Jugoslawien	JKU	1 994	2 995	Westindien (brit.)	U	880	514
Liechtenstein		419	508	Nicht aufgeteilt	HJKU	3 539	5 162
Malta		690	11	Zusammen		51 527	74 657
Monaco		174	353	Lateinamerika			
Norwegen	KU	2 616	6 216	Argentinien	JU	4 333	4 507
Österreich	HJKU	7 178	8 019	Belize		18	9
Portugal	KU	1 103	1 516	Bolivien		178	469
Spanien	KU	7 893	11 015	Brasilien	JU	6 312	22 852
Türkei	JKU	590	2 573	Chile	JU	798	1 446
Vatikan		100	—	Costa Rica		154	281
Zypern		420	152	Ecuador	JU	641	1 541
Nicht aufgeteilt	HJKU	5 487	3 949	El Salvador		72	120
Zusammen		38 745	56 492	Guatemala		139	240
Sonstige entwickelte Länder				Guyana		43	47
Australien	JKU	988	4 443	Honduras		90	179
Neuseeland	JK	312	869	Kolumbien	JU	1 319	1 661
Südafrika	JKU	793	7 166	Mexiko	JU	5 789	19 296
Nicht aufgeteilt	HK	345	1 244	Nicaragua		41	402
Zusammen		2 438	13 722	Paraguay		103	41
Osteuropa³				Peru	JU	452	2 965
Albanien		61	2	Surinam		124	17
Bulgarien		445	2 345	Uruguay	U	573	259
				Venezuela	JU	8 204	7 766
				Nicht aufgeteilt	HJKU	5 511	6 979
				Zusammen		34 894	71 077

Anmerkung: Eine vollständige Gliederung nach Staaten für die Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken ist nur für die Banken in Belgien-Luxemburg, der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, den Niederlanden und Schweden sowie für die Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen verfügbar. Für die Banken in den anderen berichtenden Ländern – Japan, Kanada, der Schweiz und den USA – ist die Gliederung nach Staaten unvollständig; ihr Ausmaß wird durch die Verwendung der Buchstaben H (Schweiz), J (Japan), K (Kanada), U (USA) angegeben. Die Verbindlichkeiten der Banken in den USA enthalten nicht die von den Banken für Gebietsfremde verwahrten US-Schatzwechsel und Zertifikate.

¹ Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, im Libanon, in Panama und Singapur. ² Die Positionen gegenüber der BIZ sind bei der Schweiz enthalten, außer für die US-Banken, die sie unter „Übriges Westeuropa – nicht aufgeteilt“ melden. ³ Außer Positionen von in der Bundesrepublik

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen
Naher Osten			Afrika ohne Nahost (Forts.)		
Ölfuhrländer: J ⁵			Sierra Leone	71	14
a) Länder mit niedriger Importquote:			Somalia	139	12
Katar, Kuwait, Saudi- Arabien, Vereinigte Arabische Emirate	32 520	3 832	Sudan	151	366
b) Länder mit hoher Importquote:			Tansania	305	18
Bahrain, Irak, Iran, Libyen, Oman	18 826	10 354	Togo	40	43
Andere Länder:			Tschad	13	3
Ägypten JU	2 751	1 104	Tunesien	359	209
Israel JU	3 802	2 660	Uganda	98	17
Jemen	1 025	36	Zaire U	416	833
Jemen, Dem. VR	240	11	Zentralafrikanisches Kaiserreich	18	25
Jordanien	668	96	Nicht aufgeteilt KU	1 204	1 988
Libanon U	3 633	515	Zusammen	11 005	14 034
Syrien U	697	173			
Nicht aufgeteilt* HJKU	9 619	3 492	Asien ohne Nahost		
Zusammen	73 781	22 273	Afghanistan	172	—
			Bangladesch	97	25
Afrika ohne Nahost			Birma	17	13
Äquatorialguinea	—	13	Brunei	1 247	20
Äthiopien	239	5	China JU	2 421	266
Algerien J	2 000	2 265	Fidschi	127	42
Angola	149	40	Hongkong JU	7 086	9 863
Benin	35	4	Indien JU	1 875	495
Botswana/Lesotho	41	46	Indonesien JU	2 351	3 682
Burundi	48	2	Laotische Dem. VR	5	—
Dschibuti	42	1	Kamputschea	24	—
Elfenbeinküste	523	539	Macau	25	1
Gabun	162	375	Malaysia JU	1 998	1 241
Gambia	21	3	Nepal	59	—
Ghana U	143	230	Neue Hebriden	71	132
Guinea	31	51	Ozeanien, Britisch-	116	85
Guinea-Bissau	8	—	Nordkorea J	44	480
Kamerun	90	117	Pakistan JU	636	280
Kap Verde	11	—	Papua-Neuguinea	174	132
Kenia J	834	136	Philippinen JU	1 828	2 761
Kongo	66	120	Polynesien, Französisch-	8	52
Liberia JU	1 265	4 530	Sikkim/Bhutan	88	25
Madagaskar	56	20	Singapur HJU	7 914	9 468
Malawi	100	51	Sri Lanka	205	6
Mali	15	4	Südkorea JU	3 030	5 257
Marokko U	932	869	Taiwan JU	3 504	3 409
Mauretanien	50	24	Thailand JU	1 189	2 009
Mauritius	49	11	US-Treuhandgebiet der pazifischen Inseln	99	44
Mosambik	103	12	Vietnam	97	129
Niger	31	22	Nicht aufgeteilt KU	1 276	1 032
Nigeria J	753	499	Zusammen	37 783	40 948
Obervolta	12	19	Internationale Institutionen U	6 511	2 719
Rhodesien	46	54	Nicht aufteilbar HJKU	9 819	8 758
Ruanda	93	2	Insgesamt	658 283	657 250
Sambia J	152	331			
São Tomé und Príncipe	20	—	Nachrichtlich: Ölexportländer HJU	76 258	34 633
Senegal	71	111			

Deutschland gelegenen Banken gegenüber der Deutschen Demokratischen Republik. ⁴ Die Zahlen für die Verbindlichkeiten und Forderungen von US-Banken gegenüber den Kalmaninseln sind auf anderen Statistiken beruhende Schätzungen. ⁵ Positionen der japanischen Banken nur gegenüber Kuwait, Saudi-Arabien, den Vereinigten Arabischen Emiraten, dem Iran, dem Irak und Libyen. ⁶ Einschließlich der teilweise geschätzten Positionen von US-Banken gegenüber Nahostländern mit Ausnahme von Ägypten, Israel, dem Libanon, Syrien und Libyen (das in „Afrika ohne Nahost — nicht aufgeteilt“ enthalten ist).

deutschen Nichtbankensektor darstellte. Diese Mittel flossen überwiegend im Schlußquartal des Jahres zu, wobei Jahresendtransaktionen und die Devisenmarktereignisse eine Rolle spielten.

Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Japan, dessen Bankensektor in früheren Jahren einer der größten Kreditnehmer auf den internationalen Märkten gewesen war, sanken in den ersten neun Monaten des Jahres um \$5,1 Mrd. Dieser Rückgang basierte darauf, daß allmählich ein Teil der japanischen Importe aus inländischen Quellen finanziert wurde und daß ein Reservesatz auf die Auslandsverbindlichkeiten der japanischen Banken in Fremdwährung eingeführt wurde, der sie veranlaßte, einen größeren Teil ihrer internationalen Geschäfte über ihre Niederlassungen im Ausland zu verbuchen.

Die Entwicklung in den europäischen Marktzentren

Nachdem die europäischen Finanzplätze in den letzten Jahren von New York und den Offshore-Zentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens übertroffen worden waren, traten sie 1977 wieder in den Vordergrund. Der Dollarwert der Auslandsforderungen der Banken der europäischen Zehnergruppenländer und der Schweiz nahm um \$80,6 Mrd. auf einen Gesamtbetrag von \$433,6 Mrd. zu. Von diesem Wachstum entfielen \$12,1 Mrd. auf Landeswährungen, \$38,4 Mrd. auf Dollar und \$30,1 Mrd. — bei weitem der höchste je verzeichnete Zuwachs — auf andere Fremdwährungen. 1976 hatten sich die entsprechenden Beträge auf \$8,5, 33,8 bzw. 13,4 Mrd. belaufen. Es war somit vor allem das Wachstum im Nichtdollarbereich des internationalen Bankgeschäfts, das sich infolge der Dollarschwäche beschleunigte. Während freilich 1976 Bewertungseffekte „nur“ etwa \$3 bzw. 5,5 Mrd. zum Dollarwert der Forderungen der berichtenden Banken in Landeswährung und in anderen Nichtdollarwährungen hinzugefügt hatten, machten 1977 diese Wechselkurseffekte etwa \$7 bzw. 12 Mrd. aus.

Über 60% des Zuwachses der Auslandsforderungen wie -verbindlichkeiten fielen allein in das letzte Quartal von 1977, wobei der Anstoß zu den Aktivitäten der Banken nicht nur von den üblichen Jahresendoperationen, sondern auch von den Ereignissen auf den Devisenmärkten ausging. Die Dollarschwäche pflegt die Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in Fremdwährungen im wesentlichen in zwei Richtungen zu beeinflussen: erstens werden den Banken mehr Termindollar von Kunden angeboten, die entweder erwartete zukünftige Dollareinnahmen verkaufen oder offene Positionen gegen den Dollar aufbauen möchten. Die Banken werden gewöhnlich diese Termindollarkäufe durch Kassageschäfte absichern, indem sie Dollar borgen und sie in die auf Termin verkauften Währungen umtauschen. Zweitens werden Nichtbanken danach streben, Dollar von den Banken für Kursicherungs- oder reine Spekulationszwecke zu leihen und ihre Einlagen in starken Währungen aufzustocken. Beide Transaktionsarten führen zu einer Zunahme der Eurogeldmarktforderungen und -verbindlichkeiten der Banken, besonders in den starken Währungen. Daher schnellte der Dollarwert der DM-Forderungen der Banken, der in den ersten neun Monaten des Jahres um nur \$4 Mrd. gewachsen war, im letzten Quartal um \$14,8 Mrd. in die Höhe; für den Schweizer Franken betragen die beiden entsprechenden Werte \$0,6 und 4,1 Mrd. Freilich trugen auch Bewertungseffekte wesentlich zu diesen Zuwächsen im vierten Quartal bei.

**Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken
(Dollar und andere Fremdwährungen)**

Ende	Dollar		Andere Fremdwährungen						
	Ins- gesamt	darunter:	Ins- gesamt	darunter:					
		gegenüber Nicht- banken		gegenüber Nicht- banken	Deut- sche Mark	Schwei- zer Franken	Pfund Sterling	Hollän- dische Gulden	Fran- zösische Franken
Millionen US-Dollar									
Forderungen									
1968 Dezember . .	30 430	5 150	7 270	1 240	3 920	1 820	610	290	240
1969 Dezember . .	47 630	6 090	10 540	2 230	5 990	2 980	580	370	150
1970 Dezember . .	60 370	11 850	17 860 ¹	4 680	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 Dezember . .	98 000	18 340	33 840	8 000	20 390	7 780	2 180	720	700
1973 Dezember I .	133 760	23 880	54 840	11 990	31 400	14 590	3 150	1 320	1 750
Dezember II ²	132 110	24 730	55 510	13 980	31 410	15 000	3 080	1 240	1 760
1974 Dezember I .	155 450	34 350	58 950	18 030	34 620	14 330	2 040	1 870	1 480
Dezember II ³	156 230	34 920	58 940	18 080	34 950	14 420	2 050	1 880	1 480
1975 Dezember . .	190 180	40 870	67 950	20 450	41 620	15 430	1 980	2 100	2 570
1976 März	188 990	42 000	72 250	20 970	44 130	16 140	2 420	2 500	2 320
Juni	196 990	44 720	70 620	20 780	41 060	17 180	2 310	2 470	2 360
September . .	201 720	46 670	76 160	22 430	45 120	17 590	2 490	3 000	2 360
Dezember . . .	224 020	50 820	81 300	22 690	48 680	17 930	2 150	3 780	2 570
1977 März	222 860	53 380	80 930	23 350	47 030	17 560	2 800	3 930	2 690
Juni	230 960	56 480	85 970	24 070	50 920	17 690	2 780	4 230	2 850
September . .	238 670	59 850	90 430	26 090	52 710	18 490	3 720	3 830	3 370
Dezember . . .	262 430	64 660	111 370	31 040	67 510	22 560	4 420	4 210	3 270
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern</i>									
1975 Dezember . .	66 540	17 410	22 820	6 580					
1976 Dezember . .	74 740	21 330	26 920	7 560					
1977 März	78 670	24 820	27 490	7 960					
Juni	82 770	27 910	28 540	8 400					
September . .	85 510	27 400	29 170	8 440					
Dezember . . .	91 630	29 060	33 300	8 930					
Verbindlichkeiten									
1968 Dezember . .	26 870	6 240	6 840	1 530	3 010	2 290	800	250	230
1969 Dezember . .	46 200	10 460	10 520	1 340	4 640	4 030	810	350	210
1970 Dezember . .	58 700	11 240	16 590 ¹	2 450	8 080	5 720	940	550	420
1971 Dezember . .	70 750	9 980	26 970	2 740	14 630	7 760	2 110	860	440
1972 Dezember . .	96 730	11 810	35 200	3 620	19 540	8 810	2 210	1 360	1 080
1973 Dezember I .	130 470	16 370	60 960	5 610	32 140	17 060	4 790	2 260	2 160
Dezember II ²	131 380	17 470	60 720	5 630	32 020	17 160	4 560	2 260	2 130
1974 Dezember I .	156 180	22 440	64 750	8 100	34 220	18 250	3 560	2 760	2 270
Dezember II ³	156 430	22 210	64 340	8 080	34 380	18 290	3 590	2 760	2 270
1975 Dezember . .	189 470	24 280	69 200	6 690	39 940	15 290	3 140	3 550	3 350
1976 März	189 330	25 310	70 940	7 690	40 330	15 010	3 780	3 630	3 420
Juni	196 140	26 250	69 740	8 000	38 160	15 790	3 730	3 620	3 160
September . .	203 300	27 630	74 680	8 500	41 540	15 960	3 920	3 580	3 100
Dezember . . .	230 040	29 550	80 610	8 970	47 230	15 880	3 980	3 530	3 220
1977 März	229 080	29 410	81 090	9 530	45 880	16 340	4 510	4 060	3 380
Juni	239 670	31 160	86 400	9 480	49 640	16 540	4 330	4 610	3 650
September . .	247 020	32 520	92 070	10 050	51 400	17 440	5 090	5 030	4 240
Dezember . . .	272 880	34 200	110 560	12 050	64 970	20 870	5 920	4 900	4 400
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern</i>									
1975 Dezember . .	58 170	9 400	19 760	3 210					
1976 Dezember . .	64 060	10 660	23 710	4 290					
1977 März	64 670	11 210	24 260	4 440					
Juni	66 030	11 380	24 600	4 620					
September . .	69 460	11 360	24 240	4 780					
Dezember . . .	74 620	12 080	29 590	5 330					

¹ Wegen der Aufnahme von Positionen in bestimmten Währungen, die in den Angaben früher nicht enthalten waren, hat sich 1970 die Zunahme der Forderungen um \$570 Mio. und die der Verbindlichkeiten um \$360 Mio. erhöht. ² Ab Dezember 1973 (Dezember II) enthalten die Angaben nicht mehr die Eurogeldmarktpositionen der BIZ (die bis dahin bei den Zahlen für die schweizerischen Banken berücksichtigt waren); andererseits wurden gewisse langfristige Positionen aufgenommen, die vorher nicht in die Meldungen einbezogen waren. ³ Einschließlich gewisser langfristiger Positionen, die von einigen Banken vorher nicht gemeldet worden waren, sowie einiger kleinerer statistisch bedingter Änderungen.

Die Dollarschwäche wirkt sich auch auf die Positionen der Banken in Landeswährung aus. Die erhöhte Auslandsnachfrage nach Dollarkrediten läßt die Auslandsforderungen der Banken in den USA steigen, während das erhöhte Angebot an Auslandseinlagen in den stabilen Währungen die auf Landeswährung lautenden Auslandsverbindlichkeiten der Banken in den Hartwährungsländern erhöht. So wuchs im vierten Quartal 1977 der Dollarwert der auf Landeswährung lautenden Auslandsverbindlichkeiten der Banken in Deutschland, Japan und Großbritannien um \$ 10,5 Mrd., wenn auch über \$ 3 Mrd. davon auf Bewertungseffekte zurückgingen. Zu weiteren bedeutenden Erhöhungen kam es während des ersten Quartals 1978.

Was den Beitrag der einzelnen Marktzentren zum Gesamtwachstum im Fremdwährungsgeschäft mit Gebietsfremden angeht, so entfiel auf die Banken in Großbritannien weniger als ein Drittel der gesamten Zunahme der Forderungen, so daß sich ihr Anteil an den ausstehenden Positionen von 45% Ende 1976 auf 42,5% verringerte. Diese Abnahme war die Folge der relativ geringen Zunahme auf den Auslandskonten der Londoner Tochtergesellschaften von US-Banken sowie des absoluten Rückgangs der Auslandsforderungen der Niederlassungen japanischer Banken in Großbritannien, die (aus Gründen, die auf Seite 106 dargestellt sind) ihre Forderungen gegenüber ihren Zentralen in Japan abbauten. Das Wachstum des Auslandsgeschäfts anderer Bankengruppen in London setzte sich in raschem Tempo fort.

Andererseits beschleunigte sich die Expansion des Geschäftsvolumens in Belgien-Luxemburg und Frankreich — den wichtigsten Eurogeldmarktzentren nach London —, wobei die Auslandsforderungen um 35 bzw. 30% wuchsen. Ein Teil dieser kräftigen Expansion erklärt sich aus der Tatsache, daß der relative Anteil von nicht in Dollar abgewickelten Eurogeldmarktgeschäften auf diesen Plätzen größer ist als in London. Besonders in Luxemburg, wo die Tochterinstitute deutscher Banken eine führende Rolle spielen, übersteigt nunmehr der Dollarwert der Bankenpositionen in D-Mark jene in Dollar.

Gemessen an der Wachstumsrate verzeichneten die Banken in Italien mit einer Zunahme von 43% oder \$ 6,5 Mrd. die bei weitem höchste Zuwachsrate der Auslandsverbindlichkeiten in Fremdwährungen. Der größte Teil dieser Verschuldung, die zweifellos durch die positivere Bewertung der Wirtschaftssituation Italiens durch den Markt erleichtert wurde, diente zu Ausleihungen in Fremdwährungen an italienische Firmen, während \$ 2,5 Mrd. wieder ans Ausland weiterverliehen wurden.

Was die Hartwährungsländer angeht, so schwächte sich trotz der umfangreichen Kapitalzuflüsse im Zusammenhang mit den Währungsunruhen im vierten Quartal des Jahres die Nettoauslandsgläubigerposition der deutschen Banken nicht ab, da diese gleichzeitig in umfangreichem Ausmaß Mittel exportierten. Das Wachstum des Dollarwertes ihrer Auslandsforderungen in Höhe von \$ 8,5 Mrd. resultierte vor allem aus einer Expansion ihrer langfristigen Ausleihungen — hauptsächlich in Landeswährung — um \$ 7,7 Mrd., während der Dollarwert der kurzfristigen Auslandsforderungen in D-Mark sogar um \$ 0,8 Mrd. abnahm. Von der Zunahme der Verbindlichkeiten der Banken um \$ 8,5 Mrd., die im letzten Quartal noch höher war als im Jahr insgesamt, lauteten \$ 7 Mrd. auf D-Mark und waren \$ 5,1 Mrd. kurzfristig angelegt.

Die Auslandspositionen der Schweizer Banken wurden kaum von den Währungsunruhen betroffen. Dank der offiziellen Abwehrmaßnahmen gegen Kapitalzuflüsse — wie dem Negativzins auf den Zuwachs der Auslandsverbindlichkeiten der Banken in Landeswährung — wiesen die Verbindlichkeiten der Banken in Schweizer Franken nach Abzug von Bewertungseffekten im Verlauf des Jahres keine Erhöhung auf. Die Schweizer Banken exportierten im Gegenteil weiterhin netto umfangreiche Gelder, wobei der Dollarwert ihrer Nettoauslandsforderungen in Fremd- und Landeswährung um \$5 Mrd. auf insgesamt \$13,9 Mrd. wuchs. Sogar nach Abzug der Bewertungseffekte deckten diese Kapitalexporte praktisch den massiven Leistungsbilanzüberschuß von \$3,7 Mrd. voll ab, so daß sie wesentlich zur Abschwächung des Aufwärtsdrucks auf den Schweizer Franken beitrugen. Im vierten Quartal des Jahres erhöhten sich die Bruttoauslandsverbindlichkeiten der Banken in Fremdwährungen teilweise im Zusammenhang mit den üblichen Jahresendoperationen erheblich. Da aber auch ihre Fremdwährungsforderungen stark zunahmen, machte ihre Nettokreditaufnahme im Ausland mit \$0,4 Mrd. nur einen Bruchteil des im vierten Quartal 1976 verzeichneten Betrages aus. Im ersten Quartal 1978 setzten die Banken ihre umfangreichen Geldexporte fort.

Um zum Gesamtbild zurückzukehren: Bereinigt um die Doppelzählungen dürfte sich das ausstehende Volumen der von den berichtenden europäischen Banken gewährten Eurokredite 1977 um \$53 Mrd. auf einen Gesamtbetrag von etwa \$300 Mrd. erhöht haben, nachdem es 1976 um \$42 Mrd. gewachsen war. Diese Beschleunigung war allein durch die starke Expansion der Geschäfte innerhalb des europäischen Berichtsgebiets selbst bedingt; sowohl die Neuausleihungen aus dem Gebiet wie die Zuflüsse von neuen Mitteln in dieses Gebiet verlangsamten sich.

Die Beanspruchung neuer Mittel durch das Berichtsgebiet stieg von etwa \$11,5 Mrd. im Jahre 1976 auf nahezu 25 Mrd. Die Direktausleihungen an den Nichtbankensektor nahmen um \$18,4 Mrd. oder 36% zu. Als größter Kreditnehmer erwiesen sich — was vielleicht etwas überraschend ist — die deutschen Nichtbanken, die nahezu \$5,5 Mrd. hauptsächlich in Deutschen Mark von Banken im Ausland, besonders von den Luxemburger Niederlassungen der deutschen Banken, beanspruchten. Diese Kapitalaufnahme war vorwiegend durch die niedrigen Kosten von Eurokrediten motiviert und wurde besonders gegen Jahresende attraktiv, als die Ereignisse auf den Devisenmärkten einen starken Abwärtsdruck auf die Euro-DM-Zinssätze ausübten. Der italienische Nichtbankensektor erhielt hauptsächlich von Banken in Italien \$4,3 Mrd. an Fremdwährungskrediten, wovon ein großer Teil durch die heimischen Beschränkungen für Lira-Kredite und Devisenbestimmungen bei der Finanzierung von Exporten und Importen motiviert war. Die anderen bedeutenden Nachfrager nach Eurogeldmarktkrediten im europäischen Berichtsgebiet waren die Nichtbankensektoren Großbritanniens (\$3 Mrd.) und Frankreichs (\$2 Mrd.). Das Aufkommen an neuen Mitteln im Berichtsgebiet erhöhte sich um rund \$22 Mrd. und damit um etwa \$3 Mrd. weniger als die Summe der dorthin ausgeliehenen Gelder, so daß die berichtenden europäischen Länder 1977 als Nettoverwender von Eurogeldmarktmitteln auftraten.

Die Forderungen an die Zehnergruppenländer außerhalb des Berichtsgebiets veränderten sich per saldo wenig; Zunahmen um \$2,8 und 1 Mrd. gegenüber den

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen

			1975 Dez.	1976 Dez.	1977			
					März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Belgien-Luxemburg	Forderungen	Landeswährung	1 720	2 440	2 460	2 490	2 710	3 180
		Fremdwährungen	39 070	49 420	51 070	52 910	57 420	66 950
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 650	3 350	3 490	3 940	4 430	4 360
		Fremdwährungen	37 860	47 530	48 980	50 990	55 840	65 470
Deutschland (BR)	Forderungen	Landeswährung	21 010	25 900	24 800	27 080	26 930	31 450
		Fremdwährungen	10 640	14 330	12 930	13 360	14 050	17 280
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	13 620	17 380	16 300	17 680	18 190	24 330
		Fremdwährungen	9 310	13 730	11 450	11 620	12 320	15 230
Frankreich	Forderungen	Landeswährung	1 180	1 450	1 490	1 770	1 990	2 080
		Fremdwährungen	39 020	47 990	47 370	49 690	51 500	62 210
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	4 370	3 810	3 980	4 350	4 750	4 500
		Fremdwährungen	38 110	48 660	48 930	51 180	52 970	62 970
Großbritannien	Forderungen	Landeswährung	1 700	1 800	1 720	1 820	1 940	2 080
		Fremdwährungen	118 240	138 000	138 510	144 770	149 490	159 210
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	9 240	7 130	7 600	8 080	8 840	11 100
		Fremdwährungen	128 210	148 620	150 730	155 810	161 190	171 380
Italien	Forderungen	Landeswährung	440	260	300	200	270	300
		Fremdwährungen	14 980	12 290	10 580	9 580	10 540	14 780
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 620	1 420	1 530	1 610	1 630	1 540
		Fremdwährungen	15 040	14 950	14 580	16 460	16 960	21 520
Niederlande	Forderungen	Landeswährung	3 460	4 170	4 180	5 000	5 260	5 240
		Fremdwährungen	17 350	22 000	21 100	23 390	22 970	27 180
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 150	4 080	4 030	4 570	4 670	5 100
		Fremdwährungen	16 370	19 580	18 450	21 290	21 600	25 470
Schweden	Forderungen	Landeswährung	570	810	870	1 110	970	930
		Fremdwährungen	2 570	2 920	2 980	2 950	2 930	3 180
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	580	670	590	750	630	580
		Fremdwährungen	1 750	2 290	2 670	2 870	3 050	3 410
Schweiz	Forderungen	Landeswährung	9 070	10 870	11 730	12 990	14 160	14 500
		Fremdwährungen	16 260	16 370	19 250	20 080	20 200	23 010
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	4 630	5 060	4 560	4 640	4 960	5 650
		Fremdwährungen	12 020	15 290	14 380	15 850	15 160	18 010
Zusammen	Forderungen	Landeswährung	39 150	47 700	47 530	52 460	54 230	59 760
		Fremdwährungen	258 130	305 320	303 790	316 930	329 100	373 800
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	38 860	42 900	42 050	45 620	48 100	57 160
		Fremdwährungen	258 670	310 650	310 170	326 070	339 090	383 440
Japan	Forderungen	Landeswährung	1 530	2 080	2 280	2 380	2 820	3 550
		Fremdwährungen	18 830	19 560	19 760	16 790	16 580	18 140
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 480	1 980	1 910	1 960	2 020	4 110
		Fremdwährungen	25 210	27 160	27 880	24 410	23 610	24 470
Kanada	Forderungen	Landeswährung	460	460	440	420	440	440
		Fremdwährungen	13 390	16 830	17 740	16 900	18 050	17 720
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 010	1 960	1 880	2 190	2 030	2 220
		Fremdwährungen	12 070	14 520	15 260	15 560	16 380	16 700
USA ¹	Forderungen	Landeswährung	58 310	79 340	75 370	80 040	81 760	90 200
		Fremdwährungen	1 460	1 790	2 090	1 980	1 970	2 360
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	58 180	69 910	63 710	70 970	73 320	77 330
		Fremdwährungen	560	780	930	750	820	930
US-Banken-niederlassungen an den Offshore-Finanzplätzen ²	Forderungen	Fremdwährungen ³	51 090	74 930	77 990	84 310	87 430	91 280
	Verbindlichkeiten	Fremdwährungen ³	50 960	74 080	77 910	84 230	87 600	92 050

¹ Ohne US-Schatzwechsel und Zertifikate, die für Gebietsfremde verwahrt werden. ² Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. Ab September 1977 enthalten diese Zahlen auch die Niederlassungen von US-Banken im Libanon; die entsprechenden Beträge sind jedoch sehr gering. ³ Einschließlich geringer Beträge in Landeswährungen.

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Dollar und andere Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen

			1975 Dez.	1976 Dez.	1977			
					März	Juni	Sept.	Dez.
Millionen US-Dollar								
Belgien- Luxemburg	Forde- rungen	US-Dollar	18 670	25 020	25 770	26 760	29 090	33 080
		Andere Fremdwährungen	20 400	24 400	25 300	26 150	28 330	33 870
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	17 960	22 950	23 510	24 870	27 580	31 760
		Andere Fremdwährungen	19 900	24 580	25 470	26 120	28 260	33 710
Deutschland (BR)	Forde- rungen	US-Dollar	7 700	10 570	9 420	9 680	10 240	12 710
		Andere Fremdwährungen	2 940	3 760	3 510	3 680	3 810	4 570
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	7 400	11 290	9 120	9 370	9 750	12 380
		Andere Fremdwährungen	1 910	2 440	2 330	2 250	2 570	2 850
Frankreich	Forde- rungen	US-Dollar	29 690	36 180	35 920	37 030	38 320	45 160
		Andere Fremdwährungen	9 330	11 810	11 450	12 860	13 180	17 050
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	27 000	36 050	37 040	37 930	38 620	44 430
		Andere Fremdwährungen	11 110	12 610	11 890	13 250	14 350	18 540
Groß- britannien	Forde- rungen	US-Dollar	96 940	112 580	113 230	117 490	121 510	125 810
		Andere Fremdwährungen	21 300	25 420	25 280	27 280	27 980	33 400
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	104 170	122 480	124 160	126 880	130 730	136 590
		Andere Fremdwährungen	24 040	26 140	26 570	28 930	30 460	34 770
Italien	Forde- rungen	US-Dollar	12 100	9 590	8 120	7 220	7 850	11 480
		Andere Fremdwährungen	2 880	2 700	2 460	2 360	2 690	3 300
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	11 830	11 660	11 290	12 830	13 240	17 010
		Andere Fremdwährungen	3 210	3 290	3 290	3 630	3 720	4 510
Niederlande	Forde- rungen	US-Dollar	10 400	13 920	13 580	15 160	13 910	15 150
		Andere Fremdwährungen	6 950	8 080	7 520	8 230	9 060	12 030
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	10 670	12 390	11 300	13 690	13 730	15 460
		Andere Fremdwährungen	5 700	7 190	7 150	7 600	7 870	10 010
Schweden	Forde- rungen	US-Dollar	1 790	2 040	2 050	1 930	2 020	1 970
		Andere Fremdwährungen	780	880	930	1 020	910	1 210
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	1 020	1 420	1 720	1 850	1 930	2 120
		Andere Fremdwährungen	730	870	950	1 020	1 120	1 290
Schweiz	Forde- rungen	US-Dollar	12 890	14 120	14 770	15 690	15 730	17 070
		Andere Fremdwährungen	3 370	4 250	4 480	4 390	4 470	5 940
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	9 420	11 800	10 940	12 250	11 440	13 130
		Andere Fremdwährungen	2 600	3 490	3 440	3 600	3 720	4 880
Zusammen	Forde- rungen	US-Dollar	190 180	224 020	222 860	230 960	238 670	262 430
		Andere Fremdwährungen	67 950	81 300	80 930	85 970	90 430	111 370
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	189 470	230 040	229 080	239 670	247 020	272 880
		Andere Fremdwährungen	69 200	80 610	81 090	86 400	92 070	110 560
Japan	Forde- rungen	US-Dollar	16 960	17 530	17 790	14 900	14 670	15 930
		Andere Fremdwährungen	1 870	2 030	1 970	1 890	1 910	2 210
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	24 340	26 200	26 970	23 620	22 800	23 360
		Andere Fremdwährungen	870	960	910	790	810	1 110
Kanada	Forde- rungen	US-Dollar	12 640	15 890	16 680	15 980	17 070	16 480
		Andere Fremdwährungen	750	940	1 060	920	980	1 240
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	11 560	13 880	14 490	14 890	15 660	15 860
		Andere Fremdwährungen	510	640	770	670	720	840
US-Banken- niederlas- sungen an den Off- shore Fi- nanzplätzen ¹	Forde- rungen	Alle Fremdwährungen ²	51 090	74 930	77 990	84 310	87 430	91 280
	Verbind- lichkeiten	Alle Fremdwährungen ²	50 960	74 080	77 910	84 230	87 600	92 050

¹ Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. Ab September 1977 enthalten diese Zahlen auch die Offshore-Niederlassungen von US-Banken im Libanon; die entsprechenden Beträge sind jedoch sehr gering. ² Einschließlich geringer Beträge in Landeswährungen.

Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)

Monatsende	Europäisches Berichtsgebiet		USA	Japan und Kana- da	Son- stige ent- wickel- te Län- der	Ost- euro- pa ²	Off- shore- Fi- nanz- plätze ⁴	Öl- aus- fuhr- länder ⁵	Ent- wick- lungs- länder	Nicht aufteil- bar ⁶	Ins- ge- samt
	Ins- ge- samt ¹	dar- unter Nicht- banken ²									
Milliarden US-Dollar											
Verwendung											
1974 Dez. . . .	61,5	41,3	18,2	18,2	20,4	10,1	26,7	3,5	15,7	2,7	177,0
1975 Dez. . . .	63,0	43,6	16,5	20,2	25,8	15,9	35,6	5,3	19,5	3,2	205,0
1976 März . . .	65,0	44,4	16,0	22,4	26,3	17,4	35,0	6,0	19,9	3,0	211,0
Juni	64,4	45,1	16,8	22,6	27,8	18,5	38,1	6,9	21,3	2,6	219,0
Sept. . . .	68,2	48,3	17,6	22,9	30,1	19,6	38,4	8,1	22,5	2,6	230,0
Dez. . . .	74,4	51,5	18,2	21,6	33,0	20,8	40,8	9,6	24,7	3,9	247,0
1977 März . . .	78,7	56,3	17,8	21,8	34,0	20,2	42,1	11,2	24,7	4,5	255,0
Juni	85,4	61,8	18,9	18,8	35,5	21,4	44,3	12,7	25,5	4,5	267,0
Sept. . . .	88,3	63,1	20,4	18,4	38,9	22,1	43,5	13,6	27,1	4,7	277,0
Dez. . . .	99,2	69,9	21,0	18,7	42,6	23,8	43,7	15,6	30,0	5,4	300,0
Herkunft											
1974 Dez. . . .	67,8	37,1	11,9	8,7	18,5	5,1	17,8	29,1	15,5	2,6	177,0
1975 Dez. . . .	79,5	39,2	15,4	8,3	19,9	5,4	21,8	34,6	16,2	3,9	205,0
1976 März . . .	82,0	40,7	15,0	9,0	20,6	5,0	24,1	34,4	16,5	4,4	211,0
Juni	81,2	41,8	17,4	9,8	19,3	5,2	28,8	37,4	17,1	4,8	219,0
Sept. . . .	84,3	43,5	17,4	10,0	20,6	5,3	27,0	41,1	18,9	5,4	230,0
Dez. . . .	86,7	45,5	18,8	10,5	21,3	6,4	30,1	45,2	21,3	6,7	247,0
1977 März . . .	91,7	47,0	19,4	10,5	19,8	4,7	29,6	47,8	23,4	8,1	255,0
Juni	97,5	48,7	23,3	8,2	19,7	4,5	31,0	51,1	24,8	6,9	267,0
Sept. . . .	98,7	50,1	23,7	7,8	23,3	4,9	30,9	52,0	26,8	8,9	277,0
Dez. . . .	108,6	54,9	24,9	8,4	26,6	6,4	33,2	54,0	29,5	8,4	300,0

¹a) „Verwendung“: auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Banken 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 Auf der Herkunftsseite auch Treuhandgelder, insoweit von den schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsgebiets weitergegeben und insoweit nicht von den schweizerischen Banken selbst als Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken außerhalb des Berichtsgebiets gemeldet. ³ Außer Positionen von in der Bundesrepublik Deutschland gelegenen Banken gegenüber der Deutschen Demokratischen Republik. ⁴ Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur und Westindien. ⁵ Algerien, Bahrain, Brunei, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Trinidad und Tobago, Venezuela und die Vereinigten Arabischen Emirate. ⁶ Einschließlich Positionen gegenüber internationalen Institutionen mit Ausnahme der BIZ.

USA bzw. Kanada wurden durch eine Verringerung der Forderungen gegenüber Japan um \$3,9 Mrd. ausgeglichen. Auf der Herkunftsseite des Marktes kam es freilich zu einem kräftigen Zufluß an neuen Mitteln aus den USA in Höhe von \$6,1 Mrd.; zu diesem Betrag muß ein beträchtlicher Teil der von den berichtenden Banken gegenüber den Offshore-Zentren verzeichneten Erhöhung der Verbindlichkeiten um \$3,1 Mrd. hinzugerechnet werden, da diese Zentren im großen Ausmaß als Zwischenstation für Gelder aus den USA dienen.

In der Veränderung der Positionen der berichtenden Banken gegenüber Ländern außerhalb der Zehnergruppe schlug sich sehr deutlich die jeweilige Zahlungsbilanzentwicklung nieder. Die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer traten 1977 am Euromarkt als Nettoanbieter von neuen Mitteln auf, wobei ihre Neueinlagen in Höhe von \$8,2 Mrd. ihre Kreditaufnahmen um nahezu \$3 Mrd. überstiegen. Umgekehrt schrumpfte im letzten Jahr das Nettoaufkommen neuer OPEC-Mittel auf dem Eurogeldmarkt von \$6,3 Mrd. im Jahre 1976 auf 2,8 Mrd., da sich die Kreditvergabe an OPEC-Länder beschleunigte, während die aus diesen Ländern erhaltenen Einlagen langsamer wuchsen. Die osteuropäischen Länder verringerten

ihren Rückgriff auf Eurogeldmarktkredite von fast \$ 5 Mrd. im Jahre 1976 auf 3 Mrd. Die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz erhöhten ihre Kreditaufnahme von \$ 7,2 auf 9,6 Mrd., die aus diesen Ländern erhaltenen Neueinlagen weiteten sich aber noch stärker von \$ 1,4 auf 5,3 Mrd. aus.

Die Entwicklung auf den Märkten außerhalb Europas

Eine bemerkenswerte Entwicklung im vergangenen Jahr war die ausgeprägte Verlangsamung der Auslandsausleihungen der Banken in den USA und ihrer Niederlassungen an den Offshore-Finanzplätzen. Die Auslandsforderungen der Muttergesellschaften und der Niederlassungen erhöhten sich im vergangenen Jahr um nur \$ 11,4 bzw. 16,4 Mrd., während sie 1976 um \$ 21,4 bzw. 23,8 Mrd. gewachsen waren. Die Abschwächung war, wenn man die Auslandsforderungen der Muttergesellschaften und Niederlassungen um die zwischen den USA und den Offshore-Finanzzentren bestehenden Positionen bereinigt, sogar noch ausgeprägter, nämlich von etwa \$ 30 Mrd. im Jahre 1976 auf 15 Mrd.

Der wesentlichste Faktor für diese verringerte Aktivität war ein Rückgang der neu gewährten Kredite an die Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen von knapp über \$ 11 Mrd. im Jahre 1976 auf rund 4 Mrd. im Jahre 1977. Wie bereits erwähnt, dürften die Besorgnis in den USA über das Ausmaß der Risiken, dem die US-Banken im Auslandsgeschäft ausgesetzt sind, der Druck auf die Zinsmargen der Banken und die geringere Kreditnachfrage von seiten einiger großer lateinamerikanischer Länder die wichtigsten Ursachen für diese Entwicklung gewesen sein. Darüber hinaus schwächte sich die Zunahme der Forderungen gegenüber den anderen Zehnergruppenländern recht stark von \$ 9,2 auf 4,6 Mrd. ab, was teilweise auf den geringeren Refinanzierungsbedarf der US-Bankenniederlassungen in diesen Ländern zurückzuführen war. Andererseits hielten sich die Neuausleihungen an die Ölexportländer mit \$ 3,7 gegen 4,5 Mrd. im Jahre 1976 relativ gut.

1976 hatten die kanadischen Banken ihre Auslandsforderungen um \$ 3,4 bzw. 1 Mrd. nach Abzug der Zunahme ihrer Verbindlichkeiten aufgestockt. Dieser Abfluß hatte zum Ausgleich des Zahlungsbilanzüberschusses, der sich aus dem sehr umfangreichen Volumen der von kanadischen Gebietsansässigen aufgelegten Auslandsanleihen ergeben hatte, beigetragen. Demgegenüber gingen 1977 eine Schrumpfung des Emissionsvolumens kanadischer Auslandsanleihen sowie ein neuentstandenes Zahlungsbilanzdefizit mit einer Verlangsamung der von kanadischen Banken neu vergebenen Auslandskredite auf \$ 0,9 Mrd. einher, während ihre Auslandsverbindlichkeiten ebenso schnell wuchsen wie 1976.

Japan war das einzige Berichtsland, wo sowohl die Bruttoauslandsforderungen wie die -verbindlichkeiten in Fremdwährungen abnahmen, und zwar um \$ 2,7 bzw. 1,4 Mrd. Diese Entwicklung beruhte auf einer allmählichen Verlagerung der Außenhandelsfinanzierung auf den Yen und auf einem neuen Mindestreservesoll für Verbindlichkeiten in Fremdwährungen (vgl. Seite 106). Die Verringerung der Nettoauslandsverschuldung der Banken in Fremdwährungen wurde jedoch teilweise ausgeglichen durch ein Umschlagen ihrer Auslandsposition in Yen von Nettoforderungen in Nettoverbindlichkeiten, was auf ein starkes Anwachsen der freien Yen-Einlagen Gebietsfremder im Zusammenhang mit den im vierten Quartal aufgetretenen

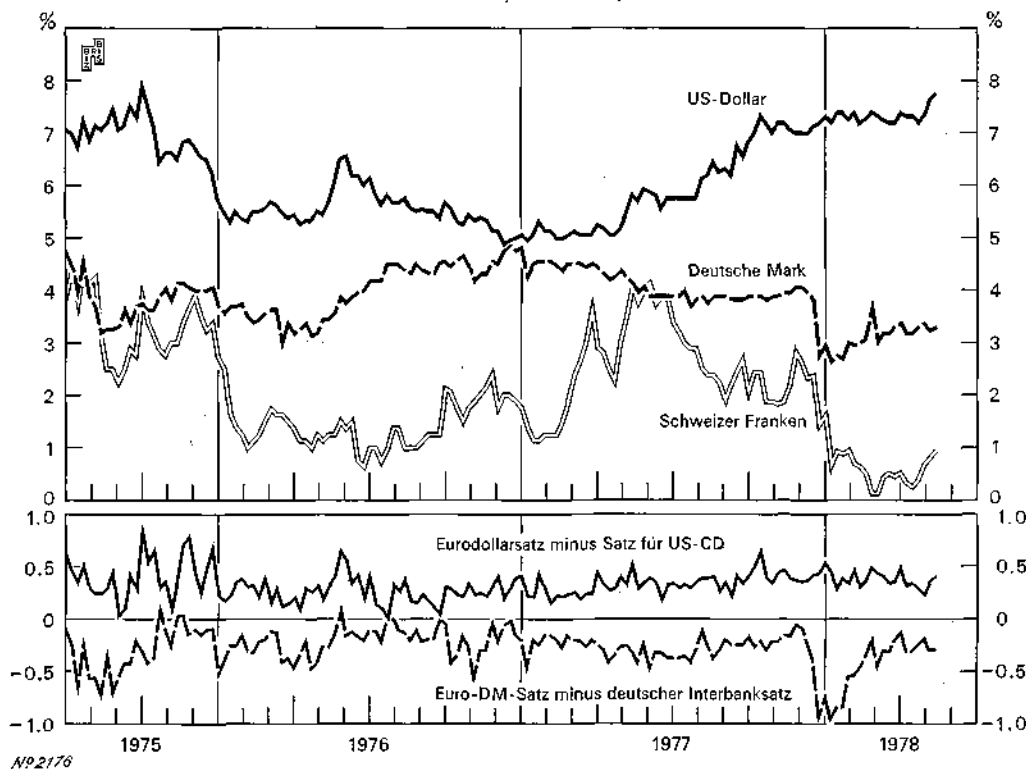
Währungsunruhen zurückzuführen war. Diese Zuflüsse ließen zusammen mit einigen Bewertungseffekten den Dollarwert der Yen-Auslandsverbindlichkeiten der Banken von \$ 2 Mrd. Ende September auf 4,1 Mrd. drei Monate später hinaufschnellen. Obwohl der Zuwachs dieser Verbindlichkeiten im November mit einer Reserveverbindlichkeit von 50% belegt wurde, hielt der Zustrom auch Anfang 1978 sehr stark an; Ende März hatten diese Einlagen daher ein Niveau erreicht, das fast viermal so hoch war wie sechs Monate zuvor.

Die Entwicklung der Zinssätze

Das vergangene Jahr war von einer erheblichen Veränderung der Zinsstruktur am Eurogeldmarkt geprägt. Während die Sätze für Eurodollareinlagen gemeinsam mit den Zinssätzen in den USA nach oben tendierten, trugen die Zahlungsbilanzentwicklung und der Druck auf die Wechselkurse zu einem Nachgeben der Zinsen bei der Euro-DM und dem Euroschweizerfranken bei.

Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und ihr Abstand zu den Inlandszinsen

Mittwochswerte, in Prozent p.a.



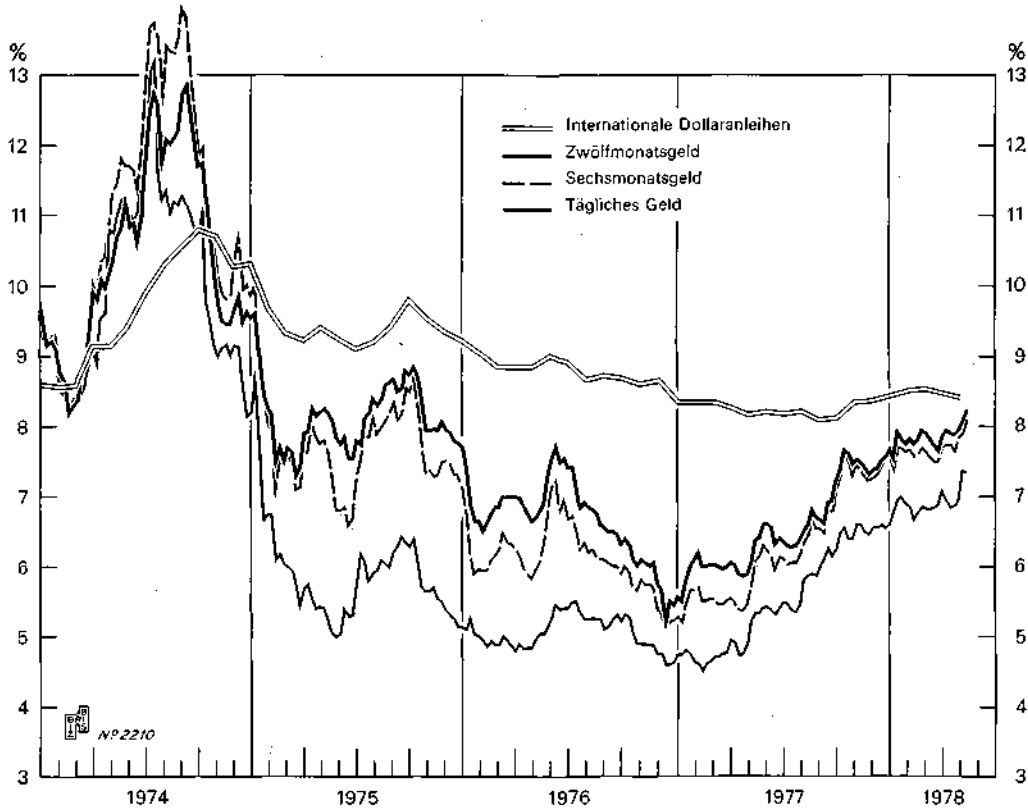
NO 2176

Zu Beginn des Jahres 1977 lagen die Sätze für Dreimonats-Eurodollareinlagen bei rund 5%, ihrem niedrigsten Stand seit Juni 1972. Damit unterschritten sie den Satz für Zwölfmonatsgeld um 1 Prozentpunkt und die Rendite für Eurodollaranleihen um 3½ Prozentpunkte. In der ungewöhnlich steilen Renditenkurve spiegelten sich Befürchtungen über eine erneute Versteifung der Geldmarktkonditionen

in den USA wider. Als diese dann vom Frühjahr an tatsächlich eintraf, stiegen die Eurodollarsätze allmählich bis Mitte Oktober auf rund $7\frac{1}{4}\%$ und stabilisierten sich dann etwa auf diesem Niveau. Im Gegensatz zu Anfang 1973, als die Schwäche des Dollars zu einer starken Erhöhung des Aufschlags auf Eurodollarsätze gegenüber vergleichbaren Zinssätzen in den USA geführt hatte, blieb während der ausgeprägten Turbulenzen an den Devisenmärkten Ende 1977 und Anfang 1978 das Aufgeld auf die Sätze für dreimonatige Eurodollar gegenüber vergleichbaren Sätzen für Depositenzertifikate in den USA zumeist innerhalb der normalen Spanne von $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt. Offensichtlich genügten selbst sehr geringe Veränderungen im Zinsabstand, um den für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage bei Eurodollar notwendigen Mittelzufluß aus den USA auszulösen.

Der Einfluß der Währungsunruhen auf die Einlagenzinsen am Eurogeldmarkt zeigte sich bei der D-Mark und dem Schweizer Franken sehr viel deutlicher. Nachdem

Dollarzinssätze am Eurogeld- und Euroanleihemarkt
Monatsendsätze bzw. Wochendurchschnitte



die Euro-DM-Sätze im Frühjahr leicht zurückgegangen waren, blieben sie ziemlich stabil, bis im Dezember der sich verstärkende Druck am Devisenmarkt und die in Deutschland eingeleiteten Kapitalabwehrmaßnahmen den Dreimonatssatz für Euro-DM um $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte zurückgehen ließen. Dementsprechend weitete sich sein Abschlag auf vergleichbare Inlandssätze in Deutschland zeitweise auf fast

1 Prozentpunkt aus, während sich die ungedeckte Renditendifferenz zwischen Euro-dollar und Euro-DM auf über 4 Prozentpunkte und damit ihren höchsten Stand seit Herbst 1975 vergrößerte.

Die Sätze für Euroschweizerfranken wiesen in den ersten Monaten von 1977 eine sehr viel geringere Stabilität auf als die für Euro-DM. Eine zeitweilige Verschärfung der inländischen Geldmarktbedingungen, die durch ein Nachlassen des Aufwärtsdrucks auf den Schweizer Franken erleichtert wurde, ließ die Sätze für kurzfristige Euroschweizerfranken von $1\frac{1}{4}\%$ zu Beginn des Jahres auf 4% Mitte Mai steigen. Danach führte jedoch die erneute Aufwärtsbewegung des Schweizer Franken wieder zu einem Rückgang der Zinssätze, wobei die Sätze für dreimonatige Euroschweizerfranken bis zum Jahresende auf etwa $1\frac{1}{2}\%$ zurückgegangen waren. Im Gegensatz zum Euro-DM-Sektor, wo in der Folge eine gewisse Anpassung nach oben erfolgte, setzte sich die Abwärtsbewegung anfangs 1978 fort, und als Ende Februar die schweizerischen Bestimmungen zur Abwehr von Geldzuflüssen weiter verschärft wurden, glitten die Sätze für Euroschweizerfranken zeitweise bis auf nahezu Null ab.

Die internationalen Anleihemärkte

Trotz des ausgeprägten Rückgangs der Auslandsbegehungen in den USA und der Schweiz sowie der Währungsunruhen im späteren Jahresverlauf erreichten die gesamten Emissionen internationaler Anleihen 1977 den neuen Rekordbetrag von \$35 Mrd., der noch etwas höher war als 1976. Zum erstenmal seit der Aufhebung der die Kapitalabflüsse betreffenden Kontrollmaßnahmen in den USA im Januar 1974 übertraf die Begebung von Euroanleihen mit einem um 26% auf \$19,4 Mrd. gestiegenen Gesamtvolumen die traditionellen Auslandsanleihen auf den inländischen Märkten. Wie in den beiden vorangegangenen Jahren profitierte der Euroanleihemarkt von einer reichlichen Liquidität, die der schwachen Inlandsnachfrage nach Krediten in den großen Industrieländern und der zunehmenden Ernüchterung an den Aktienmärkten zuzuschreiben war. Darüber hinaus wurden wachsende Beträge aus der Verzinsung und der Tilgung früherer Emissionen am Markt neu angelegt.

Das durch ein zunehmendes Interesse der institutionellen Anleger noch zusätzlich gespeiste reichliche Mittelangebot wirkte sich besonders deutlich während der ersten neun Monate des Jahres auf dem Dollarsektor aus, als die Schuldner trotz steigender kurzfristiger Zinssätze in den USA und erster Anzeichen einer Dollarschwäche große Beträge zu sogar noch günstigeren Bedingungen als vorher aufnehmen konnten. Die Zinssätze gaben wiederum etwas nach, und die durchschnittliche Laufzeit verlängerte sich von etwa acht Jahren 1976 auf fast zehn Jahre. Trotz eines beträchtlichen Interesses für DM-Anleihen kam der Dollar immer noch für nahezu zwei Drittel der Neuemissionen am Euroanleihemarkt auf.

Im Oktober änderte sich diese Situation sehr schnell, als die Nachfrage nach Dollaranleihen auf den zunehmenden Kursrutsch des Dollars und den weiteren Anstieg der Zinssätze in den USA mit einer ausgeprägten Abkühlung reagierte. Die Anleger wandten sich zunehmend Papieren in anderen Währungen zu, besonders DM-Anleihen, deren Anteil am gesamten Emissionsvolumen der Euroanleihen von

Internationale Anleihen¹

Anleihe-schuldner	Jahr	Euroanleihen				Auslandsanleihen			
		Ins-gesamt	davon			Ins-gesamt	davon		
			US-Dollar	Deutsche Mark	nicht-öffentlich		in den USA	in der Schweiz	nicht-öffentlich
Millionen US-Dollar									
Westeuropa	1975	4 880	1 350	1 770	1 760	3 150	850	1 760	1 670
	1976	5 740	3 830	1 330	1 070	5 110	1 240	3 370	2 960
	1977	8 950	5 690	2 710	1 800	4 420	1 230	2 610	2 270
Kanada	1975	1 150	610	—	320	3 410	3 110	280	830
	1976	3 000	1 570	40	150	6 080	5 720	370	4 060
	1977	1 950	980	410	60	3 260	2 900	270	1 660
USA	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
	1976	410	400	—	120	30	—	—	30
	1977	1 310	1 210	10	450	240	—	40	200
Sonstige entwickelte Länder ²	1975	2 230	1 350	700	650	1 030	380	600	670
	1976	2 060	1 500	510	300	1 500	710	790	680
	1977	2 090	1 470	580	330	1 430	670	640	490
Übrige Länder ³ . . .	1975	440	230	80	120	550	460	20	230
	1976	1 060	450	270	180	910	690	120	210
	1977	2 600	1 000	1 150	440	1 530	820	330	360
Internationale Institutionen . . .	1975	1 510	1 060	340	860	4 020	1 980	670	1 360
	1976	3 100	2 250	670	1 890	5 300	2 270	790	1 960
	1977	2 450	1 950	240	850	4 730	1 960	810	1 660
Insgesamt begeben Anleihen . . .	1975	10 520	4 820	3 100	3 790	12 300	6 850	3 530	4 880
	1976	15 370	10 000	2 820	3 710	18 930	10 630	5 440	9 900
	1977	19 350	12 300	5 100	3 930	15 610	7 580	4 700	6 640

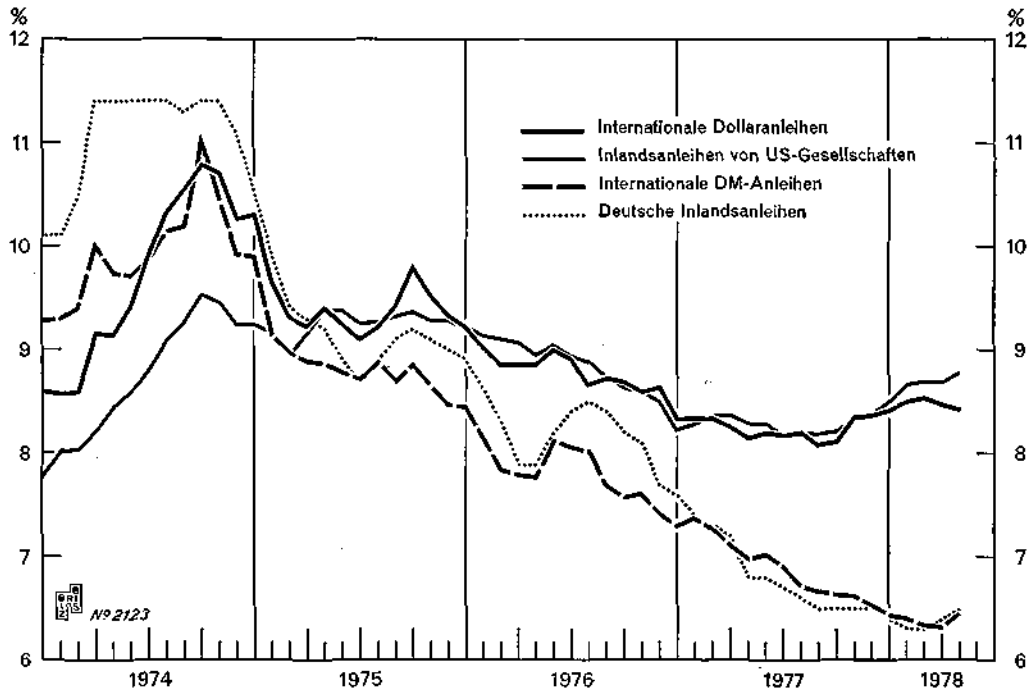
Anmerkung: Die Gesamtbeträge des Jahres 1975 enthalten Revisionen, die nicht auf die einzelnen Währungen und Märkte aufgeteilt worden sind.

¹ Nach Angaben von Weltbank und OECD. ² Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika. ³ Einschließlich der osteuropäischen Länder.

23 % im Quartalsdurchschnitt der ersten neun Monate auf 39 % im letzten Vierteljahr emporschnellte, während derjenige des Dollars auf 50 % schrumpfte. Die kräftige Nachfrage nach DM-Anleihen führte zu einer anhaltenden Auflockerung der Emissionsbedingungen in diesem Sektor, während im Dollarbereich eine gewisse Versteifung eintrat. Die Nachfrage nach Nichtdollaremissionen wurde auch dadurch befriedigt, daß der Eurosterlingmarkt wieder für Begebungen offen war. Die Aktivitäten in den anderen Marktbereichen blieben schwach, allerdings wurden einige auf arabische Währungen lautende Emissionen innerhalb der OPEC-Länder untergebracht.

Im gesamten Jahr blieb freilich der Dollar die dominierende Währung; mit 64 % der Euroanleihen entfielen auf ihn nur geringfügig weniger Begebungen als 1976, während die Deutsche Mark ihren Anteil von 18 auf 26 % steigerte. Der Anteil des kanadischen Dollars sackte von 9½ auf 3½ % ab, wobei auch seine Schwäche auf den Devisenmärkten eine Rolle spielte; da das Gewicht der anderen Währungen sehr bescheiden blieb, rangierte er aber weiterhin an dritter Stelle. Yen-Anleihen, die erstmals im April 1977 eingeführt worden waren, fielen zahlenmäßig nur wenig ins Gewicht; es wurden lediglich zwei Anleihen begeben — möglicherweise wegen der weiterhin ablehnenden Haltung der japanischen Behörden gegenüber einer größeren internationalen Rolle des Yen.

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



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

Die Aufwärtsbewegung der Eurodollareinlagensätze sowie eine durch die Devisenmarktereignisse veranlaßte Anpassung der Anlagestruktur regten die Geschäftstätigkeit auf den Sekundärmärkten an, wo der Umsatz auf Rekordhöhen empor-schnellte. Obwohl wegen des Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze zeitweilig von Schwierigkeiten bei der Unterbringung großer Beträge an Dollarpapieren berichtet wurde, hielt der Rückgang der Renditen für Eurodollaranleihen bis zum August an, als ein Niveau erreicht war, das sogar etwas unter der Verzinsung von vergleichbaren inländischen US-Wertpapieren lag. Der Abstand zwischen den Renditen für Eurodollaranleihen und den Dreimonatssätzen für zwischen den Banken gehandelte Eurodollar verkleinerte sich infolgedessen von $3\frac{1}{4}$ Prozentpunkten zu Beginn des Jahres auf rund $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte im September, ohne daß die Nachfrage nach Eurodollaranleihen dadurch beeinträchtigt worden wäre. Im Oktober begann jedoch die Wechselkursschwäche des Dollars die Marktbedingungen zu verschlechtern. Mit dem abklingenden Interesse der Anleger an Dollaranleihen begannen die Renditen wieder zu steigen; am Jahresende lagen sie mit rund $8\frac{1}{2}\%$ um etwa $\frac{3}{8}$ Prozentpunkte über ihrem im August erreichten Tiefpunkt. Dagegen hielt die Abwärtsbewegung der Renditen für DM-Anleihen das ganze Jahr hindurch an. Anfang 1978 lagen sie bei rund $6\frac{3}{8}\%$ und damit fast 1 Prozentpunkt niedriger als ein Jahr zuvor. Da die kurzfristigen Euro-DM-Sätze ebenfalls nachgaben, flachte sich die Renditenkurve nicht ab; der Abstand zwischen den Zinsen für auf D-Mark lautende Euroanleihen und den Sätzen für dreimonatige Eurogeldmarkteinlagen hielt sich innerhalb eines Spielraums von $2,5-3,5\%$.

Das Volumen der Auslandsanleihen auf den Inlandsmärkten verringerte sich von \$18,9 Mrd. im Jahre 1976 auf 15,6 Mrd. im vergangenen Jahr. In den USA, wo sich die Begebung von Auslandsanleihen auf \$7,6 gegenüber 10,6 Mrd. im Jahr 1976 belief, nahmen kanadische Körperschaften aus in der Entwicklung des Wechselkurses und der Zinssätze liegenden Gründen um 46% weniger Mittel auf. In der Schweiz war die Abnahme von \$5,4 Mrd. im Jahre 1976 auf 4,7 Mrd. im Jahre 1977 ausschließlich auf eine Abschwächung der privaten Plazierungen zurückzuführen, wobei es zwischen Mai und September, als sich die monetären Bedingungen im Inland zeitweilig verschärften, zu keinen größeren Verschuldungstransaktionen kam. Als sich jedoch im Herbst der Schweizer Franken auf den Devisenmärkten befestigte und die daraus folgende Liquiditätsanreicherung die Emissionsbedingungen wesentlich günstiger gestaltete, setzte erneut eine rege Geschäftstätigkeit ein.

Die traditionelle Begebung von Auslandsanleihen in Deutschland, ein fast ausschließlich von internationalen Institutionen verwendetes Verschuldungsinstrument, verringerte sich von \$1,3 auf 1,1 Mrd. Gleichwohl wuchs das Gesamtvolumen der DM-Auslandsanleihen und der DM-Euroanleihen (die in mancher Hinsicht charakteristische Züge der traditionellen Auslandsanleihen aufweisen) von \$4,1 Mrd. im Jahre 1976 auf 6,3 Mrd. im Jahre 1977, womit der Anteil der Deutschen Mark am Gesamtvolumen der internationalen Anleiheemissionen von 12 auf 18% stieg.

Auf dem japanischen Markt erhöhte sich die Emission von Auslandsanleihen von \$0,3 Mrd. im Jahre 1976 auf 1,4 Mrd. im Jahre 1977, wobei der Zuwachs, der sich auf die zweite Jahreshälfte konzentrierte und im Jahre 1978 offenbar weiter fortsetzte, durch die liberalere Haltung der japanischen Behörden hinsichtlich der Begebung von auf Yen lautenden Anleihen durch Gebietsfremde gefördert wurde.

Ein Kennzeichen der internationalen Anleihemärkte im vergangenen Jahr war, daß angesichts des reichlichen Mittelangebots und der günstigen Verschuldungsbedingungen weniger am Markt etablierte Schuldner ihren Anteil an der gesamten Mittelaufnahme steigern konnten. In diesem Zusammenhang war die Ausweitung von Emissionen nichtölexportierender Entwicklungsländer, die \$3,1 Mrd. gegenüber 1,7 Mrd. im Jahre 1976 aufnahmen, höchst bezeichnend. Zwei Drittel dieses Betrages entfielen auf die beiden Länder Mexiko und Brasilien, die trotz ihrer bereits sehr hohen Auslandsverschuldung auf den Märkten zunehmend akzeptiert wurden. Auch einige wenige OPEC-Länder beschafften sich durch Anleiheemissionen beträchtliche Beträge.

Der Löwenanteil der internationalen Emissionen entfiel jedoch einmal mehr auf die entwickelten Länder, wenngleich ihre Quote am Gesamtemissionsvolumen leicht von 70% im Jahre 1976 auf 68% zurückging. Obwohl die kanadischen Körperschaften mit \$5,2 gegenüber 9,1 Mrd. weitaus weniger auf die internationale Anleihefinanzierung zurückgriffen, blieben sie doch die aktivste Schuldnergruppe. Auch die Begebungen von französischen Stellen, der 1976 zweitwichtigsten Gruppe von Kreditnehmern, verringerten sich von \$2,8 auf 2 Mrd. Beide Länder verschuldeten sich jedoch stärker beim internationalen Bankensektor. Andererseits griffen bestimmte Länder mit einem hohen Finanzierungsbedarf für Zahlungsbilanzzwecke, namentlich Österreich, Norwegen und Schweden, verstärkt auf die internationalen Anleihemärkte zurück.

Durch das geringere Volumen der kanadischen und französischen Emissionen nahm der Anteil des öffentlichen Sektors an der gesamten Kreditaufnahme von 48 auf 46% ab. Andererseits beanspruchten private Stellen den Markt im vergangenen Jahr stärker; ihr Anteil am gesamten Emissionsvolumen belief sich auf 34% gegenüber 28% im Jahre 1976, wobei der Zuwachs ausschließlich auf Euroanleihen zurückging. Teilweise spielte hier das Wiederaufleben der Kreditnachfrage seitens verschiedener nichtfinanzieller Unternehmungen eine Rolle, die einige umfangreiche Verschuldungstransaktionen tätigten. Die in Großbritannien und den USA ansässigen multinationalen Unternehmen, die die günstigen Emissionsbedingungen nutzten, waren besonders aktiv. Die Emissionen von US-Unternehmen erhöhten sich denn auch sprunghaft von \$0,4 Mrd. im Jahre 1976 auf 1,6 Mrd. Auch japanische Gesellschaften, hauptsächlich Nichtbanken, nahmen umfangreiche Kredite auf, wobei sie sich mit \$1,9 Mrd. fast genauso stark verschuldeten wie 1976. Die Emissionen von Finanzinstituten wuchsen weiterhin etwa im gleichen Tempo wie 1976; sie wurden zum großen Teil in der Form von Schuldverschreibungen mit variablem Zinssatz begeben, die besonders für nicht in Dollar bilanzierende Banken eine Alternative zur Beschaffung von längerfristigen Mitteln für ihre internationalen Bankgeschäfte darstellen.

In den ersten Monaten von 1978 begünstigte das weiterhin reichliche Angebot an Anlagemitteln in erster Linie die Marktbereiche der stärkeren Währungen. Ansehnliche Emissionen auf dem Euro-DM-Sektor, dem ausländischen Schweizer-Franken-Sektor und dem Yen-Sektor wurden mit Leichtigkeit absorbiert, obwohl die von den Schweizer Behörden im Februar ergriffenen Maßnahmen, die den Kauf von durch ausländische Schuldner begebenen, auf Schweizer Franken lautenden Wertpapieren einschränken sollten, die Gesamtaktivität dieses Sektors etwas dämpften. Andererseits stießen Emissionen von Eurodollaranleihen weiterhin auf den Widerstand der Anleger, die ihre Mittel nicht gerne in einer sich abschwächenden Währung anlegen wollten.

Die Lage begann sich indessen zu ändern, als der Dollar zu Frühjahrsanfang wieder ein gewisses Maß an Stabilität auf den Devisenmärkten gewann. Da sich die Euphorie der Investoren für die D-Mark allmählich legte, erschienen die Renditenunterschiede zwischen Dollaranleihen und Euro-DM-Anleihen zu groß, so daß das Volumen der Euro-DM-Anleihen die zusätzliche Nachfrage nach diesen Anleihen zu übersteigen begann. Um eine Überlastung des Marktes zu vermeiden, beschloß der Unterausschuß des Zentralen Kapitalmarktausschusses in Deutschland im Mai, die Begebung von DM-Anleihen durch Gebietsfremde vorläufig einzustellen.

VI. DIE INTERNATIONALE WÄHRUNGS-LAGE

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die wesentlichen Ereignisse der internationalen Währungsszene in den letzten eineinhalb Jahren. Der erste Abschnitt zeichnet die Entwicklung der Wechselkurse der wichtigsten Währungen in diesem Zeitraum nach, wobei der Schwäche des Dollars zwischen Mitte 1977 und März 1978 besondere Aufmerksamkeit geschenkt wird. Im zweiten Abschnitt wird hinsichtlich der Währungen der Zehnergruppenländer und der Schweiz die Frage aufgeworfen, welche Bedeutung den Wechselkursänderungen für den Anpassungsprozeß sowohl in den letzten eineinhalb Jahren als auch in der Periode seit Ende 1970 beizumessen ist. Der dritte Abschnitt berichtet über die Goldgewinnung sowie die Entwicklung des Goldmarktes, bei der die weitere Zunahme der Nachfrage für nichtmonetäre Zwecke und des Dollarpreises für Gold im Mittelpunkt standen. Der vierte Abschnitt beschreibt die sehr rasche Expansion der Weltwährungsreserven im vergangenen Jahr, die weitgehend auf das Leistungsbilanzdefizit der USA zurückzuführen war; außerdem wird die künftige Bereitstellung von Reserven zur Deckung des im gesamten Währungssystem bestehenden Bedarfs erörtert.

Die Entwicklung der Wechselkurse

Die beträchtliche Abwertung des Dollars zwischen den letzten Junitagen von 1977 und März 1978 war das herausragende Merkmal der Devisenmarktentwicklung im Berichtszeitraum. Die Kehrseite der Medaille war die Höherbewertung der Währungen der wichtigsten Überschußländer — des Yen, des Schweizer Franken und der Deutschen Mark. Darüber hinaus verstärkte die Dollarschwäche die Wirkung energisch betriebener binnenwirtschaftlicher Anpassung auf die Entwicklung dreier wichtiger Währungen, nämlich des Pfund Sterlings, des französischen Frankens und der italienischen Lira, die fast während des ganzen Jahres 1976 besonders schwach gewesen waren. 1977 und Anfang 1978 waren der kanadische Dollar und die schwedische Krone von den Währungen der großen Industrieländer die einzigen, deren Außenwert sich nicht nur auf handelsgewichteter Basis, sondern auch gegenüber dem US-Dollar verringerte. Seit März 1978 hat sich der Dollar recht fühlbar befestigt; Ende Mai lag er deutlich über den zuvor verzeichneten Tiefpunkten gegenüber den Währungen der wichtigen Überschußländer, besonders dem Schweizer Franken.

Die entscheidende Ursache für die Schwäche des *US-Dollars* war das während des gesamten Berichtszeitraums anhaltende außerordentlich hohe Defizit der amerikanischen Leistungsbilanz in Verbindung mit einer gewissen Beschleunigung des Anstiegs der inländischen Verbraucherpreise. Während der ersten fünfzehn Monate von 1977 war der Dollar insgesamt gesehen jedoch bemerkenswert stabil, vor allem deshalb, weil die Bank von England und die Bank von Italien zur Wiederauffüllung ihrer Währungsreserven erheblich am Markt intervenierten. Zwar verlor der Dollar während dieses Zeitraums gegenüber dem Yen um 6,7% an Wert, stieg

jedoch gleichzeitig gegenüber dem kanadischen Dollar um 4,5 %, so daß sein handelsgewogener Außenwert gegen Ende Juni nur um weniger als 1 % niedriger lag als zu Beginn des Jahres.

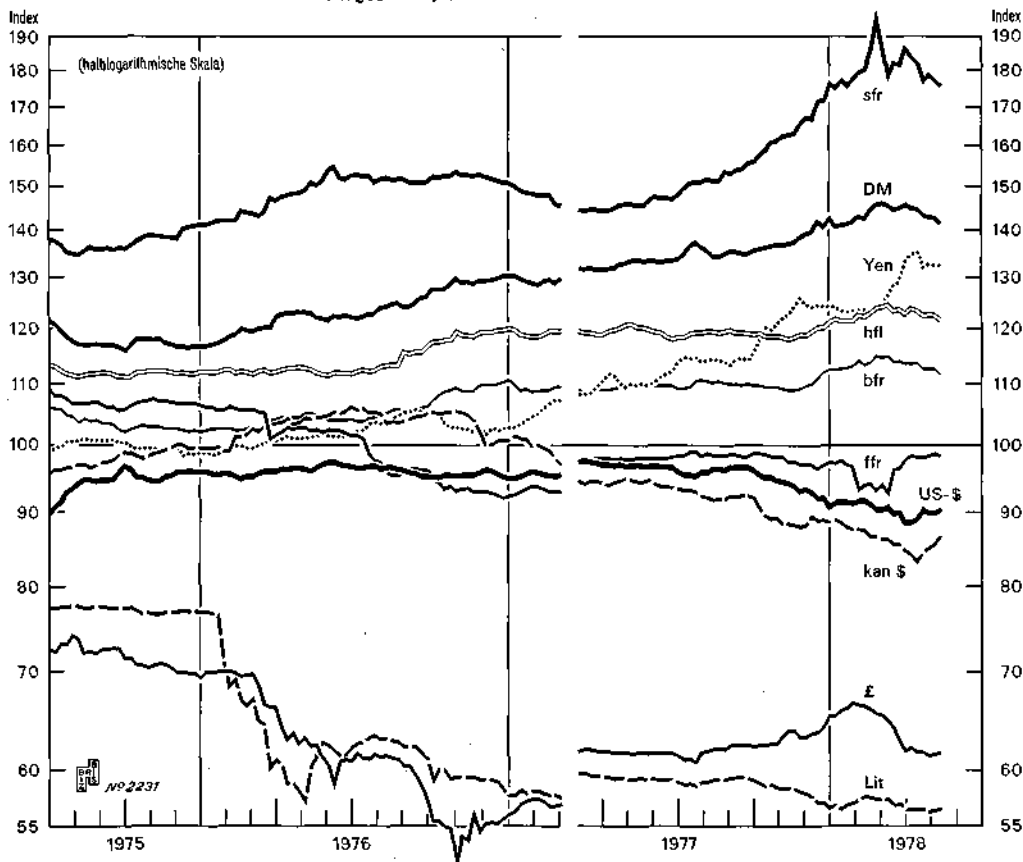
Nach dem 24. Juni nahmen die Ereignisse eine Wende, als es in einem von den Finanzministern der OECD-Staaten — im Anschluß an ein Treffen in Paris — veröffentlichten Kommuniqué hieß, daß die eine starke Zahlungsbilanz aufweisenden Mitgliedsländer „bereit wären, eine Abschwächung ihrer Leistungsbilanzposition und eine Höherbewertung ihrer Währungen als Reaktion auf die grundlegenden Marktkräfte hinzunehmen“. Daraufhin kam es zu umfangreichen Dollarabgaben, mit dem Ergebnis, daß die US-Währung in den vier Wochen bis zum 22. Juli gegenüber der Deutschen Mark und dem Schweizer Franken um etwa 4 %, gegenüber dem Yen um weitere knapp 3 % und auf handelsgewichteter Basis um 1½ % an Wert verlor. Gegen Ende Juli führte ein Anstieg der kurzfristigen inländischen Zinsen im Verein mit offiziellen amerikanischen Verlautbarungen, in denen die Bedeutung eines starken Dollars hervorgehoben wurde, zu einer Kurs-erholung. Tatsächlich erreichte der Kurs Ende September auf handelsgewichteter Basis wieder das drei Monate zuvor verzeichnete Niveau, lag jedoch gegenüber der Deutschen Mark, dem Schweizer Franken und dem Yen noch immer etwas niedriger.

Gegen Ende September kam der Dollar unter erneuten Druck, diesmal stärker als zuvor. Auf der Jahresversammlung des Internationalen Währungsfonds hatte der Finanzminister der USA erklärt, daß das Leistungsbilanzdefizit von 1977 wahrscheinlich eine Größenordnung von \$16–20 Mrd. erreichen werde; gleichzeitig wurden in den USA private Prognosen über eine weitere Verschlechterung im Jahre 1978 bekannt. Angesichts dieser Aussichten, zu denen noch hinzukam, daß der Energiegesetzentwurf des Präsidenten im Kongreß aufgehoben wurde und die Bank von England ihre umfangreichen Interventionen am Devisenmarkt gegen Ende Oktober einstellte, begann sich der Kursverfall des Dollars aus sich selbst heraus zu beschleunigen, obwohl verschiedene Schritte unternommen wurden, um die Situation wieder unter Kontrolle zu bringen. Die Maßnahmen umfaßten eine weitere beträchtliche Ausweitung des Gefälles der kurzfristigen Zinsen zugunsten des Dollars, verschiedene Abwehrmaßnahmen gegen Kapitalzuflüsse in Deutschland, Japan und der Schweiz, umfangreiche offizielle Interventionen der größten Überschußländer an den Devisenmärkten sowie Ziehungen von insgesamt \$0,8 Mrd. von Seiten des Federal Reserve System im Rahmen der Swapvereinbarungen mit der Deutschen Bundesbank. Von den letzten Septembertagen bis zum Jahresende war der Dollar auf handelsgewichteter Basis um weitere 7 %, gegenüber der Deutschen Mark und dem Yen um etwa 10 % und gegenüber dem Schweizer Franken um 15 % zurückgegangen.

Am 21. Dezember wurde die Absicht der amerikanischen Regierung, den entstandenen ungeordneten Marktverhältnissen entgegenzuwirken, zum erstenmal auf höchster Ebene, nämlich durch den Präsidenten selbst, öffentlich unterstrichen. Kurz danach, am 4. Januar 1978, wurde bekanntgegeben, daß zwischen dem US-Schatzamt und der Deutschen Bundesbank eine zusätzliche Kreditlinie vereinbart worden war, über deren Höhe nichts bekanntgegeben wurde; das Schatzamt sollte dadurch in die Lage versetzt werden, gemeinsam mit dem Federal Reserve System

und den ausländischen Notenbanken der Spekulation Einhalt zu gebieten und geordnete Verhältnisse auf den Devisenmärkten wiederherzustellen. Im Anschluß an diese Vereinbarung wurde am 9. Januar der Diskontsatz in den USA allein aus außenwirtschaftlichen Gründen um $\frac{1}{2}\%$ heraufgesetzt — die erste so motivierte Maßnahme seit vielen Jahren. Für eine Zeitlang stabilisierte sich dann der Dollar. Als jedoch an den Märkten die Auffassung an Boden gewann, daß die verschiedenen Maßnahmen der USA nichts anderes als taktische Varianten seien, setzte im Februar eine neue Abgabewelle ein, die den Wertverlust des Dollars von Ende September 1977 bis Anfang März trotz erheblicher Interventionen der japanischen, deutschen, schweizerischen und US-Währungsbehörden gegenüber der Deutschen Mark, dem Schweizer Franken und dem Yen weiter auf 14,6, 24,7 bzw. 12,5 % steigen ließ.

Effektive Wechselkurse seit dem Washingtoner Realignment*
Freitagszahlen, Indizes: 21. Dezember 1971 = 100



Quelle: Bank von England. * Im März 1977 wurde die bei der Berechnung der Kursreihe verwendete Anzahl von Währungen von 11 auf 21 erweitert und eine Aktualisierung der Handelsgewichte von 1969 auf 1972 vorgenommen.

Auf den europäischen Devisenmärkten erwies sich dies als Tiefpunkt des Dollars. Als am 13. März die amerikanischen und deutschen Behörden weitere Maßnahmen bekanntgaben — eine Verdoppelung der gegenseitigen Kreditlinie (Swapfazilität) zwischen dem Federal Reserve System und der Deutschen

Bundesbank auf \$4 Mrd., einen Verkauf von SZR 600 Mio. an Deutschland zur Beschaffung von D-Mark für Interventionszwecke sowie eine Bereitschaftserklärung der US-Behörden, bei Bedarf ihre Reserveposition beim IWF in Anspruch zu nehmen —, hatte der Dollar bereits sowohl gegenüber der D-Mark wie dem Schweizer Franken zu steigen begonnen und sich das Klima auf den Devisenmärkten verbessert. Im März verstärkte sich jedoch der Aufwärtsdruck auf den Yen sehr, wobei die Bank von Japan in jenem Monat mehr als \$5 Mrd. aus dem Markt nehmen mußte und der Dollar Anfang April auf ¥ 218 fiel. Im späteren Verlauf jenes Monats trat jedoch auch am Tokioter Markt eine Beruhigung ein, und der Dollar begann sich gegenüber dem Yen zu befestigen. Bis gegen Ende Mai hatte sich der Dollar unterstützt durch eine weitere Verschärfung der Geldpolitik in den USA so erholt, daß er um rund 11%, 6% und 4% über seinem früheren Tief gegenüber dem Schweizer Franken, der Deutschen Mark bzw. dem Yen lag.

Von den Währungen, welche im Berichtszeitraum am Devisenmarkt am stärksten waren, hatte der *japanische Yen* als erster zu steigen begonnen, als sich Ende 1976 der Leistungsbilanzüberschuß Japans stark ausweitete. Während des ersten Quartals 1977 verbesserte sich der Yen gegenüber dem Dollar um 5,9% von ¥ 293 auf ¥ 276,70 und auf handelsgewichteter Basis um 6,3%. Danach stabilisierte sich der Wechselkurs bis fast zur Jahresmitte, als die allgemeine Schwäche des Dollars zu einem weiteren Anstieg bis Mitte Juli auf ¥ 263,25 führte. Die Interventionen der japanischen Währungsbehörden auf dem Devisenmarkt waren relativ bescheiden; in der Tat lagen Ende September die Währungsreserven Japans um nur \$1,7 Mrd. über ihrem Stand von Ende 1976, wobei ein erheblicher Teil dieser Zunahme Erträgen aus offiziellen Dollaranlagen zuzuschreiben war.

Als dann jedoch gegen Ende September die zweite und intensivere Schwächephase des Dollars einsetzte, verstärkten die japanischen Behörden ihre Interventionen am Devisenmarkt, so daß die Reserven im Oktober und November um \$4,3 Mrd. answollen. Zudem wurden verschiedene Maßnahmen angekündigt, um die Inlandsnachfrage anzuregen, das Importvolumen auszuweiten und spekulativen Geldzuflüssen entgegenzuwirken: im September wurde ein öffentliches Ausgabenprogramm in Höhe von \$7,5 Mrd. eingeleitet; gleichzeitig wurden der Diskontsatz von 5 auf 4¼% herabgesetzt und die Mindestreserveverbindlichkeiten der Banken reduziert; diesen Maßnahmen folgten im November ein Importförderungsprogramm in Höhe von \$3 Mrd., ein Verbot für Gebietsfremde, Schatzwechsel zu erwerben, sowie die Festsetzung einer Mindestreserve von 50% auf die Zunahme freier Yen-Einlagen von Gebietsfremden. Dennoch befestigte sich die japanische Währung bis Mitte Dezember gegenüber dem Dollar auf ¥ 238, während sich ihr Anstieg auf handelsgewichteter Basis seit Ende 1976 auf 20,5% stellte.

Danach blieb der Wechselkurs relativ stabil, bis Ende Februar 1978 die erneute Dollarschwäche den Yen wieder unter Druck setzte, der sich Mitte März noch verstärkte, als sich die Lage auf den europäischen Devisenmärkten zu beruhigen begann. Die Bank von Japan intervenierte am Devisenmarkt in einem noch größeren Umfang als Ende 1977, was die Währungsreserven im März um über \$5 Mrd. zunehmen ließ. Am 16. März wurde der Diskontsatz erneut — auf 3½% — gesenkt, das Reservesoll auf die Zunahme der freien Yen-Einlagen Gebietsfremder auf 100%

erhöht, und Gebietsfremden wurde es untersagt, japanische festverzinsliche Wertpapiere mit Laufzeiten von unter fünf Jahren und einem Monat zu erwerben. Nachdem der Yen Anfang April gegenüber dem Dollar einen Höchststand von ¥ 218 erreicht hatte, gab er in der Folge etwas nach. Gegen Ende Mai lag die Dollarnotierung bei ¥ 227,40, während die handelsgewogene Wertsteigerung seit Ende 1976 insgesamt rund 27% ausmachte.

Der *Schweizer Franken*, dessen gesamte Aufwertung im Berichtszeitraum lediglich hinter der des Yen zurückblieb, war während der ersten Jahreshälfte von 1977 per saldo sehr beständig. Sein Dollarkurs hatte sich vom Jahresbeginn bis Anfang März von sfr 2,45 auf etwa 2,56 zurückgebildet und war dann wieder auf etwa sfr 2,50 angestiegen, kurz bevor gegen Jahresmitte die allgemeine Dollarschwäche begann. Auch auf handelsgewichteter Basis notierte der Franken Ende Juni etwas unter dem Niveau zu Beginn des Jahres.

Als sich der Dollar abschwächte, gewann der Franken stärker an Wert als jede andere Währung. Er befestigte sich im restlichen Verlauf des Jahres 1977 nicht nur gegenüber dem Dollar um etwa 24% auf sfr 2,01, sondern stieg auch auf handelsgewichteter Basis um fast 20%. Dies implizierte Bewertungsgewinne gegenüber dem Yen und der Deutschen Mark von 9,6 bzw. 11,6%. Die Schweizerische Nationalbank kaufte während dieser Zeit am Devisenmarkt Dollar im Gegenwert von insgesamt sfr 12,7 Mrd. Darüber hinaus wurde im Juli 1977 der Diskontsatz von 2 auf 1½% herabgesetzt, gegen Ende September wurde es Ausländern untersagt, Terminkäufe in Schweizer Franken mit einer Laufzeit von weniger als einem Monat abzuschließen, und im November wurde die Vereinbarung vorzeitiger Kündigungsklauseln bei neuen Auslandsemissionen von auf Schweizer Franken lautenden mittelfristigen Schuldverschreibungen untersagt.

Nach einem nur geringen weiteren Anstieg im Januar 1978 gewann der Franken im Februar erneut beträchtlich an Wert, wobei die Dollarrate gegen Monatsende einen Rekordstand von sfr 1,77 erreichte. In der Spitze betrug die kumulative Aufwertung seit Ende Juni 1977 auf handelsgewichteter Basis 32,4% und gegenüber dem Dollar 41,3%. Weitere Maßnahmen, um den Wechselkursanstieg abzuschwächen, wurden Ende Februar 1978 ergriffen: eine Ausdehnung des für Schweizerfrankenguthaben von Ausländern geltenden Negativzinses von vierteljährlich 10% auf Zentralbankguthaben mit Wirkung vom 1. April sowie eine Herabsetzung der Freigrenze, innerhalb deren die Belastung nicht gilt, um 20%; ein sofortiges Verbot des Verkaufs von auf Schweizer Franken lautenden Wertpapieren an Ausländer, wobei lediglich bei ausländischen Emissionen am Schweizer Markt eine teilweise Ausnahme gemacht wurde; und eine erneute Beschränkung der Einfuhr ausländischer Banknoten. Außerdem wurde der Diskontsatz auf 1% herabgesetzt. Diese Maßnahmen führten zu einer effektiven Umkehr des früheren Trends, wobei der Dollar bis zum 13. März auf sfr 1,98 gestiegen war. Zwar wurde dieser Stand in der Folgezeit nicht gehalten, gleichwohl lag der Kassakurs gegen Ende Mai bei rund sfr 1,97 gegenüber dem Dollar, während er auf handelsgewichteter Basis um über 9% gegenüber dem vorherigen Höchststand nachgegeben hatte.

Auch die *Deutsche Mark* war im ersten Halbjahr 1977 recht stabil, wobei ihre Kursschwankungen auf handelsgewichteter Basis auf 1¾% und gegenüber dem Dollar auf 3½% beschränkt blieben. Als sich der Dollar abschwächte, bewegte sich die

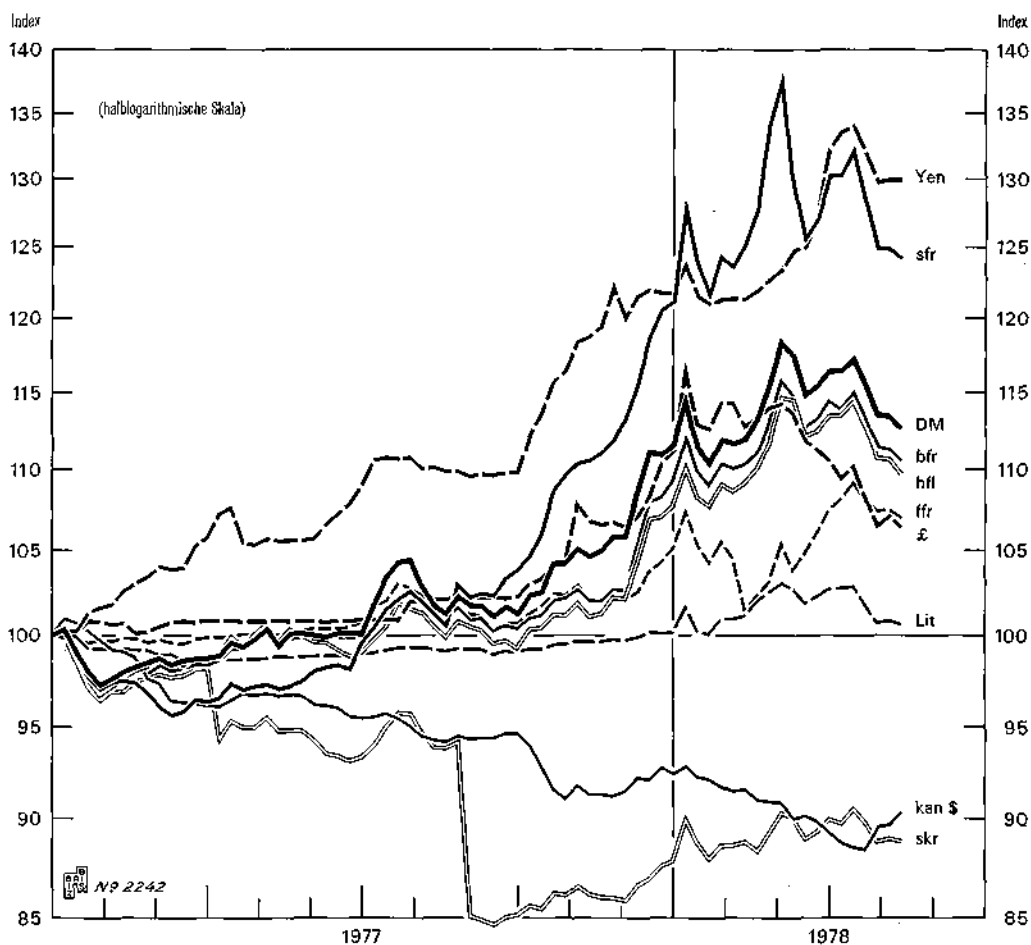
Deutsche Mark — wenn auch weitaus weniger ausgeprägt — in dieselbe Richtung wie der Schweizer Franken. Als der Dollar zwischen Ende Juni und Ende Juli zum erstenmal unter Druck geriet, stieg die Mark gegenüber dieser Währung um nahezu 5% auf fast DM 2,25, während sich ihr Wert auf handelsgewichteter Basis um 3% erhöhte. Die Bundesbank senkte Mitte Juli ihren Lombardsatz von 4½ auf 4% und intervenierte am Devisenmarkt in Höhe von \$0,6 Mrd.

Im letzten Quartal des Jahres verbesserte sich die Mark gegenüber dem Dollar um weitere 10½% von knapp über DM 2,32 am 29. September auf etwa DM 2,10 am 30. Dezember. Während des gleichen Zeitraums erhöhte sich der gewogene Außenwert um weitere 5%. Die von den deutschen Behörden in dieser Zeit zur Verlangsamung des Wechselkursanstiegs getroffenen Maßnahmen umfaßten eine weitere Herabsetzung des Diskont- und des Lombardsatzes, die Regelung, daß Gebietsfremde künftig nur noch inländische Schuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von über vier Jahren (vorher über zwei Jahre) erwerben können, Erhöhungen der Mindestreservesätze für Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden und die Festsetzung einer Mindestreserve in Höhe von 80% auf die Zunahme dieser Verbindlichkeiten nach Ablauf des Jahres 1977. Der auffallendste Schritt der deutschen Behörden waren freilich ihre umfangreichen Interventionen am Devisenmarkt. Erstmals seit Anfang 1973 kam es dabei zu sehr beträchtlichen Dollarkäufen, die der Hauptgrund für das Anschwellen der Währungsreserven der Bundesbank im letzten Quartal des Jahres um \$5,2 Mrd. waren.

Nachdem die Mark im Januar 1978 ein wenig nachgegeben hatte, wurde auch sie von dem erneuten Schwächeanfall des Dollars im Februar betroffen. Am 1. März erreichte sie einen Höchststand von DM 1,99¼ gegenüber dem Dollar, womit sich ihr kumulativer Anstieg gegenüber dieser Währung seit Ende Juni 1977 auf 18,2% stellte. Im selben Zeitraum war der handelsgewogene Wechselkurs um 9½% gestiegen. In der Folge hatte der DM-Kurs bereits nachzugeben begonnen, als es am 13. März zu der gemeinsamen Verlautbarung der amerikanischen und der deutschen Behörden kam (vgl. Seiten 123–124); gegen Ende Mai notierte dann die D-Mark gegenüber dem Dollar um fast 6% und auf handelsgewichteter Basis um über 3% unter ihrem vorangegangenen Höchststand. Mit Wirkung vom 1. Juni wurde der Reserve-satz auf den Zuwachs der Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Gebietsfremden in Höhe von 80% aufgehoben und die auf den Bestand solcher Verbindlichkeiten geltenden Sätze verringert.

Die Erholung des *Pfund Sterlings*, die gegen Ende 1976 eingesetzt hatte, verstärkte sich auch nahezu das ganze Jahr 1977 hindurch. In den ersten Monaten des Jahres war das Vertrauen in das Pfund durch den erfolgreichen Abschluß der Verhandlungen über einen Bereitschaftskredit des IWF in Höhe von \$3,9 Mrd. im Januar und über die Fazilität im Zusammenhang mit den Sterlingguthaben in Höhe von \$3 Mrd. im Februar zunehmend gefestigt worden. Anstatt den Wechselkurs noch weiter ansteigen zu lassen — gegenüber dem Dollar hatte er sich von \$1,55½ Ende Oktober auf fast \$1,72 Mitte Januar 1977 erhöht —, zogen es die Behörden vor, die zuvor erlittenen Devisenverluste wieder wettzumachen. Während der ersten sechs Monate von 1977 wurden nahezu \$5 Mrd. am Devisenmarkt zurückgekauft, während die Bank von England im selben Zeitraum ihren Mindestausleihesatz von 14¼ auf 8% senkte.

Nominale Wechselkurse: Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar
Mittwochsdaten, Ende 1976 = 100



Von Ende Juni an führte die von den Behörden verfolgte Politik, gegenüber dem Dollar einen stabilen Wechselkurs aufrechtzuerhalten, dazu, daß sich mit der Abschwächung dieser Währung gegenüber fast allen Währungen der übrigen bedeutenden Handelspartner Großbritanniens auch der gewogene Außenwert des Pfundes verringerte. Daraufhin orientierten die britischen Behörden ihre Wechselkurspolitik ab 27. Juli neu und ließen die Dollarrate über \$ 1,72 — genauer bis auf rund \$ 1,74 — ansteigen, genug, um den leichten Rückgang des Pfundkurses auf handelsgewichteter Basis wieder umzukehren.

Als der Dollar im Oktober erneut unter starken Druck geriet, verstärkte sich die Nachfrage nach Sterling, obwohl bis Mitte Oktober der Mindestausleihesatz der Bank von England bis auf 5 % herabgesetzt worden war. Im Oktober wuchsen die britischen Währungsreserven infolge der Interventionen der Bank von England um weitere \$ 3 Mrd.; im weiteren Verlauf des Monats zeichnete sich dann immer klarer ab, daß eine Stabilisierung des Wechselkurses auch auf handelsgewichteter

Basis nicht länger mit den Geldmengenzielen vereinbar war, die sich die britischen Behörden selbst gesetzt hatten. Daher wurden am 31. Oktober die Bemühungen um eine Stabilisierung des handelsgewogenen Wechselkurses aufgegeben. Der Dollarkurs sprang sehr rasch von rund \$ 1,77½ auf 1,85, und der effektive Wechselkurs erhöhte sich um über 3%. Nachdem es auf diesem Niveau zu einer technischen Reaktion gekommen war, begann das Pfund erneut anzusteigen; dieser Trend setzte sich bis Ende Januar 1978 fort, als sich der seit Ende 1976 verzeichnete Kursgewinn des Pfundes auf handelsgewichteter Basis auf über 8½% und gegenüber dem Dollar, dessen Rate bei \$ 1,95 lag, auf 14½% stellte. Danach trug die Erholung des Dollars und der gleichzeitige Anstieg der Zinssätze in den USA zu einer Umkehr der früheren Mittelzuflüsse bei. Im April stützte die Bank von England das Pfund auf den Devisenmärkten im Betrage von über \$ 2 Mrd.; der handelsgewogene Wechselkurs war bis gegen Ende Mai knapp unter den Stand von Ende Juli 1977 zurückgefallen, während das Pfund gegenüber dem Dollar auf rund \$ 1,81 nachgegeben hatte.

Der *französische Franken* wies 1977 auf handelsgewichteter Basis eine bemerkenswert stabile Haltung auf, nachdem er im Jahr davor um 13,3% gesunken war. Diese Stabilität war im wesentlichen das Ergebnis des im September 1976 beschlossenen binnenwirtschaftlichen Stabilisierungsprogramms, das zu einer gewissen Abschwächung der Preissteigerungsraten und einer starken Verbesserung der Handelsbilanz führte.

Wie bei den anderen Währungen war auch hier die Entwicklung in den beiden Jahreshälften im Zusammenhang mit dem Abschneiden des US-Dollars recht unterschiedlich. Im ersten Halbjahr war der Franken gegenüber dem Dollar und den meisten anderen wichtigen Währungen stabil geblieben, wobei sich die Dollarnotierung innerhalb einer Spanne von ffr 4,92–5,00 bewegte und der effektive Wechselkurs zumeist innerhalb einer Marge von 1% schwankte. In der zweiten Jahreshälfte hingegen stieg der Franken gegenüber dem Dollar auf ffr 4,71 Ende Dezember, während er um 5,8 bzw. 14,1% gegenüber der Deutschen Mark und dem Schweizer Franken nachgab, die beide einem sehr viel stärkeren Nachfragedruck ausgesetzt waren. Der effektive Wechselkurs veränderte sich indessen weiterhin wenig und lag am Jahresende mit einem Indexstand von 97,2 auf der Basis des im Washingtoner Realignment festgesetzten Niveaus praktisch bei seinem Jahresendstand von 1976.

Im Februar 1978 wendete sich das Blatt, als Befürchtungen über einen Sieg der Oppositionsparteien in den im März stattfindenden Parlamentswahlen einen starken Verkaufsdruck auf den Franken auslösten. Der Wechselkurs sank in der ersten Februarwoche auf handelsgewichteter Basis um ca. 3½%, während sich der Dollar auf fast ffr 4,94 befestigte. Ein weiterer Rückgang wurde nur durch energisches Eingreifen der Bank von Frankreich verhindert, die am Devisenmarkt intervenierte und daneben die Geldmarktkonditionen versteifte. Nach dem Wahlsieg der Parteien der früheren Mehrheit erholte sich der Franken stark. Bis Ende März hatte der handelsgewogene Kurs sein früheres Niveau wieder erreicht, während der Dollar bis Anfang April auf unter ffr 4,54 nachgab. Seitdem hat sich der Franken zwar leicht gegenüber dem Dollar abgeschwächt, andererseits aber auf handelsgewichteter Basis weiter befestigt.

Wie der französische Franken war auch die *italienische Lira* — in freilich geringem Ausmaß — im Berichtszeitraum sehr viel beständiger als 1976. Während sie 1976

auf handelsgewichteter Basis um 25% an Wert eingebüßt hatte, war der Rückgang im letzten Jahr auf 6% beschränkt, wobei nahezu der gesamte Wertverlust während der zweiten Jahreshälfte eintrat, als die anderen wichtigen Währungen gegenüber dem Dollar anstiegen, während die italienischen Behörden die Lira gegenüber dieser Währung nur von knapp unter Lit 885 auf etwa 871,50 ansteigen ließen, was fast ihrem Jahresendstand 1976 entsprach. Die Zahlungsbilanz aktivierte sich, und außerdem kam es zu einem umfangreichen Mittelzufluß über das Bankensystem, so daß der Dollarkurs, wie während eines Großteils des Jahres in Großbritannien, durch umfangreiche offizielle Aufkäufe von Dollar am Markt stabil gehalten wurde. Im Januar und Februar 1978 befestigte sich die Lira sowohl gegenüber dem Dollar als auch auf handelsgewichteter Basis, bildete sich jedoch bis gegen Ende Mai in etwa auf ihr Niveau von Ende 1977 zurück.

Der *kanadische Dollar* büßte im Berichtszeitraum sowohl auf handelsgewichteter Basis wie gegenüber dem US-Dollar an Wert ein. Die Abwärtsbewegung hatte bereits gegen Ende 1976 begonnen, nachdem die Partei der Separatisten die Wahlen in Quebec gewonnen hatte. Innerhalb eines Monats nach diesem Ereignis war der handelsgewogene Wechselkurs um etwa 4½% zurückgegangen, was weitgehend auf Befürchtungen beruhte, daß Kanadas Fähigkeit, im Ausland die Mittel aufzunehmen, die es zur Deckung seines großen Leistungsbilanzdefizits benötigte, erheblich gelitten haben könnte; gegenüber dem US-Dollar hatte der Kurs von etwas über US-\$ 1,02 auf unter 0,97½ nachgegeben. Tatsächlich zeigte sich dann jedoch in den darauffolgenden Monaten bis April, daß die Kreditwürdigkeit Kanadas auf dem US-Kapitalmarkt, seiner wichtigsten Fremdmittelquelle, unbeeinträchtigt geblieben war; dessen ungeachtet war der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar bis zum Jahresende 1977 auf etwa US-\$ 0,91½ gesunken. Dies war weitgehend darauf zurückzuführen, daß sich der Abstand zwischen den kurzfristigen Zinsen in Kanada und den USA von 3½ auf nur ½% verringerte. Die Interventionen der kanadischen Behörden am Devisenmarkt im Jahre 1977 führten zu Reservenverlusten in Höhe von US-\$ 1,2 Mrd. Auf handelsgewichteter Basis gab der kanadische Dollar im Jahre 1977 um 10% nach.

In den ersten Monaten des Jahres 1978 sank der kanadische Dollar weiter bis auf einen Tiefpunkt von knapp unter US-\$ 0,87 im April, während der handelsgewichtete Wechselkurs weitere 6% einbüßte. Die Reservenverluste im ersten Quartal beliefen sich auf US-\$ 1,4 Mrd., wenn man den Betrag von US-\$ 750 Mio. nicht berücksichtigt, der im Rahmen eines mit den kanadischen Geschäftsbanken im Oktober 1977 vereinbarten revolvingierenden Kredits in Höhe von US-\$ 1,5 Mrd. in Anspruch genommen worden war; die Kreditlinie wurde danach im April 1978 auf US-\$ 2,5 Mrd. aufgestockt. Der Diskontsatz wurde zweimal, im März und April 1978, um jeweils ½% heraufgesetzt; bis gegen Ende Mai hatte sich dann der kanadische Dollar auf etwas unter US-\$ 0,90 befestigt.

Unter dem Einfluß einer schwachen Zahlungsbilanzverfassung und hoher Teuerungsraten im Inland verlor auch die *schwedische Krone* im Berichtszeitraum nicht nur auf handelsgewichteter Basis, sondern auch gegenüber dem Dollar an Außenwert. Zudem schied die Krone Ende August 1977 aus dem europäischen Währungsverbund aus. Während des ersten Vierteljahres von 1977 hatte die Krone gegenüber dem Dollar von skr 4,11 auf fast 4,21 nachgegeben; im europäischen Verbund war sie den Februar hindurch und bis zu den letzten Tagen des März die schwächste

Währung, wenngleich keine umfangreichen Stützungskäufe seitens der Bank von Schweden erforderlich waren. Am 4. April, als die Lage auf dem Devisenmarkt relativ ruhig war, wurde der Leitkurs der Krone gegenüber der Deutschen Mark, dem belgischen Franken und dem Gulden um 6% und gegenüber der norwegischen und der dänischen Krone um annähernd 3% abgewertet. Am 5. April folgte Finnland mit einer handelsgewogenen Abwertung der Finnmark um 5,7%.

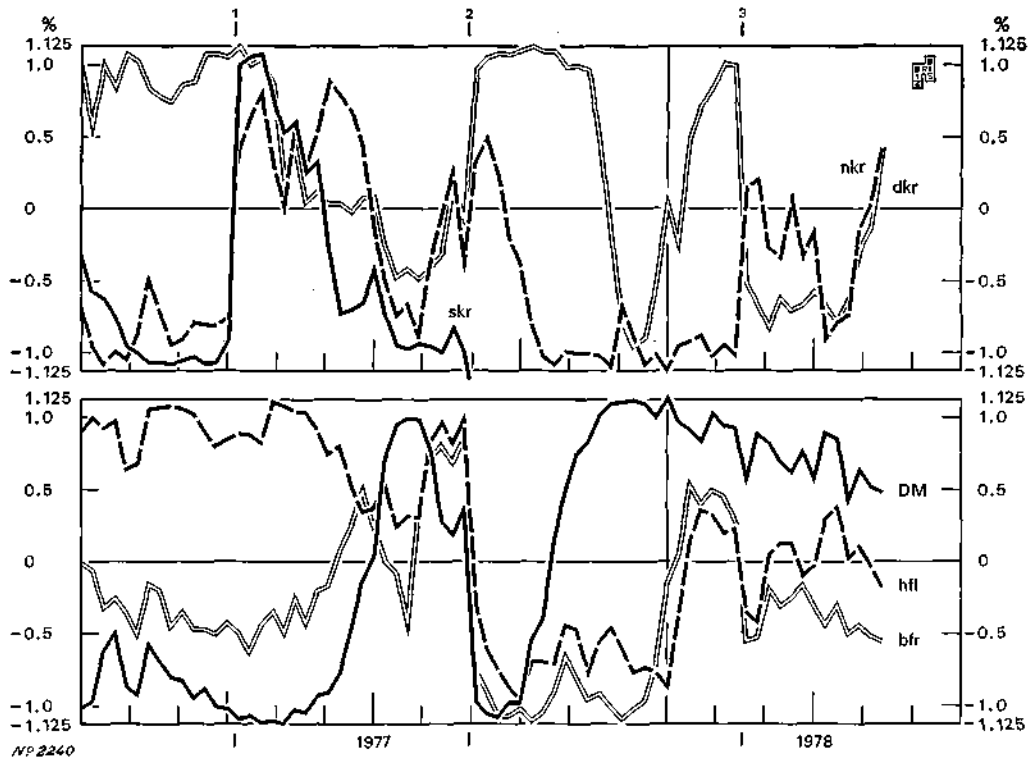
Nach einer kurzen Periode der Stärke begann die Krone innerhalb des Verbundes alsbald wieder nachzugeben. Von Mitte Juni an war sie wieder die schwächste Währung innerhalb des Währungsbandes; es bedurfte sehr umfangreicher Stützungskäufe, die sich insgesamt auf rund \$ 2 Mrd. beliefen, um sie dort zu halten, bis sie dann am 29. August aus dem Währungsverbund herausgenommen wurde. Gleichzeitig wurde beschlossen, die Krone gegenüber einem Korb von Währungen der fünfzehn wichtigsten Handelspartner Schwedens um 10% abzuwerten — womit sich die kumulative Abwertung der Krone auf handelsgewichteter Basis seit Ende 1976 auf rund 15% erhöhte — und danach den Wechselkurs auf der Basis dieses Währungsbündels zu steuern. In der Folge bewegte sich der effektive Wechselkurs der Krone meistens innerhalb eines Bandes von 1% und war damit bemerkenswert stabil, während sich die Notierung gegenüber dem Dollar von skr 4,85½ auf 4,68 gegen Ende Mai 1978 befestigte.

Innerhalb des *europäischen Währungsverbundes* wurden in der Berichtsperiode die Wechselkurse der Teilnehmerländer dreimal adjustiert, wovon in zwei Fällen — wie oben erwähnt — die schwedische Krone berührt war. Die Notwendigkeit für diese Wechselkursanpassungen ergab sich im wesentlichen aufgrund der weitaus höheren Inflationsraten in den skandinavischen Teilnehmerländern. Die Wirkungen dieser unterschiedlichen Teuerungsraten innerhalb des Währungsverbundes wurden gegen Ende 1977 und Anfang 1978 noch durch die Umdisponierungen aus dem Dollar in die Deutsche Mark verstärkt.

Der Anstoß zu der ersten Neuordnung ging Anfang April von Schweden aus; sie umfaßte neben der stärkeren Abwertung der schwedischen Krone eine Abwertung der Leitkurse der norwegischen und der dänischen Krone gegenüber der Deutschen Mark, dem belgischen Franken und dem Gulden um 3%. Die zweite Anpassung, die vorgenommen wurde, als die schwedische Krone den Währungsverbund verließ, bestand aus einer weiteren Zurücknahme der dänischen und norwegischen Währung gegenüber den drei verbleibenden Teilnehmerwährungen um 5%.

Trotz dieser Korrekturen kam der Währungsverbund im letzten Quartal von 1977 erneut unter Druck. Da zuvor in Dollar gehaltene Gelder in Deutsche Mark umgetauscht wurden, kletterte letztere im November erneut an die Obergrenze des Währungsbandes; die Zentralbanken aller übrigen Teilnehmer, vor allem die Belgische Nationalbank und die Bank von Norwegen, mußten Deutsche Mark verkaufen, um ihre Währungen innerhalb des Bandes von 2¼% zu halten. Gleichzeitig wurde der Diskontsatz in den Niederlanden im November von 3½ auf 4½% und in Belgien im Dezember von 6 auf 9% heraufgesetzt. Nach einer zeitweiligen Ruhepause im Januar 1978 führte der erneute Anstieg der Deutschen Mark gegenüber dem Dollar zu einer weiteren Abwertung der norwegischen Krone gegenüber allen anderen Teilnehmerwährungen am 13. Februar um 8%. Seitdem hat das Währungsband nicht

**Bewegungen der Kassakurse innerhalb des Gruppenfloatings
europäischer Währungen**
Wochendurchschnitte, in Prozent



¹ Anpassung der Leitkurse am 4. April 1977. ² Anpassung der Leitkurse am 29. August 1977. Die schwedische Krone schied am gleichen Tag aus dem Währungsverbund aus. ³ Anpassung der Leitkurse am 13. Februar 1978.

mehr seine volle Ausdehnung erreicht, waren die niederländischen und belgischen Behörden in der Lage, ihre Diskontsätze wieder zu senken, und konnten schließlich die Verbindlichkeiten wieder getilgt werden, die sich aus früheren Stützungsoperationen ergeben hatten.

Wechselkurse und internationale Wettbewerbsfähigkeit

Das Ausmaß der im vorhergehenden Abschnitt beschriebenen Wechselkursverschiebungen hat zusammen mit dem Fortbestehen umfangreicher Leistungsbilanzungleichgewichte in einer Anzahl von Ländern, deren Währungen in erster Linie betroffen waren, manche Wirtschaftsbeobachter einmal mehr daran zweifeln lassen, ob Wechselkursveränderungen im internationalen Anpassungsprozeß eine wirksame Rolle spielen. Warum ist es insgesamt gesehen trotz sehr drastischer nomineller Neubewertungen der Währungen so schwer gewesen, reale Veränderungen der Wechselkurse herbeizuführen? Warum sind zudem in jenen Fällen, in denen es zu realen Veränderungen der Wettbewerbspositionen kam, ihre Zahlungsbilanzeffekte nicht größer gewesen?

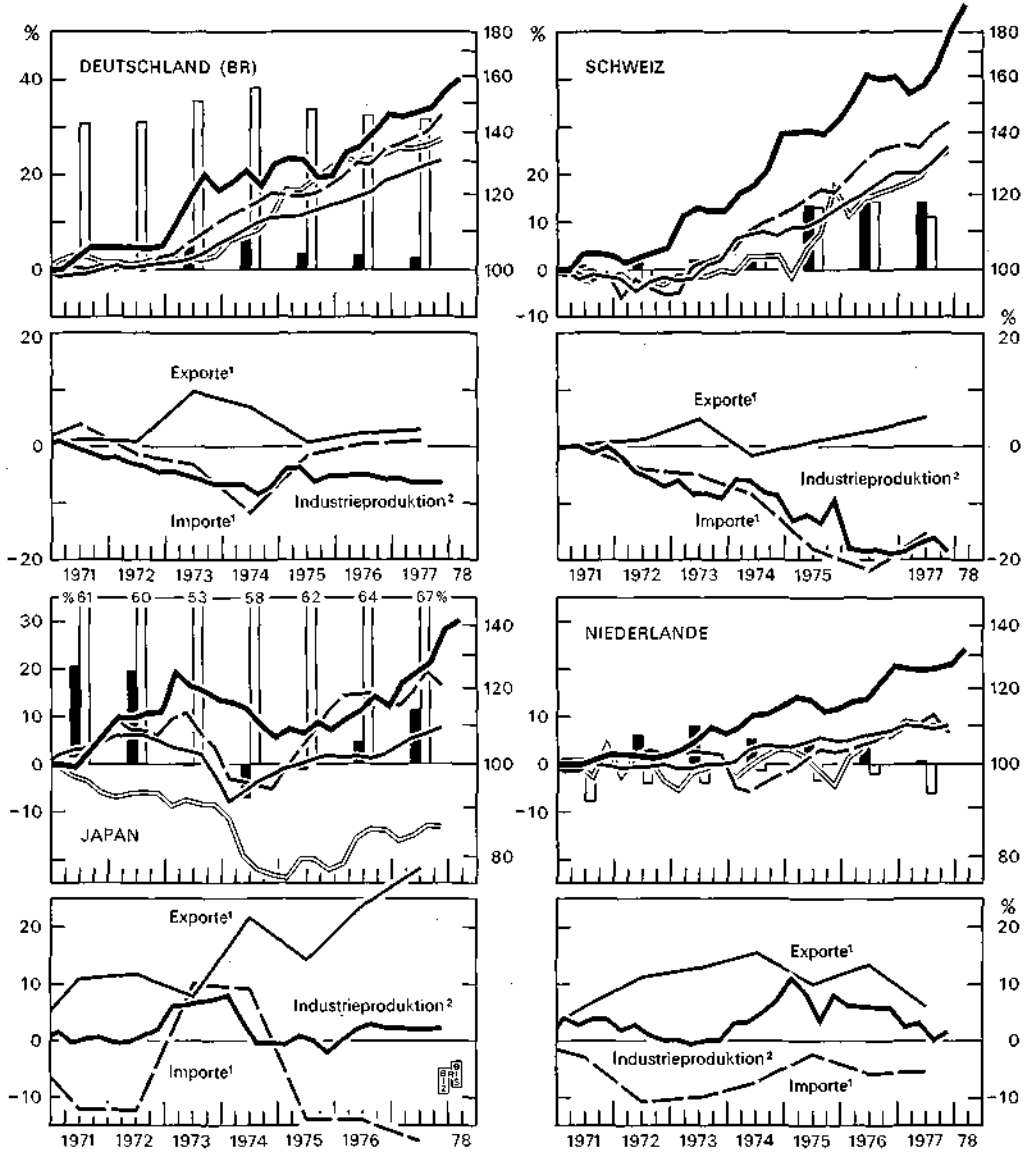
Die Graphiken auf den folgenden Seiten versuchen — wenigstens für die Währungen der Zehnergruppenländer und der Schweiz — nicht nur für die vergangenen

Zehnergruppenländer und Schweiz: Veränderungen der effektiven Wechselkurse, der relativen Preise und Kosten sowie relative Außenhandelsergebnisse 1971-78

Linker Maßstab: Leistungsbilanzsaldo in Prozent der Bruttoeinnahmen aus dem Export von Waren und Dienstleistungen \pm Saldo der Übertragungen
 Saldo des Handels mit gewerblichen Erzeugnissen in Prozent der Bruttoeinnahmen aus dem Export von Waren und Dienstleistungen \pm Saldo der Übertragungen

Rechter Maßstab: (halblogarithmisch) Effektive Wechselkurse Relative Durchschnittswerte der exportierten gewerblichen Erzeugnisse Relative Großhandelspreise industrieller Erzeugnisse Relative Lohnstückkosten im produzierenden Gewerbe

4. Quartal 1970 = 100



№ 2232a

Anmerkung: Die relativen Preis- und Kostenindizes der einzelnen Länder ergeben sich durch Division der Summe der handelsgewogenen Preis- und Kostenbewegungen der anderen Länder der Gruppe durch die entsprechenden Bewegungen des betreffenden Landes. Eine Aufwärtsbewegung der Indizes eines Landes stellt folglich eine Verbesserung seiner relativen Preis- und Kostenlage dar.

¹ Entwicklung der Exporte und Importe im Verhältnis zu jener der gesamten OECD-Länder (wertmäßige Beträge im Jahr; 1970 = 100). ² Entwicklung der Industrieproduktion im Verhältnis zu derjenigen der gesamten OECD-Länder (saisonbereinigte Vierteljahreszahlen; Durchschnitt 1970 = 100).

eineinhalb Jahre, sondern für die gesamte Periode seit 1971 etwas Klarheit in diese Fragen zu bringen. Für jedes der ausgewählten Länder zeigt die obere Graphik den Verlauf seines effektiven Wechselkurses sowie seine inländische Kosten- und Preisentwicklung im Verhältnis zu den gewichteten Durchschnitten der übrigen Länder der Gruppe. Aufwärtsbewegungen der Kurven, die für jedes Land die ausgewählten Kosten- und Preisindizes darstellen, geben an, wie stark sich seine Wettbewerbsposition in dem betreffenden Bereich im Vergleich zu derjenigen der übrigen Gruppenländer verbesserte bzw. (bei Abwärtsbewegungen) verschlechterte. Gleichlaufende Bewegungen des effektiven Wechselkurses eines Landes und seiner relativen Kosten- und Preisindizes deuten darauf hin, daß sich seine Wettbewerbsposition nicht verändert hat, während Abweichungen zwischen den zwei Indizes je nachdem auf eine Verschlechterung oder eine Verbesserung der realen Wechselkurse hinweisen.

In einer Anzahl von Ländern verliefen die Bewegungen der verschiedenen in der Graphik dargestellten Preis- und Kostenindizes keineswegs gleichförmig. Insbesondere wick in zahlreichen Fällen die Entwicklung der Lohnstückkosten eines Landes, die zusammen mit jener der effektiven Wechselkurse als Hauptindikator der Wettbewerbsfähigkeit herangezogen wird, von dem Verlauf der Durchschnittswerte der Exporte ab. Ein solches Auseinanderklaffen bedeutet, daß sich die Gewinnspannen im Inland gegenüber jenen der anderen Länder verändert haben.

Die für die Berechnung von Wechselkurs-, Preis- und Kostenindizes verwendeten Gewichte beruhen auf den Anteilen der jeweiligen Länder am internationalen Handel für industrielle Erzeugnisse und berücksichtigen den Wettbewerb sowohl dieser Länder untereinander als auch auf Drittmärkten.

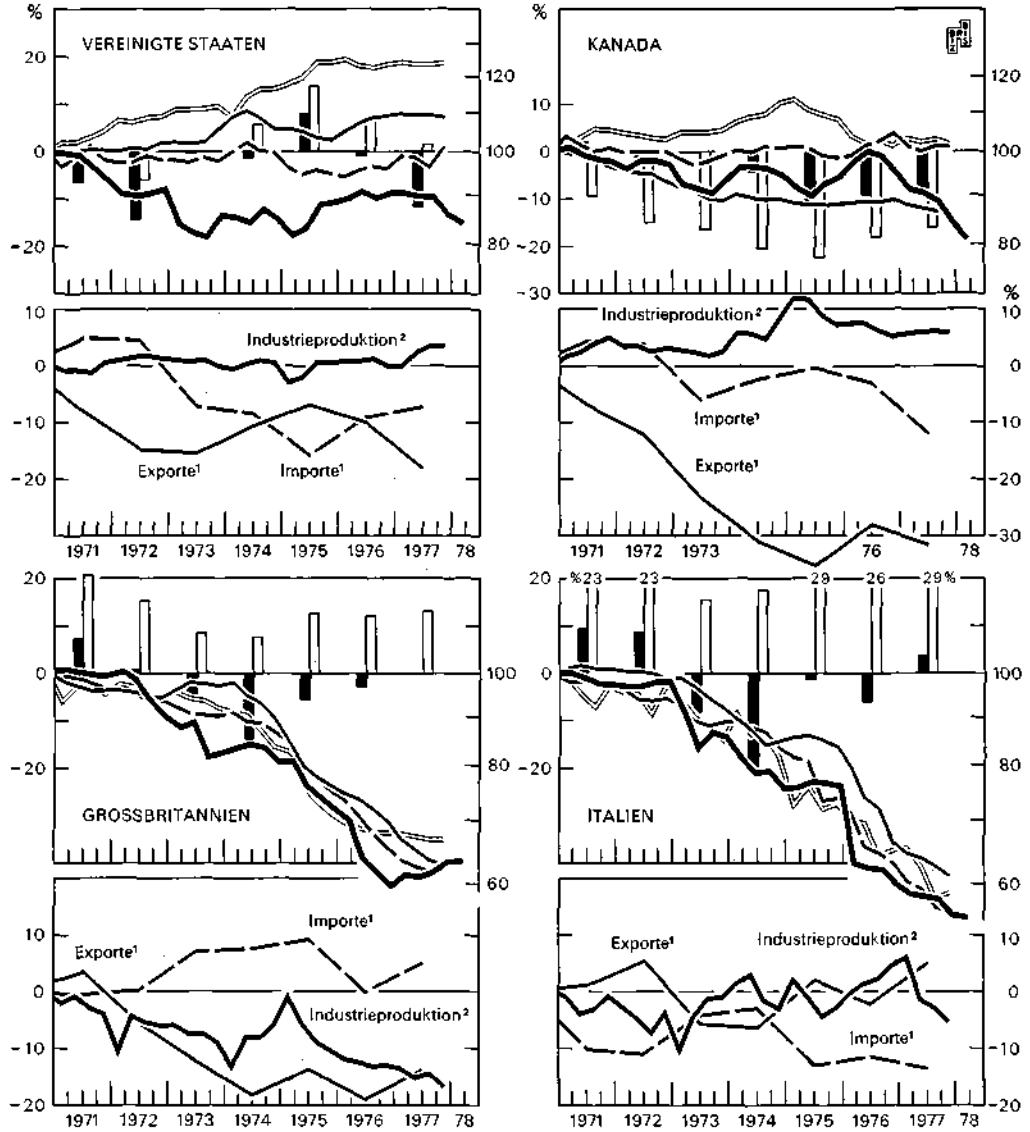
Die unteren Graphiken zeigen die Entwicklung der wertmäßigen Exporte und Importe von Industriegütern der einzelnen Länder im Verhältnis zu jener aller OECD-Länder. Gerade im Handel mit solchen Erzeugnissen ist am schnellsten eine Reaktion auf Veränderungen der Wettbewerbsposition zu erwarten, obwohl auch die anderen Posten der Leistungsbilanz davon beeinflusst werden. Um einen gewissen Hinweis auf die Bedeutung von konjunkturellen Faktoren und von Unterschieden in den längerfristigen Wachstumstrends zu geben, zeichnet eine dritte Indexlinie den Verlauf der Industrieproduktion der jeweiligen Länder im Verhältnis zu demjenigen des gesamten OECD-Gebiets nach.

Solche Ländervergleiche müssen natürlich mit Vorsicht bewertet werden. Die verwendeten Kosten- und Preisstatistiken, zumal jene für die Lohnstückkosten, sind sowohl für sich genommen unzureichend als auch international nur bedingt vergleichbar. Nur erhebliche Abweichungen des Wechselkurses eines Landes von seinem inländischen Kosten- und Preisniveau können daher mit einiger Verlässlichkeit als Indikator einer wirklichen Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit interpretiert werden. Zudem sind relative Preise weder das einzige Element der Wettbewerbsfähigkeit noch sind Exporte und Importe industrieller Erzeugnisse bei weitem die einzigen Transaktionen, die die Wechselkurse beeinflussen. Gleichwohl illustrieren die Graphiken in der Tat ziemlich eindeutig einige wichtige Grundzüge der Erfahrungen mit Wechselkursen, sowohl seit dem Zusammenbruch des alten Wechselkurssystems im Jahre 1971 wie während der vergangenen eineinhalb Jahre.

Zehnergruppenländer und Schweiz: Veränderungen der effektiven Wechselkurse, der relativen Preise und Kosten sowie relative Außenhandelsergebnisse 1971-78

Linker Maßstab:
 ■ Leistungsbilanzsaldo in Prozent der Bruttoeinnahmen aus dem Export von Waren und Dienstleistungen + Saldo der Übertragungen
 □ Saldo des Handels mit gewerblichen Erzeugnissen in Prozent der Bruttoeinnahmen aus dem Export von Waren und Dienstleistungen + Saldo der Übertragungen

Rechter Maßstab: (halblogarithmisch) 4. Quartal 1970 = 100
 — Effektive Wechselkurse
 — Relative Durchschnittswerte der exportierten gewerblichen Erzeugnisse
 — Relative Großhandelspreise industrieller Erzeugnisse
 — Relative Lohnstückkosten im produzierenden Gewerbe



NP 22326

Anmerkung: Die relativen Preis- und Kostenindizes der einzelnen Länder ergeben sich durch Division der Summe der handelsgewogenen Preis- und Kostenbewegungen der anderen Länder der Gruppe durch die entsprechenden Bewegungen des betreffenden Landes. Eine Aufwärtsbewegung der Indizes eines Landes stellt folglich eine Verbesserung seiner relativen Preis- und Kostenlage dar.

¹ Entwicklung der Exporte und Importe im Verhältnis zu jener der gesamten OECD-Länder (wertmäßige Beträge im Jahr; 1970 = 100). ² Entwicklung der Industrieproduktion im Verhältnis zu derjenigen der gesamten OECD-Länder (saisonbereinigte Vierteljahreszahlen; Durchschnitt 1970 = 100).

Im Hinblick auf die erste der zu Beginn dieses Abschnittes aufgeworfenen Fragen bieten Italien und Großbritannien die besten Beispiele für Länder, in denen große Ausschläge der effektiven Wechselkurse mit einer geringen Veränderung der relativen Wettbewerbspositionen einhergingen. Aus ihrer Erfahrung geht klar hervor, daß in offenen Volkswirtschaften eine Abwertung der Währung für sich allein, d.h. ohne begleitende binnenwirtschaftliche Stabilisierungsmaßnahmen, nicht nur die internationale Wettbewerbsfähigkeit nicht verbessern kann, sondern auch — durch ihre Wirkung auf die binnenwirtschaftliche Kosten- und Preisentwicklung — ein sich verstärkendes ungünstiges Zusammenspiel zwischen dem Außen- und dem Innenwert der Währung in Gang setzt (und zu verfestigen neigt), wobei auf Perioden der Wechselkursabwertung ziemlich rasch ein größerer Inflationsdruck folgt, der wiederum in einen weiteren Verfall des Wechselkurses mündet. Großbritannien konnte 1976/77 diesen Teufelskreis durchbrechen, indem es den Anstieg der Lohnstückkosten durch Vereinbarungen zur Begrenzung der Lohnexpansion, die von Maßnahmen zur Dämpfung der Binnennachfrage unterstützt wurden, verlangsamte; durch die Notwendigkeit, die Gewinnmargen wieder auszuweiten, war der so gewonnene Wettbewerbsvorteil jedoch bis Ende 1977 erneut zerronnen. Es trifft zu, daß 1977 sowohl Italien wie Großbritannien große Erfolge bei der Verbesserung ihrer Leistungsbilanzen errangen; indessen wurde dies hauptsächlich dadurch erreicht, daß sie das Wachstum ihrer Binnennachfrage zum Stillstand brachten; im Falle Großbritanniens kam das Anlaufen der Produktion auf den Nordsee-Erdölfeldern hinzu.

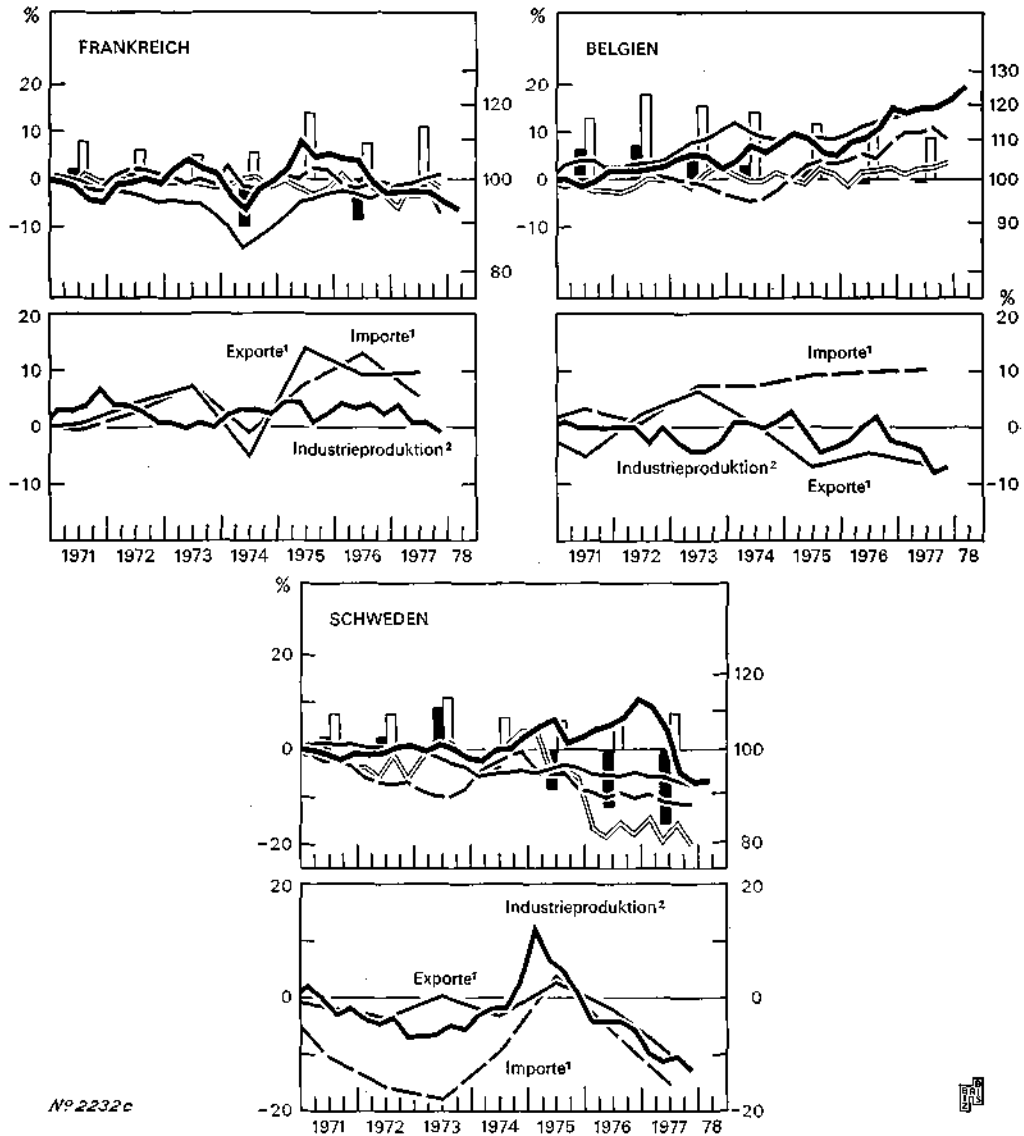
Deutschland hat seit 1970 größtenteils dieselben Erfahrungen wie Italien und Großbritannien gemacht, allerdings in der entgegengesetzten Richtung einer sich selbst verstärkenden „Stabilitätsspirale“ von Währungsaufwertung und relativ milder Binneninflation. In der gesamten hier betrachteten Periode hat sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands sicher verschlechtert, obwohl man mit Bestimmtheit annehmen kann, daß die Deutsche Mark 1971/72 unterbewertet war. Die 1973 eingetretene Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit scheint bis Ende 1975 durch die relative Stabilität der Lohnstückkosten im Inland wieder voll ausgeglichen worden zu sein. In der Folge verschlechterte sich die Wettbewerbsposition erneut, weil die Deutsche Mark im Jahre 1976 weiter an Wert gewann und dann auch wieder gegen Jahresende 1977 zu steigen begann; der wertmäßige Export entwickelte sich jedoch günstiger als die Lohnstückkosten, da die deutschen Exporteure versuchten, ihre Marktanteile unter Hinnahme niedrigerer Gewinnspannen zu halten. Gleichwohl wird aus der Graphik deutlich, daß der deutsche Anteil am Gesamtwert der Exporte der OECD-Länder jetzt niedriger liegt als 1973/74, während der Anteil an den Gesamtimporten dieser Länder gestiegen ist. Trotzdem ist die Leistungsbilanz weiterhin im Überschuß und dürfte dort noch für einige Zeit verharren, wobei sich das relativ niedrige Wachstum der Inlandsnachfrage und die J-Kurveneffekte der jüngsten erneuten Höherbewertung der Deutschen Mark gemeinsam auswirken.

Wenn in einigen Ländern sehr große Ausschläge der Wechselkurse keine dauerhaften oder größeren Veränderungen in der Wettbewerbsposition hinterließen, so haben in anderen größere Verschiebungen in der Wettbewerbsfähigkeit keine entsprechend starken und anhaltenden Zahlungsbilanzeffekte hervorgebracht. Dies gilt

Zehnergruppenländer und Schweiz: Veränderungen der effektiven Wechselkurse, der relativen Preise und Kosten sowie relative Außenhandelsergebnisse 1971-78

Linker Maßstab:
 ■ Leistungsbilanzsaldo in Prozent der Bruttoeinnahmen aus dem Export von Waren und Dienstleistungen ± Saldo der Übertragungen
 □ Saldo des Handels mit gewerblichen Erzeugnissen in Prozent der Bruttoeinnahmen aus dem Export von Waren und Dienstleistungen ± Saldo der Übertragungen

Rechter Maßstab: (halblogarithmisch)
 4. Quartal 1970 = 100
 — Effektive Wechselkurse
 — Relative Durchschnittswerte der exportierten gewerblichen Erzeugnisse
 — Relative Großhandelspreise industrieller Erzeugnisse
 — Relative Lohnstückkosten im produzierenden Gewerbe



Nº 2232 c

Anmerkung: Die relativen Preis- und Kostenindizes der einzelnen Länder ergeben sich durch Division der Summe der handelsgewogenen Preis- und Kostenbewegungen der anderen Länder der Gruppe durch die entsprechenden Bewegungen des betreffenden Landes. Eine Aufwärtsbewegung der Indizes eines Landes stellt folglich eine Verbesserung seiner relativen Preis- und Kostenlage dar.

¹ Entwicklung der Exporte und Importe im Verhältnis zu jener der gesamten OECD-Länder (wertmäßige Beträge im Jahr; 1970 = 100). ² Entwicklung der Industrieproduktion im Verhältnis zu derjenigen der gesamten OECD-Länder (saisonbereinigte Vierteljahreszahlen; Durchschnitt 1970 = 100).

in besonderem Maße für die USA und Japan, wo Wechselkurse und inländische Kosten insgesamt gesehen in den Graphiken in entgegengesetzte Richtungen streben und damit sehr beträchtliche Wettbewerbsverschiebungen zur Folge hatten.

In den USA verbesserte sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit im Gefolge der Abwertung des Dollars von 1971–73 spektakulär; dies war zweifellos einer der wichtigsten, wenn auch nicht der einzige Grund für die starke Aktivierung der Leistungsbilanz der USA zwischen 1972 und 1975 von einem Defizit in einen Überschuß. Dennoch konnte der auch in der Folge behauptete Wettbewerbsvorteil aus den frühen siebziger Jahren nicht verhindern, daß der Überschuß 1976 verschwand und im letzten Jahr durch ein Defizit in Höhe von \$ 20 Mrd. abgelöst wurde, was wiederum zu einer weiteren Abschwächung des Dollars und zur Stärkung der amerikanischen Wettbewerbsfähigkeit seit den letzten Monaten von 1977 führte.

Die japanischen Erfahrungen sind in mancher Hinsicht denen der USA entgegengesetzt gewesen. Zu Anfang 1973 hatte die Höherbewertung des Yen in Verbindung mit der relativen Erhöhung der Lohnstückkosten eine spürbare Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes verursacht. Allerdings war das Entstehen eines großen Leistungsbilanzdefizits 1974 nicht so sehr darauf zurückzuführen, als vielmehr auf die Erhöhung der japanischen Ölimportrechnung um \$ 14 Mrd. in jenem Jahr gegenüber dem Vorjahr. Obgleich sich die relative Wettbewerbssituation Japans kaum mehr änderte, begann sich nach 1974 die Leistungsbilanz wieder zu verbessern; bis zum Jahresende 1976 war wieder ein ansehnlicher Überschuß erreicht worden, der sich im letzten Jahr — hauptsächlich infolge der Höherbewertung des Yen — in einer weiteren bedeutenden Verschlechterung der relativen Kostenposition Japans niederschlug.

Sowohl in den USA als auch in Japan war die Veränderung der Wettbewerbsposition deutlich geringer, wenn man sie nicht an den Lohnstückkosten, sondern an der Entwicklung der industriellen Großhandelspreise und der Durchschnittswerte der Exporte mißt; dies heißt nichts anderes, als daß die Gewinnspannen in den USA besser, in Japan dagegen schlechter als im Durchschnitt der anderen Länder abschnitten. Ein Grund für diese Diskrepanz in der Gewinnentwicklung liegt in den unterschiedlichen Wachstumsraten der Binnennachfrage und dem unterschiedlichen Grad der Kapazitätsauslastung in den beiden Ländern. Außerdem sind in Japan die Gewinnmargen auch deshalb unter Druck geraten, weil die Unternehmen in Zeiten wirtschaftlicher Flaute nur ungenügend Arbeitskräfte freisetzen.

Die unterschiedlichen Wachstumsraten der Inlandsnachfrage in den beiden Ländern helfen nicht nur ihre gegensätzliche Gewinnentwicklung zu erklären, sondern sind zweifellos auch einer der wesentlichen Gründe dafür, warum trotz der Verschiebungen in den Wettbewerbspositionen beider Länder die Leistungsbilanz der USA tief in die Defizitzone geraten ist und dort verharrt, während diejenige Japans einen beträchtlichen Überschuß ausweist. Dies vermag freilich keineswegs alles zu erklären. Auch strukturelle Faktoren haben eine wichtige Rolle dabei gespielt, die von Veränderungen in den realen Wechselkursen beider Länder ausgehenden Wirkungen zu neutralisieren. Ein solcher Faktor ist die unterschiedliche Einstellung der Unternehmer gegenüber dem Außenhandel, was sich in der sehr auffallenden gegensätzlichen Entwicklung der Exportdurchschnittswerte in beiden

Ländern ausdrückt. Für viele japanische Firmen nehmen Exporte eine so hohe Priorität ein, daß sie selbst in Anbetracht niedriger Gewinnmargen energische Anstrengungen unternehmen, um ihr Ausfuhrniveau zu verteidigen; für die meisten amerikanischen Firmen ist andererseits die Größe des Binnenmarktes derart bestimmend, daß die Gewinne im Exportgeschäft schon wesentlich höher sein müssen als diejenigen im Inlandsumsatz, um eine zusätzliche Exportanstrengung lohnend zu machen. Der andere wesentliche Faktor, der nur die USA betrifft, war die erhöhte Abhängigkeit dieses Landes von Erdöleinfuhren.

Die Schweiz ist das andere Land in den Graphiken, dessen Wettbewerbsposition sich bedeutend verschlechtert hat, ohne daß gleichzeitig sein Leistungsbilanzüberschuß zurückgegangen wäre. Die Aufwärtsbewegung des Frankens ist die stärkste gewesen, die je ein einzelnes Land seit dem Beginn der siebziger Jahre verzeichnet hat; die Verbesserung der relativen Kosten und Preise hat damit niemals Schritt gehalten, obwohl sie für sich gesehen ganz ansehnlich war. Tatsächlich ist die Schweiz gegenwärtig in ihrer internationalen Wettbewerbsposition wahrscheinlich fast ebensoweit zurückgefallen wie Japan. Überdies sind die Gründe für die anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschüsse bis zu einem gewissen Grade dieselben wie in Japan. Hierzu zählen die entschlossenen Anstrengungen, die Auslandsverkäufe auch bei rückläufigen Gewinnspannen aufrechtzuerhalten, sowie in jüngerer Zeit J-Kurveneffekte, die eine weitere Verschlechterung der Schweizer Wettbewerbsposition ausgeglichen haben. Ausschlaggebend für die Schweiz war jedoch das durch eine Verringerung der Zahl der Erwerbspersonen verursachte Einschwenken auf einen niedrigeren Wachstumspfad, das seinerseits zu einem relativen Rückgang der Importe führte, der fast ebenso auffallend wie derjenige in Japan war.

Welche wesentlichen Lehren können aus diesen Erfahrungen gezogen werden? Als erste ergibt sich sicherlich folgende: Wenn vor 1971 einige größere Länder zu wenig auf den Wechselkurs als Instrument der Anpassung zurückgegriffen haben oder in bestimmten Fällen davon überhaupt keinen Gebrauch machten, so ist seit dieser Zeit manchmal zu viel von ihm erwartet worden. Dies gilt genauso sehr für solche Situationen, in denen sich die Wechselkurse stark, die Wettbewerbspositionen aber wenig oder gar nicht verändert haben, wie für jene, in denen Zahlungsbilanzungleichgewichte bei beträchtlichen Verschiebungen der Wettbewerbsvorteile fortbestanden haben. In beiden Fällen wurden die Wirkungen der Wechselkursbewegungen durch andere Faktoren überdeckt: wenn keine Veränderung der Wettbewerbsposition eingetreten ist, durch das Fehlen entsprechender inländischer Anpassungsmaßnahmen; wenn sich die Wettbewerbsfähigkeit verbessert hat, aber die Zahlungsbilanz in einem erheblichen Ungleichgewicht verblieben ist, durch eine Anzahl anderer Faktoren, wobei länderweise Unterschiede im Niveau der Binnennachfrage, strukturelle Faktoren wie der Grad der Exportorientierung und verzögerte Reaktionen auf relative Preisveränderungen, d.h. die sogenannten J-Kurveneffekte, am meisten Gewicht hatten.

Theoretisch könnten destabilisierende Wechselkursschwankungen, so wie sie in den letzten Jahren vorkamen, durch kompensierende autonome Kapitalströme vermieden werden, selbst wenn die Leistungsbilanz nicht hinreichend auf Wechselkursanpassungen — seien diese nun von Veränderungen in den Wettbewerbsbedin-

gungen begleitet oder nicht — reagiert. Zu solchen Bewegungen kann es aber nur dann kommen, wenn die Marktteilnehmer sich eine einigermaßen zuversichtliche und realistische Vorstellung darüber machen können, wie das längerfristige Gleichgewichtsniveau des Wechselkurses des jeweiligen Landes wahrscheinlich aussehen wird. In den letzten Jahren war es nun oft sehr schwierig, sich darüber ein Urteil zu bilden. Teilweise war dies durch die verschiedenen bereits erwähnten Faktoren bedingt, die den Wirkungen von nominellen oder realen Wechselkursveränderungen entgegengewirkt haben dürften. Darüber hinaus fehlten aber eindeutige Verpflichtungen in der Wechselkurspolitik, und mancherorts waren die währungspolitischen Behörden selbst in Zeiten eines ernstlich geschwundenen Marktvertrauens nicht bereit, irgendein aktives Interesse am Außenwert ihrer Währungen zu beweisen. Daher haben Kapitalbewegungen, anstatt die Devisenmärkte zu stabilisieren, die Wirkungen von Leistungsbilanzungleichgewichten auf diese Märkte oft noch verstärkt. Auf diese Weise haben sie das Funktionieren des Anpassungsprozesses zusätzlich behindert, wobei ein steiles Abwärtsgleiten der Wechselkurse in Ländern mit Zahlungsbilanzdefiziten die heimische Kosteninflation verschärfte, während steigende Wechselkurse in Ländern mit Zahlungsbilanzüberschüssen die nachfragedämpfenden Kräfte akzentuierten.

Natürlich gab es Ausnahmen von diesem allgemeinen Verhaltensmuster, zumal auf der Seite jener Mitglieder im europäischen Währungsverbund, die mehrmals durch tatkräftige binnenwirtschaftliche Maßnahmen im Verein mit Devisenmarktinterventionen die Bedeutung, die sie der Wechselkursstabilität zumessen, demonstriert haben. Dadurch haben sie ziemlich rasch einen Umschwung auf den Märkten zu ihren Gunsten herbeigeführt.

Im großen und ganzen scheint freilich die Erfahrung der letzten Jahre mancherorts dazu Anlaß gegeben zu haben, die Brauchbarkeit von Wechselkursanpassungen in Frage zu stellen. Die eigentliche Lehre der jüngsten Erfahrungen liegt aber sicherlich eher darin, daß Wechselkursanpassungen in der Tat eine Rolle zukommt, die sie aber nur dann spielen können, wenn andere Kräfte — insbesondere binnenwirtschaftliche Maßnahmen der einzelnen Länder wie der größeren Länder insgesamt — in dieselbe Richtung wirken. Diese Erkenntnis wurde auch in den Bestimmungen des Bretton-Woods-Systems anerkannt, wo Wechselkursadjustierungen nur in jenen Fällen eines fundamentalen Ungleichgewichts vorgesehen waren, in denen die ökonomischen und sozialen Kosten des alleinigen Einsatzes binnenwirtschaftlicher Maßnahmen zur Korrektur außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte zu groß gewesen wären. Das geänderte Übereinkommen über den Internationalen Währungsfonds drückte den Sachverhalt insofern anders aus, als es eher in binnenwirtschaftlichen Maßnahmen als in der Disziplin fester Währungsparitäten die Grundlage für Wechselkursstabilität sieht. Gerade weil bei diesen neuen Vereinbarungen die Wechselkursverpflichtungen der einzelnen Länder gegenüber dem Währungsfonds lockerer als im Bretton-Woods-System sind, müssen ihre binnenwirtschaftlichen Maßnahmen um so strikter sein, wenn sie dasselbe Pflichtbewußtsein gegenüber der Wechselkursstabilität erzeugen sollen.

Es gibt in der Tat eine den gegenwärtigen Wechselkursvereinbarungen innewohnende Schwierigkeit, die folgendermaßen beschrieben werden kann: Wechselkursänderungen sind ein notwendiger Teil des internationalen Anpassungsprozesses,

Wechselkursinstabilität dagegen nicht. Die unmittelbaren Verpflichtungen der meisten Länder hinsichtlich der Wechselkursstabilität beschränken sich gegenwärtig auf die allgemeinen Aussagen, die in dem geänderten Übereinkommen über den Internationalen Währungsfonds enthalten sind; allein mit binnenwirtschaftlichen Maßnahmen dem Sinne dieser Verpflichtung entschlossen und eindeutig Geltung zu verschaffen, ist schwer. In gewissem Sinne laden daher flexible Wechselkurse der Binnenwirtschaftspolitik bei der Aufrechterhaltung einer vernünftigen Wechselkursstabilität eine größere Last auf als das Festkurssystem.

Goldgewinnung und Goldmarkt

Im Jahre 1977 belief sich die Weltgoldgewinnung (ohne Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea) wie im Jahre 1976 auf 965 t. Die südafrikanische Goldproduktion nahm um weitere 13½ t auf 700 t ab, das sind 30% weniger als das Rekordergebnis von 1970; damit reduzierte sich ihr Anteil an der gesamten westlichen Erzeugung von Gold auf knapp unter 73%. Dieser Rückgang wurde jedoch durch Produktionssteigerungen in mehreren der kleineren golderzeugenden Länder, besonders in Australien, Papua-Neuguinea und den Philippinen, ausgeglichen.

Das niedrigere Niveau der südafrikanischen Golderzeugung im vergangenen Jahr war auf eine Abnahme der Menge des verhütteten Erzes um 2,2% zurückzuführen, wobei der durchschnittliche Goldgehalt des Erzes — der in den vorangegangenen Jahren gesunken war — gegenüber 1976 im wesentlichen unverändert blieb. Als Folge weiterer umfangreicher Lohn- und Materialkostensteigerungen nahmen die durchschnittlichen Gewinnungskosten, die 1975 und 1976 um 26,8 bzw. 15,5% gestiegen waren, um weitere 23,7% zu. Wenn sich gleichwohl die durchschnittlichen

Weltgoldgewinnung

	1929	1940	1946	1953	1970	1974	1975	1976	1977
	Tonnen								
Südafrika	323,9	436,9	371,0	371,4	1 000,4	758,6	713,4	713,4	699,9
Kanada	60,0	165,9	88,6	126,1	74,9	52,8	51,4	52,6	53,1
USA	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	35,1	32,7	32,6	32,5
Papua-Neuguinea	0,7	21,5	18,4	19,2	22,1
Rhodesien	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0	20,0
Australien	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	16,2	16,4	15,7	19,3
Philippinen	5,1	34,9	—	14,9	18,7	16,7	15,6	15,6	17,4
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	19,1	16,3	16,6	16,9
Kolumbien	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	8,3	9,7	9,4	9,3
Brasilien	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	7,6	7,8	8,2	8,2
Japan	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,3	4,5	4,3	4,4
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,1	3,2	2,7	2,4
Zusammen	511,9	947,9	598,8	690,8	1 230,9	964,3	909,4	910,3	905,6
Sonstige Länder	58,6	217,1	67,7	73,4	36,6	39,4	43,9	54,7	58,0
Geschätzte Weltgoldgewinnung*	570,5	1 165,0	666,5	754,2	1 267,5	1 003,7	953,3	965,0	963,6

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

Gewinne aus der Golderzeugung, die in Dollar bewertet 1976 um 31% gesunken waren, im vergangenen Jahr um 20% erholten, so war dies der Steigerung des Dollarpreises, der den Minen für ihre Erzeugung bezahlt wurde, zu verdanken.

Zusätzlich zur westlichen Erzeugung wurde das Marktangebot an Gold im Jahre 1977 wesentlich durch Verkäufe aus kommunistischen Ländern, die mit 450 t auf ihr höchstes Niveau seit 1965 geschätzt werden, und eine weitere Abnahme der offiziellen Goldbestände des Westens erhöht. Dieser Rückgang wird mit 280 t angegeben; darin ist eine Abnahme der Goldreserven Südafrikas um 90 t enthalten, die im wesentlichen auf Goldswaps zwischen der Südafrikanischen Reservebank und einer Gruppe von Geschäftsbanken beruhen soll. Ohne diese Veränderung der südafrikanischen Goldreserven, die nicht zu einer Erhöhung des Marktangebots führte, wird der Rückgang der offiziellen westlichen Goldbestände für 1977 mit 190 t angegeben. Davon entfielen 187½ t auf Gold, das der IWF während des Jahres in elf Auktionen versteigerte. Insgesamt kann das aus diesen Quellen fließende Goldangebot, das 1977 zur Deckung nichtmonetärer Nachfrage verfügbar war, auf 1 605 t und damit bedeutend höher als im Vorjahr veranschlagt werden. Die nichtmonetäre Nachfrage schloß im letzten Jahr eine starke Belebung des Interesses an Gold für Anlagezwecke ein, das zum Teil durch die enttäuschende Verfassung der Aktienmärkte in den meisten größeren Ländern und zum Teil durch die Schwäche des Dollars ausgelöst wurde. Andererseits nahm die industrielle Nachfrage im späteren Jahresverlauf mit steigendem Marktpreis eher ab. Umfangreiche Käufe wurden aus dem Nahen Osten gemeldet; darüber hinaus verstärkte sich in den USA die Nachfrage sowohl nach Barrengold wie nach Münzen. Das Volumen des auf den Terminmärkten der New Yorker und Chicagoer Warenbörsen gehandelten Goldes schwoll stark an.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)

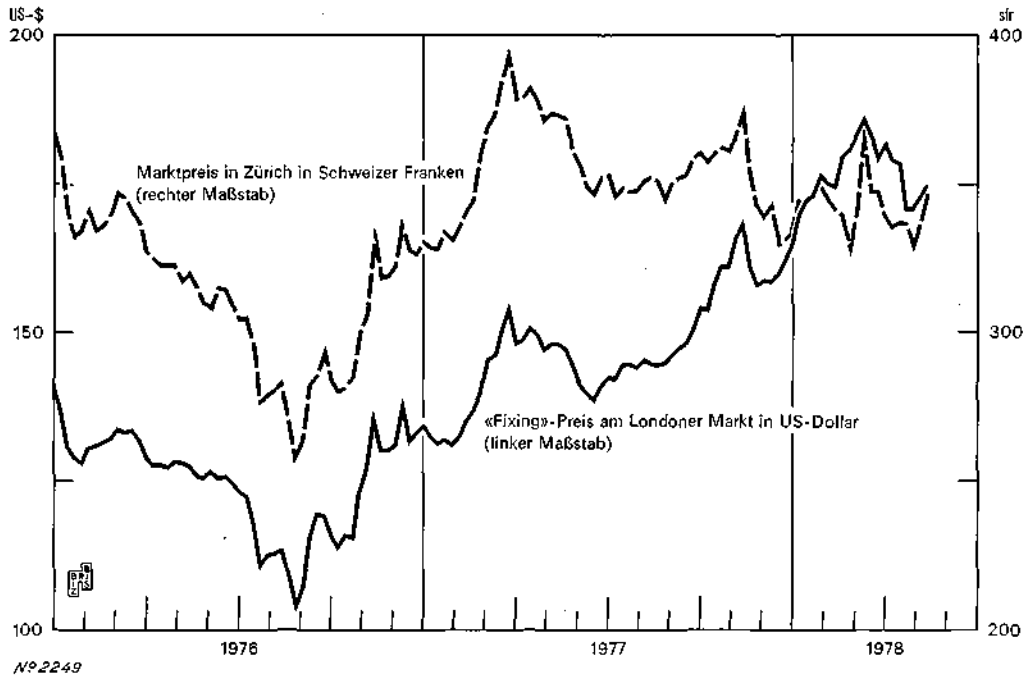
	1974	1975	1976	1977
	Tonnen			
Goldgewinnung	1 005	955	965	965
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt)	150	150	350	450
Abnahme der amtlichen Goldbestände westlicher Länder (netto)	35	35	155*	190*
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1 190	1 140	1 470	1 605

* Ohne die Abnahme der Goldreserven Südafrikas in Höhe von 160 t und 90 t in den Jahren 1976 bzw. 1977.

Die lebhaftere nichtmonetäre Nachfrage nach Gold im Jahre 1977 und in den ersten Monaten von 1978 schlug sich in der größeren Menge nieder, die von nicht-offiziellen Abnehmern absorbiert wurde. Der Anstieg des Dollarpreises für Gold im Berichtszeitraum scheint in dieselbe Richtung zu deuten. Allerdings kommt in diesem Anstieg zwar nicht vollständig, aber doch zu einem beträchtlichen Teil lediglich die Abschwächung des Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen in diesem Zeitraum zum Ausdruck. So war der in Schweizer Franken ausgedrückte Goldpreis, wie aus der umstehenden Graphik ersichtlich, nach einem kräftigen Anstieg in der ersten Jahreshälfte von 1977 gegen Ende Mai 1978 um weniger als 10% höher als zum Jahresende 1976.

Die Aufwärtsbewegung des Dollarpreises für Gold während der Berichtsperiode ging in zwei Hauptphasen vor sich, und zwar während Februar und März 1977 und erneut von September 1977 bis März 1978. Nachdem der „Fixing“-Preis am Londoner Markt zu Jahresanfang 1977 noch bei \$ 136,10 je Unze Feingold notiert hatte, gab er sogar auf \$ 129,40 am 11. Januar nach. Dies war eine vorübergehende Reaktion auf den äußerst raschen Preisanstieg während der vorangegangenen vier Monate, der beim Tiefpunkt von \$ 103 Ende August 1976 begonnen hatte. Gegen Mitte Februar nahm die Preisentwicklung wieder ihren Aufwärtstrend auf, und gegen Ende März wurde ein Niveau von \$ 153,60 erreicht. Mitte Juni folgte ein Rückgang auf unter \$ 140. Wenn sich auch die Notierungen in der Folge ein wenig festigten, bewegte sich der Preis doch von Mitte Juli bis Anfang September in einer ziemlich engen Bandbreite um \$ 145. Zu diesem Zeitpunkt, als die Schwäche des Dollars gegenüber anderen Hauptwährungen sich zu akzentuieren begann, setzte ein neuer Aufwärtstrend ein, der bis zum 11. November den Londoner Marktpreis auf über \$ 168, sein höchstes Niveau seit Mai 1975, hochtrieb.

Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1976–78
Freitagswerte je Feinunze



Darauf folgte ein zeitweiliger Rückschlag, der den „Fixing“-Preis auf dem Londoner Markt in wenig mehr als einer Woche um über \$ 10 fallen ließ. Dabei waren Gewinnmitnahmen offensichtlich; überdies nahm der Umfang der Verkäufe durch die Sowjetunion zu. Bald aber brachte die anhaltende Schwäche des Dollars den Goldpreis wieder zum Steigen, und zum Jahresende hatte sich der Marktpreis in London auf \$ 165 erholt. Die erneute Aufwärtsbewegung des Dollarpreises für Gold hielt mit nur geringen Unterbrechungen bis Anfang März 1978 an. Die Ankündigung vom 23. Januar, daß die Vereinbarung vom August 1975 zwischen den Zehnergruppenländern, der Schweiz und Portugal, ihre zusammengefaßten Goldbestände

und die des IWF nicht zu erhöhen, zum Ende jenes Monats auslaufe, hatte keinen nennenswerten Effekt auf die Aufwärtsbewegung der Notierungen. Am 8. März 1978 erreichte die Notiz mit \$ 190 das höchste Niveau seit drei Jahren.

Danach kam es dann am 21. März zu einem recht kräftigen Preisrückgang auf \$ 177, der zum Teil auf die festere Verfassung des Dollars auf den Devisenmärkten und zum Teil auf Gerüchte über anstehende Marktverkäufe des US-Schatzamt zurückzuführen war. Rund vier Wochen später, am 19. April, hatte der Marktpreis ein wenig weiter bis auf knapp unter \$ 175 nachgegeben. An diesem Tag gab das amerikanische Schatzamt bekannt, daß es beginnend mit dem 23. Mai mindestens sechs monatliche Auktionen von je 300 000 Unzen abhalten werde. Als Folge dieser Ankündigung fiel der Goldpreis einmal bis auf ungefähr \$ 168; gegen Ende Mai notierte er indessen wieder bei nahezu \$ 180 je Unze Feingold.

Währungsreserven und internationale Liquidität

Im Jahre 1977 wuchsen die Weltwährungsreserven zu Dollar-Marktkursen gerechnet stärker als je zuvor in einem Jahr. Die gesamten offiziellen Bestände der Länder an Gold, Devisen, Sonderziehungsrechten und IWF-Reservepositionen vergrößerten sich um \$ 58,7 Mrd. auf insgesamt \$ 317,7 Mrd. am Jahresende. Relativ gesehen belief sich jedoch die Wachstumsrate der Reserven im letzten Jahr mit 23% auf wenig mehr als die Hälfte des im Jahre 1971 verzeichneten Wertes von 43%.

Ungefähr 12% oder \$ 6,8 Mrd. der letztjährigen globalen Ausweitung der Reserven entfielen auf wechsellkursbedingte Änderungen des Dollarwerts der anderen Reservearten. Diese Bewertungsänderungen haben den Dollarwert der gesamten Devisenreserven um schätzungsweise rund \$ 3,5 Mrd., der Goldreserven um \$ 1,9 Mrd., der IWF-Reservepositionen um fast \$ 1 Mrd. und der gesamten Bestände der Länder an SZR um \$ 0,4 Mrd. erhöht.

Betrachtet man die einzelnen Reservearten, so konzentrierte sich der Reserven-zuwachs weiterhin auf offizielle Devisenbestände, die um \$ 55,6 Mrd. zunahmen. Davon entfielen \$ 34,1 Mrd. auf die Aufstockung von in den USA gehaltenen Dollarreserven. Von den verbleibenden \$ 21,5 Mrd. können fast \$ 10 Mrd. als Fremdwährungseinlagen der Währungsbehörden bei Banken auf dem eng definierten Eurogeldmarkt, in Kanada und Japan sowie bei den Niederlassungen der amerikanischen Banken auf den Bahamas und den Kaimaninseln identifiziert werden. Weitere \$ 2½ Mrd. wurden als Einlagen der Währungsbehörden in auf andere als Dollar lautenden Währungen, hauptsächlich Deutsche Mark und Yen, auf den nationalen Finanzmärkten der betreffenden Währungen gemeldet. Von diesem statistisch erfaßten Zuwachs der außerhalb der USA gehaltenen Devisenreserven um \$ 12½ Mrd. waren rund 5 Mrd. in US-Dollar und der Rest in anderen Währungen angelegt, wobei die Abschwächung des Dollars den Dollarwert der in anderen Währungen gehaltenen Devisenreserven um \$ 3½ Mrd. erhöht hat.

Was die Veränderungen der anderen Reservearten im letzten Jahr betrifft, so beruhte der Zuwachs des laufenden Dollarwerts der Goldreserven der einzelnen Länder nahezu vollständig auf Bewertungsänderungen. Obwohl sie Gold im Werte von \$ 0,5 Mrd. aus dem Restitutionsprogramm des IWF erhielten, erhöhte sich das Volumen ihrer Goldreserven 1977 nur im Gegenwert von \$ 0,1 Mrd.

Veränderung der Weltwährungsreserven 1975-77*

	Gold	Devisen	Reserveposition im IWF	SZR	Insgesamt
Millionen US-Dollar					
Zehnergruppenländer und Schweiz					
1975	- 1 605	+ 935	+ 1 620	- 235	+ 715
1976	- 260	+ 5 870	+ 4 345	+ 15	+ 9 970
1977	+ 1 840	+34 255	+ 1 100	- 265	+36 930
Gesamtbetrag Ende 1977 . .	35 395	105 125	13 815	7 510	161 845
Übrige entwickelte Länder					
1975	- 220	- 1 360	- 355	- 85	- 2 020
1976	- 240	+ 550	+ 400	- 125	+ 585
1977	- 25	+ 1 635	+ 15	- 25	+ 1 600
Gesamtbetrag Ende 1977 . .	3 940	23 165	1 075	720	28 900
Entwicklungsländer (ohne Ölausfuhrländer)					
1975	- 80	- 1 270	- 100	- 215	- 1 665
1976	- 90	+11 110	- 135	- 110	+10 775
1977	+ 180	+ 9 145	+ 55	+ 25	+ 9 405
Gesamtbetrag Ende 1977 . .	2 200	44 915	535	1 165	48 815
Öleinfuhrländer insgesamt					
1975	- 1 905	- 1 695	+ 1 165	- 535	- 2 970
1976	- 590	+17 530	+ 4 610	- 220	+21 330
1977	+ 1 995	+45 035	+ 1 170	- 265	+47 935
Gesamtbetrag Ende 1977 . .	41 535	173 205	15 425	9 395	239 560
Ölausfuhrländer					
1975	- 50	+ 7 340	+ 2 785	- 50	+10 025
1976	+ 75	+ 8 005	+ 1 220	+ 15	+ 9 315
1977	- 40	+10 535	+ 205	+ 85	+10 785
Gesamtbetrag Ende 1977 . .	1 485	69 580	6 555	485	78 105
Alle Länder					
1975	- 1 955	+ 5 645	+ 3 950	- 585	+ 7 055
1976	- 515	+25 535	+ 5 830	- 205	+30 645
1977	+ 1 955	+55 570	+ 1 375	- 180	+58 720
Gesamtbetrag Ende 1977 . .	43 020	242 785	21 980	9 880	317 665

* Einschließlich Bewertungsänderungen.

Nach Ausschaltung von Bewertungsänderungen betrug das Wachstum der gesamten IWF-Reservepositionen 1977 nur \$0,4 Mrd., verglichen mit \$6 Mrd. im vorangegangenen Jahr. Auf der Nachfrageseite gingen die Nettoziehungen der entwickelten Länder von \$4½ auf 1 Mrd zurück, während die Entwicklungsländer, die 1976 netto über \$2 Mrd. gezogen hatten, Nettorückzahlungen von \$0,4 Mrd. vornahmen. Auf der Angebotsseite war die Ölfazilität des Fonds ausgelaufen, während die sechste allgemeine Quotenerhöhung nicht vor April 1978 in Kraft trat. Im August 1977 wurde der Beschluß gefaßt, eine befristete „Zusätzliche Finanzierungsvorkehrung“ beim Fonds zugunsten jener Mitgliedsländer einzurichten, deren Zahlungsbilanzungleichgewichte im Verhältnis zu ihren Quoten hoch sind und nur in einem relativ langen Zeitraum korrigiert werden können. Bis jetzt haben vierzehn Mitgliedsländer sowie die Schweizerische Nationalbank ihre Bereitschaft erklärt, für diese Kreditlinie Mittel in der Gesamthöhe von \$11 Mrd. einzuräumen. Man hofft, daß die Fazilität im späteren Verlauf dieses Jahres in Kraft treten wird.

Die ölexportierenden Länder trugen im letzten Jahr wenig zur stärkeren Expansion der Weltwährungsreserven bei. Mit \$10,8 Mrd. waren die erfaßten Zugänge ihrer Reserven nicht viel höher als 1976 mit \$9,3 Mrd. Der Iran verzeichnete erstmals seit dem Erdölpreisanstieg mit \$3,4 Mrd. den höchsten einzelnen Reserven Gewinn. Saudi-Arabiens Reserven erhöhten sich um weitere \$3 Mrd., während vier andere OPEC-Länder ebenfalls beträchtliche Zuwächse auswiesen — der Irak (\$2,4 Mrd.), Libyen (\$1,7 Mrd.), Kuwait (\$1,1 Mrd.) und Indonesien (\$1 Mrd.). Andererseits verringerten sich die Reserven der Vereinigten Arabischen Emirate um \$1,1 Mrd. und jene von Nigeria um weitere \$1 Mrd., nach einer Abnahme um \$0,4 Mrd. im Vorjahr.

Der entscheidende Wandel im Reservenwachstum des letzten Jahres gegenüber jenem von 1976 vollzog sich bei den ölimportierenden Ländern, deren gesamte Reserven um \$47,9 Mrd. aufgestockt wurden, nachdem sie bereits 1976 einen ansehnlichen Zuwachs von \$21,3 Mrd. verzeichnet hatten. Das im vergangenen Jahr viel raschere Wachstum der Reserven innerhalb der ölimportierenden Länder konzentrierte sich auf die Zehnergruppenländer und die Schweiz, deren zusammengefaßte Reserven sich um \$37 Mrd. gegenüber 10 Mrd. im Jahre 1976 ausweiteten.

Der letztjährige Reserven zuwachs in den Zehnergruppenländern und der Schweiz verlief im großen und ganzen in zwei Phasen: Während der ersten den Zeitraum Januar–September umfassenden Periode wuchsen ihre gesamten Reserven um \$16,9 Mrd., wobei fast der gesamte Betrag auf die Wiederauffüllung der Reserven in Großbritannien und Italien um \$13 bzw. 3,4 Mrd. entfiel. Während der zweiten Phase, die sich über das letzte Quartal des Jahres erstreckte, nahmen die gesamten Reserven der Zehnergruppenländer um \$20 Mrd. zu. Während sich die Reserven Großbritanniens im Oktober, bevor die britischen Behörden das Pfund Sterling ziemlich frei floaten ließen, um weitere \$3 Mrd. erhöhten und Italiens Reserven um \$1,5 Mrd. wuchsen, war die auffallendste Entwicklung der zweiten Phase ein Reservenzugang in Deutschland und Japan von \$5,2 bzw. 5 Mrd. sowie in der Schweiz von \$3,3 Mrd. (davon entfiel nahezu ein Viertel auf Jahresendswaps mit den Banken); alle diese Zunahmen beruhten auf offiziellen Interventionen, die den Anstieg des Wechselkurses in diesen Ländern gegenüber dem Dollar mildern sollten.

Dasselbe Muster zeigte sich, wenn auch in einem geringeren Umfang, im ersten Quartal 1978. Die Zehnergruppenländer und die Schweiz erhöhten ihre zusammengefaßten Reserven um weitere \$7,1 Mrd., wobei in Japan \$6,4 Mrd. und in Deutschland \$2,5 Mrd. hinzukamen. Der Zuwachs im ersten Quartal wäre noch weit größer gewesen, wenn es nicht zum Rückfluß von Mitteln der Schweizer Geschäftsbanken aus den Window-dressing-Operationen zum Jahresende gekommen wäre, was die Reserven der Nationalbank im Verlauf des Quartals geringfügig abnehmen ließ.

In der übrigen ölimportierenden Welt unterschieden sich die gesamten Reservenveränderungen der einzelnen Ländergruppen 1977 nicht sehr von jenen des Vorjahres, wobei die übrigen entwickelten Länder \$1,6 Mrd. gegenüber 0,6 Mrd. und die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer \$9,4 Mrd. gegenüber 10,8 Mrd. hinzugewannen.

Innerhalb der Gruppe „Übrige entwickelte Länder“ entfielen die größten Zugänge auf Spanien (\$ 1,3 Mrd.), Dänemark (\$ 0,8 Mrd.) und Irland (\$ 0,5 Mrd.). Die Währungsreserven von Australien nahmen um \$ 0,8 Mrd. und jene der Türkei um \$ 0,3 Mrd. ab.

In der Gruppe der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer stockten drei der Hauptgewinner des Jahres 1976 erneut ihre Reserven erheblich auf: Indien um \$ 2,1 Mrd., Argentinien um \$ 1,7 Mrd. und Südkorea um \$ 1,3 Mrd. Weitere ins Gewicht fallende Zunahmen verzeichneten Kolumbien (\$ 0,7 Mrd.), Mexiko und Singapur (jeweils \$ 0,5 Mrd.) sowie Malaysia (\$ 0,4 Mrd.).

Die letztjährige Gesamtausweitung der internationalen Liquidität kann trotz ihres Umfangs nicht als unmittelbare inflationäre Bedrohung angesehen werden. In jenen Öleinfuhrländern, die ihre Reserven auffüllten, war der Liquiditätszuwachs im großen und ganzen sowohl erwünscht wie wünschenswert, während die zusätzliche Aufstockung der offiziellen Devisenbestände der OPEC-Länder und der Hauptüberschußländer der industriellen Welt zweifellos keine Inflationsgefahr für das Weltwährungssystem als Ganzes darstellt. Die übrigen ölimportierenden Länder würden einen Anstieg des Importvolumens dieser Länder sogar sehr begrüßen.

Der entscheidende Unterschied zwischen der Ausweitung der Reserven im vergangenen Jahr und jener von 1976 liegt in den Faktoren, die zum Wachstum der Reserven außerhalb der Gruppe der ölexportierenden Länder beitrugen. Während des Jahres 1976 ging der Zuwachs der Reserven der ölimportierenden Länder mit einer erheblichen Auslandsverschuldung bei Geschäftsbanken, einschließlich der Kreditinstitute in den USA, einher, so daß per saldo die Reservengewinne dieser Länder bescheiden blieben und zudem gleichzeitig beabsichtigt gewesen waren. Zwar reicherten 1977 weiterhin mehrere Länder ihre Reserven auf diese Weise an, doch war nunmehr das Leistungsbilanzdefizit der USA die Hauptquelle der internationalen Liquiditätsschöpfung. Dies bedeutete, daß die Reservengewinne der anderen öleinführenden Länder nicht mehr länger im gleichen Ausmaß wie zuvor von einem Anstieg der Auslandsverschuldung begleitet wurden. Es hieß aber auch für einige Länder, die nicht bereit waren, eine völlig unbegrenzte Aufwertung ihrer Währungen hinzunehmen, daß die Höhe ihrer Reservengewinne weit über das hinausging, was sie sich gewünscht hätten. Die Reservenschöpfung des letzten Jahres wirkte daher entweder potentiell oder tatsächlich auf zweierlei Art destabilisierend auf das internationale Währungssystem. Erstens führte sie zu einer viel höheren Nettoschöpfung von Liquidität, wenn auch das damit verbundene künftige Inflationspotential durch die Tatsache entschärft wird, daß ein beträchtlicher Teil davon auf Industrieländer mit niedrigen Preissteigerungsraten und erheblichen Überschüssen ihrer Leistungsbilanz entfiel. Zweitens gesellten sich 1977 zu der Ausweitung der internationalen Liquidität unberechenbare Wechselkursausschläge, die eine beträchtliche weitere Abschwächung des US-Dollars gegenüber einer Reihe anderer Hauptwährungen zum Ergebnis hatten. Die letztere Entwicklung hat einmal mehr die Frage nach der Zusammensetzung der Weltwährungsreserven aufgeworfen.

Dieses Problem betrifft ja nicht nur den gegenwärtigen Bestand an Reserven, sondern ist gleichermaßen von Bedeutung für seine künftige Ausdehnung. Es ist nämlich nun schon seit einigen Jahren ganz offensichtlich geworden, daß der Wechsel

vom Bretton-Woods-System fester Währungsparitäten zur gegenwärtigen Situation einer ziemlich allgemein gehandhabten Steuerung der flexiblen Wechselkurse für die Nachfrage der Länder nach Reserven keinen so großen Unterschied bedeutet hat, wie zur Zeit der Aufgabe des Systems fixer Wechselkurse im Jahre 1973 angenommen worden war.

Ein Gradmesser für die Stärke dieser Nachfrage in den letzten Jahren ist in dem Verhalten der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer zu sehen. In den Jahren 1976 und 1977, als diese Ländergruppe jeweils erhebliche Leistungsbilanzdefizite verzeichnete, wurden ihre Reserven um \$10,8 bzw. 9,4 Mrd. aufgefüllt. Ein weiterer Aspekt des anhaltenden Reservenbedarfs der Länder wird durch den Umfang der offiziellen Devisenmarktinterventionen illustriert. Nach Schätzungen der Federal Reserve Bank von New York beliefen sich die gesamten Devisenmarktinterventionen der Währungsbehörden der Zehnergruppenländer und der Schweiz während des Zwölfmonatszeitraums von Februar 1975 bis Januar 1976 auf brutto \$40 Mrd. und in den entsprechenden Zeiträumen der Jahre 1976/77 und 1977/78 auf \$73 bzw. 101 Mrd. Besonders 1977/78 sind darin sehr erhebliche Dollarbeträge enthalten, die nur widerstrebend von Überschußländern angekauft worden waren, deren „Nachfrage“ nach Reserven einzig auf den Wunsch zurückging, die Aufwärtsbewegung ihrer Währungen auf den Devisenmärkten zu zügeln. Allerdings umfassen sie auch die sehr hohen Summen, die von Defizitländern wie Italien und Großbritannien 1976 ausgegeben worden waren, um zu weitgehende Abwärtsbewegungen ihrer Wechselkurse zu vermeiden, ebenso wie die sehr umfangreichen Dollarrückkäufe dieser Länder im Jahre 1977 zur Auffüllung ihrer Reservenbestände.

Geht man davon aus, daß die Nachfrage nach Reserven im Währungssystem weiterhin kräftig sein wird, so hat die Erfahrung des letzten Jahres schon früher bestehende Zweifel bekräftigt, ob der Bedarf einfach durch eine Aufstockung der Dollarreserven befriedigt werden kann, wenn gleichzeitig auf den Devisenmärkten eine annehmbare Stabilität aufrechterhalten werden soll. Es sei hinzugefügt, daß sogar während der Bretton-Woods-Ära die Bereitschaft zur Annahme des Dollars als Hauptbestandteil des Reservenwachstums von einem entsprechenden Wachstum der weltweiten Währungsgoldbestände abhing, sowohl um die Deckung des US-Dollars zu gewährleisten als auch um die Nachfrage jener Länder zu befriedigen, für die Gold ein Hauptreservemedium war. Da das Gold nunmehr keine Komponente des Reservenwachstums mehr ist, wäre jetzt nach anderen Quellen Ausschau zu halten, die den Dollar als weiteren Bestandteil der Weltwährungsreserven ergänzen könnten. Hier dürfte sich die Alternative zwischen dem SZR oder einem anderen international geschaffenen Aktivum sowie der Verwendung von Nichtdollarwährungen als Reservemedium anbieten.

Was könnte das SZR für das zukünftige Reservenwachstum leisten? Das novelierte Übereinkommen über den Internationalen Währungsfonds drückt die Hoffnung aus, daß das SZR in angemessener Zeit das wichtigste Reservemedium des Systems sein wird; die Mitgliedsländer des Währungsfonds haben einer allgemeinen Verpflichtung zugestimmt, auf dieses Ziel hinzuarbeiten. Indessen betrachtet man dieses Ziel wohl am besten als langfristige Norm; in absehbarer Zukunft dürften jedenfalls die SZR keinem anderen Zweck dienen können, als ursprünglich für sie vorgesehen war, nämlich andere Arten des Reservenwachstums zu ergänzen. In einer

solchen ergänzenden Rolle sollte das SZR aber eine sinnvolle Aufstockung der gehaltenen Reserven ermöglichen können, da es jetzt die einzige Art von Reserveaktivum darstellt, die nicht gleichzeitig eine Verbindlichkeit irgendeines einzelnen Landes des Währungssystems ist.

Könnten auch einige Nichtdollarwährungen in nützlicher Weise zum zukünftigen Reservenzuwachs beitragen? Wenn ja, wäre dies wünschenswert? Die Länder, deren Währungen dafür in Frage kommen, wehren sich verständlicherweise dagegen, Hauptreservezentren zu werden, und haben energische Maßnahmen ergriffen, um ein solches Ergebnis zu vermeiden. Gleichwohl war — ebenso verständlich — in den letzten Jahren die Nachfrage der Zentralbanken nach diesen Währungen stark, so daß trotz aller Hemmnisse ihre als offizielle Währungsreserven gehaltenen Beträge absolut, wenn auch nicht relativ zum Gesamtbetrag aller Reservearten, deutlich zugenommen haben. Je stärker andere Währungen künftig als Reservekomponenten verwendet würden (auch wenn der Dollar mit Abstand die Hauptreservewährung bleibt), desto größer wäre zweifellos die Notwendigkeit, stabile Verhältnisse zwischen den verschiedenen Reservewährungen zu gewährleisten, desto größer wären aber auch die Gefahren, die mit Verschiebungen in den Präferenzen der Anleger für die verschiedenen Währungen verbunden sind.

Aus diesen Überlegungen dürften sich zwei Schlußfolgerungen ergeben. Da zum einen in absehbarer Zukunft keine Alternative zum Dollar als Hauptreserveaktivum im Weltwährungssystem zu sehen ist, sollten geeignete Schritte ergriffen werden, um das volle Vertrauen in ihn wiederherzustellen. Dies bedeutet vor allem, daß der gegenwärtige Umfang des Leistungsbilanzdefizits der USA, der zu einem unannehmbar raschen Wachstum der Nettodollarreserven in der übrigen Welt geführt hat, verringert werden muß. Darüber hinaus könnte das Vertrauen freilich auch dann gefestigt werden, wenn es offenbar würde, daß der Dollar durch Währungsreserven der USA gestützt und nicht einfach von dem gegenwärtig bestehenden Netz kurzfristiger Swapvereinbarungen abhängig wäre. Was die künftige Versorgung des Währungssystems mit Dollarreserven angeht, so sollte im Interesse sowohl der Stabilität des Dollars wie des Weltwährungssystems als Ganzes ein solcher Zuwachs nur teilweise aus dem Leistungsbilanzdefizit der USA fließen, der Rest jedoch aus Kreditaufnahmen stammen, so daß die Zunahme der Bruttodollarreserven der übrigen Länder in diesem Ausmaß mit einem Anstieg ihrer Auslandsverschuldung einhergeht.

Die zweite Schlußfolgerung besagt, daß eine Kräftigung des Dollars zwar notwendig und erstrebenswert ist, unter Umständen aber nicht ausreicht, um die gesamte künftige Reservennachfrage in angemessener Weise zu befriedigen. Eine Ausweitung der Reservefunktion anderer Aktiva müßte möglicherweise zu gehöriger Zeit hinzukommen, wenn den Präferenzen der Länder hinsichtlich der Zusammensetzung ihrer Reserven entsprochen werden soll. Es dürfte mit anderen Worten nicht realistisch sein, nach einem starken Dollar zu rufen und gleichzeitig eine Politik zu verfolgen, die darauf hinausläuft, den Dollar als praktisch einziges Element des künftigen Reservenwachstums beizubehalten.

VII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum ihre traditionelle Rolle bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Währungsgebiet gespielt. Neben den regelmäßigen Basler Sitzungen der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppenländer und der Schweiz sowie des Verwaltungsrats organisierte die Bank periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten, die sich mit der Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Eurogeldmarkts befaßten sowie den Gedanken- und Informationsaustausch über eine Reihe von anderen Fragen wirtschaftlicher, monetärer, technischer und juristischer Art pflegten, die für die Zentralbanken von Interesse sind.

Wie schon in den Vorjahren war die Bank an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. In Übereinstimmung mit dem in der Sitzung des Ausschusses vom 31. August 1975 in Washington getroffenen Abkommen fungierte die Bank als Meldestelle im Zusammenhang mit den Vereinbarungen der Zehnergruppenländer über ihre Goldtransaktionen, bis diese Vereinbarungen Ende Januar 1978 ausliefen.

Weiterhin erfüllte die Bank die Sekretariatsfunktionen für den Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und den Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit — EWG-Organ, die im Mai 1964 bzw. im April 1973 geschaffen wurden — sowie für deren Unterausschüsse und Expertengruppen. Von den letzteren sind insbesondere zu nennen: der Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten, der systematisch die Sitzungen der Zentralbankpräsidenten vorbereitet; eine Gruppe von Spezialisten für Fragen in bezug auf die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten (seit Anfang 1976 beschränkt sich die Zusammensetzung dieser Gruppe auf die EWG-Länder, während sie gelegentlich um andere Industrieländer erweitert wird, die im allgemeinen Mitglieder der Zehnergruppe sind); eine Gruppe, die beauftragt ist, periodisch die geldpolitische Lage in den Mitgliedstaaten und die Probleme der Koordinierung der Geldpolitik der einzelnen Länder auf Gemeinschaftsebene zu untersuchen; und schließlich eine Gruppe für die Harmonisierung der von den EWG-Staaten eingesetzten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß der EWG als auch dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich).

Wie schon in früheren Jahren haben diese Ausschüsse und Gruppen 1977/78 eine große Anzahl ordentlicher und außerordentlicher Sitzungen abgehalten, die meistens in Basel stattfanden und gewöhnlich der Vorbereitung von Sitzungen der Zentralbankpräsidenten dienten. Auf der Grundlage ihrer Arbeiten sind der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten selbst und der Verwaltungsrat des Europäischen

Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit jeweils im Rahmen ihrer Zuständigkeit und Funktionen — die eng miteinander verbunden sind und einander ergänzen — in der Lage, die verschiedensten Entscheidungen zu treffen und regelmäßig oder auf Ad-hoc-Basis für die Kommission der Europäischen Gemeinschaften oder — was üblicher ist — für die Finanzminister der EWG-Länder Berichte und Stellungnahmen auszuarbeiten. 1977 konzentrierte sich diese Arbeit vor allem auf die Wechselkursbeziehungen innerhalb der Gemeinschaft sowie die Gemeinschaftseinrichtungen für den gegenseitigen finanziellen Beistand, die Koordinierung der Geldpolitik der EWG-Mitgliedsländer und auf die monetären Aspekte der von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften im zweiten Halbjahr vorgeschlagenen neuen Initiativen für eine Währungs- und Wirtschaftsunion.

Die Bank nahm weiterhin als Beobachter an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer und der Schweiz sowie deren Stellvertreter teil. Darüber hinaus erfüllt sie nach wie vor den Auftrag der Minister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer und der Schweiz vom August 1964, die Finanzierung der Zahlungsbilanzüberschüsse und -defizite dieser Länder statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer der Gruppe sowie den Zahlungsbilanzausschuß (Arbeitsgruppe 3) der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) entsprechend zu informieren. Außerdem führt sie seit Jahren als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die Eurogeldmarktstatistik. Auch an anderen Arbeiten der Zehnergruppe und der OECD wirkte sie mit; insbesondere stellte sie das Sekretariat des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer im Dezember 1974 eingesetzt haben.

Schließlich hat die Bank nach wie vor das Sekretariat für den Ausschuß der EDV-Fachleute der Zentralbanken der Zehnergruppenländer und der Schweiz gestellt; damit erleichtert sie die Diskussion und den Informationsaustausch zwischen leitenden Beamten der in den jeweiligen Zentralbanken mit der elektronischen Datenverarbeitung und der Organisation befaßten Abteilungen. Besondere Aufmerksamkeit wurde dem sich rasch weiterentwickelnden Gebiet des Informationsaustausches und der elektronischen Systeme für internationale Zahlungen gewidmet. Die Sachverständigen sind den diesbezüglichen Sicherheits- und Zuverlässigkeitsaspekten weiter nachgegangen und prüfen gegenwärtig Zahlungssysteme und Wege zu ihrer Automatisierung. Das Sekretariat ist nach wie vor an den die Normierung der internationalen Zahlungen betreffenden Arbeiten der International Standards Organisation als Verbindungsstelle mit Beobachterfunktion beteiligt und verfolgt aufmerksam alle Entwicklungen auf diesem Gebiet. Die Zentralbanken schlossen während des Jahres ihre Untersuchungen über das technische Funktionieren und den Nutzen einer zentralisierten makroökonomischen Datenbank ab. Sie kamen definitiv zu dem Schluß, daß sich die Weiterentwicklung dieses Projekts lohnt; es wurde vereinbart, die von der BIZ betriebene experimentelle Datenbank ab Jahresbeginn 1978 auf eine dauerhafte Basis zu stellen. Die Kapazität dieser Datenbank kann freilich erst dann voll genutzt werden, wenn die BIZ eine eigene EDV-Anlage in ihrem Gebäude installiert hat, was für Ende 1978 vorgesehen ist.

* * *

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1978 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

* * *

Die Bilanzsumme per 31. März 1978 erreichte	Fr. 59 334 066 542
gegenüber einer Vorjahressumme von	Fr. 48 846 308 213
Der Zuwachs von	Fr. 10 487 758 329

(21,5%) liegt sowohl absolut wie relativ beträchtlich über dem des vorangegangenen Geschäftsjahres (Fr. 5 420 Mio. oder 12,5%).

Annähernd ein Achtel der Zunahme der Bilanzsumme ist auf die Höherbewertung bestimmter Währungen, insbesondere des Schweizer Frankens, zurückzuführen.

Während des Geschäftsjahres erhöhte sich die Summe des Monatsausweises im großen und ganzen ziemlich stetig; ihren Höchststand erreichte sie Ende Februar, als mit 60 192 Mio. zum erstenmal die 60-Milliarden-Marke überschritten wurde.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme		Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent	
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	
1975	41 940	+ 10 325	+ 33	
1976	43 426	+ 1 486	+ 4	
1977	48 846	+ 5 420	+ 13	
1978	59 334	+ 10 488	+ 22	

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- die Werte, die die Bank aufgrund ihrer Funktionen (als Pfandhalter, Treuhänder oder Zahlungsagent) im Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwaltet oder verwahrt;
- die Forderungen und Verbindlichkeiten, die sich aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit im Zusammenhang mit der Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen ergeben;
- das für Rechnung von Einlegern verwahrte Gold (am Ende des Geschäftsjahres Fr. 1 018 Mio., verglichen mit Fr. 1 311 Mio. an seinem Beginn).

* „Franken“ (abgekürzt: Fr.) bedeutet in diesem Kapitel, sofern nichts anderes angegeben ist, stets Goldfranken. Der Goldfranken entspricht 0,29032258 ... Gramm Feingold - Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu 1 Goldfranken = US-\$ 0,3941 ..., alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Leit- bzw. Marktkursen gegenüber dem US-Dollar umgerechnet.

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
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
1975*	1 122	40 435	383	41 940
1976*	1 253	41 617	558	43 426
1977*	1 373	46 934	539	48 846
1978*	1 493	57 150	691	59 334

* Nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung.

A. Kapital, Reserven, Rückstellungen und verschiedene Passiva

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. Die 1 000 Aktien der albanischen Ausgabe, die bisher im Besitz der Albanischen Staatsbank, Tirana, waren, wurden von dieser Institution an eine Gruppe von Mitgliedszentralbanken verkauft; gleichzeitig verzichtete die Albanische Staatsbank auf alle Rechte, die ihr als Anteilseigner der BIZ zugestanden hatten; die genannte Transaktion änderte nichts an der Verteilung des Stimm- und Vertretungsrechts zwischen den anderen beteiligten Institutionen.

b) Reserven

1. *Gesetzlicher Reservefonds* Fr. 30 070 313

Dieser Fonds hat bereits 1971 die in Artikel 51(1) der Statuten festgelegte Höchstgrenze von 10% des derzeit eingezahlten Kapitals erreicht und sich seither nicht mehr verändert.

2. *Allgemeiner Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 48 Mio. aus dem Reingewinn von 1977/78 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) Fr. 519 847 193
verglichen mit vorher Fr. 471,8 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds* Fr. 75 175 781

Dieser Fonds hat sich seit 1973 nicht mehr verändert.

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 72 Mio. aus dem Reingewinn von 1977/78 Fr. 567 118 200
verglichen mit vorher Fr. 495,1 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1977/78 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 1 192 211 487
verglichen mit vorher Fr. 1 072,2 Mio. (Erhöhung: Fr. 120 Mio., gegenüber Fr. 131 Mio. im Geschäftsjahr 1975/76 und Fr. 120 Mio. im Geschäftsjahr 1976/77).

c) Verschiedenes Fr. 595 442 887
 verglichen mit vorher Fr. 456,9 Mio. (Erhöhung: Fr. 138,5 Mio.).

d) Rückstellung für Gebäudezwecke Fr. 24 932 478
 verglichen mit vorher Fr. 34,4 Mio. Die Verringerung um Fr. 9,5 Mio. ergibt sich aus Aufwendungen von Fr. 28,6 Mio. abzüglich zusätzlicher Fr. 13 Mio., die auf Beschluß des Verwaltungsrats dieser Rückstellung zugeführt wurden, sowie einer Wechselkursdifferenz von Fr. 6,1 Mio.

e) Gewinn- und Verlustrechnung (vor Gewinnverwendung) Fr. 191 050 134

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1977/78. Er liegt um Fr. 23,2 Mio. über dem des vorangegangenen Geschäftsjahres, der mit 167,9 Mio. um 11 Mio. hinter dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1975/76 zurückgeblieben war. Die detaillierten Vorschläge gemäß Artikel 51 der Statuten zur Verwendung des Reingewinns von 1977/78 sind in Abschnitt 6 dieses Kapitels enthalten; diese Vorschläge, auf die bereits mehrfach im Zusammenhang mit den Reserven Bezug genommen worden ist, sehen insbesondere die Verwendung von Fr. 71 050 134 (Vorjahr: Fr. 47 920 050) für die am 1. Juli 1978 zu zahlende Dividende von sfr 110 je Aktie (verglichen mit sfr 100 je Aktie im Vorjahr) vor; die Erhöhung der Dividende ist demnach in Goldfranken gerechnet viel größer (+ 48%) als in Schweizer Franken (+ 10%); diese Differenz beruht auf dem sehr beträchtlichen Anstieg des Goldfrankenwerts des Schweizer Frankens, auf den weiter oben Bezug genommen wurde.

B. Fremdmittel

In den beiden folgenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach *Herkunft*, *Sachkategorien* und *Laufzeit* gegliedert.

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1977	1978	
Millionen Franken			
Einlagen von Zentralbanken	45 894	56 360	+ 10 466
Einlagen von anderen Einlegern	1 040	790	— 250
Zusammen	46 934	57 150	+ 10 216

Die Erhöhung der „Einlagen von Zentralbanken“ war auch prozentual (+ 22,8 gegenüber 14,8% im vorangegangenen Geschäftsjahr) sehr ausgeprägt. Der Zuwachs bestand auch diesmal wieder hauptsächlich aus US-Dollar, wenngleich es auch bei den meisten anderen Währungen, insbesondere der Deutschen Mark, zu recht beträchtlichen Zunahmen kam; die Einlagen in Schweizer Franken stellten insofern einen Sonderfall dar, als der Zuwachs darauf zurückzuführen war, daß der Anstieg ihres Wertes in Goldfranken über dem Betrag der Nettorückzahlungen lag.

Die „Einlagen von anderen Einlegern“ gingen weiter zurück, wenn auch weniger stark als im vorangegangenen Geschäftsjahr, als sie um etwas mehr als ein Drittel abgenommen hatten.

Die gegenläufigen Veränderungen bei den obengenannten Posten führten per saldo dazu, daß sich der dominierende Anteil der „Einlagen von Zentralbanken“ an den gesamten Fremdmitteln weiter von 97,8 auf 98,6% erhöhte.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1977	1978		1977	1978		1977	1978	
Millionen Franken									
Auf Sicht	2 509	3 708	+ 1 199	753	1 235	+ 482	3 262	4 943	+ 1 681
Bis zu 3 Monaten . . .	1 032	159	- 873	35 523	37 918	+ 2 395	36 555	38 077	+ 1 522
Mehr als 3 Monate . .	24	91	+ 67	7 093	14 039	+ 6 946	7 117	14 130	+ 7 013
Zusammen . . .	3 565	3 958	+ 393	43 369	53 192	+ 9 823	46 934	57 150	+ 10 216

Obwohl die Goldeinlagen etwas zugenommen haben, ging ihr Anteil an den gesamten Fremdmitteln weiter von 7,6 auf 6,9% zurück, während sich jener der Währungseinlagen entsprechend von 92,4 auf 93,1% erhöhte.

a) Goldeinlagen

Fr. 3 957 761 261

verglichen mit vorher Fr. 3 565 Mio.; der Zuwachs beträgt Fr. 393 Mio., womit er recht beträchtlich über der Zunahme im vorangegangenen Geschäftsjahr liegt (Fr. 45 Mio.); die Sichteinlagen erhöhten sich um annähernd die Hälfte, was teilweise auf einen Zugang neuer Einlagen zurückzuführen ist, hauptsächlich aber auf Rückübertragungen von Einlagen bis zu drei Monaten — die entsprechend um fünf Sechstel abnahmen — auf die Sichteinlagen. Die Termineinlagen wurden deshalb nicht in gleicher Form erneuert, weil während des Geschäftsjahres die Möglichkeiten der Bank für eine Verwendung von Gold in Termineinlagen zunehmend geringer wurden. Die Erhöhung der Einlagen von mehr als drei Monaten beruhte auf einer neuen Einlage, die bei der Bank für einen ziemlich langen Zeitraum getätigt wurde.

b) Währungseinlagen

Fr. 53 191 965 170

verglichen mit vorher Fr. 43 369 Mio. Der Anstieg um Fr. 9 823 Mio. (+ 22,7%) war besonders ausgeprägt und lag deutlich über dem Zuwachs im vorangegangenen Geschäftsjahr (5 272 Mio. bzw. + 13,8%); er war im wesentlichen einer Zunahme der Mittel mit einer Laufzeit von über drei Monaten zuzuschreiben, deren Betrag sich praktisch verdoppelte; der restliche Anstieg entfiel auf Sichteinlagen, die sich um fast zwei Drittel erhöhten, und auf Passiva mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten, die absolut zwar stark, prozentual jedoch nur relativ wenig expandierten.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

In der nachstehenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach *Sachkategorien* zusammengestellt.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1977		1978			
Millionen Franken						
Kassenmittel						
Gold	4 046		5 069		+ 1 023	
Währungen	81	4 127	329	5 398	+ 248	+ 1 271
Schatzwechsel (Währungen)		133		288		+ 155
Terminguthaben und Kredite						
Gold	76		—		— 76	
Währungen	40 720	40 796	50 253	50 253	+ 9 533	+ 9 457
Sonstige Wertpapiere (Währungen)		3 551		2 456		— 1 095
Zusammen						
Gold	4 122		5 069		+ 947	
Währungen	44 485	48 607	53 326	58 395	+ 8 841	+ 9 788

a) Gold Fr. 5 069 414 415

verglichen mit vorher Fr. 4 046 Mio. Die recht starke Zunahme um Fr. 1 023 Mio. war das Ergebnis verschiedener Transaktionen: des Zugangs neuer Einlagen, des Fälligwerdens von Swaps von — per Kassa verkauftem — Gold gegen Währungen und des Fälligwerdens von am Markt angelegtem Gold.

Andererseits hat sich der Betrag des als Pfand reservierten Goldbestands (vgl. Anmerkung 3 zur Bilanz) von Fr. 857 Mio. am 31. März 1977 auf 129 Mio. verringert.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 328 595 064

verglichen mit vorher Fr. 81 Mio.; die Zunahme um Fr. 248 Mio. beruht darauf, daß der Bank kurzfristige Mittel zuzugingen, die als Kassenbestand zu halten waren.

c) Schatzwechsel Fr. 287 962 424

verglichen mit vorher Fr. 133 Mio.; die Zunahme um Fr. 155 Mio., die größer ist als der am Beginn des Geschäftsjahres ausgewiesene Betrag, ist darauf zurückzuführen, daß die Bank von Juli 1977 an den Kauf von auf US-Dollar lautenden Schatzwechseln wieder aufgenommen hat.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 50 252 922 918

verglichen mit vorher Fr. 40 796 Mio. Die Zunahme um Fr. 9 457 Mio. bzw. 23,2% entspricht dem größten Teil des Zuwachses der Gesamtkтива. Er entfiel ausschließlich auf Währungen, da die Goldkomponente infolge des oben unter a) erwähnten Fälligwerdens von Termineinlagen auslief.

Die Kategorie „Währungen“ wuchs um Fr. 9 533 Mio. von 40 720 auf 50 253 Mio. und damit noch mehr als im Geschäftsjahr 1976/77 (Fr. 6 190 Mio.). Die Zunahme betraf hauptsächlich — an zahlreichen Märkten angelegte — US-Dollar sowie, in geringerem Ausmaß, Deutsche Mark und die Mehrzahl der anderen

Währungen, in denen Aktiva gehalten werden; wie bei den Fremdmitteln war die hinsichtlich des Schweizer Frankens verzeichnete Ausweitung darauf zurückzuführen, daß der Anstieg des Goldfrankenwertes der Anlagen in Schweizer Franken die effektiven Abzüge solcher Anlagen übertraf.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 2 456 540 360

verglichen mit vorher Fr. 3 551 Mio. Die deutliche Abnahme um Fr. 1 095 Mio. bzw. 30,8% entspricht im wesentlichen der Differenz zwischen fällig gewordenen Depositenzertifikaten von Banken, Bankakzepten — sämtlich am US-Markt gekauft und auf US-Dollar lautend — sowie auf Schweizer Franken lautenden Wechseln einerseits und dem Erwerb verschiedener auf US-Dollar lautender Wertpapiere andererseits.

Es sei darauf hingewiesen, daß diese Komponente, die am Jahresbeginn noch 7,3% der Gesamtkтива ausgemacht hatte, am Jahresende nicht mehr als 4,1% betrug, umgekehrt ist der Anteil der „Terminguthaben und Kredite“ von 83,5 auf 84,7% gestiegen.

BIZ: „Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“

Restlaufzeiten	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1977	1978	
Millionen Franken			
Bis zu 3 Monaten	31 815	33 663	+ 1 848
Mehr als 3 Monate	12 532	19 046	+ 6 514
Zusammen	44 347	52 709	+ 8 362

Die Zunahme sämtlicher in der vorstehenden Tabelle aufgeführten Aktiva ist hauptsächlich Anlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten zuzuschreiben; tatsächlich erhöhten sich diese Anlagen sehr stark, sowohl absolut wie relativ (um etwas mehr als die Hälfte), was mit den längeren Laufzeiten bei den Fremdmitteln in Zusammenhang stand; dagegen war die Ausweitung der Anlagen mit einer Restlaufzeit bis zu drei Monaten zwar absolut beträchtlich, prozentual jedoch vergleichsweise bescheiden.

f) Verschiedenes Fr. 938 631 360

verglichen mit vorher Fr. 239 Mio. Wie im vorangegangenen Geschäftsjahr hat die sehr starke Zunahme — um Fr. 700 Mio. — fast ausschließlich buchungs-technische Gründe; tatsächlich waren nämlich die im Rahmen von Swapgeschäften getätigten Nettokäufe von Gold gegen Währungen auf den Konten entsprechend der statutengemäßen Definition des Goldfrankens eingestellt worden, während die betreffenden Geschäfte zu marktbezogenen Preisen abgeschlossen worden waren.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte, auf die in der Bilanz in Anmerkung 2 Bezug genommen wird, ergaben einen negativen Saldo (zu lieferndes Gold) von Fr. 449 645 239 verglichen mit einem positiven Saldo (zu erhaltendes Gold) von Fr. 105 Mio. am Anfang des Geschäftsjahres.

Der Umschwung in der Nettobilanz betrug demnach Fr. 554 Mio.; er war das Ergebnis des — unter Position a) der Aktiva erwähnten — Fälligwerdens von Swapgeschäften in Gold (per Termin zurückgekauft) gegen Währungen sowie des Nettoabschlusses von Swapgeschäften in Gold (per Termin wiederverkauft) gegen Währungen; durch die letzteren Swapgeschäfte konnte ein Teil der Goldreserven von Zentralbanken zeitweilig mobilisiert werden.

Die Bank hat überdies ihre traditionelle Aktivität im Bereich des Goldgeschäfts fortgesetzt.

* * *

Insgesamt gesehen expandierten die Geschäfte der Bank im Verlauf des Geschäftsjahres 1977/78 weiter und erreichten ein Rekordniveau.

3. Die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

In Übereinstimmung mit den bestehenden Vereinbarungen war die Bank 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) sowie der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig.

Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)
Konversionsschuldverschreibungen

Ausgabe	Währung	Einlösungswert*			Verbleibende Schuld
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		
			1958/59 bis 1976/77	1977/78	
Amerikanische . .	\$	86 144 000	27 179 000	2 219 000	56 746 000
Belgische	bfr	202 872 000	61 695 000	4 803 000	136 374 000
Britische	£	42 091 000	12 709 000	992 000	28 390 000
Deutsche	DM	14 509 000	4 231 000	336 000	9 942 000
Französische . . .	ffr	644 438 000	197 179 000	15 303 000	431 956 000
Niederländische . .	hfl	52 581 000	15 673 000	1 231 000	35 677 000
Schwedische . . .	skr	128 380 000	39 456 000	3 091 000	85 833 000
Schweizerische . .	sfr	58 393 000	17 355 000	1 364 000	39 674 000

* Vorläufiger Einlösungswert am 1. Mai 1978 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 sowie der späteren Höherbewertung einiger Emissionswährungen ohne formelle Änderung ihrer Parität.

Bei der Dawes-Anleihe sind alle ausstehenden Konversionsschuldverschreibungen im Oktober 1969 und alle ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen im Oktober 1972 fällig geworden. Entsprechend Artikel 16 der Allgemeinen Schuldverschreibung der Dawes-Anleihe vom 10. Oktober 1924 zahlte der Treuhänder an die deutsche Bundesregierung 1977 alle von Inhabern ausstehender Fundierungsschuldverschreibungen und dazugehöriger Zinsscheine nicht beanspruchten Beträge zurück.

Das Finanzjahr 1977/78 der Young-Anleihe ging am 1. Juni 1978 zu Ende. Die Zinsen für das Finanzjahr wurden der Bank ordnungsgemäß gezahlt und von

dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Die Tilgung von Konversionsschuldverschreibungen für das Finanzjahr 1977/78 erfolgte teilweise durch Käufe am Markt und teilweise durch Auslosung. Alle ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen wurden am 1. Dezember 1972 getilgt. Die Endfälligkeit für die Konversionsschuldverschreibungen ist der 1. Juni 1980.

Die deutsche Bundesschuldenverwaltung teilte dem Treuhänder mit, daß sie nach der am 1. April 1978 in Kraft getretenen zweiten Änderung des Übereinkommens über den Internationalen Währungsfonds beschlossen hat, die Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe anzuwenden und die den Inhabern von Konversionsschuldverschreibungen und dazugehörigen Zinsscheinen geschuldeten Beträge auf der Grundlage von Artikel 13(c) des Londoner Abkommens über Deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 zu berechnen. Die Einlösungswerte der Konversionsschuldverschreibungen und der dazugehörigen Zinsscheine werden demnach von Fall zu Fall auf der Grundlage des an jedem Einlösungstermin für die verschiedenen Emissionswährungen der Young-Anleihe bestehenden Wechselkurses festgesetzt werden. Vor der obenerwähnten Änderung hatte die deutsche Bundesschuldenverwaltung die Ansicht vertreten, daß eine Anwendung der Währungssicherungsklausel lediglich für die dem Internationalen Währungsfonds mitgeteilten Paritäten in Frage komme. Zu dem Zeitpunkt, als die neue Grundlage für die Berechnung der Einlösungswerte dem Treuhänder mitgeteilt wurde, war der belgische Franken nach Auffassung der Bundesschuldenverwaltung die „Währung mit der geringsten Abwertung“ im Sinne von Ziffer 2(e) von Abschnitt A der Anlage I zum Londoner Abkommen.

Der Treuhänder begrüßt zwar die Entscheidung der Bundesschuldenverwaltung, die den Anleiheinhabern geschuldeten Einlösungsbeträge neu zu berechnen, ist jedoch gleichwohl der Ansicht, daß bereits De-facto-Abwertungen zu einer Anpassung hätten führen müssen, um jene Anleiheinhaber zu entschädigen, deren Ausgabe auf eine Währung lautet, die seit 1971 beständig an Wert verloren hat. Sowohl diese Frage als auch die allgemeinere, ob die Währungsgarantie auch auf De-facto-Aufwertungen von Währungen entsprechend anwendbar ist, wurde den Regierungen der Länder, in denen die Schuldverschreibungen der Anleihe ausgegeben worden sind, unterbreitet, und der Treuhänder hat diese ersucht, sich der Angelegenheit anzunehmen und alles zu tun, um sicherzustellen, daß eine angemessene Lösung gefunden wird.

Die Frage, ob die im Londoner Abkommen enthaltene Währungsgarantie im Falle der Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969 anwendbar ist,

Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert				
		Anerkannte Schuldver- schreibungen	Tilgung von Schuldver- schreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Vorzeitige Rückzahlung 1978	Verbleibende Schuld
			1959-76	1977		
Amerikanische	\$	1 667 000	1 503 000	21 000	143 000	—
Britisch-niederländische	£	856 600	745 700	56 000	—	54 900
Schweizerische	sfr	7 102 000	5 589 000	445 000	—	1 068 000

wurde im Mai 1971 dem im Abkommen vorgesehenen Schiedsgerichtshof unterbreitet; das Schiedsverfahren läuft.

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 (Tabelle S. 158).

4. Die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags 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 1954–61 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 1978 noch nicht getilgt		
1	1954	USA	US-Regierung	\$ 100 000 000	13 000 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	56 000 000	3½	1982
3	1955	Deutschland (BR)	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50 000 000	6 965 000	3½	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	5 800 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	fr 5 000 000	—	3½	1961
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 ²	—	4½	1977
7	1957	USA	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	—	4½	1974
8			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	—	5½	1975
9			Verschiedene Banken	\$ 7 000 000	—	5	1982
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 3 000 000	—	5	1982
11	1958	USA	Kapitalmarktemission	fr 100 000 000	34 532 982	5%	1982
12			Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	2 800 000	5	1978
13			Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4½	1983
14	1960	USA	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	5 200 000	5%	1980
15			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1983
			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1984
16	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 3 400 000	—	5	1985
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	flr 100 000 000	51 008 942	5½	1986
				hfl 50 000 000	13 150 000	4½	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 wurde 1959 auf Deutsche Mark umgestellt. Der ursprüngliche Betrag lautete auf 350 000 000 alte französische Franken.

Im Geschäftsjahr 1977/78 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 5 Mio. für Zinsen und von rund Fr. 33 Mio. für Tilgungen entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 81 Mio. vermindert.

5. Die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit

Seit 1. Juni 1973 ist die Bank Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit. Diese am 6. April 1973 von den Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft errichtete Institution befindet sich immer noch im Anfangsstadium ihrer Tätigkeit, doch hat sich ihr Aufgabenkreis seit den ersten Gemeinschaftsanleihen vom März und April 1976 — deren Abwicklung dem Fonds übertragen worden ist — ausgeweitet.

Als technischer Agent des Fonds hat die Bank somit Aufgaben zweierlei Art: einmal besorgt sie die Buchungen im Zusammenhang mit dem im April 1972 in der Gemeinschaft eingeführten Wechselkurssystem, und zum anderen erfüllt sie Funktionen bei der finanziellen Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen.

Bezüglich des ersten Punktes hat die Bank im wesentlichen die Konten des Fonds zu führen und darauf die folgenden Vorgänge und Positionen festzuhalten:

- die Verbindlichkeiten und Forderungen der am europäischen Währungsverbund beteiligten EWG-Zentralbanken gegenüber dem Fonds aus ihren Interventionen in Währungen von Mitgliedsländern zur Einhaltung einer Schwankungsbreite für ihre Wechselkurse untereinander von höchstens 2,25 %;
- die periodischen Abrechnungen dieser sehr kurzfristigen Verbindlichkeiten und Forderungen;
- Transaktionen im Rahmen des kurzfristigen Währungsbestands; derartige Transaktionen wurden beim Fonds im Zusammenhang mit dem der Bank von Italien zwischen März und Dezember 1974 gewährten Währungsbeistand verbucht; die Buchungen wurden später gelöscht, als dieser kurzfristige Kredit in einen mittelfristigen Beistand umgewandelt wurde; eine weitere der Bank von Italien im Mai 1976 eingeräumte Beistandsfazilität von US-\$ 482,54 Mio. lief im Juni 1977 aus, ohne jemals in Anspruch genommen worden zu sein.

Die Anzahl der Buchungen variierte im Geschäftsjahr 1977/78 recht beträchtlich, je nachdem in welcher Verfassung sich die Devisenmärkte der am Währungsverbund teilnehmenden EWG-Länder befanden und inwieweit diese in US-Dollar intervenierten (solche Interventionen werden beim Fonds nicht verbucht).

In ihrer Funktion als Agent des Fonds für die Abwicklung der Anleihe- und Darlehenstransaktionen, welche die Gemeinschaft aufgrund der Verordnungen des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom Februar 1973 beschließt, hat die Bank hauptsächlich

- Zahlungen auszuführen, die mit diesen Kreditoperationen zusammenhängen;
- in den Büchern des Fonds die erforderlichen Konten zu eröffnen und auf diesen die entsprechenden Vorgänge zu verbuchen;
- die in den Schuld- und Darlehensverträgen festgelegten Fälligkeiten von Zins- und Tilgungszahlungen zu überwachen;
- die Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die für die EWG durchgeführten Transaktionen zu unterrichten.

Die obenerwähnten Zahlungen laufen über die Konten, die der Fonds bei der Bank auf seinen Namen eröffnet hat; diese sind jedoch lediglich Durchlaufkonten,

denn die Mittel, die dem Fonds im Rahmen der von der Gemeinschaft abgeschlossenen Kreditaufnahmevereinbarungen zufließen, werden am selben Wertstellungstag auf das Konto übertragen, das die Notenbank des den entsprechenden Kredit erhaltenden Landes bezeichnet.

Während des Geschäftsjahres 1977/78 hat die Bank in ihrer Funktion als Agent des Fonds einerseits die Zinsfälligkeiten der von der EWG seit 1976 aufgenommenen Kredite abgewickelt und andererseits bei der Durchführung von zwei neuen Transaktionen mitgewirkt. Die erste in Höhe von US-\$100 Mio. diente zur Umwandlung der letzten Tranche des Bankkredits mit einem variablen Zinssatz in Höhe von US-\$300 Mio., den die EWG im April 1976 aufgenommen hatte, in ein Darlehen mit einem festen Zinssatz, nachdem die ersten beiden Tranchen bereits im vorangegangenen Geschäftsjahr konsolidiert worden waren. Die zweite Transaktion betraf eine von der EWG am Eurodollarmarkt öffentlich begebene Anleihe in Höhe von US-\$500 Mio., deren Erlös Italien als Darlehen zur Verfügung gestellt wurde.

Einschließlich dieser beiden neuen Transaktionen verwaltete die Bank als Agent des Fonds am 31. März 1978 insgesamt sieben Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft im Gegenwert von rund US-\$1,8 Mrd.; davon waren \$1,5 Mrd. an Italien und \$300 Mio. an Irland ausgeliehen. Für sämtliche Anleihen und Darlehen ist ein fester Zinssatz zwischen 7¼ und 8¼% je nach Laufzeit (durchschnittlich fünf Jahre), Emissionswährung und Zeitpunkt des Vertragsabschlusses vereinbart.

6. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1978 abgelaufene achtundvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 204 477 506 (im Vorjahr: Fr. 175 776 466; 1975/76: Fr. 184 464 774). Die Zunahme im Berichtsjahr ist auf den wesentlich größeren Umfang der Bankgeschäfte in dieser Periode zurückzuführen; in entgegengesetzter Richtung wirkten dagegen in gewissem Ausmaß die höheren Verwaltungskosten der Bank, die teilweise durch den Umzug in das neue Gebäude verursacht wurden.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 427 372 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und Fr. 13 000 000 der Rückstellung für Gebäudezwecke zuzuweisen. Nach diesen Zuweisungen verbleibt ein Reingewinn von Fr. 191 050 134 (im Vorjahr: Fr. 167 920 050; 1975/76: Fr. 178 876 749). Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 191 050 134 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 71 050 134 zur Zahlung der Dividende von sfr 110 je Aktie;
2. Fr. 48 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. Fr. 72 000 000 — den Rest des verfügbaren Reingewinns — zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutenmäßigen Zweck herangezogen werden.

Der in diesem Jahr im Verhältnis zum vergangenen Jahr höhere Dividendenbetrag in Goldfranken ist nicht nur das Ergebnis der empfohlenen Erhöhung von

sfr 100 auf 110 je Aktie, sondern auch der Wertsteigerung des Schweizer Frankens im Vergleich zum Goldfranken.

Bei Annahme dieser Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1978 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1978 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Rückstellung für Gebäudezwecke während des Geschäftsjahres befinden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der darauf bezüglichen Anmerkungen eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1978 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

7. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 13. Juni 1977 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Emminger Herrn Karl Otto Pöhl zu seinem Stellvertreter bestellt hatte.

Das Mandat von Herrn Carl-Henrik Nordlander als Mitglied des Verwaltungsrats lief am 31. März 1978 ab; gemäß Artikel 27(3) der Statuten wurde er in der Sitzung des Verwaltungsrats vom 14. März 1978 auf die Dauer von drei Jahren bis zum 31. März 1981 wiedergewählt.

Lord O'Brien of Lothbury, dessen Mandat als Mitglied des Verwaltungsrats am 6. Mai 1978 abließ, wurde gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Gordon Richardson, Gouverneur der Bank von England, im April 1978 für eine weitere Periode von drei Jahren wiederernannt.

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 13. September 1977 wurden Herr Dr. Günther Schleiminger, der seit 1. Januar 1975 der Generalsekretär der Bank gewesen war, mit Wirkung vom 1. Januar 1978 zum Beigeordneten Generaldirektor und Herr Dr. Giampietro Morelli mit Wirkung vom 1. Juni 1978 zum Generalsekretär ernannt. Zusätzlich zu seinen neuen Aufgaben als Beigeordneter Generaldirektor übte Herr Dr. Schleiminger bis 31. Mai 1978 weiter die Funktionen des Generalsekretärs aus. In derselben Sitzung bestellte der Verwaltungsrat Herrn Dr. Antonio d'Aroma mit Wirkung vom 1. Januar 1978 für ein Jahr als Sonderberater.

In der Sitzung vom 14. März 1978 brachte der Vorsitzende den Beschluß der Bank zur Kenntnis, die Herren André Bascoul und P. Hauser mit Wirkung vom 1. April 1978 zu Beigeordneten Direktoren zu befördern.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die weltweite Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit im letzten Jahr kam weithin unerwartet. Besteht die Gefahr, daß Welthandel und Erzeugung ihre unbefriedigende Entwicklung fortsetzen? Wenn ja, wie kann dem abgeholfen werden, ohne die Inflation erneut anzufachen?

Zweifellos sind noch immer eine Reihe rezessiver Einflüsse in der Weltwirtschaft am Werk. Es sind dies dieselben, die im vergangenen Jahr — jedenfalls außerhalb der USA — den Ausschlag für ein langsames Wachstum gegeben haben: die zwar schrumpfenden, aber noch immer umfangreichen Erdölüberschüsse; die Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den Industrieländern und die daraus resultierenden Währungsunruhen; die fortbestehende Kosten-Preis-Inflation; und schließlich strukturelle Probleme in einigen der hochentwickelten, exportorientierten Industrieländer.

Andererseits haben anscheinend die Kräfte, die zu einem erneuten Wachstum beitragen könnten, an Stärke gewonnen. Zahlreiche Staaten sowohl in Westeuropa wie unter den Entwicklungsländern sind dem Ziel einer ausgeglicheneren Zahlungsbilanz und höherer Währungsreserven ein gutes Stück näher gekommen. Es sind keine Anzeichen erkennbar, daß das Mittelangebot für Zahlungsbilanzfinanzierungen knapper wird. In Japan und Deutschland ist man sich bewußt, daß eine stetige und kräftige Ausweitung der Binnennachfrage für diese Länder ebenso wichtig ist wie für die übrige Welt. Und in den USA ist ein weiteres, allerdings wohl schwächeres Wachstum zu erwarten.

Alles in allem dürfte es daher unwahrscheinlich sein, daß sich die rezessiven Kräfte als stark genug erweisen, die Weltwirtschaft tiefer in ein Konjunkturtal gleiten zu lassen. Gleichermassen unwahrscheinlich ist jedoch, daß die Wirtschaft wieder einen befriedigenden Wachstumspfad einschlagen kann, wenn nicht weitere konjunkturbelebende Maßnahmen ergriffen werden, die gebührend Rücksicht auf die relativen Zahlungsbilanzungleichgewichte und die unverändert fortbestehende Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung nehmen. Alles deutet darauf hin, daß Produktion und Handel ohne eine wirtschaftspolitische Neuorientierung weiterhin nur sehr langsam wachsen werden.

Wenn eine solche Entwicklung auch kaum als weltwirtschaftliche Krise bezeichnet oder gar mit der Depression der dreißiger Jahre verglichen werden kann, so würde sie möglicherweise doch eine Reihe schwerwiegender Folgen für die Industriestaaten ebenso wie für die Entwicklungsländer in sich bergen.

Eine offensichtliche Konsequenz wäre das weitverbreitete Fortbestehen hoher Arbeitslosigkeit, und zwar insbesondere dann, wenn der Anstieg der realen Löhne weiterhin dazu beiträgt, daß Rationalisierungsinvestitionen stark bevorzugt werden. In diesem Fall könnte die Arbeitsproduktivität genauso schnell zunehmen wie die Produktion oder gar noch schneller steigen.

Zweitens wäre denkbar, daß sich der natürliche und fortwährende Prozeß der Übertragung von Ressourcen in Form von unternehmerischer Leistung, Arbeit und Kapital von schrumpfenden auf expandierende Wirtschaftszweige nicht nur nicht beschleunigt, sondern sogar verlangsamt. Eine unterbeschäftigte Weltwirtschaft würde auf diese Weise aus zwei einander ergänzenden Gründen die Lösung struktureller Probleme behindern, besonders jener, die im Gefolge einer erfolgreichen Industrialisierung in einigen Entwicklungsländern entstanden sind. Zum einen sind in einer langsam wachsenden Volkswirtschaft dauerhafte Verschiebungen der komparativen Vorteile kaum von Überkapazitäten zu unterscheiden, die allein das Ergebnis einer mehr oder weniger stagnierenden Wirtschaftsentwicklung sind. Dadurch wird die Versuchung größer, nicht nur jenen Industriezweigen mit protektionistischen Maßnahmen und staatlichen Hilfen beizustehen, deren „vorzeitiger Eintritt in den Ruhestand“ zu Recht auf geordnete Weise vor sich gehen sollte, sondern auch einigen echten Wachstumsindustrien, die eigentlich in der Lage sein sollten, für sich selbst zu sorgen. Zum anderen würden zahlreiche Unternehmer — durch das allgemeine Klima der Ungewißheit bei nur zögerndem Wachstum irritiert — davor zurückschrecken, größere Investitionsvorhaben in potentiell aussichtsreichen Wirtschaftszweigen in Angriff zu nehmen. Damit würden erstrebenswerte strukturelle Veränderungen hinausgezögert. Zu viele Arbeitskräfte und zu viel Kapital blieben in schrumpfenden Industrien gebunden, die im Windschatten eines sich ausbreitenden Protektionismus reine Erhaltungsinvestitionen vornähmen, ohne daß dies anderwärts durch genügend starke Gegenkräfte ausgeglichen würde.

Drittens kann man es wohl als Illusion abtun, daß eine halbstagnierende Wirtschaft wirksam zur Eindämmung der Kosten-Preis-Spirale beitragen würde. Natürlich trifft es zu, daß anhaltende Überkapazitäten und Arbeitslosigkeit eine nachfrageinduzierte Inflation ausschließen. Ebenso ist richtig, daß es angesichts der noch frischen Erinnerung an die langandauernde Periode der Überbeschäftigung und hoher Inflation ein Fehler wäre, einen Grad der Kapazitätsauslastung anzustreben, der dem der goldenen sechziger Jahre vergleichbar wäre. Andererseits kann aber auch ins Feld geführt werden, daß sich die verschiedenen am Wirtschaftsleben beteiligten Gruppen nur schwerlich mit kleinen Steigerungen der Realeinkommen, ganz zu schweigen von stagnierenden Verdiensten, zufriedengeben würden, nachdem sie von den Ergebnissen eines jahrzehntelangen schnellen und regelmäßigen Wachstums profitiert hatten. Rivalisierende Interessengruppen würden versuchen, sich immer größere Teile eines Kuchens zu sichern, der gar nicht mehr wächst. Das Ergebnis könnte ein anhaltender Aufwärtsdruck auf Löhne, Kosten und Preise sein, wobei es den Regierungen angesichts hartnäckiger Arbeitslosigkeit äußerst schwerfiele, eine solche Spirale nicht hinzunehmen. Ständen die Chancen der Regierungen für eine erfolgreiche Stabilisierung, ja sogar eine weitere Reduzierung des Preisanstiegs nicht besser, wenn sie dem Verlangen nach einem höheren Lebensstandard durch ein reales Wachstum in vernünftigen Grenzen entgegenzukommen trachteten?

Schließlich hätte eine stagnierende Produktion in den Industrieländern eindeutig schädliche Auswirkungen auf die Entwicklungsländer. Der Erfolg, den die großen Schuldner unter den Entwicklungsländern bisher bei dem Abbau ihrer Leistungsbilanzdefizite auf eine kontrollierbare Größe erzielt haben, könnte zunichte gemacht werden, während andere Länder dieser Gruppe ihre Chancen schwinden sähen, Anschluß an den Entwicklungsprozeß zu finden. Dies wiederum könnte negative Rückwirkungen auf die gesamte westliche industrielle Welt haben, vor allem auf ihr Bankensystem, das sich stark in der Zahlungsbilanzfinanzierung engagiert hat.

Aus internationaler Sicht ergibt sich die Schlußfolgerung, daß es falsch wäre, die Aussicht auf ein unzulängliches Wachstum resignierend hinzunehmen. Die möglichen Folgen einer fast stagnierenden Entwicklung sind gefährlich genug, um ein konzertiertes internationales Vorgehen zu rechtfertigen, das die Weltwirtschaft wieder auf einen befriedigenderen Wachstumspfad zurückbringen will. Zugegeben: auch wenn Glück und kluge Politik sich optimal verbinden, wird es den westlichen Industrieländern nicht gelingen, jenes Expansionstempo wieder zu erreichen, das bis 1973 vorherrschend war. Das Anvisieren ehrgeiziger Wachstumsraten wäre zum Scheitern verurteilt, da das Wachstumspotential viele Jahre lang durch niedrige Investitionsraten beschnitten wurde; es wäre überdies gefährlich, weil nichts leichter ist, als erneut eine nachfrageinduzierte Inflation anzufachen. Sicherlich gibt es jedoch einen Mittelweg zwischen dem wahrscheinlich sehr langsamen Wachstum, das die gegenwärtigen Trends vorzeichnen, und den Gefahren, die unrealistischen Wachstumszielen innewohnen.

Die an späterer Stelle folgenden wirtschaftspolitischen Empfehlungen sind aus einer Analyse der kontraktiven Bestimmungsgründe abgeleitet, die der gegenwärtigen Wachstumsflaute von Welthandel und Erzeugung zugrunde liegen.

Der erste dieser Faktoren ist der Erdölüberschuß. Zwar ist er während des vergangenen Jahres recht stark geschrumpft, doch ist diese Abnahme nicht ausschließlich das Ergebnis einer echten Anpassung; zum Teil ist sie auch auf die weltweit schleppende Wirtschaftstätigkeit zurückzuführen. Dies bedeutet, daß jede wirtschaftliche Wiederbelebung erneut durch ein zunehmendes Erdölungleichgewicht belastet würde, wenn es nicht zu einem weiteren realen Anpassungsprozeß beträchtlichen Ausmaßes kommt. Die Erfahrung hat eindeutig gezeigt, daß die Rückschleusung des Überschusses zwar notwendig ist, jedoch nur ein Hilfsmittel darstellt; vielmehr wirkt sich das Ungleichgewicht selbst rezessiv auf die Konjunktur aus. Ein Element der realen Anpassung — die Aufnahme von Gütern und Dienstleistungen durch die Ölausfuhrländer — wird über einen ziemlich langen Zeitraum ausgedehnt werden müssen. Die Last der weiteren Anpassung ist daher von den Ölverbraucherländern zu tragen, die kaum eine andere Wahl haben, als ihre Importrechnung für Erdöl zu reduzieren. Dies muß nicht in erster Linie durch Maßnahmen erreicht werden, die den gesamten Energieverbrauch drosseln; Erdöleinfuhren könnten auch durch die Verwendung anderer Energien oder, in einigen Ländern, durch eine Ausweitung der heimischen Erdölproduktion ersetzt werden.

Der zweite bedeutende Hemmschuh ist das Zahlungsbilanzungleichgewicht zwischen den Industrieländern — genauer gesagt zwischen den USA einerseits und

Japan, Deutschland und der Schweiz andererseits. Dieses Ungleichgewicht hat zu übertriebenen Wechselkurausschlägen geführt, die in den USA den Preisanstieg beschleunigt und in den Ländern mit steigenden Währungen die Investitionen zurückgehalten und den Aufschwung gefährdet haben. Hinzu kommt, daß die Stärke dieser Kursbewegungen und die ungeordneten Marktverhältnisse, in deren Rahmen sie auftraten, das Vertrauen der Wirtschaft weiter erschütterten, das schon durch andere Ereignisse stark in Mitleidenschaft gezogen worden war.

Die Verringerung dieser Ungleichgewichte erfordert Anpassungsmaßnahmen sowohl von den USA wie von den Überschußländern. Indessen dürfte es unrealistisch und für die Weltwirtschaft auch möglicherweise gefährlich sein, für die USA eine kräftige Dämpfung der gesamten Inlandsnachfrage zu empfehlen und umgekehrt Deutschland und Japan einen ausgeprägten binnenwirtschaftlichen Expansionskurs anzuraten. Dies wäre deshalb unrealistisch, weil keines dieser Länder bereit zu sein scheint, seine binnenwirtschaftlichen Ziele Zahlungsbilanzenerwägungen unterzuordnen. Weder werden die USA ihr Wachstum bremsen, wenn nicht zwingende binnenwirtschaftliche Gründe dafür sprechen, noch werden Deutschland und Japan expansive Schritte unternehmen, die nach ihrem Dafürhalten das Risiko erneuter Inflation in sich bergen würden. Eine solche Empfehlung wäre aber auch aus weltwirtschaftlicher Sicht gefährlich. Von den bedeutenden Industrieländern haben nur die USA spontan ein zügiges Wachstumstempo eingeschlagen, während sowohl Japan wie Deutschland sich sehr schwertaten, eine selbsttragende Erholung der Inlandsnachfrage in Gang zu setzen. Dieser Gegensatz wird sehr eindrucksvoll illustriert, wenn man das Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors in den USA mit dem relativ sehr viel höheren in Japan und Deutschland vergleicht.

Als praktische Schlußfolgerung ergibt sich, daß eine Beschleunigung der binnenwirtschaftlichen Expansion in den Überschußländern zweifellos eine begrüßenswerte Entwicklung wäre, es jedoch ungewiß bleibt, inwieweit sie tatsächlich stattfinden wird. Und solange diese Ungewißheit vorherrscht, dürfte die übrige Welt kaum wünschen, daß die USA die Nachfrage mehr zu drosseln versuchen, als ohnedies notwendig ist, um angesichts des fortgeschrittenen Stadiums des Konjunkturaufschwungs die Löhne und Preise unter Kontrolle zu halten. Um so mehr sollten sich die Bemühungen der USA vor allem auf Maßnahmen zur Verringerung der Öleinfuhren konzentrieren. Daß in der Wirtschaft der USA eine solche Entwicklung erreichbar ist, wurde eindeutig dadurch demonstriert, daß in einigen anderen großen Industrieländern der Ölverbrauch je Einheit des Bruttosozialprodukts stark zurückgegangen ist.

Es scheint nach dem Gesagten doch recht klar auf der Hand zu liegen, daß sich Welthandel und Produktion erst dann nachhaltig beleben können, wenn eine Reihe von Ländern die Volkswirtschaft der USA als Motor der Expansion schrittweise ablösen. Grundsätzlich scheinen Japan und Deutschland am meisten dazu verpflichtet zu sein, eine solche Rolle zu übernehmen, weil beide Länder im Kampf gegen die Inflation beträchtliche Erfolge errungen haben und eine Anregung ihrer Inlandsnachfrage dem internationalen Anpassungsprozeß am besten dienen könnte. In der Praxis dürften aber keinem der beiden Länder große Fortschritte bei der Kräftigung der Weltnachfrage gelingen, solange nicht eine Anzahl weiterer Länder eben-

falls dazu beitragen. Bei einer weltweit flauen Wirtschaftstätigkeit schließt die exportorientierte Struktur ihrer Industrien jede befriedigende und kurzfristig erreichbare Belebung der binnenwirtschaftlichen Nachfrage von den Investitionen her aus; es wäre gleichermaßen unrealistisch, allein von den öffentlichen Investitionen und dem privaten Verbrauch eine genügend schnelle Anpassung zu erwarten. Daraus folgt, daß auch anderswo, in freilich bescheidenerem Maße als in diesen beiden Ländern, die Binnenexpansion stimuliert werden muß — in jenen Ländern nämlich, wo die Zahlungsbilanzzwänge gemildert und die Teuerungsraten beträchtlich reduziert worden sind.

Was kann aber zur Anregung der Inlandsnachfrage getan werden? Wenn auch Verallgemeinerungen hinsichtlich der Nachfragesteuerung gewagt sind, seien gleichwohl zwei grundlegende Vorschläge gemacht. Der erste muß negativ gefaßt werden: Wachstum sollte *nicht* durch eine leichtere Geldpolitik angeregt werden. Dafür gibt es verschiedene Gründe. So hat sich in den vergangenen Jahren die Liquidität des privaten Sektors in den meisten Ländern verbessert, und Finanzierungsmittel dürften nunmehr in angemessenem Umfang verfügbar sein. Außerdem könnte eine expansive Geldpolitik unter Umständen zu einem nur befristeten Rückgang der Zinssätze führen — und ohnehin dürften weder die Investitionen noch der Verbrauch sehr elastisch auf eine Abnahme der Zinssätze reagieren. Die wirkliche Gefahr besteht allerdings nicht darin, daß sich eine expansivere Geldpolitik als unwirksam erweist, sondern daß sie zu einem erneuten Preisanstieg führt. Die Öffentlichkeit assoziiert das Wachstum der Geldmengengrößen immer mehr mit künftigen Veränderungen der Teuerungsraten; damit wäre jede dauerhafte Verschiebung zu einer schnelleren monetären Expansion für steigende Inflationserwartungen verantwortlich.

Der zweite allgemeine Vorschlag kann positiver formuliert werden: verglichen mit der Geldpolitik rufen expansive finanzpolitische Maßnahmen unter den gegenwärtigen Umständen weniger wahrscheinlich gegenläufige Marktreaktionen hervor. Das Risiko wäre sogar noch geringer, wenn finanzpolitische Aktionen eher auf Steuererleichterungen als auf zusätzliche Staatsausgaben zurückgriffen — vielleicht mit Ausnahme verschiedener Arten von Investitionsausgaben, die eine starke und sofortige Wirkung versprechen. Drei Überlegungen bekräftigen diese Ansicht. Erstens hat in vielen westlichen Industrieländern der Anteil des öffentlichen Sektors an der Wirtschaftstätigkeit einen Umfang erreicht, der bereits für sich genommen das wirtschaftliche Wachstum in hohem Maße hemmt; ein weiterer Anstieg der öffentlichen Ausgaben könnte eine Erhöhung der Steuerlast programmieren, was die Dinge noch verschlimmern würde. Zweitens scheinen Einkommensteuersenkungen der einzige Weg zu sein, die privaten verfügbaren Einkommen anzuheben und damit dem Wunsch nach einem höheren Lebensstandard nachzukommen sowie die Verbrauchsausgaben anzuregen, ohne gleichzeitig den Aufwärtsdruck auf die Kosten zu verschärfen und die Gewinnspannen weiter einzuengen. Wenn nicht die privaten Haushalte zusätzliche Ausgaben tätigen, besteht in der Tat angesichts der ausgeprägten Abneigung der Unternehmer, in dem gegenwärtigen Klima der Ungewißheit die Investitionen auszuweiten, wenig Hoffnung, daß eine Expansion der Inlandsnachfrage ausgelöst werden kann. Drittens würde eine Reduzierung der Unternehmensbesteuerung zu der dringend erforderlichen Verbesserung der Gewinnlage in der Industrie beitragen und damit die Investitionsneigung kräftigen.

Die entscheidende Frage ist zweifellos, ob eine solche Politik mit der Notwendigkeit einer weiteren Inflationseindämmung vereinbar ist — und allein diese Frage zu stellen, heißt schon, die offensichtlichen Schranken einer Nachfrageankurbelung anzusprechen. Solche Grenzen sind, wie bereits erwähnt, in jenen Ländern zu finden, wo stagnierende Investitionen das Wachstum des Produktionspotentials verlangsamt haben. Sie sind aber noch stärker in jenen Ländern ausgeprägt, wo erst in jüngster Zeit eine Eindämmung der Inflation gelang und wo ein frühzeitiges Wiederauftauchen von Kapazitätsengpässen sehr schnell zu einem beschleunigten Preisauftrieb führen könnte. Da die meisten Länder zu dieser letzteren Gruppe gehören, müssen die Wachstumsziele der westlichen Industrieländer notwendigerweise bescheiden bleiben.

Ein maßvoller finanzpolitischer Expansionskurs, der in jedem Land auf die außenwirtschaftliche Flanke und die Teuerungsraten gebührend Rücksicht nimmt, dürfte jedoch angesichts der gegenwärtigen gedrückten wirtschaftlichen Verfassung in den westlichen Industrieländern mit Ausnahme der USA kaum ein erneutes Aufflammen nachfrageinduzierter Inflation auslösen. Eine Reduzierung der Steuersätze braucht nicht mehr als vorübergehende Steuerausfälle und eine nur zeitweilige Ausweitung der öffentlichen Defizite zu bewirken, sofern es auf diesem Wege gelingt, die Verbrauchsausgaben zu erhöhen und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln. Selbst wenn die Folgen größer wären, scheint sich das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen des privaten Sektors in allen größeren Ländern mit Ausnahme der USA gegenwärtig so verschoben zu haben, daß ein höherer Finanzbedarf des öffentlichen Sektors höchstwahrscheinlich ohne einen sehr viel stärkeren Rückgriff auf die monetäre Finanzierung gedeckt werden könnte. Hier wird im Hinblick auf die Inflationserwartungen und die Nachfragesteuerung der springende Punkt berührt. Es sollte freilich hinzugefügt werden, daß der Finanzierungsüberschuß des privaten Sektors nicht mehr im gleichen Umfang für eine Abdeckung der öffentlichen Defizite zur Verfügung steht, wenn ein kräftiger Aufschwung bei den privaten Investitionen erst einmal in Gang gekommen ist. Es wäre daher eine vorausschauende Politik, bei Steuersenkungen zur Korrektur der gegenwärtigen Situation ungenügender Nachfrage einzukalkulieren, daß sie rückgängig gemacht werden können, wenn sich diese Situation ändert.

Die Frage, wie die Kosten-Preis-Spirale anzugehen wäre, ist damit allerdings noch nicht beantwortet. Es wäre ein schwerer Fehler, die einem solchen inflationären Druck immanente Stärke zu ignorieren, da seine Fortdauer jeder Wachstumsbelebung wahrscheinlich ein frühzeitiges Ende bereiten würde. Leider gibt es auf diesem Gebiet keine Allheilmittel. Zweifellos muß jedes einzelne Land jene Maßnahmen ergreifen, die seinen eigenen politischen, sozialen und institutionellen Rahmenbedingungen entsprechen. Erfahrungsgemäß gilt dies besonders für die Einkommenspolitik, deren Anwendungsmöglichkeiten und Wirksamkeit von Land zu Land sehr unterschiedlich gewesen sind. Andererseits könnten Einkommensteuerverleichterungen einer größeren Lohndisziplin förderlich sein, da sie eine praktikable Alternative zu Erhöhungen der Bruttoeinkommen bieten. In ähnlicher Weise können öffentlich bekanntgegebene und allgemein respektierte Zielgrößen für das Wachstum der Geldmengenaggregate ein günstiges Klima für maßvollere Lohnforderungen und Preiserhöhungen schaffen.

Dieses Bündel wirtschaftspolitischer Vorschläge — eine Verringerung der Öleinfuhrrechnungen, international abgestimmte expansive Maßnahmen auf der Basis von Steuererleichterungen sowie eine Fortsetzung des Kampfes gegen die Inflation — könnte zu einer Neubelebung des Wachstums beitragen. Es könnte auch die Leistungsbilanzdefizite auf ein verkraftbares Maß zurückführen, was bedeutet, daß — mit geeigneten Schritten zur Beeinflussung der Kapitalbewegungen, der Verfügbarkeit ausreichender kurzfristiger Finanzierungsmittel und der Bereitstellung internationaler Reserven — die verbleibenden Ungleichgewichte ihren Charakter als wesentliche Quelle der Währungsunruhen verlieren und nicht länger Anlaß für asymmetrisch wirkende, restriktive Maßnahmen wären. Um es anders auszudrücken: Maßnahmen zur Finanzierung der Zahlungsbilanzen würden wieder ihre normale Funktion bei der Ergänzung und Erleichterung der Leistungsbilanzanpassungen erlangen, anstatt einen solchen Prozess zu ersetzen. Die eindeutige Lehre der letzten Jahre besteht nämlich darin, daß, abgesehen von der üblichen Übertragung realer Ressourcen von hochentwickelten Ländern auf Entwicklungsländer, langandauernde Leistungsbilanzungleichgewichte unweigerlich zu einem schmerzvollen Erwachen führen, sei es für die Defizitländer, sei es für die Überschußländer, oder für beide zugleich.

Wie müßten nun geeignete internationale währungspolitische und finanzielle Maßnahmen beschaffen sein, wenn man davon ausgehen kann, daß sich die Weltwirtschaft einer verbesserten Leistungsbilanzverfassung nähert?

Zunächst sei eine Bemerkung hinsichtlich des Stromes der Unterstützungen und des langfristigen Kapitals in die Entwicklungsländer gemacht. Im internationalen Handels- und Zahlungsverkehr sind im Falle dieser Länder, wie bereits erwähnt, maßvolle Leistungsbilanzdefizite eine normale Erscheinung. Weniger normal ist, daß diese Defizite zunehmend durch mittelfristige Bankkredite häufig mit variablen Zinssätzen gedeckt werden. Eine Finanzierung dieser Art bringt für die betreffenden Länder hohe und unvorhersehbare jährliche Schuldendienstlasten mit sich und läßt die kreditgewährenden Banken selbst verwundbarer gegenüber Länderrisiken werden. Die allgemeine Regel sollte sein, daß der größere Teil der Finanzierung aus Entwicklungshilfe, langfristigen Krediten und direkten Investitionen besteht.

Ein zweites Problem betrifft die außenwirtschaftliche Lage der USA. Das übermäßige Leistungsbilanzdefizit des vergangenen Jahres wurde durch einen Kapitalabfluß noch ernstlich verschlimmert, was zu einem jähen Sturz des Dollars und weltweiten Währungsunruhen führte, obwohl ausländische Zentralbanken erhebliche Dollarbeträge ankauften. Werden nunmehr geeignete korrigierende Schritte sowohl in den USA wie im Ausland unternommen, könnte schon allein der Rückgang des Leistungsbilanzdefizits die privaten Kapitalströme in die USA zurücklenken. Eine zweite Möglichkeit wäre, daß privates Kapital aufgrund optimistischer Erwartungen hinsichtlich der Realisierung solcher Maßnahmen in die USA zurückzufließen beginnt — in der Tat könnte aus dem Anstieg des Dollars im April und Mai dieses Jahres geschlossen werden, daß ein solcher Umschwung bereits stattgefunden hat. Um jedoch die Kapitalbewegungen unter Kontrolle zu halten und die Glaubwürdigkeit der grundlegenden Anpassungsmaßnahmen zu unterstreichen, müssen die Behörden die Zinsdifferenzen und die monetären Expansionsraten auf einem angemessenen Stand halten und bereit sein, auf den Devisenmärkten energisch zu intervenieren, wann immer es erforderlich ist.

Eine dritte wichtige wirtschaftspolitische Überlegung betrifft die angemessene Ausstattung mit internationaler Liquidität, sowohl was das Volumen wie die Zusammensetzung angeht. Die Tatsache, daß so viele Länder bewußt dazu übergegangen sind, ihre Reserven durch Verschuldung anzureichern, mag darauf hindeuten, daß ein echter Bedarf nach zusätzlichen Reserven besteht. Es sollte jedoch beachtet werden, daß sich ein Teil dieser Nachfrage auf andere Reservearten als den Dollar richtet. Sicherlich wäre es die falsche Reaktion auf diese zweidimensionale Nachfrage, wenn man das Fortbestehen eines großen Leistungsbilanzdefizits in den USA tolerieren würde, da auf diesem Wege nicht in größerem Umfang Reserven geschaffen werden können, ohne den Dollar selbst zu gefährden und damit den Wunsch nach einer Auffächerung zu verstärken. Es scheint daher, daß wir fünf Jahre nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems wieder dort angelangt sind, wo wir zur Zeit der festen Wechselkurse waren: bei der Erkenntnis nämlich, daß die Bereitstellung von Reserven durch ein hohes US-Leistungsbilanzdefizit dazu angetan ist, das Wachstum der Weltwirtschaft durch gefährliche gleichgewichtsstörende Wirkungen zu hemmen.

RENÉ LARRE

Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1978

AKTIVA

BILANZ VOM
(vor und nach Verwendung)

	<u>Goldfranken</u>
Gold	5 069 414 415
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ...	328 595 064
Schatzwechsel	287 962 424
Terminguthaben und Kredite	
bis zu 3 Monaten	31 592 963 506
von mehr als 3 Monaten	<u>18 659 959 412</u>
	50 252 922 918
Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	2 070 382 507
von mehr als 3 Monaten	<u>386 157 853</u>
	2 456 540 360
Verschiedenes	938 631 360
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	1
	<u>59 334 066 542</u>
<p>Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu 1 Goldfranken = US-\$ 0,394 1..., alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Leit- bzw. Marktkursen gegenüber dem US-Dollar umgerechnet.</p> <p>Anmerkung 2: Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1978: 449 645 239 Goldfranken.</p> <p>Anmerkung 3: Gold im Gegenwert von 128 602 926 Goldfranken war am 31. März 1978 im Zusammenhang mit erhaltenen Einlagen verpfändet.</p>	

31. MÄRZ 1978

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u> Goldfranken	<u>Nach Verwendung</u> Goldfranken
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	471 847 193		519 847 193
Besonderer Dividenden-Reservefonds	75 175 781		75 175 781
Freier Reservefonds	495 118 200		567 118 200
		1 072 211 487	1 192 211 487
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	3 674 919 870		
bis zu 3 Monaten	158 694 584		
von mehr als 3 Monaten	91 064 122		
Andere Einleger			
auf Sicht	33 082 685		
		3 957 761 261	3 957 761 261
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	1 172 468 412		
bis zu 3 Monaten	37 334 072 988		
von mehr als 3 Monaten	13 928 683 550		
Andere Einleger			
auf Sicht	62 920 651		
bis zu 3 Monaten	583 558 534		
von mehr als 3 Monaten	110 261 035		
		53 191 965 170	53 191 965 170
Verschiedenes		595 442 887	595 442 887
Rückstellung für Gebäudezwecke		24 932 478	24 932 478
Gewinn- und Verlustrechnung		191 050 134	-
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1978		-	71 050 134
		<u>59 334 066 542</u>	<u>59 334 066 542</u>

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, BASEL

Nach unserer Ansicht sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der darauf bezüglichen Anmerkungen eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1978 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 24. April 1978

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1978 abgeschlossene Geschäftsjahr

		<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	256 441 348	256 441 348
Abzüglich: Verwaltungskosten:		
Verwaltungsrat	546 679	
Direktion und Personal	38 723 852	
Geschäfts- und Bürokosten	<u>12 693 311</u>	<u>51 963 842</u>
Geschäftsertrag		204 477 506
Abzüglich: Zuweisung an		
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	427 372	
Rückstellung für Gebäudezwecke	<u>13 000 000</u>	<u>13 427 372</u>
Reingewinn für das am 31. März 1978 abgeschlossene Geschäftsjahr		191 050 134
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:		
Dividende: 110 Schweizer Franken je Aktie auf 481 125 Aktien		<u>71 050 134</u>
		120 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds		<u>48 000 000</u>
		72 000 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds		<u>72 000 000</u>
		—
		<u>120 000 000</u>

Veränderung der Rückstellung für Gebäudezwecke in dem am 31. März 1978 abgeschlossenen Geschäftsjahr

		<u>Goldfranken</u>
Stand am 1. April 1977	34 450 867	34 450 867
Dazu: Kursdifferenz	6 119 450	
Zuweisung von der Gewinn- und Verlustrechnung	<u>13 000 000</u>	<u>53 570 317</u>
Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen		<u>28 637 839</u>
Stand am 31. März 1978 gemäß Bilanz		<u>24 932 478</u>

VERWALTUNGSRAT

Dr. J. Zijlstra, Amsterdam	Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank
Henri Deroy, Paris	Stellvertretender Vorsitzender

Baron Ansiaux, Brüssel
Prof. Paolo Baffi, Rom
Bernard Clappier, Paris
Dr. Otmar Emminger, Frankfurt a. M.
Dr. Fritz Leutwiler, Zürich
Carl-Henrik Nordlander, Stockholm
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, London
Dr. Antonino Occhiuto, Rom
The Rt. Hon. Gordon Richardson, London
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel
Cecil de Strycker, Brüssel

Stellvertreter

Dr. Mario Ercolani, Rom, oder
Dr. Giovanni Magnifico, Rom
Georges Janson, Brüssel
Christopher W. McMahon, London, oder
M. J. Balfour, London
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a. M., oder
Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a. M.
Marcel Théron, Paris, oder
Gabriel Lefort, Paris

DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Günther Schleiminger	Beigeordneter Generaldirektor
R. T. P. Hall	Chef der Bankabteilung
Prof. Dr. Alexandre Lamfalussy	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Giampietro Morelli	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
Maurice Toussaint	Direktor
Prof. Dr. F. E. Klein	Rechtsberater
Dr. Antonio d'Aroma	Sonderberater
D. H. Stapleton	Stellvertretender Generalsekretär
Robert Chaptinel	Stellvertretender Direktor
Dr. Warren D. McClam	Stellvertretender Direktor
M. G. Dealtry	Stellvertretender Direktor
R. G. Stevenson	Beigeordneter Direktor
Rémi Gros	Beigeordneter Direktor
Charles Altenhoff	Beigeordneter Direktor
André Bascoul	Beigeordneter Direktor
P. Hauser	Beigeordneter Direktor