

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

NEUNUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1978 – 31. MÄRZ 1979

BASEL

11. Juni 1979

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	I
I. Währungsunruhen und Inflation in den westlichen Industrieländern	2
Die Dollarkrise von 1978 (S. 2); das Wiederaufleben der Inflation (S. 5); Aufbau des Berichts (S. 7)	
II. Produktion und Nachfrage in den westlichen Industrieländern	10
Die Entwicklung der Gesamtnachfrage (S. 12): die privaten Verbrauchsausgaben (S. 13), die private Investitionstätigkeit (S. 16); Finanzpolitik (S. 17); relative Dynamik der Inlandsnachfrage und außenwirtschaftliche Anpassung (S. 19); das Dilemma der Nachfragesteuerung (S. 25); der Rückgang des Produktivitätswachstums (S. 28); die Wirtschaftslage zu Beginn des Jahres 1979 (S. 31); Schlußfolgerungen (S. 34)	
III. Inflation und Arbeitslosigkeit.	35
Veränderte Profile des Verbraucherpreisanstiegs (S. 37); sensible Preisindikatoren im binnen- und außenwirtschaftlichen Bereich (S. 38); das Wiederaufleben der Inflation in den USA (S. 42); die Wechselwirkung zwischen Wechselkursen und Inlandspreisen (S. 45); Löhne, Preise, Produktivität und Arbeitslosigkeit (S. 48); einige Folgerungen aus den Entwicklungen der jüngeren Zeit (S. 54)	
IV. Inländische Geld- und Kreditentwicklung und -politik.	57
Monetäre Entwicklungen und geldpolitische Probleme (S. 57): die monetären Gesamtgrößen (S. 57), Entwicklung der Zinssätze (S. 59); USA: wirtschaftspolitische Prioritäten und Geldmengensteuerung (S. 61); Devisenmarktprobleme und Geldpolitik (S. 63); neue geldpolitische Zielkonflikte: monetäres Wachstum, Zinssätze und Wechselkurse (S. 66); Finanzierung des Staates und des privaten Sektors (S. 69); Finanzlage des privaten Sektors (S. 74); Geldmengenziele und die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen (S. 76)	

V. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr 82

Welthandel (S. 82); Zahlungsbilanzen (S. 87): *entwickelte Länder* (S. 90), *Ölausfuhrländer* (S. 106), *Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen* (S. 107), *Staatshandelsländer* (S. 108)

VI. Die internationalen Geld- und Kapitalmärkte 109

Die wesentlichen Entwicklungen (S. 109); der internationale Bankensektor (S. 112): *wesentliche Einflüsse* (S. 112); *der Einfluß der Währungsunruben* (S. 114); gesamte internationale Bankmittel: Herkunft und Verwendung (S. 116); die Entwicklung in den europäischen Marktzentren (S. 122): *Währungszusammensetzung* (S. 122), *Arten von Forderungen und Verbindlichkeiten* (S. 125), *die Rolle einzelner Marktzentren* (S. 129), *Nettoaufkommen des Eurogeldmarktes* (S. 130); die US-Banken und ihre Niederlassungen an den Offshore-Finanzplätzen (S. 132); die Banken in Japan (S. 133); die Entwicklung der Zinssätze (S. 134); die internationalen Anleihemärkte im Jahre 1978 (S. 136)

VII. Die internationale Währungslage 141

Die Entwicklung der Wechselkurse (S. 141); das Europäische Währungssystem (S. 151): *die Grundzüge des Systems in der Übergangsperiode* (S. 152), *die ersten Monate des Systems* (S. 155); die stärkere Verpflichtung der größeren Länder zur Wechselkursstabilität (S. 156); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 158); Währungsreserven und internationale Liquidität (S. 161); die gegenwärtige internationale Liquiditätslage (S. 166)

VIII. Die Tätigkeit der Bank 170

Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 170); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 172): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 173), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 176); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 178); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 180); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 180); die Beendigung des OECD-Währungsgarantieabkommens (S. 182); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 183); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 184)

Schlußbemerkungen 186

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1979.

VERZEICHNIS DER GRAPHIKEN (↕) UND TABELLEN

	Seite
Produktion und Nachfrage in den westlichen Industrieländern	
OECD-Länder: Wachstum, Inflation, Arbeitslosigkeit und außenwirtschaftliches Ungleichgewicht ↕	10
Größere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	11
Andere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	12
Einkommen und Preise	14
Verfügbares Einkommen und private Verbrauchsausgaben	14
Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte	15
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte und Arbeitslosigkeit	18
Relative Nachfragedynamik und realer Außenbeitrag ↕	20-21
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte 1966-78	26
Finanzierungssalden der Sektoren	27
Wachstum der Arbeitsproduktivität und des Bruttosozialprodukts: Abweichungen vom Trend der Jahre 1960-73 ↕	29
Reales Wachstum der Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) ↕	30
Industrieproduktion ↕	32
Index der realen Einzelhandelsumsätze	33
Inflation und Arbeitslosigkeit	
Anstieg der Verbraucherpreise ↕	36
Veränderung der Verbraucherpreise	37
Preise und Löhne ↕	39
Weltmarktpreise: Economist-Indikator ↕	41
Inflationsgefälle und Wechselkursbewegungen: ein Vergleich mit den USA ↕	47
Nominale und reale Arbeitsverdienste in der Industrie	49
Arbeitslosenquoten	50
Arbeitslosigkeit und Verbraucherpreise 1960-78 ↕	52
Beschäftigung und Arbeitsproduktivität	54

Inländische Geld- und Kreditentwicklung und -politik

Wachstumsraten der Geldmenge	57
Leitzinsen, Anleiherenditen und Änderungen der Verbraucherpreise ♦	60
Kurzfristige Zinssätze, effektive Wechselkurse und monetäre Wachstumsraten ♦	67
Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung und der Beitrag der Inlandskredite und der außenwirtschaftlichen Gegenposten	70
Staatsfinanzierung	73
Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner auf den Kreditmärkten	75
Monetäre Gesamtgrößen: Ziele und Wachstumsraten	77
Monetäre Ziele und Wachstumsraten ♦	78

Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel	84
Schätzung der Auswirkungen von Mengen- und Preisänderungen auf die Handels- bilanzen 1977 und 1978	86
Leistungsbilanzsalden	87
USA: Zahlungsbilanz 1976-78	90
USA: Handels- und Dienstleistungsbilanz 1977 und 1978	91
USA: Auswirkungen der Dollarabwertungen	93
Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden	94
Entwickelte Länder: Auslandsposition	104
Leistungsbilanzsalden der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz	106

Die internationalen Geld- und Kapitalmärkte

Kreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Aus- landsforderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen sowie internationale Anleiheemissionen	110
Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken im Berichtsgebiet sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen	117
Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den berichtenden Ländern sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken an den Offshore- Finanzplätzen	120-121
Währungsstruktur des Euromarkts: Auslandsforderungen in Fremdwährungen der berichtenden europäischen Banken ♦	123
Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken (Dollar und andere Fremd- währungen)	124
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen	126/128

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten (Dollar und andere Fremdwährungen) der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen	127/129
Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)	131
Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und ihr Abstand zu den Inlandszinsen ♦	134
Dollarzinssätze am Eurogeld- und Euroanleihemarkt ♦	135
Internationale Anleihen	138
Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ♦	139

Die internationale Währungslage

Nominale Wechselkurse: Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar ♦	142
Effektive Wechselkurse seit dem Washingtoner Realignment ♦	145
Bewegungen der Kassakurse innerhalb des Gruppenfloatings europäischer Währungen ♦	151
Der ECU-Währungskorb	153
Kassakurse im EWS ♦	156
Weltgoldgewinnung	158
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)	159
Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1977-79 ♦	160
Veränderung der Weltwährungsreserven 1976-78	162

Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren.	172
Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren	173
Fremdmittel (Herkunft)	174
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)	175
Aktiva (Sachkategorien)	176
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“	177
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)	178
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930	179
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl	180

NEUNUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 11. Juni 1979 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 49. Geschäftsjahr (1. April 1978–31. März 1979) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 1 716 058 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 220 576 151 Goldfranken (im Vorjahr: 191 050 134 Goldfranken; im 47. Geschäftsjahr: 167 920 050 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 79 576 151 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 110 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 56 400 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 8 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den Rest von 76 600 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1978/79 den Aktionären am 1. Juli 1979 gezahlt.

Einzelheiten über die Tätigkeit der Bank während des Geschäftsjahres wie auch über die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse sind in Kapitel VIII des Berichts aufgeführt.

I. WÄHRUNGSUNRUHEN UND INFLATION IN DEN WESTLICHEN INDUSTRIELÄNDERN

Zwei Folgen von Ereignissen haben im vergangenen Jahr die Zentralbanken der Industrieländer stark beschäftigt: Währungsunruhen, deren man Ende 1978 Herr wurde und denen eine Stabilisierung in den ersten Monaten von 1979 folgte, sowie in jüngster Zeit Anzeichen einer allgemein wiederauflebenden Inflation. Beide Entwicklungen waren nur ein Symptom für einige tief verwurzelte Grundprobleme. In den Währungsunruhen fanden frühere gravierende Ungleichgewichte und insbesondere das gewaltige Zahlungsbilanzdefizit der USA ihren Niederschlag. Das Anziehen der Preise läßt seinerseits Zweifel darüber aufkommen, ob die Weltwirtschaft in einem relativ raschen Tempo wachsen kann, ohne die Inflation wiederanzufachen. Die Maßnahmen der Wirtschaftspolitik auf die Währungsturbulenzen waren soweit von Erfolg gekrönt, aber hinsichtlich der Inflation bisher, gelinde gesagt, wenig überzeugend. Die Sorge um die längerfristige Preisentwicklung und die Tendenzen auf den Devisenmärkten wird weiterhin die nationale und internationale Währungspolitik in einer Weise gestalten, die möglicherweise weitreichende Konsequenzen nicht nur für die direkt betroffenen Staaten, sondern für die gesamte Weltwirtschaft hat. Aus diesen Gründen liegt der Hauptakzent dieses Berichts auf der Analyse der Währungsunruhen und der Inflation. Aufgabe dieses einführenden Kapitels ist es, diese Gründe im einzelnen zu erläutern.

Die Dollarkrise von 1978

Im ersten Quartal 1978 sowie in den Monaten September und Oktober traten an den Devisenmärkten Turbulenzen in einem Ausmaß auf, die nur mit jenen vergleichbar waren, die Anfang 1973 zum endgültigen Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse von Bretton Woods geführt hatten. Hauptkennzeichen dieser Währungsunruhen war ein starker Rückgang des Wechselkurses für den US-Dollar gegenüber allen anderen wichtigen Währungen, und zwar sowohl gegenüber den traditionell harten als auch den übrigen Währungen, mit der einzigen Ausnahme des kanadischen Dollars. Wenn diese Währungen auch nicht alle mit demselben Tempo oder in demselben Umfang höher bewertet wurden (die letzte Aufwertungsrunde begann mit dem Yen, worauf der Schweizer Franken und schließlich die D-Mark folgten, wobei die zuletzt erwähnte Höherbewertung die innerhalb der Schlange bereits bestehenden Spannungen noch verschärfte), so war doch ihr Trend allgemein genug, um eine Bezeichnung dieser zeitweiligen Währungsunruhen als echte Dollarkrise zu rechtfertigen.

Zwei Tatsachen verdienen es, bei der Analyse dieser Krise sorgsam beachtet zu werden. Erstens trat sie auf, obwohl alle wichtigen Währungen — wenn auch

zugegebenermaßen nicht völlig frei — floateten. Hierdurch unterschied sie sich völlig von den Krisen 1971 und Anfang 1973, die beide unter einem System fester Wechselkurse auftraten. Damals waren viele Ökonomen — sogar Zentralbankmitglieder — zu der Überzeugung gelangt, daß frei schwankende Kurse trotz ihrer Unzulänglichkeiten zumindest einen Vorzug aufwiesen, daß sie nämlich das Entstehen von Währungskrisen ausschlossen. Diese Ansichten wurden aufgrund der Erfahrungen mit frei schwankenden Kursen seit 1973 zunehmend revidiert und fanden ihren dramatischen Ausdruck in der Reaktion der US-Behörden auf die Ereignisse des vergangenen Jahres, die nicht nur aus einer steilen Talfahrt des Dollars, sondern auch hektischen Wechselkursschwankungen und Situationen bestanden, in denen Marktteilnehmer einfach keinen Gegenpart fanden.

Die aus der Analyse der Wechselkursentwicklungen im Jahre 1978 unmittelbar und offenkundig abzuleitende Schlußfolgerung lautet, daß weder das System fester noch das frei schwankender Wechselkurse funktionieren kann, wenn ein Vertrauensschwund hinsichtlich des inneren und äußeren Wertes der internationalen Hauptreserve- und -handelswährung eintritt. Dieser Bericht vertritt die Auffassung, die bereits vor zwei Jahren mit der Warnung vor den Gefahren des damals gerade entstandenen großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA angedeutet wurde, daß nämlich weder die USA noch die Welt insgesamt — unter welchem Wechselkurssystem auch immer — ein hohes und dauerhaftes Leistungsbilanzdefizit der USA ertragen. Die Stellung der USA unterscheidet sich nämlich in mehrfacher Hinsicht stark von der anderer Länder: erstens durch die Rolle des Dollars als Reserve- und Handelswährung, was bedeutet, daß umfangreiche auf Dollar lautende Finanzanlagen außerhalb der USA gehalten werden; zweitens durch die vollständige Freizügigkeit, die die Amerikaner seit Januar 1974 bei ihren außenwirtschaftlichen Kapitaltransaktionen genießen; drittens durch die Tatsache, daß die von Gebietsansässigen und -fremden insgesamt gehaltenen Dollarbeträge einen großen Teil der Weltgeldmenge repräsentieren. Infolgedessen reagiert der Dollarkurs inzwischen äußerst empfindlich auf Entscheidungen von Inhabern liquider Mittel, andere Währungen in ihre Portefeuilles hereinzunehmen oder abzustoßen. Deshalb führt ein aufgrund eines beträchtlichen Leistungsbilanzdefizits schwindendes Vertrauen in den Dollar aller Wahrscheinlichkeit nach zu einer unkontrollierbaren und übermäßigen Abwertung, die die Inflation in den USA weiter anheizt und zu starke Aufwertungen in den übrigen Ländern mit sich bringt — ganz abgesehen von ihren Auswirkungen auf die Preise für Erdöl und andere Rohstoffe.

Aus diesem Argument folgt allerdings auch, daß die Welt dauerhaft hohe Leistungsbilanzüberschüsse der OPEC-Staaten oder bestimmter Industrieländer vermeiden muß: Denn wer, wenn nicht die USA, übernimmt in Zukunft die defizitäre Gegenposition, soweit diese über die „normalen“ — d.h. tragbaren — Defizite der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer hinausgeht?

Zweitens muß beachtet werden, will man die Lehren aus der Dollarkrise ziehen, daß die Währungsunruhen ihren Höhepunkt genau in dem Augenblick erreichten, als klare Anzeichen — nicht einfach Prognosen — darauf hindeuteten, daß sich die Welt insgesamt einem ausgewogeneren Verhältnis der Leistungsbilanzen näherte, als dies jemals seit der Ölkrise von 1973/74 der Fall war. Der OPEC-Überschuß schrumpfte

auf eine zu bewältigende Größenordnung; viele frühere Defizitländer verzeichneten Überschüsse; das Defizit der US-Leistungsbilanz verringerte sich allmählich, und sogar Japans „reale“ Leistungsbilanz bewegte sich auf ein Gleichgewicht zu, wenn auch die „nominale“ Bilanz aufgrund der starken, aber vermutlich vorübergehenden Aufwärtsbewegung der Terms of trade nachhinkte. Die Tatsache, daß die Märkte diese Verbesserungen bis zur Jahreswende nicht honorierten, kann nicht einfach mangelnder Information oder Wahrnehmung zugeschrieben werden. Die Informationen lagen der Öffentlichkeit vor, und die Märkte sind keineswegs so kurz-sichtig. Was fehlte, war ein zwingender Beweis dafür, daß die Behörden der USA sich tatsächlich um den Innen- und Außenwert des Dollars kümmerten. Ein derartiger Nachweis wurde durch die am 1. November verkündeten Maßnahmen erbracht, die signalisierten, daß die Zügel der Geldpolitik als Antwort auf außenwirtschaftliche Zwänge bewußt enger angezogen werden sollten, und gleichzeitig eine feste Verpflichtung zu Interventionen an den Devisenmärkten enthielten. Nach einer Probezeit von einigen Monaten kamen die Märkte zu dem Schluß, daß die Behörden der USA in engem Einvernehmen mit jenen der übrigen betroffenen Länder entschlossen waren, Herr der Lage zu bleiben. Hierdurch kam es zu dem Stimmungsumschwung an den Märkten und in den ersten Monaten von 1979 zu einer bemerkenswerten Umkehr der spekulativen Kapitalströme.

Dieser Bericht pflichtet der allgemeinen Erkenntnis bei, daß zur Vermeidung von Währungskrisen — insbesondere für den Dollar — ein ausgewogeneres Verhältnis der Zahlungsbilanzen zueinander wie auch glaubhafte und verbindliche Zusagen für eine Stabilisierung der Wechselkurse benötigt werden — anders ausgedrückt, gesunde wirtschaftliche Grundvoraussetzungen ebenso wie der Wille, entschlossen an den Devisenmärkten zu intervenieren. *Beide* Bedingungen sind unbedingt notwendig und keine ist für sich genommen hinreichend. Die Verpflichtung zu Interventionen wird nach ihrer Erprobung inzwischen als Tatsache anerkannt. Was noch aussteht, ist eine Bestätigung, daß sich die Leistungsbilanzen weiterhin in der erwünschten Richtung entwickeln werden. Leider dämpfen einige Geschehnisse aus jüngster Zeit zwangsläufig den Optimismus, der aufgrund der Ereignisse von 1978 gerechtfertigt gewesen wäre. Der Preisaufrieb bei Erdöl wird zweifellos die Überschußposition der OPEC verstärken und erneut die heikle Frage aufwerfen, wer die Last der entsprechenden Defizite übernehmen soll. Diese Schwierigkeit wird durch die wiederaufflammende Inflation noch verstärkt, die möglicherweise zu wirtschaftspolitischen Reaktionen nötigt, welche den Prozeß der Anpassung der Zahlungsbilanzen bremsen oder sogar umkehren würden. Diese Frage wird weiter unten und in den Schlußbemerkungen wieder aufgegriffen.

Die Verpflichtung der US-Behörden zu umfangreichen Interventionen hat auch Auswirkungen auf die längerfristige Entwicklung des Weltwährungssystems. Ein Element der neuen Währungspolitik der USA war der Ankauf von Devisenreserven nicht nur durch Swapvereinbarungen mit Zentralbanken, sondern auch durch Aufnahme von Krediten beim IWF und — auf mittelfristiger Basis — an den deutschen und Schweizer Inlandsmärkten. Dies war ein kleiner offizieller Schritt in Richtung auf ein multiples Reservewährungssystem, was sogar noch deutlicher würde, falls die USA einmal Devisenreserven aufgrund von Marktinterventionen erwerben sollten.

Eine weitere, weniger unmittelbare Folge der Dollarkrise war die Errichtung des Europäischen Währungssystems. Natürlich kann man einwenden, daß für Länder, die über Handelsbeziehungen eng miteinander verbunden sind, der Versuch naheliegt, eine Zone relativ stabiler Wechselkurse zu schaffen. Ebenso sicher hat aber die Dollarkrise maßgeblich dazu beigetragen, die Vorteile eines solchen Versuchs inmitten einer instabilen Welt deutlich zu machen. In seiner gegenwärtigen Form ist das EWS noch nicht mehr als ein klar definiertes und detailliertes System von Regeln für Devisenmarktinterventionen, verbunden mit der mehr oder weniger geteilten Hoffnung, daß Leitkursänderungen in Zukunft geräuschlos und rechtzeitig vorgenommen werden und im Zuge einer stärkeren Konvergenz der Wirtschaftspolitik und -entwicklung sich als weniger notwendig erweisen werden. Selbst dieser bescheidene Anlauf kann zu einer Wiederherstellung der Ruhe an den innereuropäischen Devisenmärkten beitragen, wenn die Mitgliedsländer gewillt sind, sich an die Spielregeln zu halten. Längerfristig könnte allerdings das EWS über eine Zone relativer Stabilität hinauswachsen: Es könnte sich zu einem Partner der USA bei der Gestaltung einer gemeinsamen Dollar-Interventionspolitik entwickeln, was wiederum eine größere Wechselkursstabilität in der Welt insgesamt fördern würde.

Das Wiederaufleben der Inflation

Es ist wohl angebracht, einen vorsichtig optimistischen Ton anzuschlagen, wenn man die veränderte offizielle Haltung zugunsten stabilerer Wechselkurse und die sich hieraus ergebende Ruhe an den Devisenmärkten in den ersten Monaten von 1979 betrachtet; angesichts der in letzter Zeit verschlechterten Preisentwicklung gibt es aber anscheinend nur wenig oder gar keinen Anlaß zu Optimismus.

Eine erneute Beschleunigung der Inflation läßt sich in den meisten Industriestaaten feststellen. In den USA ist sie bereits seit mehr als zwei Jahren im Gange; in jüngster Zeit hat sie sich auch in Großbritannien, Italien, Deutschland und in der Schweiz im Verbraucherpreisniveau niedergeschlagen; in diesen wie auch in vielen anderen Ländern war ein bemerkenswerter Preisauftrieb auf Großhandelsebene festzustellen. Schließlich und nicht zuletzt verzeichneten auch viele Rohstoffpreise — insbesondere jene für industrielle Rohstoffe und für Öl — einen beträchtlichen Anstieg. Diese Preisentwicklungen werfen beängstigende Fragen auf.

Erstens sind sie vielfach in Ländern aufgetreten, die — gemessen an herkömmlichen Maßstäben — noch eine starke Unterauslastung der Kapazitäten und eine beträchtliche Arbeitslosigkeit aufweisen. Die einzige bedeutende Ausnahme zu dieser allgemeinen Regel sind die USA, wo es eine Zeitlang klare Anzeichen für eine Übernachfrage nach Gütern, Dienstleistungen und sogar Arbeitskräften gab. Bedeutet dies, daß herkömmliche Maße der Unterauslastung und Arbeitslosigkeit inzwischen in die Irre führen? Kann man angesichts der fortdauernden Inflationserwartungen überhaupt noch auf die inzwischen etwas diskreditierte, aber so verführerische Unterscheidung zwischen einer Nachfrage- und einer Kosteninflation zurückgreifen? Das gleiche Dilemma gilt für Rohstoffe, deren Preise auf den Weltmärkten stark anzogen, auch wenn die Produktionskapazitäten — mit Ausnahme jener für Erdöl — von einer vollen Auslastung anscheinend noch weit entfernt waren.

Ein zweiter beunruhigender Faktor besteht darin, daß ein ganz unerwarteter und plötzlicher Anstieg der Verbraucher- oder Großhandelspreise zum Teil gerade

in den Ländern aufgetreten ist, die vordem die größten Erfolge bei der Inflationsbekämpfung verbuchten. Dies gilt insbesondere für Deutschland und die Schweiz und in geringerem Ausmaß auch für Japan, wo eine — allerdings recht spektakuläre — Abschwächung des Preisauftriebs erst in jüngster Zeit gelang. Da die kürzlich wieder auflebende Inflation in diesen Ländern mit einem niedrigeren effektiven Wechselkurs ihrer Währungen einherging, taucht natürlich die Frage auf, ob ihre vergangenen Erfolge nicht eher dem gestiegenen Außenwert ihrer Währungen und weniger einer wirklichen Beherrschung der „hausgemachten“ Inflation zuzuschreiben waren. Denn wie sonst hätten die jüngsten Importpreissteigerungen mit einer solchen Geschwindigkeit und so vollständig auf die Inlandspreise durchschlagen können? Oder bestätigen diese Preissteigerungen einfach die alte Annahme, daß sich Preise nach unten starr, nach oben aber flexibel verhalten — wodurch der „Sperrklinkeneffekt“ von Wechselkursschwankungen deutlich würde?

Was schließlich am stärksten beunruhigt, ist die weite Verbreitung dieses erneuten Preisauftriebs. Die Tatsache, daß sich die Inflation in den meisten Ländern in der einen oder anderen Form beschleunigte, weist auf die Existenz ebenso allgemeiner, gemeinsamer Faktoren hin und bringt gleichzeitig die selbstgefällige Suche nach Ad-hoc-Erklärungen stark in Verruf. Ist ein gemeinsamer Grund in dem schnelleren Geldmengenwachstum zu sehen? Trägt die allzu rasche Ausweitung der internationalen Liquidität die Schuld? Oder ist hierfür, selbstkritischer formuliert, der scharfe Umschwung in den Terms of trade der Industrieländer verantwortlich, der das in den vergangenen zwei Jahren unbekümmerte Dahinleben in einigen dieser Länder beendet?

In diesem Bericht wird versucht, vorläufige aber hoffentlich plausible Antworten auf einige dieser Fragen anzubieten. Stillschweigend haben die Behörden hierauf bereits ihre eigenen Antworten mit der Prüfung oder tatsächlichen Anwendung antiinflationärer Maßnahmen gegeben. Auf internationaler Ebene konzentrierte sich die Besorgnis vorrangig auf die tatsächlichen oder möglichen Inflationsfolgen der in den letzten Jahren sehr raschen Ausweitung der Devisenreserven wie auch — eine hiermit verbundene Erscheinung — des ebenso raschen Wachstums der internationalen Bankkredite. Sollten Schritte unternommen werden, um die Ausweitung der internationalen Kreditgewährung der Banken ganz allgemein — und ihrer Euro-Währungskomponente im besonderen — zu begrenzen?

Die Besorgnis über den inländischen Preisauftrieb ist weit stärker vorangeschritten und hat eine Reihe politischer Maßnahmen ausgelöst. Seit dem letzten Herbst hat die Geldpolitik in den USA einen restriktiveren Kurs als Antwort auf die dort verschlechterte Preisentwicklung eingeschlagen. Zwei der größten herkömmlichen Überschußländer — Deutschland und Japan — haben ihre Diskontsätze angehoben und sind anscheinend recht glücklich darüber, daß die in den ersten Monaten von 1979 sichtbare Umkehr der Kapitalströme sie von der schweren Last befreit hat, die durch ihre Interventionen zugunsten des Dollars im vergangenen Jahr geschaffene überschüssige Liquidität abzuschöpfen. Andere Länder scheinen die Bremsen bisher noch nicht fest angezogen zu haben; noch hatten sie diese allerdings niemals voll losgelassen. Viele von ihnen halten sich an ihre monetären Zielgrößen, die eindeutig restriktiv wirken ebenso wie die Einkommens- und Lohnpolitik, die direkt oder indirekt in einer Anzahl von Ländern in Kraft geblieben ist.

Es muß kaum betont werden, daß die Inflation für jede einzelne Volkswirtschaft ein Übel ist. Sie führt zu ungerechten Verzerrungen der Einkommensverteilung und schafft ein Klima der Unsicherheit, das die Grundlagen für rationale, am realen Wachstum orientierte Investitionsentscheidungen aushöhlt. Antiinflationische Maßnahmen sind deshalb sehr zu begrüßen. Sie sollten jedoch international koordiniert werden, so daß eine erneute Verschärfung von Zahlungsbilanzungleichgewichten und eine Wiederholung von Währungskrisen vermieden wird. Eines der Hauptthemen, das sich durch diesen Bericht hindurchzieht und in den Schlußbemerkungen noch vollständiger herausgearbeitet wird, besteht darin, daß die jüngsten Ölpreisteigerungen und der Boom auf den Märkten für industrielle Rohstoffe zusammen mit der in den einzelnen Ländern wiederauflebenden Inflation bereits neue Gefahren in sich bergen. Diese Kräfte können eine Konstellation konjunktureller Entwicklungen und politischer Strategien begünstigen, die — ohne die *weltweite* Inflation unmittelbar einzudämmen — möglicherweise den vor einem Jahr begonnenen Prozeß der Leistungsbilanzanpassungen aufs Spiel setzt und damit gleichzeitig zu erneuten Währungsunruhen *und* einer größeren Rezession führt. Dies könnte sehr wohl eintreten, falls restriktive Maßnahmen vornehmlich in den traditionell konservativen Hartwährungsländern und nicht in den USA ergriffen würden.

Aufbau des Berichts

In Kapitel II wird die jüngste Entwicklung der Produktion in den wichtigsten Industrieländern durch eine Analyse der Veränderungen einzelner Komponenten der Gesamtnachfrage zusammenfassend dargestellt. Drei allgemeine Schlußfolgerungen werden hier abgeleitet: Erstens gibt es zwar keinen überzeugenden Beleg dafür, daß ein allgemeiner Pessimismus hinsichtlich der Wirksamkeit der Nachfragesteuerung gerechtfertigt wäre. Jedoch bildeten die unterschiedlichen der Nachfragesteuerung in einer inflationären Welt zugewiesenen Rollen eine der Hauptursachen für die Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den Industrieländern — und trugen damit vermutlich zu den Währungsunruhen bei. Zweitens hat die Nachfragesteuerung in jüngster Zeit insgesamt einen positiven Beitrag zur erfolgreichen Anpassung der Zahlungsbilanzen in den Defizit- wie Überschußländern geleistet. Drittens hat sich mit dem Wiederaufleben der Inflation und der unbefriedigenden Produktivitätsentwicklung in zahlreichen Ländern der Spielraum für das weitere Nachfragewachstum verringert.

Kapitel III lenkt die Aufmerksamkeit zunächst auf die ausgeprägten Veränderungen in der Entwicklung der Inflationsraten während der letzten zwei Jahre. Untersucht werden dann einige der möglichen Ursachen für die starke Wiederbelebung der Inflation in den USA und die hiermit zusammenhängende Talfahrt des Dollars. Es folgt eine Erörterung der Elemente von „Teufels“- und „Tugend“-Kreisen aus Änderungen der Wechselkurse und der Inflation, die im vergangenen Jahr die Turbulenzen auf den Devisenmärkten verschärften und das Inflationsgefälle noch vergrößerten. Seit Ende 1978 haben wirtschaftspolitische Kurskorrekturen diese Entwicklungen unterbrochen und in gewissem Umfange sogar umgekehrt. Eine wichtige Schlußfolgerung ist jedoch, daß sich die Wirtschaft der USA in einer voneinander sehr stark abhängigen Welt unter einem System flexibler Wechselkurse anscheinend nicht mehr in einer Lage befindet, die es erlauben würde, hinsichtlich der realen

Erzeugung und der Preise von den Tendenzen in den übrigen Ländern stark abzuweichen. Zudem müssen sich die Industriestaaten bei der empfindlichen Reaktion ihrer Preise und Löhne auf Nachfrage- und Kostenimpulse möglicherweise auf eine behutsame Wachstumspolitik beschränken. Hieraus folgt auch, daß sie erneut Anstrengungen zur Bewältigung der — in manchen Ländern noch sehr hohen — Arbeitslosigkeit mit Hilfe struktureller Maßnahmen zur Verbesserung der beruflichen Qualifikation, Erhöhung der Mobilität der Arbeitskräfte sowie der Investitions- und Produktivitätsförderung unternehmen müssen.

Die Entwicklung auf den Geld- und Kreditmärkten (Kapitel IV) war durch die stark abweichende Wirtschaftspolitik und -entwicklung in den einzelnen Ländern geprägt. Sie wurde jedoch auch vom wechselnden Schicksal des Dollars und in jüngster Zeit von den allgemein ungünstigeren Inflationsaussichten stark beeinflusst. Das Kapitel gibt eine Erklärung dafür, warum die Geldpolitik und die gesamten Kreditströme in den USA trotz der Anwendung von Geldmengenzielen ein rasches Wachstum der nominalen Inlandsnachfrage alimentierten und die Zinssätze nur wenig stärker als die Inflation stiegen. Andere Länder, insbesondere Deutschland, die Schweiz und Japan, hatten mehr Erfolg bei der Stabilisierung und allmählichen Verringerung ihres monetären Wachstums. Als Folge der Talfahrt des Dollars, die sich durch umfangreiche Umschichtungen der internationalen Währungsportefeuilles noch beschleunigte, kam hier die Geldpolitik allerdings zunehmend in Konflikt mit ihrem Bestreben, übermäßige Wechselkursschwankungen zu vermeiden und die Triebkräfte des Aufschwungs zu erhalten. Daraus ergab sich eine stärkere Betonung der Geldpolitik zur Erhaltung der Währungsstabilität. Eine weitere bestand in der Gewichtsverlagerung auf einen etwas restriktiveren Kurs der Geldpolitik, und zwar zunächst in den USA und später — als sich der Dollar festigte und Anzeichen einer Inflation sichtbar wurden — auch in Deutschland, Japan und der Schweiz. In den meisten anderen Industrieländern war die Geldpolitik inzwischen auf einem recht behutsamen Kurs gehalten worden, der anscheinend mit binnen- wie außenwirtschaftlichen Erwägungen im großen und ganzen vereinbar war.

Kapitel V, in dem die Entwicklung der Zahlungsbilanzen erörtert wird, hat zwei Hauptthemen: *erstens* die Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses der Ölausfuhrländer im Jahre 1978, die sich im vergangenen Jahr in einem den Verhältnissen vor den Ölpreisteigerungen von 1973 nicht unähnlichen weltweiten Zahlungsbilanzgefüge niederschlug; *zweitens* die in der Zehnergruppe und der Schweiz im vergangenen Jahr sehr großen Zahlungsbilanzungleichgewichte im Verein mit der zunehmenden Entwicklung in Richtung auf einen größeren Ausgleich in dieser Gruppe, eine Tendenz, die im Verlauf des vergangenen Jahres und Anfang 1979 insbesondere in Japan und in den USA eintrat, jedoch eine Zeitlang durch die Terms-of-Trade-Wirkungen der Wechselkursänderungen verdeckt wurde. In jüngster Zeit ist ein neues Element des Ungleichgewichts aufgetaucht, und zwar als Folge des erneuten Preisauftriebs bei Erdöl und anderen Rohstoffen. Diese Preisteigerungen werden den Überschuß der Ölausfuhrländer wieder erhöhen und möglicherweise weitere Fortschritte zugunsten eines größeren Gleichgewichts zwischen den wichtigsten Industriestaaten erschweren.

Kapitel VI zeichnet die Entwicklung der internationalen Finanzmärkte nach, die im vergangenen Jahr bei den Bankkrediten durch ein sehr kräftiges Wachstum

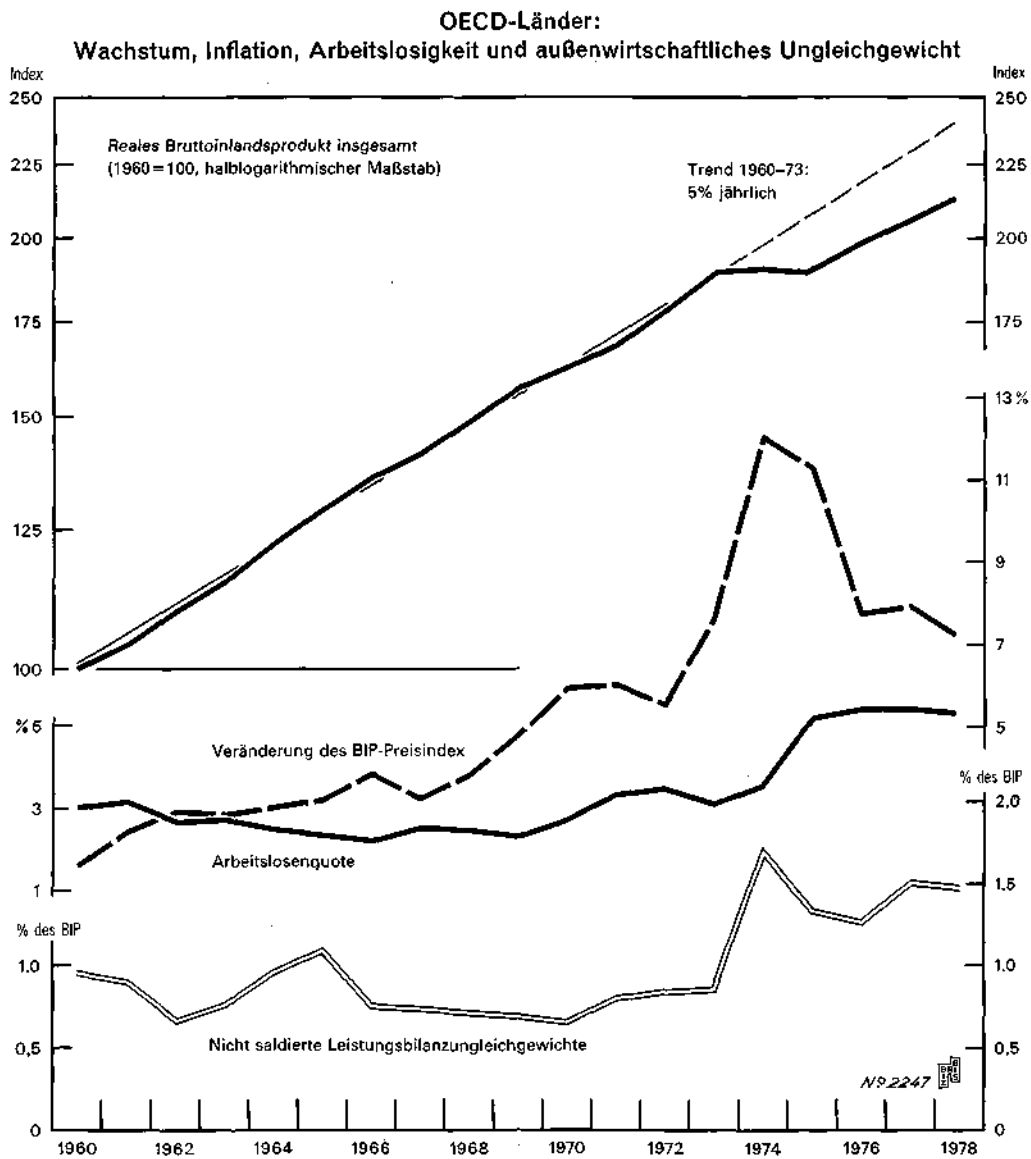
bei gleichzeitig äußerst lockerer Marktverfassung gekennzeichnet war. Es wird versucht, die hinter dieser Entwicklung stehenden Kräfte aufzudecken, wie z. B. die sich ändernde Struktur der internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte und die vom gewaltigen US-Zahlungsbilanzdefizit ausgehende Liquiditätsschwemme. Besondere Aufmerksamkeit wird der Rolle der Banken bei den Währungsunruhen und umgekehrt dem Einfluß der Wechselkursrisiken auf das Verhalten der einzelnen Marktbereiche gewidmet.

In Kapitel VII, das sich mit den hauptsächlichsten Entwicklungen des Weltwährungssystems während des Berichtszeitraums befaßt, wird die Aufmerksamkeit vor allem auf zwei Themen gelenkt: erstens auf die ernste Währungskrise des vergangenen Jahres, in deren Mittelpunkt die Dollarschwäche stand, und die hiermit verbundenen Änderungen der offiziellen Standpunkte und politischen Strategien hin zu einer größeren Betonung der Wechselkursstabilität, wie sie sich am deutlichsten in den von den US-Behörden im letzten November verkündeten Maßnahmen, aber auch in den Aktionen der Schweizer Behörden sowie in der Errichtung des neuen Europäischen Währungssystems ausdrückt. Ein zweites wichtiges Thema sind das im vergangenen Jahr größtenteils mit der Dollarkrise verbundene weitere kräftige Wachstum der internationalen Liquidität und die politischen Probleme, die sich hieraus ergeben können.

In den Schlußbemerkungen werden die wichtigsten wirtschaftspolitischen Empfehlungen zusammengefaßt.

II. PRODUKTION UND NACHFRAGE IN DEN WESTLICHEN INDUSTRIELÄNDERN

Nimmt man das Jahr 1978 als Ganzes, so scheint sich auf den ersten Blick bemerkenswert wenig an der gesamtwirtschaftlichen Lage geändert zu haben. Wie die nachstehende Graphik zeigt, war die Produktionszunahme im OECD-Raum mit rund 3 ½% nahezu identisch mit dem 1977 erreichten Wachstum. Obwohl diese Ausweitung unter der vor der Ölkrise erzielten Zunahme des Produktionspotentials lag, veränderte sich die durchschnittliche Arbeitslosigkeit kaum. Auch die Inflation im Inland schwächte sich im Durchschnitt — gemessen am jeweiligen BIP-Preisindex — nicht mehr so stark ab, wie man dies angesichts einer anhaltend hohen Arbeitslosigkeit und rückläufiger Rohstoffpreise zumindest für die erste Jahreshälfte hätte erwarten



können. Die Summe der nicht saldierten Leistungsbilanzungleichgewichte der OECD-Länder war ebenfalls weiterhin merklich größer als vor 1973, obwohl der Überschuß der wichtigsten Ölausfuhrländer auf weniger als \$10 Mrd. gegenüber etwa \$65 Mrd. im Jahr 1974 zusammenschmolz.

Betrachtet man indessen die Entwicklung im Jahresverlauf wie auch die Unterschiede zwischen den Ländern, so werden erhebliche Veränderungen erkennbar. Die konjunkturellen Auftriebskräfte in den USA etwa blieben während des ganzen Jahres überraschend stark, wobei sich das Wachstum des BSP lediglich auf etwa 4% nach 5% im Jahr davor verlangsamte. In den anderen Ländern belebte sich die Wirtschaftstätigkeit — in Europa zuerst angeführt von Großbritannien und dann von Deutschland. In Japan fiel die Produktionszunahme nur wenig höher als zuvor aus; die Inlandsnachfrage zog jedoch merklich an, nämlich von 4 auf 7%. Diese Entwicklung zu einem mehr gleichlaufenden Verhalten führte tendenziell dazu, daß sich die realen Nettoexporte auf ein größeres Gleichgewicht hinbewegten, freilich nicht in ausreichendem Maße oder früh genug, um das Aufkommen starker Währungsunruhen in der zweiten Jahreshälfte (in der natürlich auch andere Faktoren wirksam waren) zu verhindern, die zu einer erheblichen Abwertung des Dollars führten.

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

	Jahr (4. Quartal)	Reales Brutto- sozial- produkt	End- nach- frage*	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Export	Import
				privat	öffent- lich	privat		öffent- lich		
				ohne Woh- nungs- bau	Woh- nungs- bau					
Veränderung im 4. Quartal gegen Vorjahr in Prozent										
USA	1975	2,4	3,4	5,1	1,9	- 9,9	6,6	7,6	- 1,2	- 7,1
	1976	4,6	4,1	5,7	0,8	8,6	23,6	-13,0	4,6	18,9
	1977	5,5	4,9	4,8	5,5	9,1	15,3	2,5	- 1,3	10,3
	1978	4,3	4,4	4,1	0,4	8,5	- 0,2	9,6	16,4	9,4
Japan	1975	3,4	3,5	4,4	5,8	- 4,2	7,9	0,1	- 0,9	- 8,6
	1976	5,0	4,2	4,1	2,2	2,9	- 3,0	- 3,4	21,7	14,7
	1977	5,7	6,3	3,7	5,1	1,5	5,8	22,3	5,5	- 3,3
	1978	5,8	5,6	6,5	5,2	11,9	8,0	21,8	- 2,5	20,6
Deutschland (BR)	1975	1,6	2,1	4,1	5,1	7,2	- 2,7	- 2,5	- 1,0	6,4
	1976	4,1	2,6	3,0	0,0	5,5	8,3	- 3,9	11,0	13,1
	1977	2,8	3,5	3,2	2,3	4,8	1,7	1,4	3,1	1,6
	1978	3,7	3,2	3,5	2,6	10,3	3,4	6,7	5,4	10,0
Frankreich	1975	2,2	3,5	7,3	1,1		2,3		- 0,7	6,4
	1976	4,9	1,8	2,6	2,7		4,7		10,1	15,7
	1977	2,7	3,6	2,3	0,2		- 1,8		6,4	3,7
	1978	4,4	2,4	4,1	1,2		1,4		6,0	10,3
Großbritannien	1975	- 0,6	1,0	- 3,1	5,0	- 4,9	- 0,2	- 3,1	1,8	- 7,2
	1976	4,5	2,0	2,8	0,3	2,0	- 6,3	-13,4	9,3	6,0
	1977	2,3	2,1	- 0,6	0,0	7,4	10,6	-16,7	2,9	- 4,3
	1978	1,5	2,4	5,4	1,7	3,5	0,2	-12,6	3,9	8,0
Italien	1975	0,6	.	2,3			-11,4		10,3	5,9
	1976	6,3	.	4,3			7,4		12,3	5,7
	1977	- 1,4	.	-2,6			- 5,1		3,1	- 3,6
	1978	5,6	.	5,7			5,2		7,7	4,6
Kanada	1975	2,8	7,2	8,8	2,6	7,8	18,0	- 1,3	- 3,4	- 1,8
	1976	4,6	3,2	5,8	1,2	- 1,2	2,6	- 7,7	9,0	7,0
	1977	3,5	3,6	1,2	2,6	- 0,3	- 6,2	8,3	8,1	- 0,5
	1978	3,1	1,7	2,9	1,5	5,7	- 3,7	0,4	10,5	11,9

* Entspricht der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts abzüglich der Nettovorratsinvestitionen.

Die Entwicklung der Gesamtnachfrage

Alles in allem gingen 1978 vom Ausland auf die Industrieländer zusammengekommen nur geringe Impulse aus, die fast gänzlich in günstigeren Terms of trade zum Ausdruck kamen. Diese Verbesserung verminderte etwas den Kostendruck und schuf Raum für eine Steigerung der Realeinkommen, wenn es auch gegen Ende des Jahres den Anschein hatte, daß sich dieser Effekt mit dem erneuten Ansteigen der Rohstoffpreise umkehren würde. Hinzu kam, daß jene Länder, insbesondere die USA und Kanada, deren Währungen stark an Wert verloren hatten, ihre potentiellen Vorteile wieder einbüßten, während Länder mit sich verteuerten Währungen höhere Terms-of-trade-Gewinne verbuchten.

Andere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten

	Jahr	Reales Bruttosozialprodukt	Endnachfrage ¹	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Export	Import
				privat	öffentlich	privat ohne Wohnungsbau	Wohnungsbau	öffentlich		
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
Belgien	1975	- 2,0	1,0	0,3	5,2	- 0,5	- 4,1	. ²	- 8,8	- 9,9
	1976	5,8	4,8	6,0	5,0	- 2,4	15,1	. ²	8,4	9,2
	1977	1,2	1,3	2,1	3,4	- 1,3	0,6	. ²	3,5	4,4
	1978	2,2	2,5	1,6	6,5	3,9	- 5,0	. ²	3,5	3,1
Dänemark	1975	- 1,2	.	3,7	5,3	-12,4	-16,8	- 1,9	- 2,4	- 4,2
	1976	6,3	.	5,5	5,1	13,9	25,4	2,8	3,4	16,8
	1977	1,9	.	0,4	3,1	1,0	-10,0	- 1,5	4,6	- 1,2
	1978	1,0	.	- 0,8	3,8	1,0	- 2,0	3,5	3,8	1,7
Finnland	1975	0,9	1,0	3,7	6,4	12,1	- 3,6	5,5	-14,0	0,4
	1976	0,3	2,7	0,5	4,7	-10,7	-11,5	- 2,0	13,7	- 3,3
	1977	0,4	2,5	- 2,2	4,7	- 8,7	4,2	- 2,2	9,9	- 6,0
	1978	2,3	2,9	0,0	5,0	- 8,0	- 0,3	1,5	8,4	- 3,0
Niederlande . . .	1975	- 0,9	2,0	3,4	3,9	- 7,5	- 7,5	7,7	- 3,0	- 4,1
	1976	4,5	2,8	3,8	4,0	14,7	2,5	- 1,9	10,6	10,9
	1977	2,4	2,3	4,3	3,6	- 3,1	15,9	- 7,5	- 2,1	3,6
	1978	2,3	4,2	4,5	1,3	6,2	3,0	- 2,0	2,8	5,8
Norwegen	1975	5,5	6,6	5,0	6,2	14,2	7,8	10,0	3,0	5,4
	1976	6,8	6,9	6,4	6,5	13,1	2,5	3,8	11,3	12,3
	1977	3,6	5,2	4,7	9,8	1,0	4,6	5,9	3,8	2,8
	1978	3,5	4,6	- 2,5	3,7	-21,3	0,3	9,1	8,8	-12,5
Österreich	1975	- 1,5	1,6	3,0	3,7	- 5,0 ³	- 4,5 ⁴	. ²	- 3,7	- 5,8
	1976	6,2	1,6	4,6	3,7	9,7 ³	2,0 ⁴	. ²	12,2	20,7
	1977	3,7	4,2	6,2	1,9	11,3 ³	2,5 ⁴	. ²	6,1	9,5
	1978	1,4	2,1	- 1,5	2,1	- 7,0 ³	2,6 ⁴	. ²	6,4	- 1,3
Schweden	1975	0,7	- 0,7	3,0	4,9	- 1,7	- 0,1	1,0	-11,5	- 1,6
	1976	1,2	2,1	4,1	4,2	1,4	- 8,8	- 0,3	4,7	7,4
	1977	- 2,5	0,8	- 0,6	2,3	- 4,9	- 2,5	- 0,2	0,6	- 3,3
	1978	2,5	2,9	- 1,1	3,2	-15,9	18,6	5,4	7,0	- 6,0
Schweiz	1975	- 7,7	- 3,2	- 2,9	0,7	-17,7 ³	-11,1 ⁴	. ²	- 6,8	-14,3
	1976	- 1,2	- 1,2	0,5	4,0	-14,6 ³	- 8,6 ⁴	. ²	10,1	11,2
	1977	2,7	3,0	2,8	- 0,1	4,1 ³	0,2 ⁴	. ²	9,4	8,5
	1978	1,2	1,1	1,8	2,2	6,0 ³	1,0 ⁴	. ²	5,4	9,6
Spanien	1975	0,7	1,4	1,8	6,0	- 2,9 ³	- 2,0 ⁴	. ²	- 1,3	- 2,6
	1976	2,0	2,6	2,8	5,5	1,7 ³	- 3,9 ⁴	. ²	9,4	5,7
	1977	2,6	2,4	0,2	4,5	- 2,2 ³	- 1,0 ⁴	. ²	10,4	- 5,3
	1978	2,9	2,6	0,7	7,4	- 9,3 ³	- 2,4 ⁴	. ²	13,4	- 5,8

¹ Entspricht der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts abzüglich der Nettovorratsinvestitionen. ² In den privaten Investitionen enthalten. ³ Ausrüstungsinvestitionen. ⁴ Bau insgesamt.

Binnenwirtschaftlich — und auch hier sehr allgemein gesehen — gingen die wesentlichsten Einflüsse auf die kurzfristige Entwicklung der Gesamtnachfrage von Veränderungen im Verhältnis von Ersparnissen und Investitionen des privaten wie des öffentlichen Sektors aus. Im letzteren war diese Relation, die praktisch ein Gradmesser für die Finanzpolitik ist, außerhalb der USA im Durchschnitt zweifellos eher expansiv ausgeprägt, was auch in diesem Jahr der Fall sein dürfte. Die beiden augenfälligsten Beispiele waren natürlich Japan und Deutschland, obwohl tatsächlich auch mehrere andere europäische Länder finanzpolitisch einen expansiveren Kurs einschlugen, nachdem in den vorangegangenen zwei Jahren Neigungen zu Ausgabenkürzungen zu beobachten waren. Im privaten Sektor scheint sich hingegen insgesamt wenig im Ausgabeverhalten geändert zu haben. Die Sparquoten der privaten Haushalte haben sich nicht stark verändert, wenn sie auch per saldo höher waren und damit kontraktiv wirkten. Im Unternehmenssektor lagen die Investitionsausgaben insbesondere in Deutschland, Japan, den Niederlanden und den USA recht hoch. Andererseits verbesserten wahrscheinlich die im vorhergehenden Absatz erwähnten günstigeren Terms of trade wie auch der geringere Lohnkostenanstieg (z.B. in Deutschland, Japan und Italien) zum Teil eher die Erträge, als daß sie in vollem Umfange in geringeren Preiserhöhungen weitergegeben wurden. Damit dürften endlich einige der Voraussetzungen für eine verstärkte Investitionstätigkeit geschaffen worden sein. In Großbritannien, wo sich der Lohnkostenzuwachs im vergangenen Jahr beschleunigt hat, bewegte sich die Preis-Kosten-Relation entgegengesetzt.

Die privaten Verbrauchsausgaben. Der reale private Verbrauch in den Industrieländern dürfte im vergangenen Jahr durchschnittlich um rund $3\frac{1}{2}\%$ und damit etwa so stark wie 1977 zugenommen haben. In den größeren Ländern für sich genommen fiel der Anstieg noch etwas kräftiger aus. Die Tabellen auf S. 14 vermitteln eine ungefähre Vorstellung davon, welche Einflüsse für die Veränderung der realen Ausgaben in den sieben größten Industrieländern während der vergangenen zwei Jahre maßgeblich waren. In vier der aufgeführten Länder, vornehmlich in Italien und Kanada, verlangsamte sich der Anstieg der Einkommen je Beschäftigten im letzten Jahr etwas, während der Einkommenszuwachs in den USA und in Frankreich etwa ebenso hoch, in Großbritannien sogar höher als ein Jahr zuvor ausfiel. In allen Ländern, insbesondere in Nordamerika, nahm indessen die Beschäftigung weiter zu, so daß die nominalen Bruttoeinkommen wiederum relativ kräftig wuchsen. In der Tat sind wegen der stark wachsenden Beschäftigung die nominalen Einkommen in den USA wie auch in Großbritannien leicht beschleunigt gestiegen. Die reale Kaufkraft dieser Einkommensveränderungen wird durch die Preisentwicklung wie auch durch eine veränderte Steuerbelastung beeinflusst. In den meisten Ländern stiegen die Verbraucherpreise im vergangenen Jahr etwas schwächer, worin sich teilweise der günstige Verlauf der Importpreise (Spalte 4) widerspiegelte. Diese Entwicklung beruhte auf den bereits erwähnten Veränderungen der Terms of trade, die sich in einigen Ländern, vor allem in Japan, Deutschland und der Schweiz, durch Währungsgewinne verbesserten, während in den USA und Kanada ein sinkender Außenwert in die entgegengesetzte Richtung wirkte. In der Tat beschleunigte sich im letzten Jahr in Kanada der Preisauftrieb bei den Einfuhren, und in beiden Ländern stiegen die Verbraucherpreise stärker als 1977. Die im allgemeinen recht kräftige Veränderung der realen Bruttoeinkommen (vgl. nachstehende

Einkommen und Preise

	Veränderung gegen Vorjahr									
	Durchschnitts- verdienste (1)		Zivilbeschäftigte (2)		(1) × (2) (3)		Importpreise (4)		Verbraucher- preise (5)	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
Prozent										
USA	8,6	8,6	3,5	4,2	12,4	13,2	8,2	8,7	6,5	7,7
Japan	9,5	6,9	1,3	1,2	10,9	8,2	- 2,9	-17,9	8,1	3,8
Deutschland (BR)	7,5	5,1	- 0,2	0,2	7,3	5,3	1,4	- 4,0	3,9	2,6
Frankreich . . .	12,7	13,1	0,8	0,6	13,6	13,8	11,7	0,9	9,5	9,3
Großbritannien	10,3	14,5	0,4	0,1	10,7	14,6	16,3	4,3	15,9	8,3
Kanada	10,8	7,2	1,9	3,3	12,9	10,7	11,7	12,6	8,0	9,0
Italien	27,9	16,2	1,0	0,4	29,2	16,7	16,0	5,2	18,1	12,5

Tabelle) hatte somit in den einzelnen Ländern unterschiedliche Ursachen. In den USA war der Anstieg fast so stark wie 1977; zwar gingen von den Terms of trade keine günstigen Wirkungen aus, jedoch stieg das nominale Einkommen insbesondere wegen der höheren Beschäftigung erheblich. In Kanada führte eine recht ausgeprägte Verminderung der Einkommenszuwächse im Verein mit anziehenden Importpreisen zu einem geringeren Anstieg der realen Bruttoeinkommen. In Japan und Großbritannien fiel dieser erheblich höher als bisher aus, was im erstgenannten Land weitgehend auf Verschiebungen der Terms of trade und im letztgenannten daneben auch auf eine stärkere Zunahme der Einkommen sowie auf stabile Wechselkurse zurückzuführen war. In Deutschland gingen die an die Verbraucher weitergegebenen Gewinne bei den Terms of trade mit einem langsameren Anstieg der Löhne einher, während sich in Italien die bemerkenswert erfolgreiche Abschwächung der nominalen Lohnsteigerungen erheblich auf die Realeinkommen auswirkte.

Verfügbares Einkommen und private Verbrauchsausgaben

	Veränderung der Realeinkommen vor Steuern		Nettoeffekt der Änderung direkter Steuern*		Veränderung der verfügbaren Real- einkommen der privaten Haushalte		Effekt der Veränderung der Sparquote		Veränderung der Verbrauchs- ausgaben	
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
USA	5,5	5,1	- 1,1	- 0,9	4,2	4,3	0,6	- 0,2	4,7	4,0
Japan	2,6	4,2	0,0	- 0,3	2,6	3,5	1,2	0,8	4,2	4,9
Deutschland (BR)	3,3	2,6	- 0,3	0,6	1,8	3,8	1,0	0,0	3,1	3,8
Frankreich . . .	3,7	4,1	- 0,1	1,2	3,8	4,9	- 0,9	- 0,9	2,4	4,0
Großbritannien	- 4,5	5,8	0,6	1,5	- 1,8	6,4	0,8	- 0,7	- 0,9	5,5
Kanada	4,5	1,6	1,0	1,5	2,7	2,8	0,1	- 0,2	2,8	3,1
Italien	9,4	3,7	- 1,2	0,3	1,7	4,0	- 2,1	- 0,9	1,5	2,6

* In Prozent des verfügbaren Einkommens.

Anmerkung: Die einzelnen Spalten enthalten nicht alle Bestimmungsfaktoren der Verbrauchsausgaben; insbesondere werden Veränderungen des Nettoeinkommens aus Unternehmertätigkeit und Vermögen nicht berücksichtigt.

Nettoveränderungen bei den Sozialleistungen und direkten Steuern trugen im vergangenen Jahr außer in den USA und in geringerem Ausmaß in Japan generell positiv zum Wachstum der verfügbaren Realeinkommen bei. Natürlich ist zu bedenken, daß dies nur ein Aspekt der Finanzpolitik ist, auf die weiter unten ausführlicher eingegangen wird. Andere Arten öffentlicher Ausgaben werden hier vernachlässigt, ebenso Veränderungen bei den indirekten Steuern und sonstigen Einnahmen. Nichtsdestoweniger ist es die in Spalte 2 enthaltene Meßgröße, über die die Finanzpolitik das Konsumverhalten am unmittelbarsten beeinflusst. Interessanterweise kam in Japan aus dieser Quelle wenig oder keine Anregung, stattdessen gingen finanzpolitische Impulse vornehmlich von der Steigerung der öffentlichen Ausgaben aus. In den USA war der Einfluß — wie schon 1977 — erneut negativ. Freilich erfolgte hier die scheinbare Verschärfung des finanzpolitischen Kurses gegenüber dem privaten Sektor ohne Zweifel größtenteils automatisch: Die Zunahme der Beschäftigung und der Einkommen erhöhte das Steueraufkommen, und ein starkes Absinken der Arbeitslosenzahlen ließ die Aufwendungen der Sozialversicherung schrumpfen. Allerdings wurden auch die Sozialabgaben gezielt erhöht. In den übrigen Ländern trug die Finanzpolitik mäßig zum Wachstum der verfügbaren Realeinkommen der privaten Haushalte bei, wenn auch im Durchschnitt die Veränderung im Vergleich zum Jahr davor nicht groß war.

Die Veränderungen im Sparverhalten schließlich wirkten im letzten Jahr insgesamt kontraktiv, vergleicht man sie mit den leicht positiven Anregungen von 1977. In den USA war die Sparquote bereits 1976 von ihrem Höchststand nach der Ölkrise auf ein relativ niedriges Niveau gesunken. Die USA dürften das einzige Land sein, in dem sich die Verbraucher als Reaktion auf die Inflation der Devise „Kaufe lieber heute als morgen“ zugewandt haben, wobei die Kreditaufnahme der Verbraucher ein Rekordvolumen erreicht hat. Freilich trifft auch zu, daß demographische Faktoren auf eine geringere Sparneigung hinwirken: Der Anteil junger Ehepaare in der Altersgruppe, in der die Verschuldung — etwa für Zwecke des Erwerbs und der Einrichtung einer Wohnung — gewöhnlich relativ hoch ist, hat stark zugenommen. Diese Erscheinung läßt sich auf die hohen Geburtenraten der frühen Nachkriegsperiode zurückführen. Auch in Deutschland hat sich die Sparquote auf ein normales Niveau zurückgebildet, obwohl hier möglicherweise der schwächere Preisanstieg ein maßgeblicher Faktor war, insofern nämlich, als der Realwert des Geldvermögens nicht

Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte*

	1974	1975	1976	1977	1978
	Prozent				
USA	7,3	7,7	5,7	5,1	5,3
Kanada	9,9	10,9	10,8	10,7	10,9
Japan	23,7	22,5	22,4	21,2	20,4
Deutschland (BR)	16,1	16,4	14,7	13,7	13,7
Frankreich	17,4	18,6	16,4	17,3	18,2
Großbritannien	14,3	15,0	14,5	13,7	14,4
Italien	21,3	25,4	23,7	25,8	26,7

* Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder sowie eigener Schätzungen.

so rasch ausgehöhlt wird. Für beide Länder gilt, daß man kaum mit einer weiteren Anregung der Verbrauchsausgaben aus dieser Quelle rechnen kann, wenn sich auch in den USA die vorab erwähnte Bevölkerungsentwicklung noch für geraume Zeit verstärken wird. In den übrigen Ländern bleibt abzuwarten, ob die neuaufliebende Inflationsgefahr die privaten Haushalte zu höheren Ausgaben oder zu einem vorsichtigeren Verhalten veranlassen wird.

Die private Investitionstätigkeit. Die privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) in den Industrieländern zusammengenommen erhöhten sich im vergangenen Jahr weiterhin nur mäßig, da die Unternehmen in den meisten Ländern gemessen am langjährigen Durchschnitt immer noch geringe Erträge erwirtschafteten und die Kapazitätsauslastung nach wie vor relativ niedrig war. Eine merklich höhere Auslastung war allerdings in den USA, Deutschland und Japan festzustellen.

Die Entwicklung der Wechselkurse gab im Jahre 1978 in den Aufwertungsländern zu Befürchtungen hinsichtlich der Ertragsentwicklung Anlaß. Auf dem Höhepunkt der Währungsunruhen sah es so aus, als ob mit erheblichen Einbußen bei den Exporterträgen zu rechnen wäre. Dadurch mag es zu Abstrichen bei den Investitionsausgaben und damit in gewissem Umfange zu einem Unterlaufen der finanzpolitischen Bemühungen gekommen sein, die Inlandsnachfrage nach dem Bonner Gipfel anzuregen. Diese Befürchtungen waren in der Schweiz und in Japan besonders stark ausgeprägt.

Ganz allgemein gilt, daß die Höherbewertung einer Währung über das Inflationsgefälle zwischen dem betreffenden Land und der übrigen Welt hinaus tendenziell zu einem Druck auf die Gewinnmargen in den Exportbranchen sowie den mit den Einfuhren konkurrierenden Wirtschaftszweigen führt. Ein gewisser Ausgleich entsteht durch niedrigere Preise bei importierten Rohstoffen und Vorprodukten, und bei reinen Inlandsgütern werden niedrigere Einfuhrkosten insoweit zu höheren Erträgen führen, als jene nicht in niedrigeren Endverbraucherpreisen weitergegeben werden. (Wie oben erwähnt, hat es den Anschein, daß in einigen Ländern die Endabnehmer im letzten Jahr tatsächlich in gewissem Ausmaß von der Höherbewertung ihrer Währung und relativ günstigen Rohstoffpreisen profitierten.) Daher steht es nicht von vornherein fest, wie sich reale Wechselkursveränderungen auf die Gewinnspannen in der Gesamtwirtschaft auswirken. Diesbezügliche Zahlenangaben sind leider wenig aufschlußreich, jedoch läßt die Entwicklung der Kosten und Preise im verarbeitenden Gewerbe den Schluß zu, daß die Gewinnmargen in den Aufwertungsländern im vergangenen Jahr nicht erheblich eingeengt wurden, während sie sich in Kanada und den USA, den beiden wichtigsten Abwertungsländern, ausweiteten. In Japan gelang es mit bemerkenswertem Erfolg, die Lohnkosten je Produkteinheit niedrig zu halten; sie lagen im vergangenen Jahr nur 1% über ihrem Niveau von 1975. In Deutschland dürfte sich die Ertragslage der Unternehmen gebessert haben, während sie sich in der Schweiz möglicherweise etwas verschlechterte.

Das heißt nicht, daß die Wechselkursänderungen die Investitionstätigkeit nicht beeinflussten. In keinem der Aufwertungsländer gingen die inländischen Kosten um den vollen Betrag der Höherbewertung der Währung zurück, so daß die relative preisliche Wettbewerbsfähigkeit bei nur wenig veränderter Ertragslage ernstlich beeinträchtigt war; mit anderen Worten, es haben sich die „realen“ Wechselkurse

verändert. Der Verlust an relativer preislicher Wettbewerbsfähigkeit wird sich natürlich auf den Absatz von Exportprodukten und mit Importwaren konkurrierenden Gütern auswirken, und tatsächlich waren in Japan die Exportaufträge bis Ende des vergangenen Jahres bereits um fast ein Viertel zurückgegangen. Sollten sich die Währungsaufwertungen des letzten Jahres auf die Investitionsaufwendungen auswirken, so dürfte dies über niedrigere tatsächliche und erwartete Umsätze geschehen. Das bedeutet, daß der bestimmende Faktor die suboptimale Kapazitätsauslastung und nicht die Ertragslage sein wird. Mit anderen Worten, die notwendige Anpassung der realen Leistungsbilanzen der Überschußländer wird von einer geringeren Nachfrage begleitet sein, es sei denn, die Inlandsnachfrage ist kräftig genug, um kompensierend zu wirken und die Auslastung der Kapazitäten auf demselben Niveau zu halten oder zu erhöhen und damit sicherzustellen, daß die absoluten Erträge wie auch die Erträge je Produkteinheit ausreichen, um eine weitere Zunahme der Investitionsausgaben zu rechtfertigen. Nicht zuletzt in diesem Zusammenhang kommt den Wirkungen, die per saldo vom öffentlichen Sektor auf die Nachfrage ausgehen, Bedeutung zu.

Finanzpolitik

Außerhalb der USA dürfte die Finanzpolitik im vergangenen Jahr, nach einem Konsolidierungskurs im Jahre 1977, im allgemeinen expansiver gewirkt haben. Aus der nachfolgenden Tabelle ist ersichtlich, daß sich die Finanzierungsdefizite der öffentlichen Haushalte (ohne öffentliche Unternehmen) in den meisten europäischen Ländern sowie in Japan bezogen auf das Bruttosozialprodukt ausweiteten. In den USA setzte sich der Trend zum Ausgleich fort. Freilich läßt sich eine veränderte konjunkturelle Dynamik der Finanzpolitik bekanntlich nicht allein aus der Entwicklung der Haushaltsdefizite ableiten. Der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte beeinflußt die Wirtschaft und umgekehrt. Ein sich ausweitendes Defizit mag daher einfach auf eine schwache Wirtschaftsentwicklung im privaten und außenwirtschaftlichen Sektor zurückzuführen sein; in ähnlicher Weise kann sich in einer verringerten Deckungslücke eine autonome Kräftigung in anderen Bereichen ausdrücken. Mit dieser Einschränkung gibt die Tabelle auch Veränderungen des wichtigsten Indikators der Nachfragestärke wieder; in allen Ländern außer Japan ist dies die Veränderung der Arbeitslosenquote. Soweit sich beide Daten entgegengesetzt zueinander verhalten (Rückgang der Arbeitslosigkeit und Verringerung des Haushaltsdefizits oder umgekehrt), kann aus diesen Zahlenangaben allein nicht geschlossen werden, ob die Finanzpolitik unabhängig (oder gezielt) die Konjunktur beeinflußt oder ob sich in ihr nur autonome wirtschaftliche Entwicklungen auswirken.

Eine exaktere Messung der finanzpolitischen Impulse würde für jedes Land ein ökonometrisches Modell erfordern, das ausreichend detailliert sein müßte, um den Haushaltssaldo auf der Basis einer konstanten Nachfrage berechnen zu können. Für die USA z. B. wird hierfür der Budgetsaldo bei „Vollbeschäftigung“ herangezogen, der den Schluß zuläßt, daß zwar der Rückgang des Haushaltsdefizits seit 1975 überwiegend eine automatische Reaktion auf den Konjunkturaufschwung war, zudem aber 1976 und ebenso im vergangenen Jahr eine merklich restriktivere Finanzpolitik verfolgt wurde.

Für die anderen Länder lassen die Zahlen in der Tabelle häufig eine entgegengesetzte Entwicklung der Nachfragedynamik und der Haushaltslage im vergangenen Jahr erkennen, was es schwierig macht, den jeweiligen finanzpolitischen Kurs mit Sicherheit auszumachen. In Deutschland vergrößerte sich freilich — trotz einer

Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte¹ und Arbeitslosigkeit

	Position	Veränderung gegen Vorjahr					Jahresdurchschnitt	
		1974	1975	1976	1977	1978	1974	1978
		Prozentpunkte						
USA	Arbeitslosigkeit	0,7	2,9	- 0,8	- 0,7	- 1,0	5,6	6,0
	Finanzierungssaldo	- 0,7	- 4,0	2,2	1,0	0,9	- 0,2	- 0,1
Japan	Arbeitslosigkeit ²	0,6	0,5	0,0	0,1	0,0	1,2	0,5
	Finanzierungssaldo	- 1,0	1,1	- 1,0	- 1,1	- 1,3	- 3,8	- 6,1
Deutschland (BR)	Arbeitslosigkeit	1,3	2,1	0,0	- 0,1	- 0,2	2,6	4,4
	Finanzierungssaldo	- 2,5	- 4,4	2,1	1,0	- 0,1	- 1,3	- 2,7
Frankreich . . .	Arbeitslosigkeit	0,2	1,6	0,4	0,6	0,4	2,3	5,3
	Finanzierungssaldo	- 0,3	- 2,8	1,8	- 0,9	- 0,8	0,6	- 2,1
Großbritannien	Arbeitslosigkeit	- 0,2	1,4	1,5	0,4	0,0	2,4	5,7
	Finanzierungssaldo	- 1,4	- 0,8	- 0,2	1,8	- 1,0	- 2,6	- 4,0
Italien	Arbeitslosigkeit	- 0,6	0,4	0,3	0,8	0,4	4,9	7,0
	Finanzierungssaldo	0,6	- 5,8	2,6	1,0	- 2,5	- 5,9	- 10,6
Kanada	Arbeitslosigkeit	- 0,2	1,6	0,2	0,9	0,3	5,4	6,4
	Finanzierungssaldo	0,9	- 4,3	0,6	- 0,8	- 0,9	1,9	- 3,5
Belgien	Arbeitslosigkeit	0,4	2,7	1,8	1,4	0,6	4,0	10,5
	Finanzierungssaldo	- 1,5	- 1,8	- 0,8	- 0,4	- 0,2	- 4,0	- 7,2
Niederlande . . .	Arbeitslosigkeit	0,9	1,6	0,3	- 0,2	- 0,1	3,6	5,2
	Finanzierungssaldo	- 1,2	- 3,1	0,4	0,7	- 0,2	- 0,1	- 2,3
Schweden	Arbeitslosigkeit	- 0,5	- 0,4	0,0	0,2	0,4	2,0	2,2
	Finanzierungssaldo	- 2,3	0,7	0,9	- 3,4	- 1,7	1,9	- 1,6
Dänemark	Arbeitslosigkeit	1,4	2,6	0,1	1,1	0,8	2,0	6,6
	Finanzierungssaldo	- 1,4	- 6,8	1,9	0,0	0,2	4,5	- 0,2
Norwegen	Arbeitslosigkeit	- 0,2	0,5	0,0	- 0,2	0,2	0,6	1,1
	Finanzierungssaldo	- 1,1	- 1,9	- 1,9	- 1,8	- 0,4	4,7	- 1,3

¹ Ohne öffentliche Unternehmen. Der Finanzierungüberschuß oder -fehlbetrag (—) in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ist die Differenz zwischen der Ersparnis der öffentlichen Haushalte und deren eigenen Investitionen; er entspricht damit ihrer Nettodarlehensgewährung an andere Sektoren. Die Zahlen sind in Prozent des BSP ausgedrückt. ² Für Japan wird als Indikator der Nachfragedynamik das Verhältnis aus Nachfrage und Angebot von Arbeitskräften herangezogen, mit umgekehrten Vorzeichen bei den die Veränderung wiedergebenden Werten.

insgesamt gesehen nur verhaltenen Ausweitung der Nachfrage im letzten Jahr — die Deckungslücke der öffentlichen Haushalte geringfügig, was auf eine expansive Politik hindeutet. Auch in Japan erhöhte sich das Defizit weiter relativ stark, obwohl sich die Nachfrageentwicklung wenig änderte. In beiden Fällen änderte sich die Finanzpolitik im Jahresverlauf stärker, als es die Jahreszahlen nahelegen, da die Ergebnisse des Bonner Gipfels vom Juli v. J. zu einer finanzpolitischen Neuorientierung in der zweiten Jahreshälfte führten. Zudem war, wie die Tabelle auf S. 11 illustriert, in diesen Ländern die expansive Wirkung zu einem erheblichen Teil den öffentlichen Investitionsausgaben zuzuschreiben. Es besteht daher wenig Zweifel, daß die finanzpolitische Nachfragesteuerung in diesen beiden Ländern im letzten Jahr eine gemäßigt expansive Richtung einschlug, wie dies offenbar auch in Großbritannien, Schweden und Italien der Fall war.

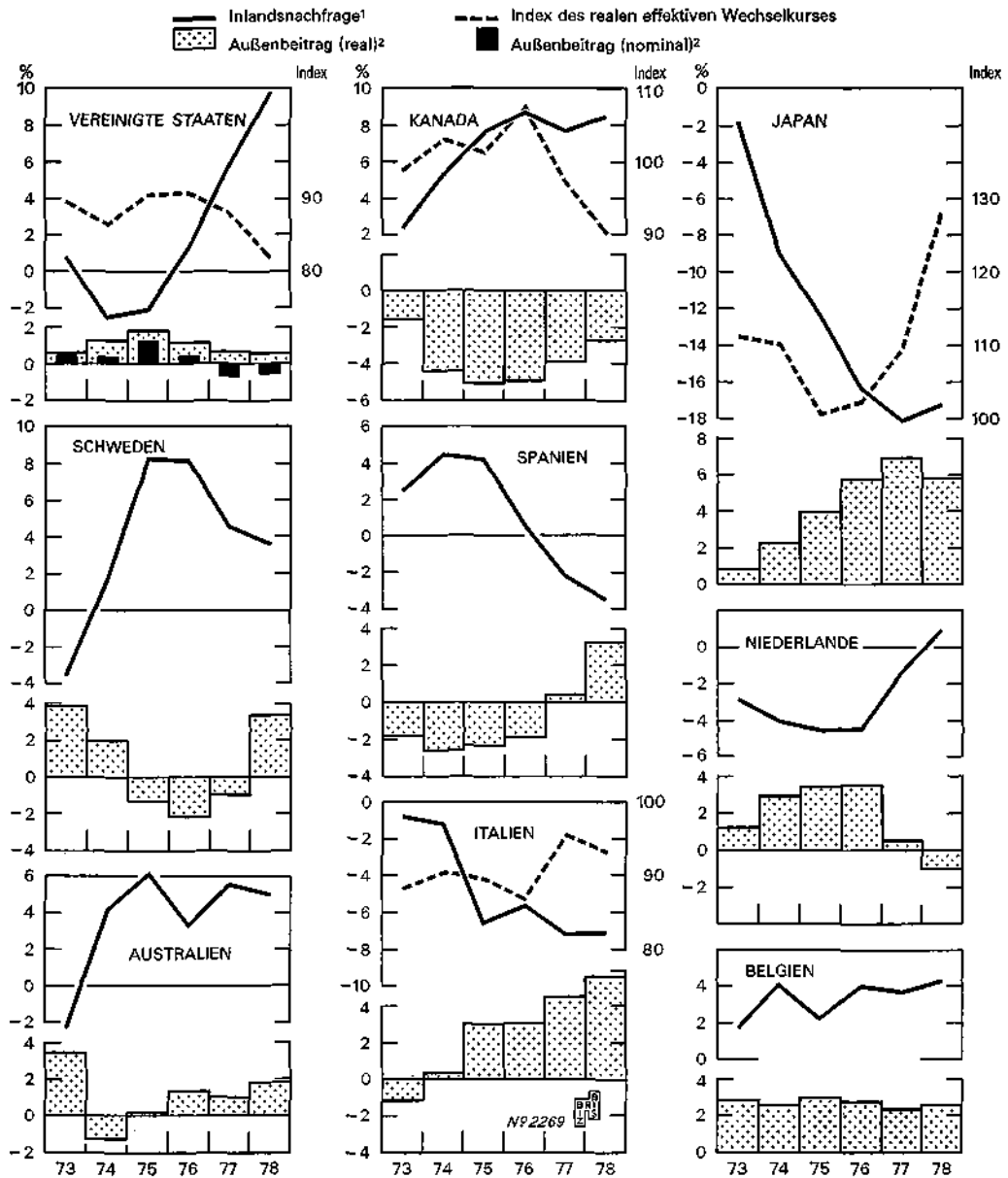
Relative Dynamik der Inlandsnachfrage und außenwirtschaftliche Anpassung

Eines der wichtigsten Kennzeichen der weltwirtschaftlichen Szene seit 1975 war eine auseinanderlaufende konjunkturelle Entwicklung in den Industrieländern. Einerseits erholten sich die Nachfrage und die Produktion in den USA weiterhin beträchtlich, andererseits hinkten einige Länder stark nach. Bemerkenswerte Beispiele bilden innerhalb der zuletzt genannten Gruppe Japan, die Schweiz und Italien sowie — mit starken Einschränkungen — Deutschland. Es überrascht vielleicht nicht, daß diese voneinander abweichenden Entwicklungen mit einem wachsenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht zwischen den Industrieländern selbst einhergingen, wenn sich auch das Ungleichgewicht zwischen den ölexportierenden und den ölimportierenden Ländern zusammengenommen bis 1978 auf einen bescheidenen Umfang verringert hat.

Folgende Fragen stellen sich offenkundig: In welchem Umfang bildete eine unterschiedliche Dynamik der Inlandsnachfrage die Keimzelle dieser Entwicklung, und welche Bedeutung kam den Wechselkursen zu? Warum stellten Kursveränderungen unter einem System des Floating kein größeres Gleichgewicht der Leistungsbilanzen her? Oder ist es unrealistisch zu erwarten, daß die Wirkungen von Wechselkursänderungen die kurzfristigen konjunkturellen Einflüsse auf die Leistungsbilanz in vollem Umfang kompensieren, wenn man davon ausgeht, daß Veränderungen der Wechselkurse die realen Aus- und Einfuhren erst mit einer zeitlichen Verzögerung beeinflussen und daß Kapitalbewegungen mancherorts ein Ungleichgewicht eine Zeitlang sogar noch verstärken können? Vergrößert sich hierdurch das Risiko, daß Wechselkursänderungen in einem gewissen Stadium, wie etwa im Herbst vergangenen Jahres, über das Niveau „hinausschießen“, das zur Wiederherstellung eines — wie auch immer definierten — Gleichgewichts erforderlich ist, und die Entwicklung der Inlandsnachfrage möglicherweise sogar in entgegengesetzter Richtung beeinflussen, als dies normalerweise zu erwarten wäre? Wird es schließlich nicht insoweit schwierig oder sogar unmöglich, sich „Gleichgewichtskurse“ vorzustellen, als wir uns inzwischen in einer Welt bewegen, in der die Staaten im Vergleich zu früher eher eine Politik verfolgen, die das durchschnittliche Gefälle der Nachfrageentwicklung möglicherweise noch vergrößert (und sich beispielsweise in Ländern mit stark antiinflationärem Kurs in einer — über den gesamten Konjunkturzyklus gesehen — stärkeren Unterauslastung als früher niederschlägt)? Anders ausgedrückt, was versteht man unter einer „überschießenden“ Wirkung, wenn die unterschiedliche Nachfragedynamik sich teilweise eher als eine säkulare denn konjunkturelle Erscheinung erweist?

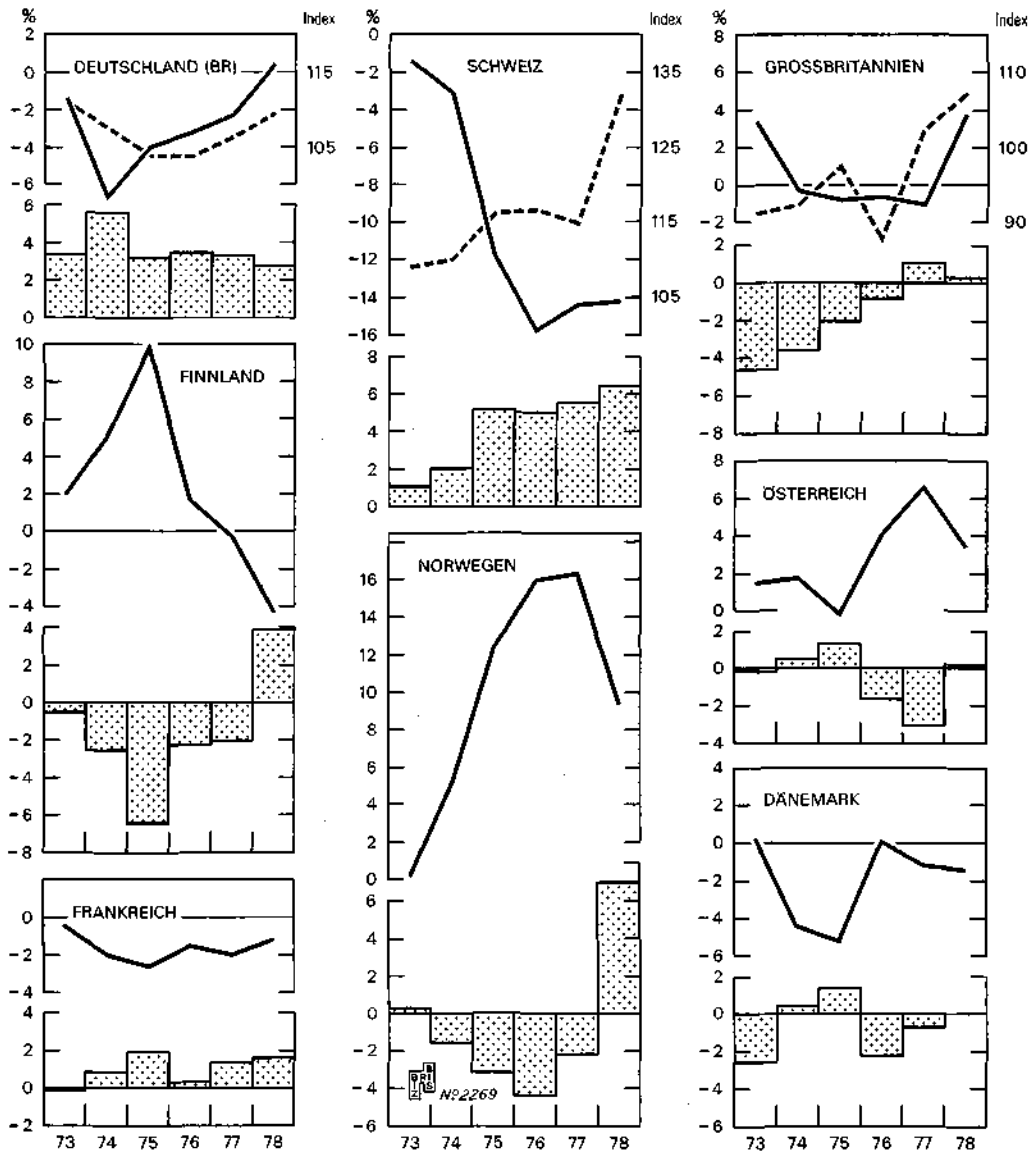
Offenkundig ist es nicht möglich, diese Fragen überhaupt genau zu beantworten, die nachstehenden Graphiken geben jedoch immerhin einen gewissen Aufschluß. Sie bieten im großen und ganzen einen Maßstab für die relative Dynamik der realen Inlandsnachfrage in den wichtigsten Industrieländern und stellen dieser die Entwicklung des realen Außenbeitrags — d. h. der Nettoexporte von Gütern und Dienstleistungen, bewertet zu konstanten Preisen — gegenüber. Zusätzlich wird für jene Länder, in denen größere Änderungen zu verzeichnen waren, ein Index des realen effektiven Wechselkurses angegeben — d. h. ein Maßstab dafür, wie sich die relativen Preise bereinigt um Wechselkursverschiebungen verändert haben.

Relative Nachfragedynamik und realer Außenbeitrag



Die Werte für den Indikator der relativen Inlandsnachfrage wurden wie folgt ermittelt: Zunächst wurde der exponentielle Trend der realen Nachfrage in den Jahren 1965-73 für jedes Land ermittelt und dann rein gedanklich auf den Zeitraum 1974-78 verlängert. Für diese zuletzt genannten Jahre wurde dann die prozentuale Abweichung der tatsächlichen Nachfrage von ihrem bisherigen Trend Jahr für Jahr für jedes Land berechnet und hieraus das ungewogene arithmetische Mittel aller Länder für jedes Jahr ermittelt. Dieser durchschnittliche Nachfragerückstand gegenüber dem Trend vorangegangener Jahre wurde dann in den oberen Abschnitten der Graphiken als Nulllinie zugrunde gelegt, und die Abweichung jedes Landes vom durchschnittlichen Ergebnis wurde als Nachfragelinie dargestellt.

Relative Nachfragedynamik und realer Außenbeitrag (Forts.)



¹ Zur Erklärung siehe Text Seite 20.

² In Prozent des Bruttosozialprodukts.

Die dargestellten Angaben über den realen Außenbeitrag umfassen den Nettoexport von Gütern und Dienstleistungen zu konstanten Preisen in Prozent des realen Bruttosozialprodukts. Sie bilden damit einen wesentlichen Bestandteil der Leistungsbilanzposition, die neben Wirkungen der Terms of trade auch Positionen außerhalb der Handelsbilanz wie Nettoübertragungen und Nettokapitalerträge erfaßt. Zur Veranschaulichung zeigt die Darstellung für die USA auch die gesamte Leistungsbilanzposition als Anteil des nominalen Bruttosozialprodukts und läßt damit den Umschwung in ein Leistungsbilanzdefizit in den Jahren 1977 und 1978 deutlich werden.

Aus den Graphiken wird ein recht bemerkenswerter inverser Zusammenhang zwischen Veränderungen der relativen Nachfragedynamik und der Entwicklung der realen Nettoexporte sichtbar. Bemerkenswert ist dieser Zusammenhang deshalb, weil vermutlich manche anderen Faktoren ebenfalls die außenwirtschaftliche Lage beeinflussen, so z.B. Veränderungen der Wechselkurse und der relativen Preise, trendmäßige Verschiebungen der nicht preislichen Wettbewerbsfähigkeit und die aus einer anderen Zusammensetzung der Handelsströme resultierenden Wirkungen. Die zuletzt genannten Faktoren werden natürlich aus den Berechnungen ausgeschlossen, wenn die relative Nachfragedynamik in einer so einfachen Weise wie hier gemessen wird. Allerdings lassen sich einige Einflüsse feststellen: So hat sich z.B. der reale Außenbeitrag Kanadas in den letzten zwei bis drei Jahren verbessert, obwohl sich die relative Inlandsnachfrage kaum verändert hat. Hierin schlägt sich offenbar die Tatsache nieder, daß Kanada, dessen Exporte größtenteils in die USA fließen, in besonderem Maße an dem Aufschwung in den USA partizipierte, wenn auch die Abwertung des kanadischen Dollars zweifellos ebenfalls von Bedeutung war. In ähnlicher Weise ist offenbar im vergangenen Jahr die Kräftigung des Aufschwungs in Deutschland einigen seiner wichtigsten europäischen Handelspartner, wie z.B. Italien, Frankreich und Belgien, besonders zugute gekommen.

Im Falle Norwegens und Großbritanniens ist zudem zu berücksichtigen, daß sich auf deren außenwirtschaftliche Lage in den dargestellten Jahren das Anlaufen der Erdölförderung aus der Nordsee zunehmend positiv auswirkte — eine Entwicklung, die mit Veränderungen der Nachfrage oder der relativen Preise kaum in Verbindung steht.

Was Änderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit — oder der realen effektiven Wechselkurse — betrifft, lassen die Graphiken jedenfalls bis 1978 keine wesentliche Veränderung erkennen; es dürfte deshalb nicht allzusehr überraschen, daß in dem dargestellten Zeitraum vor allem die relative Nachfragedynamik die Entwicklung des realen Außenbeitrags bestimmte. Allerdings beeinflussen Verschiebungen der relativen Preise die realen Aus- und Einfuhren erst mit einer oft langen zeitlichen Verzögerung. So erlebten die USA bekanntlich eine beträchtliche Abwertung in den zwei Jahren vor 1973, dem ersten hier dargestellten Jahr; die Verbesserung ihrer realen außenwirtschaftlichen Lage in den Jahren 1974 und 1975 geht deshalb zweifellos in gewissem Umfange auf die verzögerte Wirkung dieses Faktors zurück, daneben aber auch auf eine etwas stärkere Rezession als im Durchschnitt der Länder. Auch in Japan hat sich die relative preisliche Wettbewerbsfähigkeit 1974 und 1975 verbessert, was die aus der veränderten relativen Nachfragedynamik resultierenden Wirkungen noch verstärkte. Zu erklären ist dies vermutlich teilweise damit, daß die abrupte ölpreisbedingte Verschlechterung der Terms of trade Japan besonders hart traf. Die reale außenwirtschaftliche Position Japans wurde im vergangenen Jahr auch durch administrative Maßnahmen beeinflusst — insbesondere durch das Programm der „Dringlichkeitsimporte“, das gegen Jahresende in Kraft trat. Im Falle Großbritanniens erscheint die weitere Verschlechterung der relativen preislichen Wettbewerbsfähigkeit im vergangenen Jahr ebenfalls anormal, und zwar sowohl angesichts des die Nachfrage kräftig anheizenden Konsumbooms als auch der — hiermit zweifellos verbundenen — geringeren realen Nettoexporte. Die weitere Ausweitung der Rohölförderung aus der Nordsee erklärt

zumindest teilweise diese offenkundige Abweichung; die Aufwertung trug hier auch zu einer verringerten Inflation bei, wodurch freilich Schwierigkeiten am Arbeitsmarkt während des Winters mit entgegengesetzter Wirkung nicht vermieden werden konnten.

Es ist wohl nicht übertrieben, aus den Graphiken die Schlußfolgerung zu ziehen, daß trotz einer Vielzahl anderer Faktoren letzten Endes Veränderungen der relativen Nachfragedynamik (im Vergleich zum früheren Trend) den Umfang der realen Aus- und Einfuhren während der vergangenen sechs Jahre hauptsächlich beeinflussten — und dies trotz des Übergangs zu einem System flexibler Wechselkurse.

Ebenfalls trifft es zweifellos zu, daß sich in der Gesamtnachfrage letzten Endes grobenteils ein unterschiedliches Verhalten der jeweiligen Behörden gegenüber den Problemen der Inflation und der Arbeitslosigkeit niederschlägt, und zwar unabhängig davon, ob der Nettonachfrage des öffentlichen oder der des privaten Sektors die größere Bedeutung zufiel. So steuerte die Regierung der USA bewußt eine Expansion an, um rasch die Arbeitslosigkeit abzubauen, was wiederum als Nebenwirkung zweifellos anderen Ländern eine Verfolgung des gleichen Ziels erleichterte. Unmittelbar schlug sich die wirtschaftliche Expansion in den USA natürlich in einer erhöhten Importnachfrage nieder, jedoch erhoffte man sich auch, nachdem man hierdurch zu einer Beseitigung der von der Zahlungsbilanz ausgehenden Zwänge beigetragen hatte, daß dies andere Länder in die Lage versetzen würde, durch eine eigene expansive Politik eine zusätzliche Nachfrage zu entfalten. Der erste Weg war, wie die Graphiken veranschaulichen, offensichtlich wirksam, nicht hingegen der zweite. Statt andere Länder zu einer ebenso starken Expansion zu veranlassen, drückte sich der konjunkturelle Vorsprung der USA in einem größeren außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht zwischen den Industrieländern selbst aus, während sich gleichzeitig das zusammengefaßte Ungleichgewicht gegenüber der OPEC verringerte. Dies war nur die Kehrseite davon, daß andere Länder abweichende Auffassungen hinsichtlich der Möglichkeiten einer dauerhaften Verringerung der Arbeitslosigkeit vertraten. So betrachteten insbesondere Deutschland und die Schweiz die Beseitigung der Inflation als notwendige Vorbedingung zur Erzielung eines gesunden wirtschaftlichen Wachstums. Auch Japan vertrat zu einem gewissen Grade den gleichen Standpunkt. Freilich trug dort die starke Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit zugleich dem Bedürfnis Rechnung, das Wachstum der Industrieproduktion und ihrer schädlichsten Nebenwirkungen zu verringern sowie eine starke außenwirtschaftliche Position aufzubauen, um eine solidere Grundlage für die extreme Abhängigkeit von anderen Ländern bei lebenswichtigen Rohstoffen zu schaffen.

Stark vereinfachend kann man feststellen, daß die USA und zahlreiche andere Länder angesichts der teilweise durch die Ölkrise ausgelösten und von starken Preissteigerungen begleiteten Rezession versuchten, mit Hilfe einer herkömmlichen expansiven Politik auf ein höheres Beschäftigungsniveau zurückzukehren. Andere, insbesondere europäische Länder wählten den vorsichtigeren Kurs, zunächst wieder annähernd Preisstabilität zu erreichen. Offensichtlich handelt es sich hierbei nicht nur um eine unterschiedliche Bewertung der beiden — jedes für sich genommen erwünschten — wirtschaftspolitischen Ziele, sondern zugleich auch um abweichende analytische Standpunkte. Was aber die hier präsentierten Angaben eindeutig demonstrieren, ist, daß die Verfolgung unterschiedlicher nachfragepolitischer Strategien

bei dem gegenwärtigen Grad der wechselseitigen Abhängigkeit in der Weltwirtschaft beträchtliche außenwirtschaftliche Ungleichgewichte entstehen läßt. Zumindest gegenwärtig bleibt deshalb die Frage zu beantworten, wie diese Ungleichgewichte abzubauen sind — durch Anpassungen der Wechselkurse oder eine in stärkerem Maße gleichgerichtete Nachfragesteuerung.

Es mag sein, daß sich die Wechselkurse zu Beginn des Aufschwungs (und der gleichzeitig entstehenden hohen Leistungsbilanzdefizite) in den USA einfach deshalb nur wenig änderten, weil die auseinanderlaufende konjunkturelle Entwicklung als eine zyklische, kurzfristige und umkehrbare Erscheinung angesehen wurde. Im Herbst vergangenen Jahres gab es allerdings Anzeichen dafür, daß auch die Abweichungen der Inflationsraten wieder zunehmen würden (was im nachfolgenden Kapitel noch ausführlicher erörtert wird). Obwohl die Inlandsnachfrage in Deutschland damals erstmals wieder eine überdurchschnittliche Entwicklung verzeichnete (vgl. hierzu die Graphik auf S. 21), lösten die fortbestehenden Unterschiede der übrigen Länder wie auch die Inflationsfurcht (neben weiteren in Kapitel III erörterten Faktoren) starke Verschiebungen der realen effektiven Wechselkurse aus.

Es gab jedoch Anzeichen dafür, daß diese Kursverschiebungen möglicherweise die reale Inlandsnachfrage und insbesondere die Investitionen der Unternehmen in unerwünschter Weise beeinflussen würden, neben ihren wohlbekannten atypischen, allerdings vorübergehenden Wirkungen auf die nominalen Außenhandelsalden über den J-Kurven-Mechanismus. Derartige Befürchtungen wurden vor allem in Japan und Deutschland laut, jedoch bildete, wie die Graphik auf S. 21 zeigt, auch Großbritannien möglicherweise ein, wenn auch anders gelagertes, Beispiel. Ein relativ hoher Außenwert schlägt sich im allgemeinen in niedrigeren Einfuhrpreisen nieder, und hierdurch wächst — wie bereits weiter oben erwähnt — die Kaufkraft der Verbraucher. In Großbritannien bezog die starke Verbrauchsnachfrage im vergangenen Jahr zweifellos zumindest einen Teil ihrer Dynamik aus diesem hohen Außenwert. Da sich indessen die Nachfrage ohnehin beschleunigte, die realen Nettoausfuhren aber zurückgingen, gab die sich immer stärker vermindernde Wettbewerbsfähigkeit des industriellen Sektors Anlaß zu wachsender Besorgnis.

Insbesondere in Japan und in der Schweiz stellte sich das Problem eher umgekehrt. Die realen Nettoausfuhren waren hier eine Zeitlang recht kräftig gewesen, als die Inlandsnachfrage noch schwach war; in diesem Sinne waren deshalb die starken Aufwertungen gerechtfertigt. Was man hingegen fürchtete, war, daß die Kursänderungen zwar die realen Außenhandelsströme in „richtiger“ Weise beeinflussen würden, gleichzeitig jedoch die Inlandsnachfrage noch weiter verringern könnten. Letzten Endes ging der gestiegene Außenwert nicht spürbar zu Lasten der Gewinnmargen und schlug sich sogar in einer erhöhten realen Kaufkraft der Konsumenten nieder. Aber da der Anpassungsprozess noch nicht abgeschlossen ist, ist es immer noch möglich, daß sich die Ausfuhren in den kommenden Monaten weiter abschwächen. Ob sich hieraus ein Zwang zu weiteren expansiven Maßnahmen ergibt — und sei es auch nur zur Unterstützung des Anpassungsprozesses —, wird von der Stärke des gegenwärtigen Aufschwungs der Inlandsnachfrage abhängen. Berrächtliche finanzpolitische Impulse wirken sich gegenwärtig bereits in Japan und Deutschland aufgrund der im vergangenen Jahr getroffenen nachfragepolitischen Maßnahmen aus. Wie aber auch immer die Risiken eines erneuten Abschwungs ein-

zuschätzen sind, so dürften doch manche nationalen Behörden kaum ihre Besorgnis über ein Wiederaufflammen der Inflation und ihre bereits hohen Haushaltsdefizite aufgeben. Insofern sind die Probleme der Nachfragesteuerung und unterschiedlicher nationaler Auffassungen ihnen gegenüber keineswegs verschwunden.

Das Dilemma der Nachfragesteuerung

Obwohl die einzelnen Länder unterschiedlich auf die Lage nach der Ölkrise reagierten — mit den gerade diskutierten Folgen für das außenwirtschaftliche Gleichgewicht —, stellten diese abweichenden Reaktionen in praktisch allen Fällen eine Antwort auf das gleiche Grundproblem dar. Dieses bestand in dem zeitlichen Zusammentreffen einer hohen Inflation mit einer hohen Arbeitslosigkeit oder — technischer ausgedrückt — in einer Verschlechterung oder sogar Auflösung des wirtschaftspolitischen „trade-off“ zwischen Preissteigerungen und einer Unterauslastung der Ressourcen. Kurzfristig gesehen konnten nachfragepolitische Strategien für sich genommen nur auf eines dieser Probleme zu einem gegebenen Zeitpunkt gerichtet sein, und man war wie bereits erwähnt unterschiedlicher Auffassung, welchem Ziel der Vorrang eingeräumt werden sollte. Die Ergebnisse fielen etwa so aus, wie man es hätte erwarten können: In den USA stieg die nominale Nachfrage sehr stark, die Arbeitslosigkeit ging zurück und die Inflation beschleunigte sich, während in den übrigen Ländern die Entwicklungsrichtung eher umgekehrt war. Im nächsten Kapitel wird erörtert, inwieweit diese Strategien zu auseinanderlaufenden Preisentwicklungen beitrugen. Allerdings sollte schon hier darauf hingewiesen werden, daß nicht nur eine unterschiedliche Nachfragedynamik, sondern auch Änderungen der Wechselkurse einen wichtigen Wirkungsweg darstellten. So blieb selbst in jenen Ländern, in denen die Unterauslastung weiterhin hoch war und ein steigender Außenwert zu einer niedrigeren Inflation beitrug, die inländische Komponente des Preisauftriebs in einigen Fällen hartnäckig und beunruhigend hoch. Während des Winters, als die Preise für Rohstoffe und insbesondere Erdöl erstmals wieder stark anzogen, stellte sogar dort, wo (infolge einer Aufwertung) eine besonders günstige Entwicklung der Importkosten zu verzeichnen war, die importierte Kosteninflation die Stabilisierungsbemühungen bereits wieder in Frage. Unter diesen Umständen sind sich die Regierungen wahrscheinlich besonders der Gefahr bewußt, den bereits bekannten Kostensteigerungen ein zusätzliches Element der Nachfrageinflation hinzuzufügen — dies insbesondere deshalb, weil in den meisten Fällen die Haushaltsdefizite weiterhin recht hoch sind und möglicherweise sogar noch weiter anschwellen.

Auf den ersten Blick erscheinen die in der nachstehenden Tabelle angegebenen Zahlen für einen Maßstab der haushaltmäßigen Deckungslücke — das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte — widersprüchlich. Die Länder, die einen „vorsichtigen“ antiinflationistischen Kurs verfolgt haben, verzeichnen nämlich weiterhin hohe und sogar noch wachsende öffentliche Defizite, die denen mancher anderer Länder entsprechen, während sich andererseits die Deckungslücke der öffentlichen Haushalte in den USA deutlich verringert hat. Die Defizite in Deutschland und Japan (und möglicherweise auch in anderen Ländern) dürften zudem in diesem Jahr erneut zunehmen, da nunmehr die im vergangenen Jahr beschlossenen Maßnahmen in vollem Umfange wirksam werden.

Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte 1966-78

	1966-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978
	in Prozent des Brutto sozialprodukts/Brutto inlandsprodukts						
USA	- 0,3	- 0,5	- 0,2	- 4,2	- 2,0	- 1,0	- 0,1
Japan	- 2,7	- 2,1	- 3,8	- 2,7	- 3,7	- 4,8	- 6,1
Deutschland (BR) . . .	- 0,3	0,2	- 1,3	- 5,7	- 3,6	- 2,6	- 2,7
Frankreich	0,0	0,9	0,6	- 2,2	- 0,4	- 1,3	- 2,1
Großbritannien	0,1	- 0,2	- 4,0	- 4,8	- 5,0	- 3,2	- 4,2
Italien	- 3,0	- 5,5	- 5,9	- 11,7	- 9,1	- 8,1	- 10,6
Kanada	1,0	0,5	1,9	- 2,4	- 1,8	- 2,6	- 3,5
Belgien	- 1,5	- 2,2	- 4,0	- 5,8	- 6,6	- 7,0	- 7,2
Niederlande	- 0,9	0,0	- 0,1	- 3,2	- 2,8	- 2,1	- 2,3
Schweden	3,9	4,6	1,9	2,6	3,5	0,1	- 1,6
Dänemark	1,3	3,9	4,5	- 2,3	- 0,4	- 0,4	- 0,2
Norwegen	3,5	3,1	4,7	2,8	0,9	- 0,9	- 1,3

Quelle: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der OECD und eigene Schätzungen. Vgl. Fußnote 1 zur Tabelle auf S. 18.

Die Lösung dieses offensichtlichen Rätsels liegt natürlich im Verhalten der übrigen Wirtschaftssektoren, das zu diesem Zweck am besten durch ihre entsprechenden Finanzierungssalden wiedergegeben wird, d. h. durch ihre Nettoausgabenüberschüsse (Kreditaufnahme) oder Nettoersparnisse (vgl. nachstehende Tabelle). Für jedes Land müssen die Salden der vier dargestellten Sektoren zusammengekommen Null ergeben, sofern man die mit statistischen Abweichungen und einer unvollständigen Erfassung zusammenhängenden Fragen außer acht läßt; denn jedem Kreditnehmer muß ein Kreditgeber gegenüberstehen.

Die Tabelle läßt für die USA ganz deutlich eine Belebung der Nettoausgaben sowohl des Sektors der privaten Haushalte als auch der Unternehmen erkennen, was eine Rückführung des Defizits der öffentlichen Haushalte ermöglichte; diese Entwicklung erfolgte zweifellos weitgehend automatisch, da sich die Steuereinnahmen mit zunehmender Wirtschaftstätigkeit und sinkender Arbeitslosigkeit erhöhten. Tatsächlich war der Aufschwung so kräftig, daß die Nachfrage, wie bereits festgestellt, in ein Defizit der Leistungsbilanz (d. h. einen Überschuß für die übrigen Staaten) umschlug. Das einzige bemerkenswerte Kennzeichen dieses sonst klassischen Aufschwungs, der vor allem durch die Ausgaben für Wohnbauten und den privaten Verbrauch angeführt wurde, ist der besonders starke Beitrag der privaten Haushalte. Demgegenüber war die Kräftigung der Investitionen seitens der Unternehmen im Vergleich zu deren Ersparnissen eher gering. Es sollte auch hinzugefügt werden, daß die Ausgaben der privaten Haushalte während der vergangenen zwei Jahre durch die erneute Verstärkung der Inflationserwartungen zusätzlich angeregt worden sind.

In den meisten anderen Ländern haben sich dagegen die Nettoausgaben des privaten Sektors trotz offenbar großer staatlicher Anreize nicht in gleichem Maße entfaltet. Dies ließ natürlich Zweifel an der Wirksamkeit der Finanzpolitik und sogar die Befürchtung aufkommen, der private Sektor werde — trotz einer erheblichen Unterauslastung der Ressourcen — irgendwie „verdrängt“. Nach einer anderen Auf-

Finanzierungssalden der Sektoren

	Sektoren	1973	1974	1975	1976	1977	1978
		in Prozent des Bruttosozialprodukts					
USA	Öffentliche Haushalte	- 0,4	- 1,1	- 5,2	- 3,0	- 2,0	- 1,2
	Private Haushalte	4,0	4,2	5,0	3,1	2,0	1,9
	Unternehmen	- 4,4	- 4,3	- 0,5	- 0,7	- 1,8	- 2,5
	Ausland	0,0	0,2	- 0,8	0,1	1,1	1,2
Japan	Öffentliche Haushalte	- 2,9	- 3,7	- 7,3	- 7,4	- 7,2	- 8,9
	Private Haushalte	8,8	10,3	10,5	11,4	10,4	10,9
	Unternehmen	- 7,6	- 8,5	- 4,1	- 3,9	- 2,6	- 1,0
	Ausland	0,0	1,0	0,1	- 0,6	- 1,5	- 1,7
Deutschland (BR)	Öffentliche Haushalte	1,2	- 1,4	- 5,8	- 3,6	- 2,6	- 2,7
	Private Haushalte	3,4	6,0	7,1	5,3	4,2	3,2
	Unternehmen	- 3,8	- 2,9	- 1,1	- 1,6	- 1,7	- 1,7
	Ausland	- 1,2	- 2,6	- 1,0	- 0,8	- 0,7	- 1,2
Großbritannien	Öffentliche Haushalte	- 4,2	- 6,7	- 8,5	- 7,6	- 4,5	- 5,2
	Private Haushalte	4,4	7,2	7,8	7,3	6,5	6,9
	Unternehmen	- 2,9	- 7,1	- 1,9	- 1,9	- 2,4	- 2,5
	Ausland	1,7	5,0	2,0	1,0	- 0,2	- 0,2
Frankreich . . .	Öffentliche Haushalte	0,9	0,6	- 2,2	- 0,4	- 1,2	- 2,3
	Private Haushalte	3,5	3,7	5,7	3,5	4,5	6,7
	Unternehmen	- 5,1	- 6,9	- 3,6	- 5,1	- 4,8	- 4,1
	Ausland	0,2	2,4	0,2	2,0	1,2	0,9
Italien	Öffentliche Haushalte	- 10,2	- 9,6	- 12,4	- 9,2	- 8,9	- 10,9
	Private Haushalte	15,5	13,2	16,1	13,8	15,3	17,9
	Unternehmen	- 7,4	- 9,6	- 7,2	- 6,9	- 5,1	- 4,1
	Ausland	1,8	5,1	0,3	1,5	- 1,1	- 2,4
Kanada	Öffentliche Haushalte	1,0	1,6	- 3,0	- 2,1	- 2,7	- 3,6
	Private Haushalte	4,8	5,3	5,6	4,6	5,3	5,6
	Unternehmen	- 5,4	- 7,1	- 5,5	- 5,2	- 4,5	- 4,7
	Ausland	- 0,8	1,0	2,9	2,0	2,0	2,3

fassung stellen die großen Defizite einfach das Gegenstück zu einem ungewöhnlichen Vorsichtsverhalten des privaten Sektors unter den Bedingungen einer zwar fort-dauernden, aber sich verringernden Inflation dar. So entspringt diese Vorsicht der privaten Haushalte (anders als in den USA) einer Furcht vor den Auswirkungen der Inflation auf den Realwert der Geldvermögen und ist im Falle der Unter-nehmen auf niedrige Gewinnmargen sowie eine schwache laufende wie auch erwartete Umsatzentwicklung zurückzuführen. In Deutschland zahlte sich allerdings die Strategie einer Rückkehr zur Preisstabilität im vergangenen Jahr erstmals aus; die Anlageinvestitionen zogen im Kielwasser einer sich bessernden Ertragslage der Unter-nehmen beträchtlich an, und das Ausgabeverhalten der privaten Haushalte nor-malisierte sich. Dagegen liefen in Großbritannien die Löhne im ersten Halbjahr den Preisen davon, und die Unternehmen sahen sich gezwungen, stärker auf Kredite zurückzugreifen. Der Sektor der privaten Haushalte, der von dieser Verschiebung großenteils profitierte, gab offenbar den hiermit einhergehenden Realeinkommens-zuwachs völlig aus.

In vielen Ländern außerhalb der USA stellt sich gegenwärtig die entscheidende Frage, ob der seit dem vergangenen Winter sichtbare Aufschwung sich als selbst-tragend erweisen wird. Bevor wir uns jedoch den jüngsten Statistiken für das laufende Jahr zuwenden, verdient noch eine andere Entwicklung der letzten Jahre Beach-tung, nämlich die Produktivitätsentwicklung.

Der Rückgang des Produktivitätswachstums

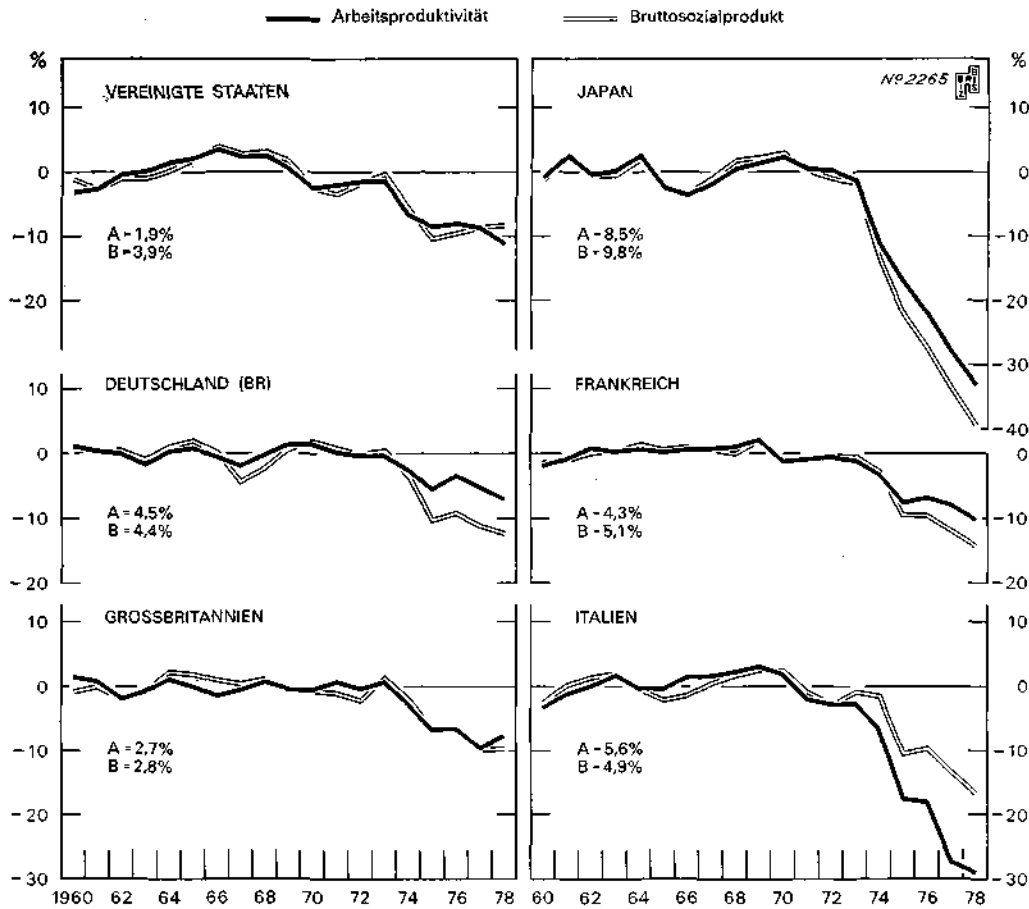
Eines der bemerkenswertesten und zugleich verblüffenden Kennzeichen der wirtschaftlichen Entwicklung in den vergangenen Jahren war das schlechte Abschneiden der Produktivität. Anscheinend hat sich diese enttäuschende Entwicklung auch 1978 fortgesetzt. Die Produktivität ging bekanntlich 1974 und 1975 mit Beginn der scharfen Rezession stark zurück (vgl. Graphik); obwohl sie 1976 in der Anfangsphase des Aufschwungs wieder etwas höher ausfiel, wurde diese Kräftigung seitdem wieder von einer schwächeren Entwicklung abgelöst. Auch das Produktionswachstum fiel im Vergleich zu früheren Trends schwach aus; es entstand damit der Eindruck, der Produktivitätsrückstand sei großenteils — wenn nicht gänzlich — allein auf diesen Faktor zurückzuführen, solange nämlich alle Länder noch unter der ungewöhnlich scharfen Rezession litten.

Die Entwicklung in den USA deutet jedoch gegenwärtig darauf hin, daß andere Faktoren den Ausschlag gaben; denn der Beschäftigungszuwachs fiel dort wirklich bemerkenswert aus: Gegen Ende vergangenen Jahres waren etwa 10 Mio. (oder 12%) mehr Personen beschäftigt als 1973, auf dem Höhepunkt des vorangegangenen Zyklus. Wenn auch die (in Kapitel III) erörterte Entwicklung des Arbeitskräftepotentials verhinderte, daß sich dieser Erfolg in einer im Vergleich zu früheren Jahren niedrigen Arbeitslosenquote niederschlug, besteht doch kaum ein Zweifel daran, daß sich die USA gegenwärtig praktisch in einer (konjunkturellen) Vollbeschäftigung befinden. Seit 1973 stieg aber auch die Produktion nur um 12%, was bedeutet, daß 1978 die Produktivität kaum höher lag als 1973. Da sich die Wirtschaft gegenwärtig auf einem konjunkturellen Höhepunkt befindet, folgt hieraus zwangsläufig, daß dieses Zurückbleiben gegenüber früheren Trends (1978 bereits etwa 10%) nichtkonjunkturellen Faktoren zuzuschreiben ist. Und noch etwas ist rätselhaft: Der starke Beschäftigungszuwachs bestätigte nicht die nach der Ölpreisexplosion geäußerten Befürchtungen, daß die erhebliche Veränderung des relativen Preises für Energie — bei gleichzeitig geringem Wachstum der Investitionen (und damit der Kapazitäten) — den Kapitalstock effektiv vermindern und damit auch die Beschäftigungsmöglichkeiten zumindest kurz- oder mittelfristig gesehen einengen würde.

In den anderen Ländern gibt es zweifellos noch einen konjunkturellen Bestandteil des Produktivitätsausfalls. Mancherorts, so in Frankreich und in Großbritannien, wird diese Wirkung noch bewußt durch Arbeitsplätze subventionierende Programme verstärkt, wenn sie auch in dem zuletzt genannten Falle hinsichtlich der Produktivität zu einem gewissen Grade durch die steigende Rohölförderung aus der Nordsee kompensiert wird. Auch in Japan wird bewußt versucht, einen zunehmenden Anteil der Ressourcen in Ausgaben für die soziale Infrastruktur und den Umweltschutz zu lenken. In manchen Ländern hat sich die Wanderung von Arbeitskräften aus der Landwirtschaft in produktivere Beschäftigungssparten inzwischen verlangsamt oder hat bereits aufgehört. Allerdings gilt dies vermutlich nicht für Beschäftigungsverlagerungen in den Dienstleistungssektor (der herkömmlicherweise nur einen geringen Produktivitätsfortschritt verzeichnet), wenn auch nicht feststeht, ob sich das Tempo dieser Entwicklung seit 1973 tatsächlich beschleunigt hat.

Dennoch bieten die Erfahrungen in den USA möglicherweise Anhaltspunkte für einige andere Faktoren, die vielleicht von allgemeinerer Bedeutung sind. So konzentriert sich beispielsweise der Produktivitätsrückstand in den USA anscheinend

Wachstum der Arbeitsproduktivität und des Bruttosozialprodukts*:
Abweichungen vom Trend der Jahre 1960–73

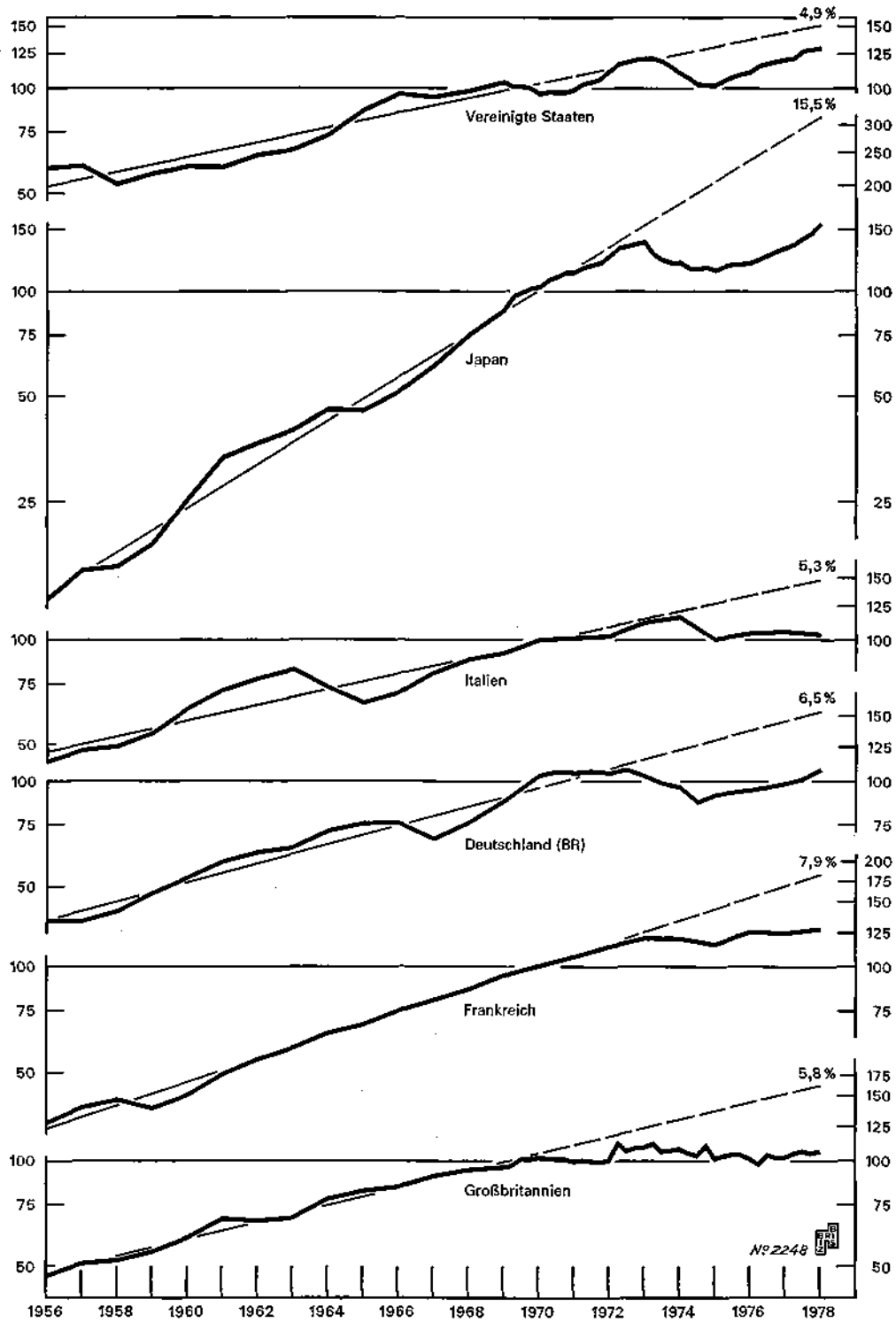


* Die Zahlen in der Graphik entsprechen den Wachstumsraten im Zeitraum 1960-73 (A) der gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivität (d.h. Bruttosozialprodukt dividiert durch Gesamtbeschäftigung) und (B) des Bruttosozialprodukts.

stärker auf den Bergbau und das Baugewerbe sowie die öffentlichen Versorgungsunternehmen als etwa auf das verarbeitende Gewerbe. Aber gerade in solchen Wirtschaftszweigen dürfte man wohl die schärfsten Auswirkungen zunehmender staatlicher Eingriffe auf den Gebieten der Sicherheitsbestimmungen und des Umweltschutzes wie auch Folgen höherer Energiepreise erwarten. Derartige Faktoren dürften auch aller Voraussicht nach eher nur einmalig die statistisch erfaßte Produktivität senken als deren trendmäßige Wachstumsrate beeinträchtigen.

Niedrige Zuwachsraten der industriellen Investitionen im Vergleich zu früheren Erfahrungen bildeten ebenfalls in den meisten Ländern ein Kennzeichen der vergangenen fünf oder mehr Jahre (vgl. Graphik auf S. 30), insbesondere wenn man bedenkt, daß ein wachsender Anteil auf den Umweltschutz usw. entfällt. Wie wir bereits festgestellt haben, deuten die Erfahrungen in den USA merkwürdigerweise darauf hin, daß diese Abschwächung dort das „Beschäftigungspotential“ nicht beeinflusst hat. Wenn überhaupt, so müssen die Investitionen eher „arbeitschaffend“ als „arbeitsparend“ gewesen sein. Bei dem relativ hohen Anteil der Arbeitskosten

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



* Einschließlich öffentlicher Investitionen. Den Trendgeraden liegen die Jahre 1955-73 zugrunde.

an der gesamten Wertschöpfung hätte man jedoch das genaue Gegenteil erwarten können, nämlich eine stärkere Einsparung von Arbeitskräften und einen entsprechenden Rückgang der Beschäftigungsmöglichkeiten, insbesondere auch, weil der Umfang der Investitionen selbst relativ gering war. Zumindest in den USA gibt das bisherige Verhalten der Investitionen bei gleichzeitig hohen Lohnkosten gewissermaßen Rätsel auf und bietet anscheinend auch keine Erklärung für das in den vergangenen Jahren niedrige Produktivitätswachstum.

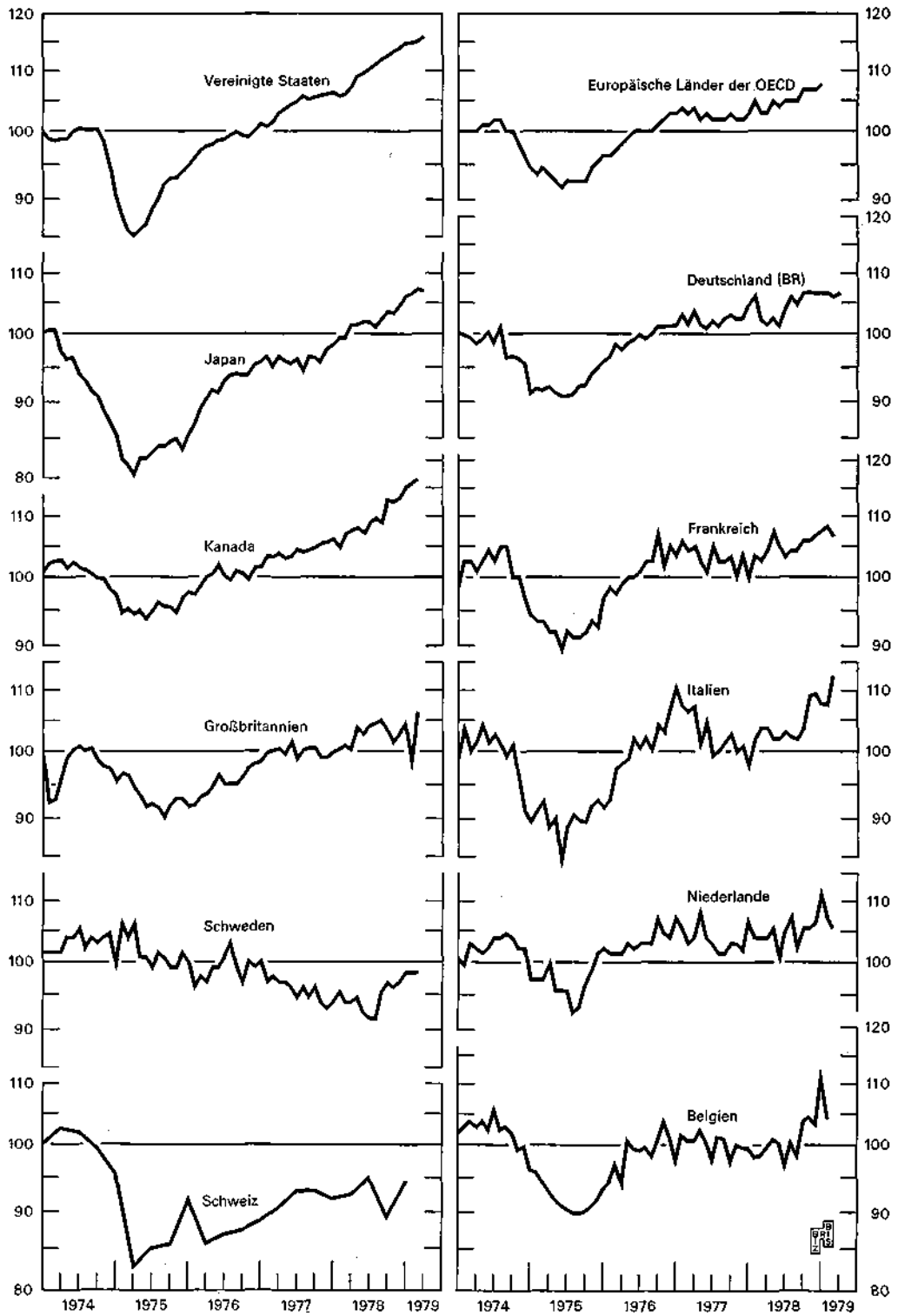
Insgesamt drängt sich die Schlußfolgerung auf, daß trotz der außerhalb der USA zweifellos noch wirksamen konjunkturellen Einflüsse auch eine gewisse langfristige Abschwächung der Produktivität gegenüber früheren Trends zu verzeichnen war. Soweit sich hierin ein höherer Stand der Sicherheit und des Umweltschutzes niederschlägt, ist natürlich das, was man als „reale Wohlfahrt“ bezeichnen könnte, nicht im gleichen Umfange wie das potentielle Bruttosozialprodukt beeinträchtigt worden. Allerdings verschärfen diese Entwicklungen möglicherweise die Inflation, indem sie die Lohnstückkosten stärker als sonst ansteigen lassen. Wenn überdies die Regierungen ihre Nachfragepolitik vor dem Hintergrund früherer Wachstumsraten des Produktionspotentials festlegen, entsteht das Risiko eines zu expansiven Kurses und einer Nachfrageinflation. So war z.B. die Regierung der USA, die zu Beginn des vergangenen Jahres, als die anhaltend starke Verfassung des Arbeitsmarkts sichtbar wurde, den Haushaltsplan weniger expansiv ausgerichtet hatte, überrascht von der Stärke des folgenden weiteren Anstiegs der Beschäftigung. In anderen Ländern kann allerdings kaum ein Zweifel darüber bestehen, daß die Wirtschaft immer noch mit einer freilich unterschiedlichen Unterauslastung arbeitete, die Produktionsentwicklung also 1978 weiterhin stark durch gesamtnachfragewirksame Faktoren beeinflußt wurde.

Die Wirtschaftslage zu Beginn des Jahres 1979

Gegen Ende des vergangenen Jahres gab es Anzeichen für einen erneuten Aufschwung in Europa — einen Aufschwung, der sich sehr rasch auf den Rohstoffmärkten niederschlug, wo insbesondere die Preise für Metalle, ebenso wie der Ölpreis, stark anzogen. Die Hauptfrage ist natürlich, in welchem Umfang sich diese Verbesserung und damit auch der Trend zu einem mehr gleichgerichteten Verhalten und sogar einer höheren durchschnittlichen Beschäftigung fortsetzen werden.

Leider kann man aufgrund der üblichen Verzögerungen in den statistischen Daten und der durch eine schlechte Witterung sowie Streiks während des Winters verursachten Störungen noch keine eindeutigen Schlußfolgerungen aus den bisher verfügbaren Angaben ziehen. Die in der Graphik dargestellten Veränderungen der Industrieproduktion sind vielfach recht beachtlich, wenn sie auch erst den Februar oder März als letzten Monat erfassen. Ein besonders kräftiges Wachstum ist in manchen kleineren europäischen Ländern und in Italien sowie in Kanada festzustellen. In Deutschland werden die Zahlen durch die schlechte Witterung im vergangenen Winter beeinträchtigt, obwohl Anfang 1979 die Arbeitslosigkeit weiterhin zurückging und, wie die nachstehende Tabelle zeigt, die realen Einzelhandelsumsätze einen deutlichen Zuwachs verzeichneten. Es gab auch Anzeichen einer Überhitzung in der Bauwirtschaft, und dies gilt auch für die Schweiz, obwohl dort die Arbeitslosigkeit ein wenig gestiegen ist. Auch in Frankreich hat die Arbeitslosigkeit trotz eines

Industrieproduktion
Viertes Quartal 1973 = 100 (saisonbereinigt, halblogarithmischer Maßstab)



bescheidenen Produktionswachstums und hoher Einzelhandelsumsätze etwas zugenommen. Nach einer sehr kräftigen Entwicklung der Verbrauchsnachfrage im vergangenen Jahr schwächt sich das Wachstum in Großbritannien als Folge des im letzten Winter aufgetretenen Inflationsdrucks möglicherweise ab; in Japan gibt es Anzeichen dafür, daß die Aufwertung über die Entwicklung der realen Aus- und Einfuhren stark kontraktiv wirkt.

Index der realen Einzelhandelsumsätze¹

	1976	1977	1978				1979 jüngster verfügbarer Monat	
			Insgesamt	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal		4. Quartal
Indizes, 1975 = 100								
USA	105,0	110,1	114,1	111,3	113,3	114,5	117,3	115,5 ²
Kanada	103,5	103,3	105,9	105,0	105,6	107,1	105,9	109,6 ²
Deutschland (BR)	102,8	106,8	110,3	109,9	109,9	111,1	109,9	113,2 ⁴
Japan	96,9	98,1	103,8	99,3	103,8	107,6	105,9	106,9 ⁴
Frankreich	102,7	102,8	104,8	103,9	104,5	105,8	104,5	110,5 ²
Großbritannien	99,8	97,1	102,3	99,7	101,1	103,8	104,7	103,7 ²
Italien	103,9	105,0	108,1	96,9	105,5	100,5	128,2	.
Niederlande	102,0	105,4	107,9	110,0	107,6	108,6	107,7	108,1 ⁴
Belgien	103	107	109	109	109	110	111	.
Schweden	103,4	101,8	98,7	99,0	98,4	98,5	99,0	100,0 ²
Dänemark	105	105	104	103	102	105	105	104 ²
Schweiz	98,0	100,3	96,5	98,2	98,5	94,7	95,7	97,6 ²

¹ Saisonbereinigt mit Ausnahme Italiens. ² März. ³ Februar. ⁴ Januar.

Dagegen blieb die Wirtschaftstätigkeit in den USA auf einem hohen Niveau, insbesondere wenn man bedenkt, daß die Produktion zu Beginn dieses Jahres durch die Witterung beeinflusst wurde und daß im vierten Quartal bereits eine Wachstumsrate der gesamten Produktion in Höhe von 6,9% p.a. zu verzeichnen war. Die Ausgaben der privaten Haushalte sowohl für den Verbrauch als auch für Immobilien waren bei sich gleichzeitig beschleunigender Inflation weiterhin recht kräftig. Darüber hinaus dürfte die Abwertung des Dollars einen expansiven Anpassungsprozeß bei den realen Aus- und Einfuhren in Gang gesetzt haben.

Insgesamt trifft es sicher zu, daß im allgemeinen ein deutlicher Aufschwung der Inlandsnachfrage in Europa eingesetzt hat, die Anzeichen hierfür jedoch in Japan und in der Schweiz weniger stark ausgeprägt sind. Allerdings vollzogen sich diese Entwicklungen vor dem Hintergrund einer unerwartet kräftigen Konjunktur in den USA. Eine wirtschaftspolitische Frage besteht darin, ob eine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den USA den sich in anderen Ländern erst entfaltenden Aufschwung vorzeitig abwürgen könnte. Zumindest historisch gesehen sind zeitlich auseinanderfallende konjunkturelle Entwicklungen nicht ungewöhnlich. Gleichzeitig scheint sich allerdings die Inflation schon wieder zu verschärfen, noch bevor außerhalb der USA irgendein nennenswerter Einbruch in die bestehende Arbeitslosigkeit erzielt worden ist; dies unterstreicht die Tatsache, daß wir immer noch mit dem Grundproblem einer Politik der Nachfragesteuerung konfrontiert sind.

Schlußfolgerungen

Im laufenden Jahr wird sich das Dilemma der Finanzpolitik sicher nicht abschwächen, sondern möglicherweise aufgrund der außenwirtschaftlichen Entwicklungen noch verschärfen. Der Anstieg der Preise für Öl und sonstige Rohstoffe wird trotz seines noch ungewissen Umfangs die Kosteninflation zweifellos verschärfen und insoweit, als der Überschuß der OPEC wieder steigt, die Nachfrage in den Öleinfuhrländern kontraktiv beeinflussen. Außerdem werden in den Ländern außerhalb der USA die aus den Wechselkursverschiebungen des vergangenen Jahres resultierenden außenwirtschaftlichen Anpassungen — und möglicherweise auch ein langsames Wachstum in den USA — eine gewisse restriktive Wirkung auf die Gesamtnachfrage ausüben.

Hierauf könnte man erwidern, daß die Nachfrage des Privatsektors, und zwar nicht zuletzt für Investitionen, im Steigen begriffen ist und möglicherweise hinreichend kompensierend wirken dürfte. Sollte diese Entwicklung jedoch ins Wanken geraten, so können die Haushaltsdefizite nicht — wie dies in den USA möglich war — aufgrund einer steigenden Wirtschaftstätigkeit rasch zurückgeführt werden. Abgesehen davon, daß eine höhere weltwirtschaftliche Industrienachfrage voraussichtlich die internationalen Rohstoff- und vielleicht auch Ölpreise weiter ansteigen lassen dürfte, sehen sich manche Länder auch hinsichtlich ihres inländischen Lohnkostenauftriebs in einer heiklen Lage und würden deshalb zögern, weitere expansive Maßnahmen zu ergreifen. Am bezeichnendsten hierfür war bekanntlich das Scheitern der Einkommenspolitik in Großbritannien im vergangenen Winter, jedoch liegt ein stärkerer Lohnkostendruck auch in den zahlreichen Ländern, in denen sich dieser im vergangenen Jahr abschwächte, inzwischen in Sichtweite. Wenn sich auch nur wenige Länder angesichts der im Durchschnitt hohen Arbeitslosigkeit über eine erneute Überhitzung der Nachfrage zu beunruhigen beginnen, so werden doch möglicherweise die Lohnverhandlungen (wenn auch aus etwas irrationalen Motiven) von der Höhe des Haushaltsdefizits beeinflußt. Insoweit nämlich die Tarifpartner das Haushaltsdefizit selbst in Zeiten hoher Arbeitslosigkeit als Indikator der zukünftigen Inflation betrachten, können sich wachsende Defizite ungünstig auf die Preisentwicklung auswirken. Außerdem entsteht insofern, als eine wachsende Inflation den Privatsektor wieder zu einem vorsichtigen Verhalten veranlaßt, ein gewisses Risiko, daß sich jeder weitere gezielte finanzpolitische Anreiz schlechthin als unwirksam erweist.

Ein noch wesentlich größerer Einfluß auf die gegenwärtige Finanzpolitik geht jedoch von der bereits wieder zu beobachtenden Beschleunigung des Preisauftriebs aus. In einer Situation, in der die Arbeitslosigkeit nahezu überall noch ein Problem ist, verschärft gerade die erneut aufflackernde Inflation bei einem gleichzeitig wieder entstehenden Überschuß der OPEC gegenwärtig das bereits bestehende Dilemma der Nachfragesteuerung. Es ist nicht nötig, daß die Regierungen die beiden „Übel“ Arbeitslosigkeit und Inflation nunmehr anders als früher bewerten; schon eine sich erneut beschleunigende Inflation sorgt fast zwangsläufig dafür, daß sich die Stoßrichtung der Politik in stärkerem Maße auf die Inflationsbekämpfung verlagert. Nicht zuletzt deshalb werden die inflationären Entwicklungen im folgenden Kapitel sehr detailliert untersucht.

III. INFLATION UND ARBEITSLOSIGKEIT

Eine Grundtendenz der letzten zwei Jahre war die stark auseinanderlaufende Entwicklung der Inflationsraten in den USA einerseits und den meisten westeuropäischen Ländern und Japan andererseits. Diese Tendenz verstärkte sich 1978 etwas aufgrund binnenwirtschaftlicher Angebot und Nachfrage bestimmender Faktoren, vornehmlich jedoch wegen der weiteren starken, in diesem Ausmaß nicht erwarteten Wertminderung des US-Dollars an den Devisenmärkten. Die Abwärtsbewegung des Dollars und die entsprechende Höherbewertung zahlreicher anderer Währungen beeinflussten das Preisniveau in den einzelnen Ländern, so daß sich das ohnehin wachsende Inflationsgefälle noch verschärfte. Und diese Entwicklung tat natürlich das Ihre, um die Talfahrt des Dollars noch zu beschleunigen. Der wichtigste Antrieb dürfte von der zunehmenden relativen Kräftigung der Nachfrage in den USA ausgegangen sein, die im Inland zu einem erneuten Preisauftrieb und einer Verstärkung der Inflationserwartungen beitrug.

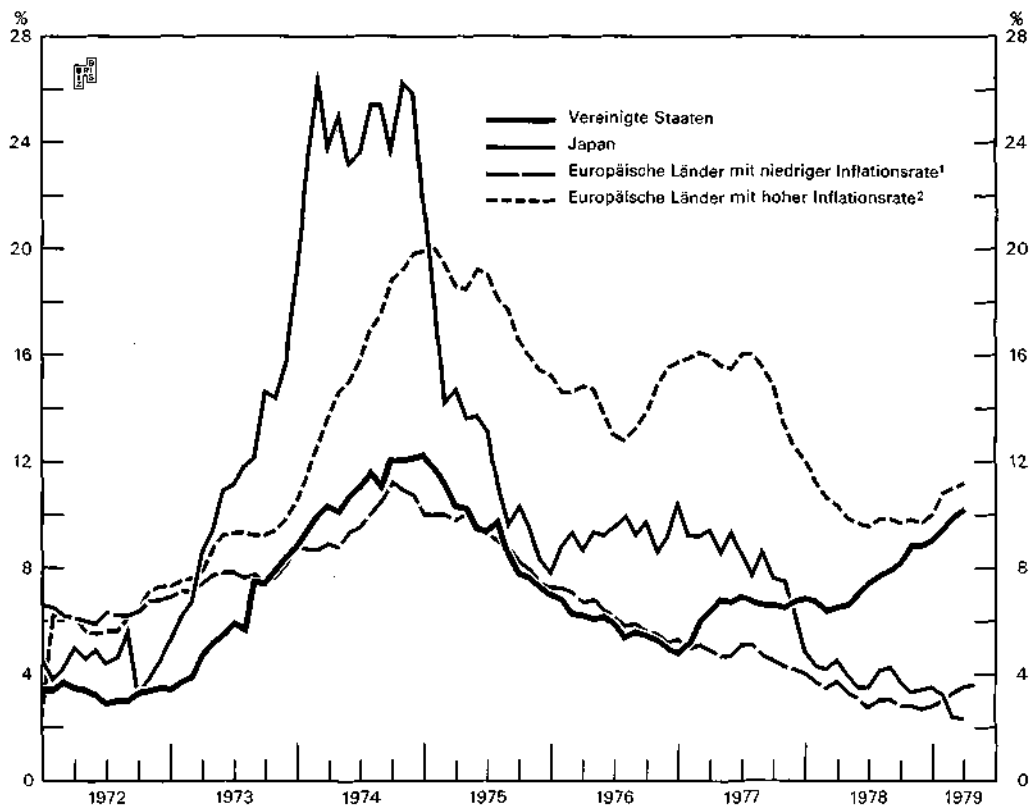
Zu Beginn des Jahres 1979 war eine steigende Tendenz zu mehr gleichlaufenden Inflationsraten erkennbar, allerdings in dem bedenklichen Sinn, daß sich die Teuerung außerhalb der USA offensichtlich wieder beschleunigte und zahlreiche Länder zu erfassen drohte. Es gab drei allgemeine Gründe für diese neue Tendenz. Erstens verloren — aufgrund der größeren Wechselkursstabilität gegen Ende 1978 — jene Länder, deren Währungen zuvor aufgewertet worden waren, allmählich die mit niedrigeren Einfuhrpreisen verbundenen Vorteile. Zweitens hatte die sich fortsetzende, dabei aber noch verhaltene Nachfragekräftigung außerhalb der USA zusammen mit der weiterhin überschäumenden Nachfrage in den USA dazu geführt, daß die internationalen Rohstoffpreise ziemlich rasch anzuziehen begannen. Schließlich gingen von der gestörten Ölversorgung am Weltmarkt und den neuen Preisbeschlüssen der OPEC erhebliche zusätzliche Inflationsimpulse aus. Alle drei Vorgänge trugen zu stärkeren außenwirtschaftlichen Inflationseinflüssen bei. Wie man auf diese neuerliche Bedrohung reagieren wird, ist eine noch offene Frage.

Veränderte Profile des Verbraucherpreisanstiegs

Seit Anfang 1977 hat sich der Verbraucherpreisanstieg in den wichtigsten Industrieländern bemerkenswert unterschiedlich entwickelt, was hauptsächlich auf Abweichungen in den wirtschaftspolitischen Zielen zurückzuführen ist. Weitgehend unerwartet hat sich die Inflation in den USA, nachdem sie sich 1975 und 1976 mehr oder weniger parallel zur Entwicklung in anderen Ländern abgeschwächt hatte, im ersten Halbjahr 1977 und nahezu das ganze Jahr 1978 hindurch sowie Anfang 1979 erneut stark beschleunigt. Andernorts waren die Preissteigerungen weiterhin in einem Ausmaß rückläufig, wie es ebenfalls nicht erwartet worden war, jedoch kam diese Abschwächung bis zur Jahreswende in einigen Ländern zum Stillstand und schlug in anderen Ländern, in denen die Preise in beunruhigendem Tempo zu steigen begonnen hatten, ins Gegenteil um.

Der vielleicht wichtigste Grund für den abweichenden Trend 1977 und 1978 waren, wie in Kapitel II erörtert, die zunehmenden Unterschiede in der Dynamik der Inlandsnachfrage. Bereits im Verlauf von 1976 begann die Binnennachfrage in

Anstieg der Verbraucherpreise
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



Nº 2261

¹ Ungewogenes arithmetisches Mittel für Belgien, Deutschland, die Niederlande und die Schweiz.

² Ungewogenes arithmetisches Mittel für Frankreich, Italien und Großbritannien.

den USA jene der anderen Länder an Stärke zu übertreffen und gewann auch danach relativ an Dynamik. Die Verbraucherpreise, die im Dezember 1976 nur 4,8% höher lagen als ein Jahr zuvor, stiegen 1977 um 6,8% und im vergangenen Jahr um 9%. Im ersten Quartal 1979 erhöhten sie sich mit einer Jahresrate von 13%.

Auch in Kanada verschärfte sich 1977 der Preisauftrieb mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um 9,5% gegenüber nur 5,8% im Jahre 1976. Nach einer vorübergehenden Besserung zu Beginn des vergangenen Jahres beschleunigte sich die Preissteigerung in der Folge erneut.

Wie die Graphik zeigt, war in den USA die Entwicklung der Verbraucherpreise, die sich in den Jahren 1975/76 eng im Rahmen jener der Niedriginflationen Westeuropas hielt, aufwärts gerichtet und kam bis Ende 1978 nahe an die durchschnittliche Teuerungsrate der hochinflationären Länder in Europa heran. Unterdessen gelang es Japan, dessen Preissteigerung 1974 mit über 20% weit über der anderer Länder lag, diese bis Anfang 1978 der rückläufigen Rate in den europäischen Niedriginflationen anzunähern. Selbst die Hochinflationen in Europa konnten in den zwölf Monaten bis zur Jahresmitte 1978 ihren Preisauftrieb im Durchschnitt von 16 auf 10% zurückführen.

Veränderung der Verbraucherpreise

	Jahresdurchschnitt		Veränderung gegen Vorjahr					
	1969-73	1974-78	1975 Dez.	1976 Dez.	1977 Dez.	1978 Juni	1978 Dez.	1979 April
	Prozent							
USA	4,9	8,0	7,0	4,8	6,8	7,4	9,0	10,2*
Kanada	4,6	9,2	9,5	5,8	9,5	7,2	8,4	9,3*
Japan	7,5	11,5	7,7	10,4	4,8	3,5	3,5	2,3*
Deutschland (BR)	5,3	4,8	5,4	3,9	3,5	2,4	2,4	3,5
Frankreich	6,1	10,8	9,5	9,9	9,0	9,0	9,7	10,1*
Großbritannien	8,0	16,2	24,9	15,1	12,1	7,4	8,4	10,1
Italien	3,6	17,0	11,1	21,8	14,9	12,2	11,9	14,3
Belgien	5,2	9,2	11,0	7,6	6,3	3,7	3,9	3,9
Dänemark	6,4	11,0	9,6	13,1	12,2	10,5	7,1	7,1*
Finnland	6,9	13,9	18,1	12,3	11,9	7,5	5,9	7,4*
Niederlande	6,7	7,9	9,1	8,5	5,2	3,4	3,9	4,3
Norwegen	7,9	9,5	11,0	8,0	9,1	7,4	8,1	4,9*
Österreich	5,7	6,9	6,8	7,2	4,2	3,2	3,7	3,5
Schweden	6,8	10,3	8,9	9,5	12,7	9,1	7,4	5,9
Schweiz	6,4	4,1	3,4	1,3	1,1	1,1	0,8	2,6
Spanien	8,4	16,9	14,1	19,8	26,4	20,7	16,5	15,6*

* März.

Das Ausmaß dieser divergierenden Bewegungen war ganz erstaunlich und kam in der Tat überraschend. Eine wichtige Ursache war, wie bereits erwähnt, die unterschiedliche Nachfragedynamik; ebenso die damit in Zusammenhang stehenden abweichenden Arbeitsmarktbedingungen und Arbeitslosenquoten, ohne daß damit jedoch eine ausreichende Erklärung gefunden ist. Daneben dürfte ein autonomer Lohnkostendruck in den meisten Ländern mit Ausnahme Großbritanniens keine wesentliche Rolle beim Umschwung der relativen Preisentwicklung gespielt haben. Vielmehr hat sich, wie die Graphik auf S. 39 erkennen läßt, offenbar der Anstieg der Effektiv- und Tarifverdienste zumeist den veränderten Inflationsraten angepaßt. Auch Sonderfaktoren dürften wenig Bedeutung gehabt haben, wenn auch bemerkenswert ist, daß die gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinne gering waren und die Nahrungsmittelpreise im Verlauf von 1978 in den USA und in Kanada außergewöhnlich stark, nämlich um 12 bzw. 13 %, stiegen.

Neben der relativ veränderten Nachfragedynamik waren die ausgeprägten Wechselkursverschiebungen insbesondere im Verhältnis zum US-Dollar die wichtigste zusätzliche Ursache für die unterschiedliche Preisentwicklung. Kurz gesagt haben die veränderten Wechselkurse vor allem über ihre direkte Beeinflussung der Einfuhrkosten von Nahrungsmitteln und Rohstoffen in Landeswährung sowie indirekt der Preise für Außenhandelsgüter die Unterschiede in den inflationären Trends noch vergrößert, und insofern könnten stabilere Wechselkurse zu einer gewissen Konvergenz der Teuerungsraten beitragen.

Erste Anzeichen für eine solche Konvergenz ließ die Entwicklung der Verbraucherpreise in den letzten Monaten erkennen, wenn auch auf einem höheren durchschnittlichen Inflationsniveau. Wie die Tabelle zeigt, haben sich die Verbraucherpreise in den ersten Monaten von 1979 in drei der vier Niedriginflationländer,

wobei Belgien die Ausnahme bildet, fühlbar beschleunigt. Unter den hochinflationären Ländern Europas war die Zunahme des Tempos sogar noch ausgeprägter. Im Gegensatz hierzu hat sich der Verbraucherpreisanstieg in Japan weiter verlangsamt, möglicherweise als verzögerte Reaktion auf die vorherige starke Aufwertung des Yen.

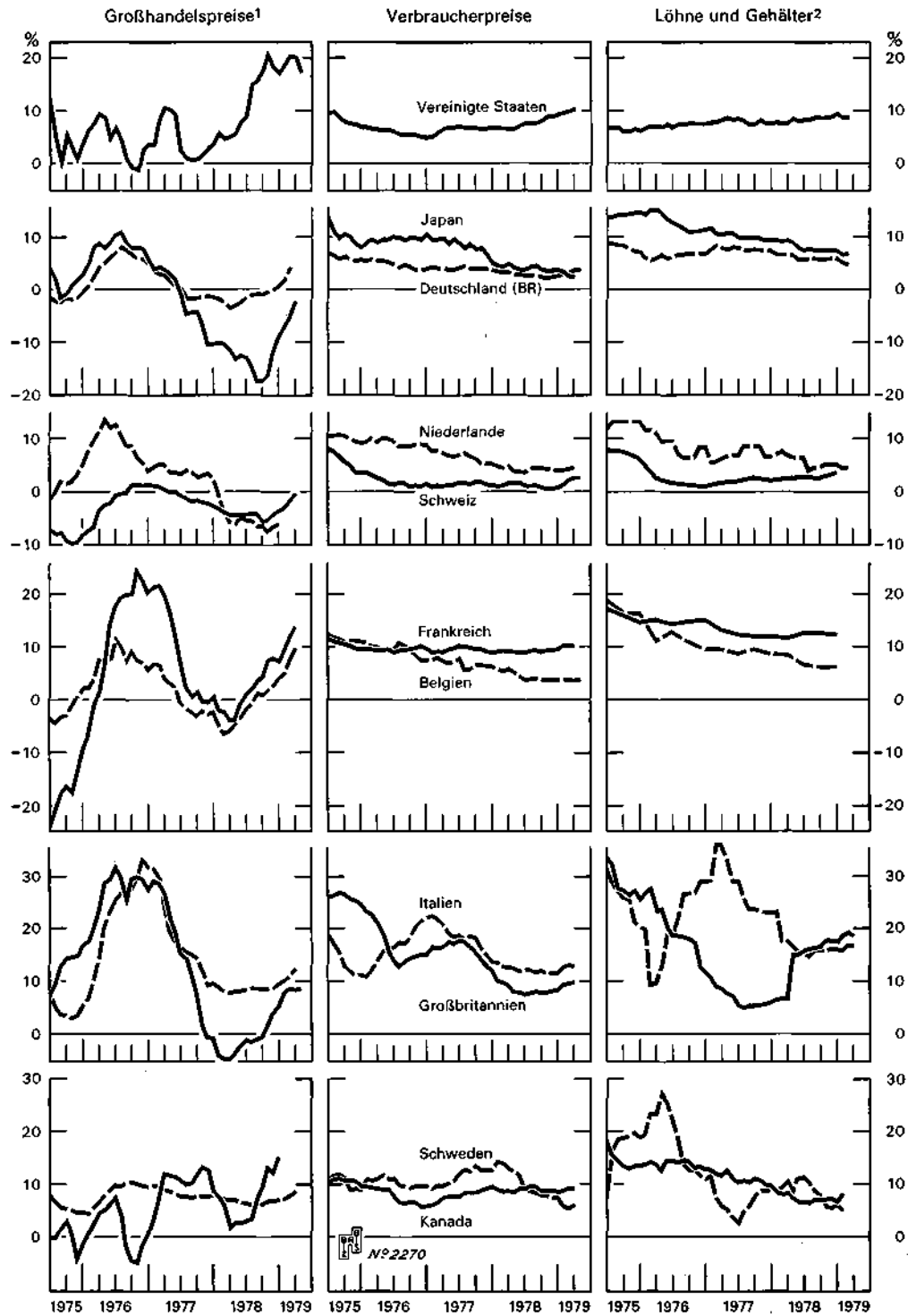
Sensible Preisindikatoren im binnen- und außenwirtschaftlichen Bereich

So manche Befürchtungen in jüngster Zeit über ein Wiederaufleben der Inflation wurden nicht so sehr durch das Verhalten der Verbraucherpreise hervorgerufen, die zeitlich verzögert auf andere Entwicklungen reagieren, sondern durch die frühzeitige Warnung, die von den Großhandelspreisen sowie den Weltmarktpreisen für Rohstoffe und Erdöl ausging. Wie die nachstehende Graphik zeigt, tendierte die jährliche Veränderungsrate der Großhandelspreise um die Jahresmitte 1978 nach oben, wenn die Preise auch in einigen Fällen eine Zeitlang unter ihrem Niveau im Jahr zuvor blieben. Um die Jahreswende war jedoch die Bewegung in einer Reihe von Ländern wie Großbritannien, Frankreich, Italien und Belgien eindeutig positiv, und auch Länder wie Deutschland, die Schweiz und Japan verzeichneten einen beträchtlichen Anstieg. In den USA waren die Großhandelspreise bereits seit Herbst 1977 mit stetig beschleunigtem Tempo gestiegen und lagen Ende 1978 etwa 20% über ihrem Stand im Jahr zuvor. Ihr Anstieg in Kanada folgte, wenn auch weniger ausgeprägt, jenem in den USA, während sie in Schweden gegen Ende 1978 auf einem bereits recht hohen Niveau anzuziehen begannen. Diese Ausführungen beziehen sich, wo immer möglich, auf Großhandelspreise der Input-Stufe, wenn auch Input-Preise zugegebenermaßen stärker als die der Output-Ebene schwanken.

Was die Rohstoffpreise auf den Weltmärkten betrifft, so zeigte der Economist-Indikator (ohne Erdöl) auf Dollarbasis seit dem Rezessionstief im Jahre 1975 einen stetigen, wenn auch von kurzen kräftigen Schwankungen gekennzeichneten Aufwärtstrend. Inzwischen hat sich der Gesamtindex fast verdoppelt und ist auch um etwa ein Drittel gegenüber seinem in der vorangegangenen Aufschwungphase 1974 erreichten Gipfel gestiegen. Dieser Anstieg erfolgte wohlgerne in einer Zeit, in der die konjunkturelle Erholung außerhalb der USA im allgemeinen zögernd und stockend verlief. Der steigende Trend der Preise auf US-Dollarbasis könnte freilich entsprechend den am Markt vereinbarten Kontrakten vom Wertverlust des Dollars auf den Devisenmärkten beeinflusst worden sein. Über den gesamten Zeitraum gesehen, und insbesondere seit Ende 1976, zogen die Nahrungsmittelpreise am stärksten an; seit Ende 1977 sind auch die Preise für Spinnstoffe stetig gestiegen, und jene für Metalle haben sich stark von ihrem sehr gedrückten, in einigen Fällen unrentablen Niveau aus aufwärtsentwickelt.

Die Erdölpreise in US-Dollar haben sich seit ihrer drastischen Anhebung 1973/74 um einiges nach oben bewegt. Mitte Dezember gaben die OPEC-Staaten ihren Beschluß bekannt, den Preis für leichtes Rohöl arabischer Sorte um 14,5% anzuheben. Die Erhöhung sollte in vierteljährlichen Stufen erfolgen und den Preis für leichtes Rohöl bis zum vierten Quartal 1979 auf \$14,55 je Faß steigen lassen. Im März, unmittelbar nach den Umwälzungen im Iran, beschloß jedoch die OPEC, die beabsichtigte ganze Erhöhung bereits im zweiten Quartal 1979 in Kraft treten

Preise und Löhne
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



¹ Soweit wie möglich auf der Basis von Input-Preisen des verarbeitenden Gewerbes. ² Im Falle von Japan, Kanada, Schweden, der Schweiz und der USA Effektivverdienste auf Stundenbasis, für die übrigen Länder Tariflöhne.

zu lassen, und stellte es darüber hinaus einigen Ländern anheim, Aufschläge auf den vereinbarten Basispreis vorzunehmen.

Dieser Preisbeschluß wurde gefaßt, nachdem die iranische Ölförderung von ihrem Höchststand von über 6 Millionen Faß pro Tag auf unter 1 Million Faß gesunken war. Der Ausfall, der nur teilweise durch eine gesteigerte Produktion in Saudi-Arabien kompensiert wurde, hatte eine Angebotsverknappung und von Dezember 1978 bis März 1979 erhebliche Ölpreissteigerungen am freien Markt zur Folge. Wenn auch einige Beobachter beschwichtigend darauf verweisen, daß die Anhebung prozentual gesehen im Vergleich zu dem vierfachen Anstieg der Jahre 1973/74 gering ist, so ist sie doch erheblich und läuft auf ein weiteres bedenkliches „Hochhebeln“ des internationalen Preisgefüges hinaus.

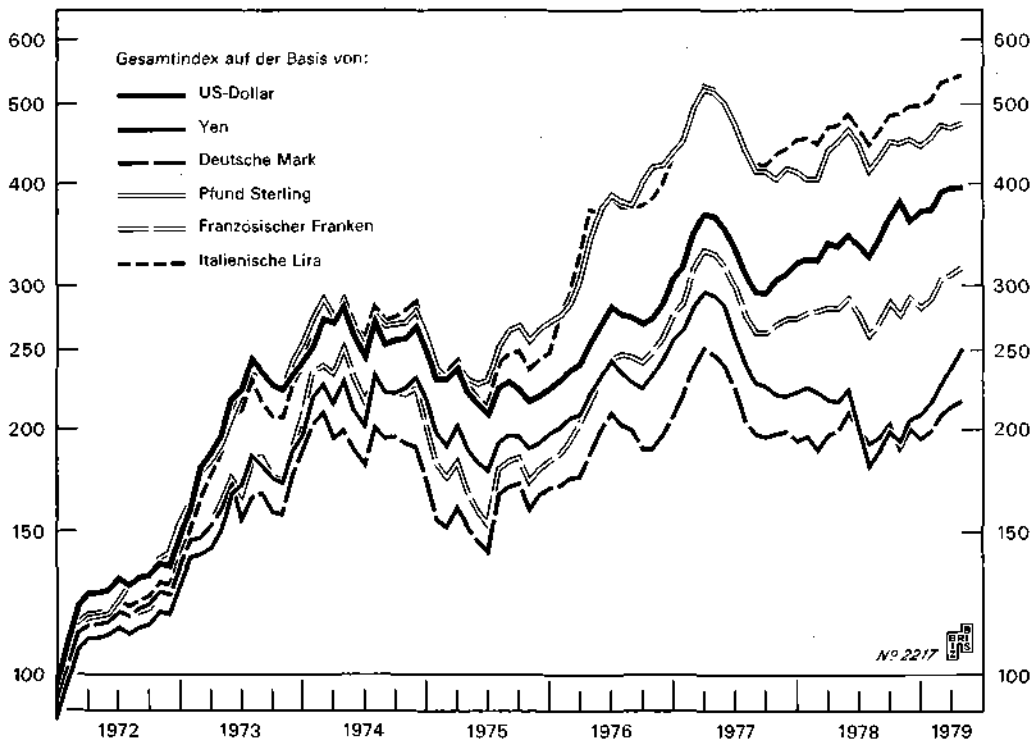
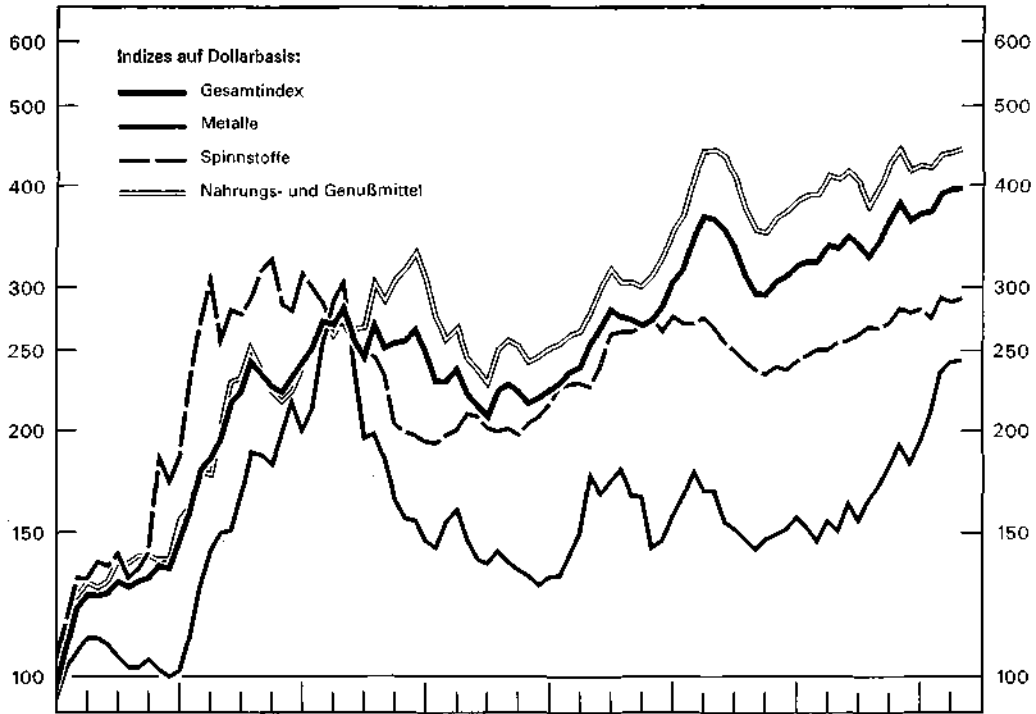
Um die Preisentwicklung der Rohstoffe sowohl im Lichte des vorherigen Auseinanderstrebens der Inflationsraten als auch ihrer gegenwärtigen Konvergenz und Erhöhung betrachten zu können, wurde der Economist-Index auf Dollarbasis im unteren Teil der Graphik neu berechnet, um im Index die Währungsvorteile der Länder außerhalb der USA zum Ausdruck zu bringen. So blieb der in DM ausgedrückte Rohstoff-Gesamtindex seit Ende 1977 sehr stabil, während er auf Yen-Basis auf einen niedrigeren Stand fiel. Diese differenzierte Entwicklung, ausgedrückt anhand der tatsächlichen Einfuhrpreise, trug mit zu dem bereits festgestellten unterschiedlichen Verbraucherpreisverhalten bei.

Im Spätfrühjahr und Anfang Sommer 1978 gaben die Preise an den internationalen Rohstoffmärkten etwas nach, schnellten aber in der Folge empor und lagen im April 1979 auf US-Dollarbasis um über 20% höher als zur Jahresmitte 1978. Da sich die Wechselkurse inzwischen stabilisiert hatten, schlug dieser Anstieg rasch auf das inländische Preisgefüge auf Großhandelsebene durch. Wenn auch das Ausmaß der Preissteigerungen von der jeweiligen Währung abhing, so kam es doch im Verlauf des betrachteten Zeitraums praktisch in allen Ländern zu einem gewissen Anstieg.

Angesichts dieser Vorgänge sind vielerorts Befürchtungen über eine mögliche Beschleunigung der Inflation in den Ländern aufgekommen, wo diese allmählich besser im Zaum gehalten wurde. Eine Überlegung unter weltwirtschaftlichem Blickwinkel ist, daß die sich anbahnende — hauptsächlich auf Deutschland konzentrierte — wirtschaftliche Erholung in Europa von einer Hochkonjunktur in den USA und einem sich fortsetzenden Aufschwung in Japan und Kanada überlagert wird. Wenn das stimmt, könnte die seit langem vorhergesagte Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den USA die Nachfrage nach internationalen Handelsgütern dämpfen und ein relativ inflationsfreies Wachstum in den USA und in anderen Ländern ermöglichen.

Diese Überlegung wirft die interessante Frage auf, ob es unter der Voraussetzung verhältnismäßig stabiler Weltmarktpreise für Rohstoffe noch möglich ist, daß die Wirtschaftstätigkeit in den wichtigsten Industrieländern gleichzeitig relativ rasch expandiert. Erläuternd muß gesagt werden, daß die Gründe für die jüngsten starken Preisänderungen noch nicht klar sind. Es ist nicht das erste Mal, daß auf ein Hochschnellen der Preise kurz danach ein starker Rückgang folgte. Zudem ist es möglich, daß die Unbeständigkeit der Wechselkurse, insbesondere des US-Dollars, in letzter Zeit der Rohstoffspekulation ähnlich wie in den Jahren 1973/74 nach dem allgemeinen

Weltmarktpreise: Economist-Indikator
1971 = 100



Übergang zu flexiblen Wechselkursen breiten Auftrieb gab. Zum Teil könnte sich in den Preiserhöhungen, insbesondere für Metalle, weitgehend das Bestreben der Produzenten zur Wiederherstellung ausreichender Gewinnspannen niederschlagen. Nach Berücksichtigung all dieser Einschränkungen besteht jedoch noch immer Anlaß zur Besorgnis über die inflationären Auswirkungen der steigenden weltweiten Nachfrage — eine Entwicklung, die außerhalb der USA erst in Ansätzen erkennbar ist. Mit anderen Worten: es gibt Gründe, anzunehmen, daß es nach einer langen Periode weltweiter Stagflation an ausreichenden Investitionen für die Aufrechterhaltung eines elastischen Warenangebots am Weltmarkt fehlen könnte.

Viel dürfte nunmehr vom Verlauf der nominalen Nachfrage in den USA abhängen. Zu Beginn des Jahres 1979 schien die Wirtschaft trotz der durch einen strengen Winter verursachten Verzerrungen noch mit einer hohen Kapazitätsauslastung zu arbeiten, wobei sich in gewissen Bereichen erste Engpässe bemerkbar machten. Trotz der Anstrengungen der Behörden, die Konjunktur bei gleichzeitiger Vermeidung einer Rezession zu dämpfen, war bisher noch nicht erkennbar, welchen Verlauf die Wirtschaftsentwicklung nehmen würde. Einerseits war es denkbar, daß steigende Rohstoffpreise am Weltmarkt angesichts weiterhin zunehmender Inflation und recht kräftiger Anlageinvestitionen der Unternehmen einen neuen Lagerzyklus in Gang setzen könnten, vor allem deshalb, weil die Vorräte auf einem sehr niedrigen Stand gehalten worden waren. Andererseits könnte der Beschluß der US-Regierung vom April 1979, die Preisbindung für Erdöl im Inland aufzuheben, im Verein mit ihrem fortgesetzten Bemühen um eine restriktive Finanz- und Währungspolitik zu der notwendigen Begrenzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage beitragen. Bedenkt man, welche besondere Bedeutung der Wirtschaftsentwicklung in den USA während der vergangenen zwei Jahre zukam, so erscheint es angemessen, auf die Entwicklung der wirtschaftspolitischen Strategien und die während dieser Zeit aufgetretenen Schwierigkeiten näher einzugehen.

Das Wiederaufleben der Inflation in den USA

Aus weltwirtschaftlicher Sicht waren die zwei bedenklichsten Ereignisse im vergangenen Jahr die weitere Beschleunigung des Inflationstempos in den USA und die damit zusammenhängende Talfahrt des Dollars. Rückblickend kann man wohl feststellen, daß der expansive Kurs früherer Jahre hierfür bestimmend war. Vor dem Hintergrund einer auch historisch gesehen hohen Arbeitslosenquote, die 1975 durchschnittlich 8,5% betrug, sahen sich die Behörden offenbar gezwungen, eine Finanz- und Währungspolitik herkömmlichen Musters zu betreiben.

Angesichts der Anfang 1975 hohen Arbeitslosigkeit und einer Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe von knapp über 71% waren die Behörden der Ansicht, daß ein weiter Spielraum für nachfragepolitische Anreize bestand, ohne ein Wiederaufleben der Inflation heraufzubeschwören. Selbst ein Jahr darauf, im Frühjahr 1976, sahen sie wenige dieser Hypothese widersprechende Anzeichen. Die Erzeugerpreise für Fertigwaren waren 1976 nur 4,2% höher als ein Jahr davor, und die Lohnstückkosten stiegen lediglich um 5%. Die Kapazitätsauslastung in der gewerblichen Wirtschaft, die 1976 bei 80% lag, befand sich noch weit unter ihrem 1973 erreichten Höchstwert von 87,5%.

In Anbetracht des vermeintlich breiten Spielraums für eine expansive Nachfragesteuerung stellt sich die entscheidende Frage, warum die Inflation derart kräftig wiederauflebte. Zunächst ist festzuhalten, daß die Wahl des wirtschaftspolitischen Instrumentariums nach der Rezession von 1974 sich von jener in zahlreichen anderen wichtigen Industrieländern unterschied. Im allgemeinen war die Geldpolitik in den USA, jedenfalls bis November 1978, vornehmlich darauf gerichtet, das Wirtschaftswachstum im Inland zu stützen, während sie in mehreren anderen großen Ländern, vor allem in Japan und Deutschland, mehr auf eine Reduzierung der Teuerungsraten und die Wahrung des Außenwerts der Währung zielte.

Die amerikanische Finanzpolitik, die offenbar zunächst — gemessen am absoluten Umfang des Defizits des Bundeshaushalts — recht expansiv war, schwenkte allmählich auf einen restriktiveren Kurs ein, wobei sich die Deckungslücke von 4,6% des Bruttosozialprodukts im Jahre 1975 auf 1,4% im Jahre 1978 verringerte. Diese Entwicklung stand im Gegensatz zu jener in Deutschland und Japan, wo die Haushaltspläne angesichts einer klaren Notwendigkeit zur Nachfrageankurbelung nur allmählich expansiver gestaltet wurden. Im Gegensatz zu den USA stellten somit diese beiden Länder ihre Finanzpolitik offenbar auf ein verhaltenes binnenwirtschaftliches Wachstum ab, während sie ihre Geldpolitik, abgeschirmt durch die Höherbewertung ihrer Währungen, zur allmählichen Senkung der Inflationsrate einsetzten.

Der Außenwert des Dollars stellte anfänglich kein besonderes Problem dar. Im weiteren Verlauf waren indessen der expansive Kurs der USA, das erhebliche Überschreiten der Geldmengenziele und die reichliche Verfügbarkeit von Krediten mit ein Faktor für das Wiederaufleben der Inflationserwartungen und die sich verstärkende Abwärtsbewegung des Dollars. Schätzungen zufolge hat dieser Rückgang den Anstieg der Verbraucherpreise in den USA 1978 um einen ganzen Prozentpunkt höher ausfallen lassen. Sein Beitrag könnte sogar noch erheblicher gewesen sein, wenn man die indirekten Einflüsse berücksichtigt, so etwa die Tendenz in den mit Importgütern in Wettbewerb stehenden Wirtschaftszweigen, die Preise infolge einer geringeren Konkurrenz durch ausländische Anbieter zu erhöhen. Wegen der internationalen Bedeutung des Dollars verstärkte das Geschehen an den Devisenmärkten die Inflationserwartungen, so daß man in den USA das Inflationsproblem immer schwerer in den Griff bekam.

Bei der Beurteilung der künftigen Preisentwicklung könnten die amerikanischen Behörden auch falsche Schlußfolgerungen aus den vorhandenen Indikatoren der Kapazitätsauslastung und Arbeitsmarktsituation gezogen haben. In allen Industrieländern werden allgemeine Meßgrößen der Nutzung des Arbeitspotentials und des Kapitalstocks, wie der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten und die Gesamtarbeitslosenquote, als wesentliche wirtschaftspolitische Entscheidungshilfe zur Beurteilung des Spielraums für antizyklische Maßnahmen monetärer oder finanzpolitischer Art herangezogen. Diese sehr allgemeinen Gesamtindikatoren haben indessen etwas von ihrer Aussagekraft als Gradmesser der Auslastung von Arbeitskräftepotential und Kapitalstock eingebüßt. In den USA sind langfristige Vergleiche der Arbeitslosenquote wegen erheblicher Veränderungen in der Zusammensetzung der erwerbsfähigen Bevölkerung zunehmend fragwürdig geworden. Ebenso ist ungewiß, inwieweit höhere Energiepreise die wirtschaftlich nutzbare Größe des amerikanischen Kapitalstocks verringert und damit auch die Schwelle einer inflationsfreien

Auslastung gesenkt haben. Obwohl der herkömmliche Indikator der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe 1977 auf 82,5% gestiegen war, zögerten die Behörden anscheinend noch immer mit dem Anziehen der geldpolitischen Zügel.

Auch die nominalen Lohnzuwächse deuteten nicht unbedingt auf einen neuerlichen Inflationsschub hin. Die Stundenverdienste in der privaten Wirtschaft erhöhten sich 1978 um 9,3%; das war nur wenig mehr als der 1976 verzeichnete Anstieg von 8,7%. Sehr überraschend kam wohl der unerwartet geringe Produktivitätsfortschritt im Jahre 1977 und erneut 1978. Der Produktionszuwachs je geleistete Arbeitsstunde in der privaten Wirtschaft schrumpfte von 3,6% (1976) auf 0,4% im Jahre 1978, was eine kräftige Erhöhung der Lohnstückkosten zur Folge hatte. In der Tat lag hier 1978 der Anstieg mit 8,9% fast 4 Prozentpunkte höher als zwei Jahre zuvor — 3 Prozentpunkte davon waren demnach der geringeren Produktivitätszunahme zuzuschreiben.

Hinzu kam, daß sich 1978 der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln — nach ungewöhnlich geringen Preissteigerungsraten zu Beginn des Aufschwungs, insbesondere 1976 — plötzlich beschleunigte. Natürlich muß ein starker relativer Anstieg einer Preiskomponente nicht zwangsläufig zu einer Anhebung des allgemeinen Preisniveaus führen; in einer Welt administrierter Preise kann jedoch einer solchen Tendenz nur schwierig begegnet werden. Der steile Anstieg der Nahrungsmittelpreise 1978 um fast 12% im Vergleich zu weniger als 1% im Jahre 1976 hatte daher erheblichen Einfluß auf den Gesamtindex der Verbraucherpreise.

Zwei weitere, freilich nicht quantifizierbare Faktoren sind in diesem Zusammenhang erwähnenswert. Der eine bestand darin, daß sich die Behörden schwer taten, die Stärke der von ihrer eigenen Geldpolitik ausgehenden Impulse auf die Endnachfrage richtig einzuschätzen. Institutionelle und technische Veränderungen in der Geldmengensteuerung — insbesondere 1974 und 1975, aber auch gegen Ende 1978 — könnten dazu geführt haben, daß die Auswirkungen der Geldmengenerweiterung etwas unterschätzt wurden. Diese Schwierigkeit erschwerte zusammen mit der Verwendung von Zinssätzen als Zwischenziele in einer Zeit stark schwankender Inflationsraten die Beurteilung der möglichen inflationären Wirkung einer gegebenen monetären Anregung. Eine zweite Unsicherheit bestand in der offenkundigen Instabilität des „trade-off“ zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Es gibt wachsende Anzeichen dafür, daß dieser „trade-off“ kurzlebiger, unbeständiger und weniger vorteilhaft ist als in früheren Jahren und daß langfristig keine derartige Wahlmöglichkeit besteht. Ein monetärer Nachfrageimpuls kann deshalb sehr rasch in Preissteigerungen verpuffen, wobei langfristig nur ein geringer oder gar kein Beschäftigungsgewinn verbleibt. Wenn dieses Argument auch auf Vermutungen beruht und keineswegs unumstritten ist, so läßt sich doch so viel sagen, daß die Politiker in den USA offenbar stillschweigend von einem größeren „trade-off“ ausgingen als in Deutschland und in Japan, wo man der Inflationsbekämpfung höhere Priorität einräumte.

Da die USA einen expansiveren Kurs als die anderen Länder förderten oder einschlugen, strebten die Inflationsraten — verstärkt durch inflationäre Rückwirkungen der unerwartet kräftigen Verringerung des Dollaraußenwerts — zunehmend auseinander. Obwohl die USA seit Ende der sechziger Jahre offener gegenüber Handels- und Kapitalströmen wurden, blieb das inländische Preisniveau von geringen Wechselkursänderungen relativ unbeeinflusst. Letzten Endes wirkten sich offenbar

die Wechselkursverschiebungen sehr viel stärker als ursprünglich angenommen auf die Teuerung in den USA aus.

Die ausgeprägten, die Wechselkursentwicklung beeinflussenden Erwartungen und die offensichtliche Bereitschaft anderer Länder, insbesondere Deutschlands und Japans, eine deutliche Höherbewertung ihrer Währungen hinzunehmen, verstärkten noch die negative Preisentwicklung in den USA. In einem gewissen Sinne verhielten sich die flexiblen Wechselkurse insoweit größtenteils erwartungsgemäß, als sie sich den deutlichen Unterschieden in der Nachfragesteuerung der einzelnen Länder anpaßten. Mit anderen Worten: die Devisenmärkte reflektierten weitgehend die stark abweichenden wirtschaftspolitischen Zielsetzungen, wie sie sich seit der schweren Rezession in den USA in den Jahren 1974/75 herausgebildet haben. Unerwartet waren hingegen das ungewöhnliche Ausmaß der tatsächlichen Wechselkursbewegungen sowie die hiervon ausgehenden inflationären Rückwirkungen. Somit sind es die ausgeprägten Kursbewegungen an den Devisenmärkten, die nur von zögernden realen Anpassungen begleitet sind, durch die sich die jüngste Erholung von entsprechenden früheren Konjunkturphasen unterscheidet.

Die Wechselwirkung zwischen Wechselkursen und Inlandspreisen

Weiter oben wurde ausgeführt, daß die ab 1976 relativ kräftige Nachfragedynamik in den USA, die von 1977 an mit erneut höheren Inflationsraten einherging, zur Abwärtsbewegung des Dollars beitrug. Die Wertminderung des Dollars wiederum verstärkte den beginnenden Preisauftrieb in den USA, während sie gleichzeitig die Inflationsraten in den anderen Ländern verringern half. Diese Deutung ist eine Variante der nunmehr allgemein bekannten Theorie der „Teufels“- und „Tugend“-Kreise des Verhaltens von Währungsaußenwert und Inflation. Sie mag durch die Graphik auf S.47 verdeutlicht werden, in der die Entwicklung in den einzelnen Ländern in Halbjahresabständen an jener in den USA gemessen wird. Die waagrechte Achse zeigt die jährlichen Auf- oder Abwertungsraten gegenüber dem US-Dollar und die senkrechte Achse die Differenz zwischen dem jährlichen Verbraucherpreisanstieg in dem betreffenden Land und in den USA. Ein solcher Vergleich erscheint durch die Tatsache gerechtfertigt, daß das Wiederaufleben der Inflation vornehmlich eine Erscheinung in den USA war, die Wechselkursverschiebungen der letzten Zeit hauptsächlich gegenüber dem US-Dollar auftraten und diese Veränderungen „exogen“ durch die Erwartungen und das vorhandene Vertrauen beeinflußt wurden. Ein weiterer Grund ist der, daß die Preise einiger Welthandelsgüter, insbesondere Erdöl, in Dollar festgesetzt werden.

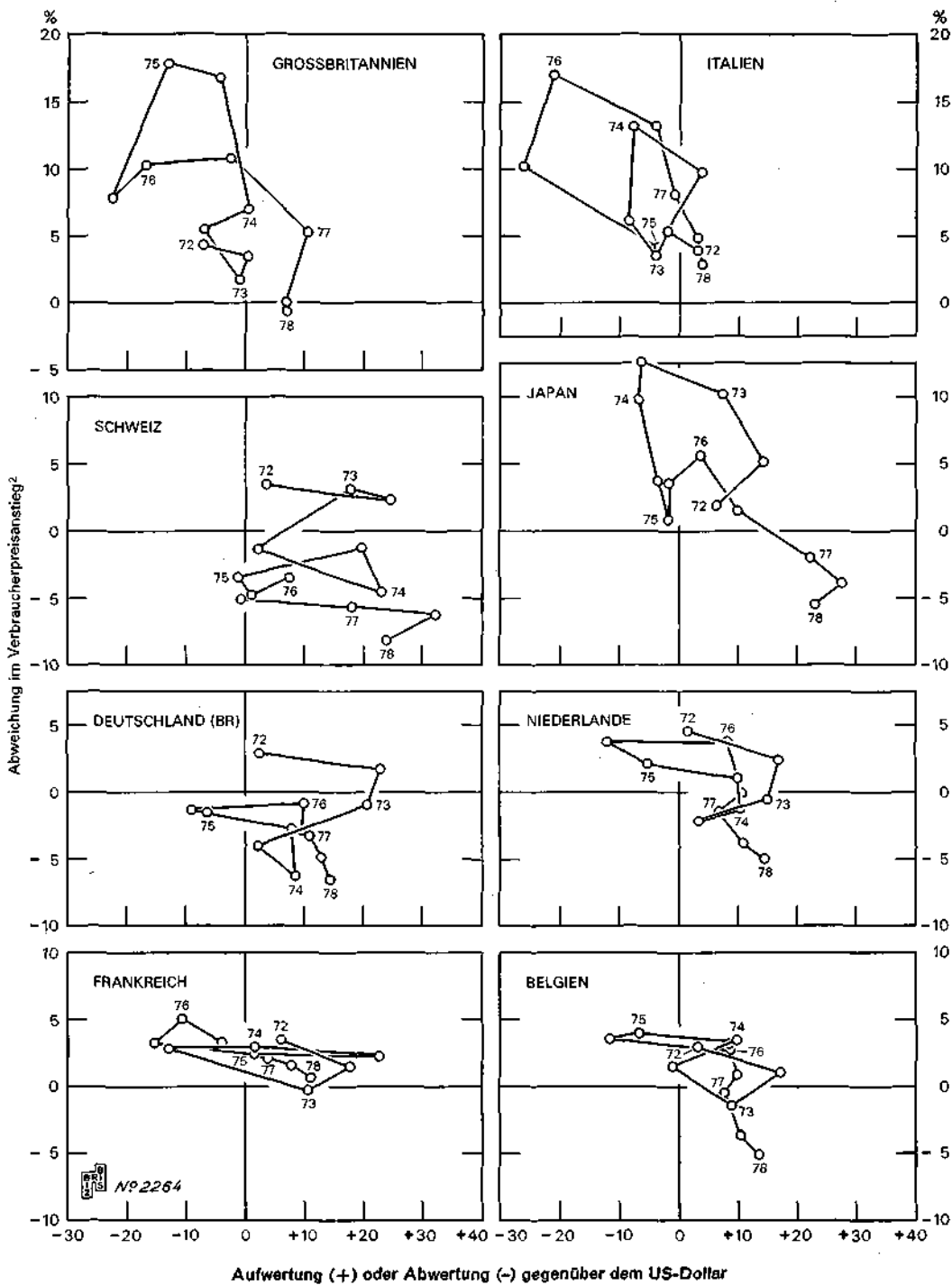
Gegenüber den USA verzeichneten die anderen Länder etwa von der Jahresmitte 1976 an eine ausgeprägte Verbesserung ihrer Wechselkurse, der dann mit Verzögerung auch eine günstigere relative Preisentwicklung folgte. In praktisch allen in der Graphik dargestellten Ländern war die Abfolge der Ereignisse — was darin zum Ausdruck kommt, daß sich die Beobachtungspunkte tendenziell im Uhrzeigersinn bewegen — eine anfängliche Aufwertung oder Verlangsamung der Abwertung, worauf sich die Preise im Verein mit einem weiteren Ansteigen des Wechselkurses zunehmend relativ günstig entwickelten. Für die USA verlief die zeitliche Abfolge genau umgekehrt: der Abwertung des Dollars folgten mit der Zeit eine zunehmende Verschlechterung der Preissituation und ein weiterer Kursrückgang.

Ist erst einmal dieser Mechanismus in Gang gesetzt, so wird diese Wechselwirkung zwischen Währungsaußenwert und Preisen nicht zwangsläufig durch ein Gleichgewicht begrenzt, wenn auch die Erfahrungen in der Schweiz zeigen, daß ein absoluter Rückgang des durchschnittlichen Verbraucherpreisniveaus unwahrscheinlich ist. Es ist mit anderen Worten möglich, daß sich die Inflationsraten so lange immer weiter auseinanderbewegen, als die Währungsbehörden bereit sind, diese Entwicklung hinzunehmen. In der Praxis sehen sich freilich die Behörden in einem bestimmten Stadium veranlaßt, diesen Prozeß durch eine geldpolitische Kursänderung abzubrechen. Die Last der Verantwortung für Anpassungsmaßnahmen tragen meist jene Länder, die im Teufelskreis von Abwertung und Inflation gefangen sind. So verschlechterte sich z.B. in Großbritannien die relative Preisentwicklung recht drastisch in den zwei Jahren bis Ende 1975, und die gegen den Uhrzeigersinn verlaufende Bewegung in der Graphik, die in einer beträchtlichen Abwertung im Jahre 1976 gipfelte, ist beispielhaft für einen funktionierenden Teufelskreis. Die von Großbritannien Ende 1976 und Anfang 1977 ergriffenen Stabilisierungsmaßnahmen, die teils auf einer Einkommenspolitik, teils auf einem Bündel internationaler Finanzierungsvereinbarungen beruhten, halfen zeitweise, den Teufelskreis in einen positiven Kreislauf umzukehren. In ähnlicher Weise hat Italien zwei entgegengesetzte Spiralen des Verhaltens von Inlandspreisen und Wechselkurs erlebt, wobei die Preisentwicklung jener des Wechselkurses zeitweise voranging und zeitweise nachfolgte. Im Gegensatz hierzu mußten im vergangenen Jahr Deutschland, die Schweiz und Japan als Folge von Devisenmarktinterventionen zur Vermeidung einer übertrieben starken Aufwertung ihrer Währungen zu einer expansiveren und somit inflationsträchtigeren Geldpolitik übergehen.

Es ist natürlich richtig, daß im Inflationsgefälle wie in Wechselkursverschiebungen Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung und der wirtschaftspolitischen Orientierung zum Ausdruck kommen. Da jedoch Wechselkurse stark auf veränderte Erwartungen, Vertrauensverlagerungen, Umschichtungen der Portfolioinvestitionen und Risikopräferenzen reagieren, können sie zuweilen unter bestimmten Voraussetzungen ein Eigenleben führen. Diese Erscheinung wird oft als „overshooting“ bezeichnet, in dem Sinne nämlich, daß die Wechselkurse sich stärker verändert haben, als es durch die gegenwärtigen oder künftigen Inflationsunterschiede gerechtfertigt erscheint. Und soweit Wechselkurse über das Ziel hinausschießen, können sie für sich das Inflationsgefälle über ihre direkte Wirkung auf die Preise für Außenhandelsgüter vergrößern. Das Endergebnis war, daß die inländischen Inflationsraten kurzfristig äußerst empfindlich auf die unterschiedliche monetäre Lage reagierten — freilich in umgekehrter Richtung als unter stabilen oder festen Wechselkursen.

Wie die Graphik zeigt, befanden sich Ende 1978 eine Reihe von Ländern in einer sehr starken Position gegenüber den USA. In Japan, der Schweiz und — innerhalb des Europäischen Wechselkursverbunds — in Deutschland, Belgien und den Niederlanden lag die Währungsaufwertung innerhalb eines Jahres gegenüber dem US-Dollar in einer Bandbreite von etwa 15–25%, während der relative Stabilitätsvorsprung von 5 bis 8% reichte. Das Verhaltensmuster von Wechselkurs und Preisen war im Falle Belgiens und der Niederlande erwartungsgemäß jenem in Deutschland sehr ähnlich und zeigte, daß eine kleine offene Volkswirtschaft ihre Antiinflation-

Inflationsgefälle und Wechselkursbewegungen: ein Vergleich mit den USA¹



¹ Veränderung gegenüber Vorjahr in sechsmonatigen Abständen von Ende 1972 bis Ende 1978. Zahl bedeutet eine gegenüber den USA höhere Inflationsrate.

² Eine positive Zahl bedeutet eine gegenüber den USA höhere Inflationsrate.

politik dadurch abstützen kann, daß sie ihren Wechselkurs an den einer Hartwährung bindet. Alle diese Länder, so darf hinzugefügt werden, haben der Inflationsbekämpfung erste Priorität eingeräumt und gezögert, expansive Maßnahmen mit dem Ziel einer Rückkehr zu hohen Wachstumsraten einzuleiten.

In Frankreich wies das Wechselkurs/Inflations-Verhalten gewisse Ähnlichkeit mit jenem in den Verbundländern auf, wenn auch auf einem allgemein höheren Inflationsniveau und mit Unterschieden, die mit der zeitweiligen Lösung der Bindung Frankreichs zum Währungsverbund zusammenhängen. Frankreich schied aus dem Gruppenfloating für die Zeit von Januar 1974 bis Juli 1975 und erneut im März 1976 aus.

Wie Frankreich verzeichneten auch Großbritannien und Italien im Inland hohe Preissteigerungsraten. Obwohl die jüngste Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar die Inflationsentwicklung günstig beeinflusste, liegt der Verbraucherpreisanstieg in Frankreich und Großbritannien in etwa bei einer Jahresrate von 10% und in Italien bei nahezu 14%. Die Inflationserwartungen sind in diesen Ländern noch tief verwurzelt, und formelle oder informelle Indexierungsvereinbarungen haben mit zu einer Verlängerung des inflationären Prozesses beigetragen.

So riskant es ist, man wäre leicht versucht, Überlegungen darüber anzustellen, ob die in den vergangenen zwei oder drei Jahren entstandenen Wechselkursrelationen und Inflationsunterschiede von Dauer sein werden. Einerseits hat es den Anschein, daß die Aufwertung zahlreicher Währungen gegenüber dem US-Dollar bis Ende 1978 ein Ausmaß angenommen hat, das sich im Blickwinkel der Kaufkraftparität allein nicht rechtfertigen läßt. Andererseits haben sich die vertrauensbildenden Faktoren verändert, wie dies in Tendenzen zu einer Diversifizierung der Währungen zum Ausdruck kommt, und vielleicht auch die politische Einstellung zur Wechselkurssteuerung. Überdies wurde mit der Errichtung des Europäischen Währungssystems eine neue Initiative zur Erweiterung der stabilen Währungszone in Europa ergriffen. Eingedenk des nunmehr größeren Interesses zahlreicher Länder, einschließlich der USA, an einer Verminderung erratischer Wechselkursschwankungen kann man immerhin die Aussage wagen, daß diese in Zukunft geringer ausfallen werden. Bei ansonsten gleichbleibenden Bedingungen führt dies zu tendenziell gleichlaufenderen Inflationsraten und zu einer neuen wirtschaftspolitischen Bewährungsprobe für jene Länder, die den Preisauftrieb über die Aufwertung ihrer Währung deutlich verringerten.

Löhne, Preise, Produktivität und Arbeitslosigkeit

In den vorangegangenen Abschnitten wurde viel darüber gesagt, inwieweit Wechselkursbewegungen die Bemühungen der Länder um Eindämmung der Inflation förderten oder behinderten. Dieser Vorgang ist freilich kompliziert, da er weitgehend davon abhängt, wie der inländische Preis-Lohn-Mechanismus auf günstige oder ungünstige Preiseffekte von außen reagiert. Und ohnehin ist dies nur einer unter mehreren Faktoren, die Inflationsunterschiede zwischen den Ländern erklären helfen.

Es waren in der Hauptsache jene Länder, die Vorteile aus der Höherbewertung ihrer Währung zogen, denen es in den vergangenen zwei Jahren gelang, ihre Inflationsrate auf ein befriedigendes Niveau herabzudrücken. Die nachstehende Tabelle zeigt, daß eben jene Länder — Japan, Deutschland, Österreich, Belgien, die Niederlande und die Schweiz — auch mit sehr viel Erfolg das nominale Wachstum der Effektiv- oder Tarifverdienste in der Industrie eindämmen oder auf einem niedrigen Stand halten konnten. In allen von ihnen haben sich zudem die — um die laufenden Preissteigerungsraten bereinigten — Realverdienste maßvoll erhöht.

Nominale und reale Arbeitsverdienste In der Industrie

	Nominalverdienste*					Realverdienste				
	1974	1975	1976	1977	1978	1974	1975	1976	1977	1978
	Veränderung im Dezember gegenüber Vorjahr in Prozent									
USA	8,6	6,1	7,7	7,4	9,3	-3,2	-0,8	2,8	0,6	0,3
Kanada	16,6	13,4	12,7	9,6	6,8	3,6	3,6	6,5	0,1	-1,5
Japan	25,6	14,5	11,2	9,3	7,0	3,0	6,3	0,7	4,3	3,4
Deutschland (BR)	16,4	5,9	7,2	9,3	5,7	9,9	0,5	3,2	5,6	3,2
Frankreich	20,3	14,8	15,1	12,1	12,6	4,4	4,7	4,7	2,8	2,6
Italien	24,0	20,2	28,7	22,9	16,1	-1,0	8,2	5,7	7,0	3,8
Großbritannien	27,6	20,7	12,3	11,2	15,0	7,0	-3,4	-2,4	-0,8	6,1
Belgien	24,4	16,2	9,5	8,7	6,3	7,5	4,7	1,8	2,3	2,3
Dänemark	22,0	13,9	11,4	10,2	9,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8	2,4
Finnland	24,6	17,2	14,0	7,9	5,7	6,6	-0,8	1,5	-3,6	-0,2
Niederlande	17,1	13,1	8,4	6,5	5,0	5,6	3,7	-0,1	1,2	1,1
Österreich	15,3	10,4	7,2	4,4	4,7	5,1	3,4	0,0	0,2	1,0
Schweden	13,7	18,7	11,0	8,9	6,1	1,9	9,0	1,3	-3,4	-1,2
Schweiz	13,2	6,2	1,1	2,1	3,7	5,2	2,7	-0,2	1,0	2,9
Spanien	31,3	26,5	29,8	27,0	26,1	11,4	10,9	8,3	0,5	8,2

* Monats-, Wochen- oder Stundenverdienste; kursiv gesetzte Zahlen beziehen sich auf Tariflöhne.

Aber auch einigen anderen Ländern ist es gelungen, ihre Inflationsraten auf ein deutlich niedrigeres Niveau zu senken, häufig sogar nach Abwertungen. Zu ihnen gehören Schweden, Norwegen, Finnland und Dänemark, deren Inflationsraten Anfang 1979 etwa zwischen 5 und 7% lagen. Auch in diesen Fällen sind maßvollere nominale Lohnzuwächse erkennbar, und mancherorts, insbesondere 1978 in Dänemark, Finnland, Kanada und Schweden, war ein niedriger oder negativer Anstieg der realen Arbeitsverdienste zu beobachten. Diesen Ländern gelang es demnach, teilweise im Rahmen eines Programms zur Stabilisierung ihrer Währungen, die Inflationsspirale trotz ungünstiger außenwirtschaftlicher Bedingungen zu entschärfen. Ein Gegenbeispiel sind natürlich die USA, wo die nominalen Arbeitsverdienste 1978 unmittelbar nach dem vorangegangenen Inflationsschub und der Abwärtsbewegung des Dollars beschleunigt anstiegen.

Eine dritte Gruppe besteht aus Ländern wie Frankreich, Italien und Großbritannien, wo sich der Preisauftrieb jüngst erneut verstärkte und bei etwa 10% und darüber liegt. Ein jedes dieser Länder hatte wohlgerne erhebliche Vorteile aus der Stärke seiner Währung gegenüber dem US-Dollar während der vergangenen ein bis zwei Jahre gezogen. Die vorstehende Tabelle zeigt indessen, daß hier 1978 die nominale Zunahme der effektiven oder tariflichen Arbeitsverdienste zwischen 13 und 16%

ausmachte. In Frankreich und Italien hatten die erheblichen realen Lohnzuwächse der siebziger Jahre vermutlich eine spürbare Auszehrung der Unternehmensgewinne zur Folge. In Großbritannien, das zuvor mit Hilfe einer auf eine allmähliche Verminderung der Realeinkommen gerichteten Einkommenspolitik Erfolge bei der Inflationseindämmung erzielt hatte, kam dieser Prozeß infolge einer kräftigen Erhöhung der realen Arbeitnehmereinkommen im vorigen Jahr zum Stillstand.

Global betrachtet ist es durchaus möglich, daß die hohe Arbeitslosigkeit und geringe Nachfrage nach zusätzlichen Arbeitskräften in zahlreichen Ländern während der letzten Jahre einen gewissen Abwärtsdruck auf die Preise und Löhne ausgeübt haben. Wie weit dies der Fall war, ist freilich eine offene Frage. Im vergangenen Jahr waren die ermittelten Arbeitslosenquoten in den meisten Ländern im Vergleich zu früheren Werten immer noch sehr hoch. Obwohl die Arbeitslosigkeit in den USA, und in gewissem Ausmaß in Deutschland und Kanada fühlbar abnahm, nahm sie in anderen Ländern wie Belgien, Frankreich und Italien weiter zu.

Arbeitslosenquoten¹

	1957-73		1975 Dezember	1976 Dezember	1977 Dezember	1978		1979 April
	höchste Jahresquote	durch- schnittliche				Juni	Dezember	
Prozent								
USA	6,8	5,0	8,2	7,7	6,3	5,8	5,9	5,8
Kanada	7,1	5,5	7,0	7,5	8,5	8,5	8,1	7,9
Japan	1,5	1,1	2,0	1,7	2,1	2,4	2,3	2,1 ²
Deutschland (BR)	3,7	1,4	4,9	4,4	4,5	4,4	4,1	3,9
Frankreich . . .	2,7	1,6	4,2	4,3	5,2	5,2	5,8	6,0 ²
Großbritannien	3,8	2,2	5,0	5,6	6,0	5,7	5,5	5,5
Italien ³	8,2	4,0	3,5	6,8	7,1	7,1	7,4	7,4 ⁴
Belgien	6,3	3,7	8,7	9,8	11,0	9,9	11,1	11,0 ²
Niederlande . .	2,7	1,5	5,5	5,2	5,1	5,1	5,3	5,1 ²
Schweden	2,5	1,5	1,6	1,5	1,8	2,1	2,1	2,0
Schweiz	0,0	0,0	0,9	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4

¹ In Prozent der Erwerbspersonen im Zivilbereich (In Belgien der versicherten Erwerbspersonen). Saisonbereinigte Reihen, außer für Belgien, Schweden und die Schweiz. ² März. ³ Neue Reihe ab Dezember 1976. ⁴ Februar.

Geht man dieser Frage nach, so stößt man auf das wirtschaftspolitische Grundproblem des „trade-off“ zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation, dessen allgemeine Aussage darin besteht, daß die Behörden in ihrer globalen Nachfragesteuerung einen Kompromiß zwischen zwei erwünschten Zielen eingehen müssen. So kann eine Verringerung der Arbeitslosigkeit nur durch einen stärkeren Preisauftrieb erreicht werden, während eine Rückführung der Inflation allein über höhere Arbeitslosigkeit möglich ist. Wie die Graphik auf S. 52 zeigt, bestand offenbar in den sechziger Jahren in einer Vielzahl von Ländern ein solcher Zusammenhang. Seither, und insbesondere seit der Ölkrise von 1973/74, sahen sich die Länder jedoch im allgemeinen einem starken Preisauftrieb wie einer hohen Arbeitslosigkeit gegenüber.

Wie die Graphik zeigt, sind die Inflationsraten seit dem Rezessionstief von 1975 im allgemeinen zurückgegangen — mancherorts ganz erheblich. Interessanter-

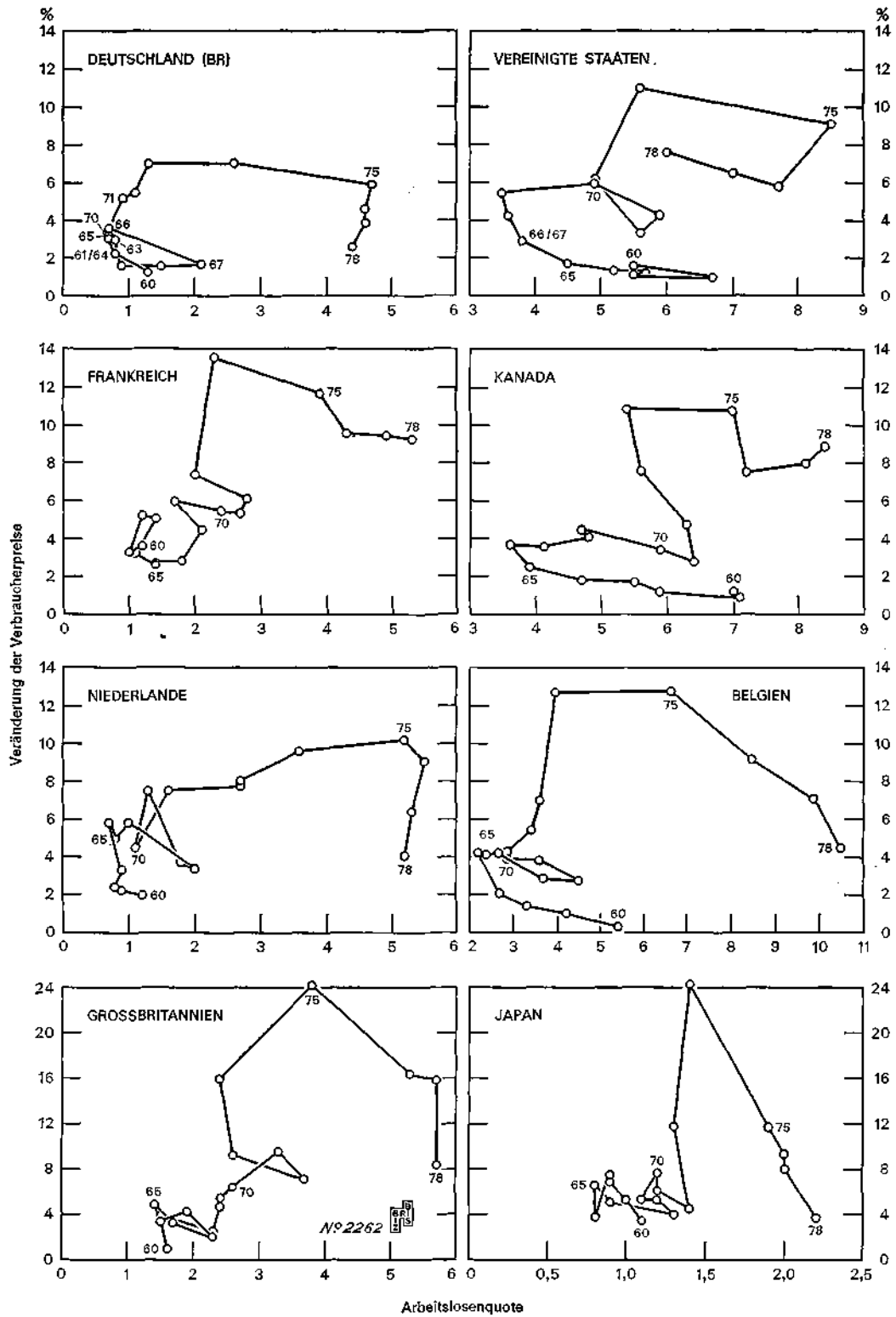
weise sind in den Ländern, deren Währungen gegenüber dem Dollar höher bewertet wurden, d.h. in Deutschland, der Schweiz, Japan, den Niederlanden und, in jüngerer Zeit, in Großbritannien, die Inflationsraten rasch gefallen, ohne daß sich der Stand der Arbeitslosigkeit nennenswert oder überhaupt veränderte. Man hätte erwarten können, daß sich die Löhne gegenüber einer stark nachlassenden Inflation relativ starr verhalten würden. Dies hätte zu höheren Realverdiensten geführt und möglicherweise die Nachfrage nach zusätzlichen Arbeitskräften gedämpft, mit der Folge höherer Arbeitslosigkeit. Statt dessen hielten sich, wie erwähnt, die Lohnanpassungen in den Aufwertungsländern in etwa im Rahmen der Preisbewegungen, so daß eine kurzfristige Zunahme der Arbeitslosigkeit zumeist vermieden werden konnte. In Frankreich und Belgien ging die Abschwächung des Preisauftriebs mit einer beträchtlichen Erhöhung der Arbeitslosenzahlen einher, was freilich teilweise auf strukturelle Probleme, wie sie etwa in der Stahl- und Textilindustrie bestehen, zurückzuführen sein dürfte.

Hat sich am traditionellen Verhältnis zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit etwas Wesentliches geändert? Und trifft es nunmehr zu, daß die Inflation selbst eine Ursache der Arbeitslosigkeit ist? Mögliche Antworten auf diese wichtigen Fragen sind in früheren Jahresberichten erörtert worden. Hier soll nur so viel gesagt werden, daß die Behörden sämtlicher Länder die Arbeitslosigkeit langfristig auf ein Minimum herabdrücken möchten, jedoch sehr unterschiedliche Auffassungen darüber vertreten, wie dieses Ziel erreicht werden kann. Beispielhaft für den einen Ansatz, der mit der These von der gegenläufigen Bewegung von Inflation und Arbeitslosigkeit übereinstimmt, ist die expansive Politik der USA während der vergangenen zwei bis drei Jahre. Die Arbeitslosigkeit hat sich im Endergebnis stark vermindert, die Kosten in Gestalt von mehr Inflation erwiesen sich jedoch als sehr viel höher als zuvor angenommen. Ein anderer Weg, der in Deutschland und Japan beschritten wurde, geht davon aus, daß die Zählung der Inflation eine Vorbedingung für die Rückkehr zu einem dauerhaften langfristigen Wachstum ist.

Sofern aus der Erfahrung der letzten Jahre, zu der auch die Inflationsfolgen des Aufschwungs in den USA gehören, Lehren zu ziehen sind, dann wohl jene, daß bei expansiven Maßnahmen behutsam vorzugehen ist. Ein Grund hierfür ist, daß sich strukturelle Einflüsse sowohl in der Industrie als auch am Arbeitsmarkt in den siebziger Jahren gewaltsam Geltung verschafft haben. Ein weiterer Grund besteht darin, daß die Akteure auf den Waren-, Arbeits- und Finanzmärkten inzwischen, da die Erwartungen feiner auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen abgestimmt sind, auf expansive Maßnahmen eher in einer Weise reagieren, die rasch zu einem Wiederaufleben der Inflation führt. Mit anderen Worten: die Märkte haben in den letzten Jahren hinsichtlich ihrer Preiserwartungen zunehmend empfindlich auf Veränderungen der Nachfragesteuerung reagiert, was es offenbar bis zu einem gewissen Grad erschwert, Marktreaktionen auf solche Veränderungen vorauszusagen.

Für den ersten Punkt gilt, daß die Gesamtarbeitslosenzahlen wohl nicht mehr als ein verlässlicher Gradmesser der allgemeinen Wirtschaftslage angesehen werden können. Vielerorts sind die Behörden der Auffassung, daß sich in ihnen großenteils eine strukturelle Arbeitslosigkeit niederschlägt, der mittels herkömmlicher Nachfrageanreize nicht beizukommen ist. In einigen Ländern sind Strukturprobleme in den Wirtschaftsbereichen aufgetreten, die einem rasch wachsenden Wettbewerb

Arbeitslosigkeit und Verbraucherpreise 1960-78 Jahresdurchschnitte



junger Industrien aus überseeischen Ländern ausgesetzt sind, wie auch in traditionellen Industriezweigen, die unter den Problemen einer weltweiten Überproduktion zu leiden haben. Diese Probleme, die in Industrien wie Stahl, Schiffsbau, Textilien und elektronische Geräte erkennbar sind, wurden oft noch kompliziert durch die regionale Begleiterscheinung einer mangelnden Mobilität der Arbeitskräfte. In zahlreichen Ländern entsprachen die angebotenen beruflichen Qualifikationen nicht dem Bedarf der Wirtschaft, wobei es sich als besonders schwierig erwies, die Beschäftigungslosigkeit unter den jugendlichen und weiblichen Arbeitskräften zu verringern. So erhöhte sich beispielsweise von 1973 bis 1977 der Anteil der Jugendlichen unter 25 Jahren an der Gesamtzahl der Arbeitslosen in Großbritannien (von 25 auf 46%), Belgien (von 22 auf 34%), den Niederlanden (von 29 auf 37%) und Deutschland (von 23 auf 29%), während er in den USA, in Kanada, Frankreich, Italien und Schweden mit 40–60% strukturell hoch blieb. Der Anteil arbeitsloser Frauen hat in Ländern wie Großbritannien, Italien und Kanada ebenfalls deutlich zugenommen. Hinzu kommt, daß die Unternehmen in Westeuropa — ganz anders als in den USA — nur zögernd zusätzliche Arbeitskräfte einstellten, da sie sich der starken Belastung bewußt waren, die sich hieraus im Zusammenhang mit der Garantie eines sicheren Arbeitsplatzes ungeachtet der wirtschaftlichen Lage ergeben könnte. Schließlich könnten mancherorts die Arbeitslosenquoten in gewissem Ausmaß durch Einflüsse der Arbeitslosenversicherung aufgebläht worden sein.

Was den zweiten Punkt angeht, so lag das Hauptproblem im Bereich der Kosten-Preis-Relationen. Nicht daß die nationalen Behörden die Arbeitslosigkeit als Mittel zur Inflationsbekämpfung betrachten, sie sehen aber keine Möglichkeit, die Nachfrage anzukurbeln, ohne gleichzeitig eine neue Lohn-Preis-Spirale in Gang zu setzen. Einige Länder haben versucht, diese Schwierigkeit mit Hilfe dieser oder jener Variante einer Einkommenspolitik zu überwinden; ihre Bemühungen waren jedoch nur teilweise erfolgreich. Was das jüngste Beispiel betrifft, die USA, so ist die Verwendung von freiwillig einzuhaltenden Lohn-Preis-Richtlinien offenbar auf Schwierigkeiten gestoßen, und ein Erfolg ist noch nicht abzusehen. In Großbritannien war die von 1975 bis 1978 in Kraft befindliche Einkommenspolitik recht erfolgreich; die Entwicklung seit dem vergangenen Sommer hat jedoch deutlich gemacht, wie schwierig es ist, die Rahmenbedingungen für eine solche Politik aufrechtzuerhalten und die Lohnleitlinien flexibel den veränderten Bedingungen anzupassen. Den vielleicht größten Erfolg verbuchten in letzter Zeit die Länder, die eine entschieden antiinflationäre Politik verfolgen konnten. In einigen dieser Länder, von denen Deutschland und Japan erneut als Beispiel genannt seien, haben die Behörden offenbar darauf hingewirkt, daß die Tarifverhandlungen mehr auf reale als auf nominale Lohnerhöhungen abstellten.

Auf welche Weise kann eine behutsame globale Nachfragesteuerung aller Voraussicht nach schließlich ein erneutes Wachstum bewirken? Jene Länder, die diesen Weg gegangen sind, gingen offenbar im wesentlichen von der Annahme allmählich nachlassender Inflationserwartungen und der Wiederherstellung einer vernünftigen Preis-Kosten-Relation aus. Dadurch würden sich die Unternehmenserträge verbessern und die Anlageinvestitionen zunehmen. Natürlich besteht keine Gewißheit, daß eine solche Strategie von Erfolg gekrönt ist. Im allgemeinen schien sie jedoch im letzten Jahr in einer Reihe von Ländern, darunter vor allem in Deutschland und Japan, aufzugehen. Ein Faktor, der hierzu beitrug, weitgehend unerwartet kam und

möglicherweise vorübergehender Natur ist, waren die aufwertungsbedingten Terms-of-trade-Gewinne. Grundsätzlicher betrachtet kommt es darauf an, wie sich die Arbeitsverdienste im Verhältnis zur Arbeitsproduktivität entwickeln.

Beschäftigung und Arbeitsproduktivität

	Gesamtbeschäftigung ¹					Arbeitsproduktivität ²					
	1974	1975	1976	1977	1978	1974	1975	1976	1977	1978	
	Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent										
USA	Gesamtwirtschaft	1,6	-1,3	3,1	3,4	4,1	-2,9	0,2	2,4	1,4	-0,2
	Verarbeitendes Gewerbe	-0,1	-8,6	3,7	3,4	3,5	1,5	1,0	4,7	1,6	2,4
Kanada	Gesamtwirtschaft	4,3	0,9	2,1	1,8	3,3	-0,7	0,5	3,4	0,8	0,1
	Verarbeitendes Gewerbe	3,0	-5,6	1,4	-1,4	1,0	1,9	1,0	3,4	5,5	3,6
Japan	Gesamtwirtschaft	-0,4	-0,3	0,9	1,4	1,2	-0,1	1,7	5,5	4,1	4,3
	Verarbeitendes Gewerbe	-0,5	-5,4	-2,7	-1,8	-3,0	1,3	-3,1	10,3	5,7	8,8
Großbritannien	Gesamtwirtschaft	0,4	-0,5	-0,7	0,5	0,1	-2,1	-1,2	4,3	0,8	3,2
	Verarbeitendes Gewerbe	0,6	-4,9	-3,2	1,5	-0,6	-1,4	1,1	5,3	-0,6	4,4
Frankreich . . .	Gesamtwirtschaft	0,8	-1,9	0,6	0,8	0,6	2,0	2,2	4,0	2,2	2,2
	Verarbeitendes Gewerbe	-2,6	-1,1	-1,1	0,8	-2,0	6,7	-5,1	11,2	3,5	4,9
Deutschland (BR)	Gesamtwirtschaft	-1,9	-3,4	-0,9	-0,2	0,6	2,3	1,5	6,0	3,0	2,5
	Verarbeitendes Gewerbe	-2,6	-6,7	-2,4	-0,8	-0,6	3,0	4,9	8,7	2,6	2,8
Italien	Gesamtwirtschaft	2,2	0,6	0,6	1,0	0,4	2,0	-4,0	5,1	0,7	1,9
	Verarbeitendes Gewerbe	2,9	0,2	-1,2	-5,8	-1,0	0,9	-3,9	6,8	5,7	3,0

¹ Frankreich und Italien: nur Zivilbeschäftigte. geleisteten Arbeitsstunden.

² Beim verarbeitenden Gewerbe bereinigt um die Anzahl der

Wie in Kapitel II ausgeführt, waren die gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinne in einer Reihe von Ländern in den letzten Jahren enttäuschend gering. So hat sich die allgemeine Arbeitsproduktivität in den USA und Kanada seit 1973 im Durchschnitt nur unbedeutend erhöht, während die Gesamtzahl der Erwerbstätigen ungewöhnlich stark anstieg. In anderen Ländern, insbesondere in Deutschland, Frankreich und Japan, war der Produktivitätszuwachs in der Gesamtwirtschaft eindrucksvoller, wenn sich auch die Zahl der Erwerbstätigen sehr viel weniger erhöhte. Betrachtet man indessen allein die Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Gewerbe, bereinigt um die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden, so ändert sich das Bild merklich. Im allgemeinen sind dort die Produktivitätsgewinne als höher, zuweilen sogar sehr viel höher, anzusehen und gingen gewöhnlich Hand in Hand mit einer ausgeprägten Abwanderung von Arbeitskräften von der gewerblichen Wirtschaft in andere Sektoren, vor allem zum Dienstleistungsgewerbe. Wegen des Fehlens hinreichend vergleichbarer Preisindizes für gewerbliche Güter ist es schwierig, genauere Ausführungen darüber zu machen, welche Folgen diese Entwicklung auf die Ertragssituation hatte. Grobe Vergleiche mit der Veränderung der realen Arbeitsverdienste in der Industrie (d.h. der Nominalverdienste bereinigt um den Anstieg der Verbraucherpreise) lassen allerdings eindeutig erkennen, daß die Ertragslage in der Industrie im letzten Jahr in zahlreichen Ländern, außer wohl in Italien und Großbritannien, weiter günstig war bzw. sich verbessert hat.

Einige Folgerungen aus den Entwicklungen der jüngeren Zeit

Die Vorgänge der vergangenen ein bis zwei Jahre haben neue Einsichten in den Inflationsprozeß, den internationalen Transmissionsmechanismus und das Problem wirtschaftspolitischer Koordinierung zwischen den Ländern gebracht.

Auf einzelstaatlicher Ebene waren die Erfahrungen der USA besonders aufschlußreich. Die Ereignisse haben gezeigt, daß ein Land, insbesondere ein Hauptreservewährungsland, nicht mit Hilfe floatender Wechselkurse einen unabhängigen binnenwirtschaftlichen Kurs steuern kann, ohne daß es zu negativen außenwirtschaftlichen Rückwirkungen kommt. Die relativ kräftige Inlandsnachfrage in den USA, die mit dem Wiederaufleben einer „hausgemachten“ Inflation einherging, wirkte über den Dollarverfall auf eine bereits überhitzte Konjunktur stark inflationär zurück. Hieraus folgt, daß die US-Wirtschaft trotz der günstigen allgemeineren Auswirkungen, die von ihrer vorherigen „Lokomotiv-Rolle“ ausgingen, nicht mehr in der Lage sein dürfte, die Inlandsnachfrage auf einem bedeutend höheren Niveau zu halten als andernorts. Ob hierin eine fundamentale Schwäche des Systems flexibler Wechselkurse besteht, ist noch nicht geklärt. Entscheidend wird sein, ob es den anderen großen Industrieländern gelingt, ihr Wirtschaftswachstum in stärkerem Maße als in der Vergangenheit unabhängig zu verwirklichen.

Was die anderen Länder betrifft, war es ermutigend festzustellen, wie erfolgreich jene, die einen verhalten expansiven Kurs verfolgten, die Inflation und — wie zu hoffen ist — auch die Inflationserwartungen weiter zurückführen konnten. Zugegeben, die Aufwertungsländer erzielten hierbei die größten Erfolge; der dadurch erreichte günstige Einfluß auf die Inlandspreise kommt indessen nicht allen Ländern und keinem auf unbegrenzte Zeit zugute. Interessanterweise haben es die USA selbst den anderen Ländern durch ihre sprunghaft gestiegene Inflation und ein hohes Außenhandelsdefizit erleichtert, deren eigene Inflationsraten über Währungsaufwertungen zu senken. Aber ebenso wie die Wechselkurse können auch die Inflationsunterschiede „über das Ziel hinausschießen“. In der Tat wird die seit Ende 1978 zu beobachtende größere Wechselkursstabilität die Grundtendenz im Preisverhalten der Hartwährungsländer deutlicher zum Vorschein bringen.

Es wäre freilich falsch, die Preisentwicklung in zu engem Zusammenhang mit den Wechselkursbewegungen zu sehen. Zum einen haben eine Reihe anderer Länder — wie Finnland, Norwegen und Schweden — beträchtliche Fortschritte im Kampf gegen die Teuerung erzielt, obwohl sie zuweilen gewisse Währungsabwertungen hinnehmen mußten. Zum andern wirkt sich eine Höherbewertung der Währung nur vorübergehend positiv an der Preisfront aus, sofern die Preisvorteile nicht auch die Lohnentwicklung günstig beeinflussen. Diesbezüglich haben eine Reihe von Ländern — mit steigendem Außenwert ihrer Währung oder auf andere Weise — Erfolge bei der Dämpfung des Preisanstiegs wie der nominalen Lohnzuwächse erzielt. Die schwache Nachfrage nach Arbeitskräften mag dazu beigetragen haben, aber ebenso die hartnäckigen Bemühungen der Behörden, auf vernünftige Lohnabschlüsse hinzuwirken. Den stärksten Rückschlag gab es in Großbritannien, aber auch in Frankreich und Italien verharteten die nominalen Lohnsteigerungen auf einem hohen Niveau.

Eine weitere Erkenntnis ist, daß empfindliche Reaktionsmechanismen sozusagen bereits im Lohn-Preis-Gefüge verankert sind, sei es in Form faktischer oder formeller Indexierungsvereinbarungen oder einer Anpassung des Verhaltens an die bisher gemachten Erfahrungen. So wie die Lohnentwicklung recht flexibel auf nachlassende Preissteigerungen reagiert hat, könnte rasch die umgekehrte Entwicklung einsetzen, sollte sich die Inflation erneut beschleunigen. Höhere Inflationsraten können

auch die bestehende Lohnstruktur aus den Angeln heben und ein aggressiveres Verhalten bei den Lohnverhandlungen begünstigen. Hinzu kommt, daß der Inflationsprozeß von heute eine Dynamik entfaltet, die es sehr erschwert, die Teuerung innerhalb kürzerer Zeit nachhaltig auf einen dauerhaft annehmbaren Stand zu drücken. Auch hier haben die in den USA während der vergangenen zwei Jahre gemachten Erfahrungen die zuvor in diesem Zusammenhang geäußerten Befürchtungen voll bestätigt. Kein Wunder also, daß die Behörden in zahlreichen Ländern besonders wachsam gegenüber einem Wiederaufflackern der Inflation sind und bereit, rasch zu reagieren. Verschärfte Wachsamkeit mag dort anzutreffen sein, wo der Preisauftrieb über eine Währungsaufwertung rasch vermindert werden konnte und daher ein gewisser Umschwung zu einem stärkeren Inflationstrend befürchtet wird.

Die Erfahrungen der letzten Zeit bestärken auch die Ansicht jener, die den Problemen der „Angebotsseite“ zunehmendes Gewicht beimessen. Aus einer Reihe von Gründen struktureller Natur dürfte es erheblich weniger Überschußkapazitäten und effektive Arbeitslosigkeit geben, als es die herkömmlichen statistischen Gesamtgrößen nahelegen. Zu den hier wirkenden Faktoren gehörten Veränderungen der relativen Preise (insbesondere für Energie), ein niedriger Zuwachs der Anlageinvestitionen in den siebziger Jahren und eine geringe, zum Teil auf ein langsames Wirtschaftswachstum zurückzuführende Mobilität der Arbeitskräfte. Hinzu kommt, daß die Unternehmen aufgrund der ungewissen Entwicklung der Kosten-Preis-Relationen und wegen der mitunter hohen Reallöhne mit der Einstellung zusätzlicher Arbeitskräfte hintanhielten. Es muß auch daran erinnert werden, daß die lange Zeit währenden hohen Inflationsraten ihre eigenen Verwerfungen geschaffen haben und eine ausgedehnte Phase der Preisabschwächung, wie verhalten sie auch gewesen sein mag, diese hat zutage treten lassen.

Auf internationaler Ebene scheint auch die mangelnde Elastizität des Angebots gegenwärtig ein bedeutender Hemmschuh zu sein. Wie weiter oben ausgeführt, hat die im letzten Sommer in Westeuropa neu einsetzende Erholung von Nachfrage und Produktion — bei gleichzeitig weiter zunehmender Nachfrage in Nordamerika und Japan — offenbar zum seither starken Anstieg der Rohstoffpreise an den Weltmärkten und sogar zu höheren Ölpreisen beigetragen. Gewisse Veränderungen der allgemeinen Nachfragebedingungen, die möglicherweise von einer Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den USA ausgehen, könnten dieses Bild ändern; global gesehen sind die Aussichten jedoch nicht günstig. Offenbar können die Industriestaaten zusammengenommen kein sehr schnelles Wachstum mehr erreichen, ohne dadurch einen Preisschub auf den internationalen Rohstoffmärkten auszulösen.

Sowohl aus außen- wie binnenwirtschaftlichen Gründen könnten daher die Industrieländer gezwungen sein, sich mit niedrigeren Wachstumsraten als früher abzufinden. Um plötzliche starke Wechselkursänderungen zu vermeiden, müßte zudem dieses Wachstum, oder genauer: dieser Grad der Nachfragedynamik und der Kapazitätsauslastung, gleichförmiger sein, als es in letzter Zeit der Fall war. Schließlich sollten die Länder auf die „Angebotsseite“ zielende Programme zur Förderung der Investitionen, Erhöhung der Arbeitskräftemobilität und Beseitigung struktureller Ungleichgewichte vorantreiben.

IV. INLÄNDISCHE GELD- UND KREDITENTWICKLUNG UND -POLITIK

Die monetäre und finanzielle Entwicklung in den Industrieländern war im vergangenen Jahr geprägt durch die bereits in früheren Kapiteln erörterten abweichenden Konjunkturverläufe. Mittelfristig zielte die Geldpolitik zumeist immer noch darauf ab, mit einem allmählich verringerten monetären Wachstum und/oder einer Stützung der Landeswährung an den Devisenmärkten zu einer Abschwächung des Preisaufriffs beizutragen. Dagegen ließ die Geldpolitik der USA letzten Endes der rasch wachsenden Kreditgewährung und dem kräftigen Wirtschaftsaufschwung freien Lauf. Der US-Dollar erlitt infolgedessen einen starken Kursverlust, und Währungsaufwertungen begannen den noch immer schwachen Aufschwung in zahlreichen anderen Ländern ernsthaft zu bedrohen. Im Zusammenhang mit umfangreichen Devisenmarktinterventionen beschleunigte sich das Geldmengenwachstum in Deutschland, Japan und der Schweiz.

Die Lage änderte sich nach dem November, als ein weiterer bedeutender Zinsauftrieb in den USA zu einer Stärkung des Dollars beitrug und die Vorbedingungen für einen mancherorts gemäßigt restriktiven Kurs der Geldpolitik schuf. Anfang 1979 war die sich beschleunigende Inflation bereits in der Mehrzahl der Industriestaaten zu einer Hauptsorge der Währungsbehörden geworden.

Monetäre Entwicklungen und geldpolitische Probleme

Die monetären Gesamtgrößen. Seit Beginn der siebziger Jahre hat sich das Tempo des monetären Wachstums in den meisten Industrieländern beträchtlich verlangsamt. Dies wird am deutlichsten in den weit definierten monetären Gesamtgrößen, die

Wachstumsraten der Geldmenge

	Geldmenge in enger Abgrenzung (M1)						Geldmenge in weiter Abgrenzung ¹					
	Durchschnittswerte ²			Quartalsdurchschnitt gegenüber Vorjahr			Durchschnittswerte ²			Quartalsdurchschnitt gegenüber Vorjahr		
	1966-69	1970-73	1974-77	1976 IV	1977 IV	1978 IV	1966-69	1970-73	1974-77	1976 IV	1977 IV	1978 IV
	Prozent											
USA	5,2	6,5	5,8	5,8	7,9	7,3	7,0	9,6	9,2	10,9	9,8	9,5
Japan	16,0	22,1	10,6	14,6	6,0	12,3	16,5	20,8	12,6	14,2	10,6	12,6
Deutschland (BR)	6,4	8,6	10,7	6,4	10,5	13,5	10,6	11,2	9,2	9,7	10,3	11,3
Frankreich	5,1	10,4	11,6	10,7	9,4	11,9	10,7	15,9	15,3	14,2	13,0	12,8
Großbritannien	2,8	9,6	15,4	13,5	19,1	15,0	5,6	18,2	8,7	10,6	7,0	13,6
Italien	13,9	21,3	16,3	21,6	20,9	25,3	12,7	17,3	20,4	21,5	20,9	23,1
Kanada	6,8	11,7	9,9	2,5	10,5	11,1	9,8	12,0	14,6	12,7	12,2	12,5
Belgien	4,8	10,7	8,5	8,2	9,1	8,8	8,3	12,8	11,0	12,6	8,3	9,7
Niederlande	8,0	11,2	12,8	7,2	14,4	3,4	10,1	13,2	12,8	21,3	6,4	5,5
Schweden	8,8	10,6	13,3	8,6	11,3	15,2	.	10,1	9,1	6,9	8,1	16,3
Schweiz	5,8	9,4	4,5	7,5	5,1	22,5	9,2	6,9	4,1	1,9	6,9	7,7

¹ Deutschland: M3; Großbritannien: Sterling-M3; übrige Länder: M2. auf der Basis von Durchschnittswerten des vierten Quartals.

² Jahresdurchschnittliche Wachstumsraten

im allgemeinen Schwankungen lediglich aufgrund von Änderungen der Zinsstruktur weniger unterworfen sind als die engen Geldmengenabgrenzungen. Wie die Tabelle auf S. 57 zeigt, war das Wachstum der weit definierten Geldmenge im Zeitraum 1974-77 mit Ausnahme Italiens und Kanadas in allen Industrieländern niedriger als in den Jahren 1970-73.

In dieser Entwicklung schlägt sich großenteils die Tatsache nieder, daß in einer Vielzahl von Ländern Anfang der siebziger Jahre als Folge der Erfahrungen mit der kräftigen Inflation gezielt Anstrengungen zur Stabilisierung und Begrenzung des monetären Wachstums unternommen wurden. Bis zum Sommer 1978 waren in acht Ländern der Zehnergruppe sowie in der Schweiz Zielgrößen für das Wachstum der monetären Gesamtgrößen eingeführt und veröffentlicht worden, wodurch man im allgemeinen zu verringerten Inflationserwartungen beitragen und den bereits erzielten Fortschritt bei der Eindämmung des Preisauftriebs festigen wollte. Aus technischen und institutionellen Gründen wichen die geldpolitischen Zielgrößen natürlich von Land zu Land stark voneinander ab. Andere Länder waren demgegenüber weiterhin der Auffassung, ihren Stabilisierungsbemühungen werde besser durch die Betonung der Zinssätze und Wechselkurse Rechnung getragen.

Gemessen an früheren Standards war das Geldmengenwachstum zu Beginn der siebziger Jahre ungewöhnlich stark, und im großen und ganzen ist es weiterhin recht kräftig. Vielfach ist dies aber insgesamt mit der Auffassung vereinbar, das monetäre Wachstum dürfe nur schrittweise begrenzt werden, um Störungen des Wirtschaftsablaufs zu vermeiden. Bis zu einem gewissen Grade entspricht der bisher hohe Geldmengenwachstum in Ländern wie Frankreich, Großbritannien und Kanada einem derartigen stufenweisen Vorgehen. Beunruhigender ist dagegen die Tatsache, daß die Geldmengenexpansion in den USA 1976 und 1977 kaum unterhalb ihres Rekordzuwachses zu Beginn der siebziger Jahre lag, während sich damals in Deutschland und Japan die Zuwachsraten der Geldmenge in weiter Abgrenzung beträchtlich vermindert hatten. Im vergangenen Jahr wurde freilich die günstige Entwicklung in diesen Ländern großenteils durch die Ereignisse auf den Devisenmärkten unterbrochen, die zu einer erneuten Beschleunigung der monetären Expansion führten.

Die Länder nahmen bei ihren Bemühungen, das Geldmengenwachstum zu drosseln, auf drei wichtige Überlegungen Rücksicht: Die erste bestand in dem Wunsch, einen Zinsauftrieb zu vermeiden, der den Aufschwung der Binnenwirtschaft aufs Spiel setzen könnte. Hierdurch entstand das wohlbekanntes Dilemma, dem sich die US-Behörden 1976-78 gegenübersehen und das auch in Deutschland zunehmend ins Gewicht fiel. Zweitens zögerte man, eine übermäßige Aufwertung in Kauf zu nehmen, die insbesondere aufgrund ihrer Auswirkungen auf den Export zugleich die inländische Wirtschaftstätigkeit abgeschwächt hätte. Mit diesem Problem hatten sich die deutschen und schweizerischen Behörden im vergangenen Jahr in einer zugespitzten Form auseinandersetzen, aber auch in Großbritannien trat es von Zeit zu Zeit auf. Drittens war man sich der rein technischen Schwierigkeiten bewußt, die mit der Festlegung und Verwirklichung geldpolitischer Ziele verbunden waren. Hierbei bestanden zwei der im vergangenen Jahr hauptsächlich zu bewältigenden Schwierigkeiten in starken internationalen Umschichtungen der Währungsportefeuilles sowie darin, daß die Märkte für Staatspapiere destabilisierend auf kurzfristige oder zufällige Abweichungen des monetären Wachstums vom Zielpfad reagierten.

Entwicklung der Zinssätze. In den USA zogen die nominalen Geldmarktzinsen und die Leitzinssätze der Banken im vergangenen Jahr recht stark an, wobei die letztgenannten Sätze von 8% im März 1978 auf 11¾% im Jahr darauf stiegen. Demgegenüber gingen diese Zinsen zum Jahresbeginn 1978 in Deutschland und Japan leicht zurück und blieben dann praktisch stabil bis zum Frühjahr 1979, als Anhebungen der Diskontsätze in beiden Ländern zu einem mäßigen Anstieg beitrugen. Auffallend ist freilich, daß sich der Zinsauftrieb in den USA so stark auf das Jahresende 1978 konzentrierte, als die Talfahrt des Dollars bereits abgeschlossen war. Bis dahin hatte die Federal Reserve versucht, den Zinsanstieg durch Offenmarktoperationen zu bremsen, und zwar obwohl die Wachstumsrate der Geldmenge in enger Abgrenzung die Obergrenze des von den Währungsbehörden festgelegten Zielkorridors ständig überschritt. Überdies folgten hier Anpassungen der Diskontsätze im allgemeinen den steigenden Marktzinsen, statt ihnen voranzugehen.

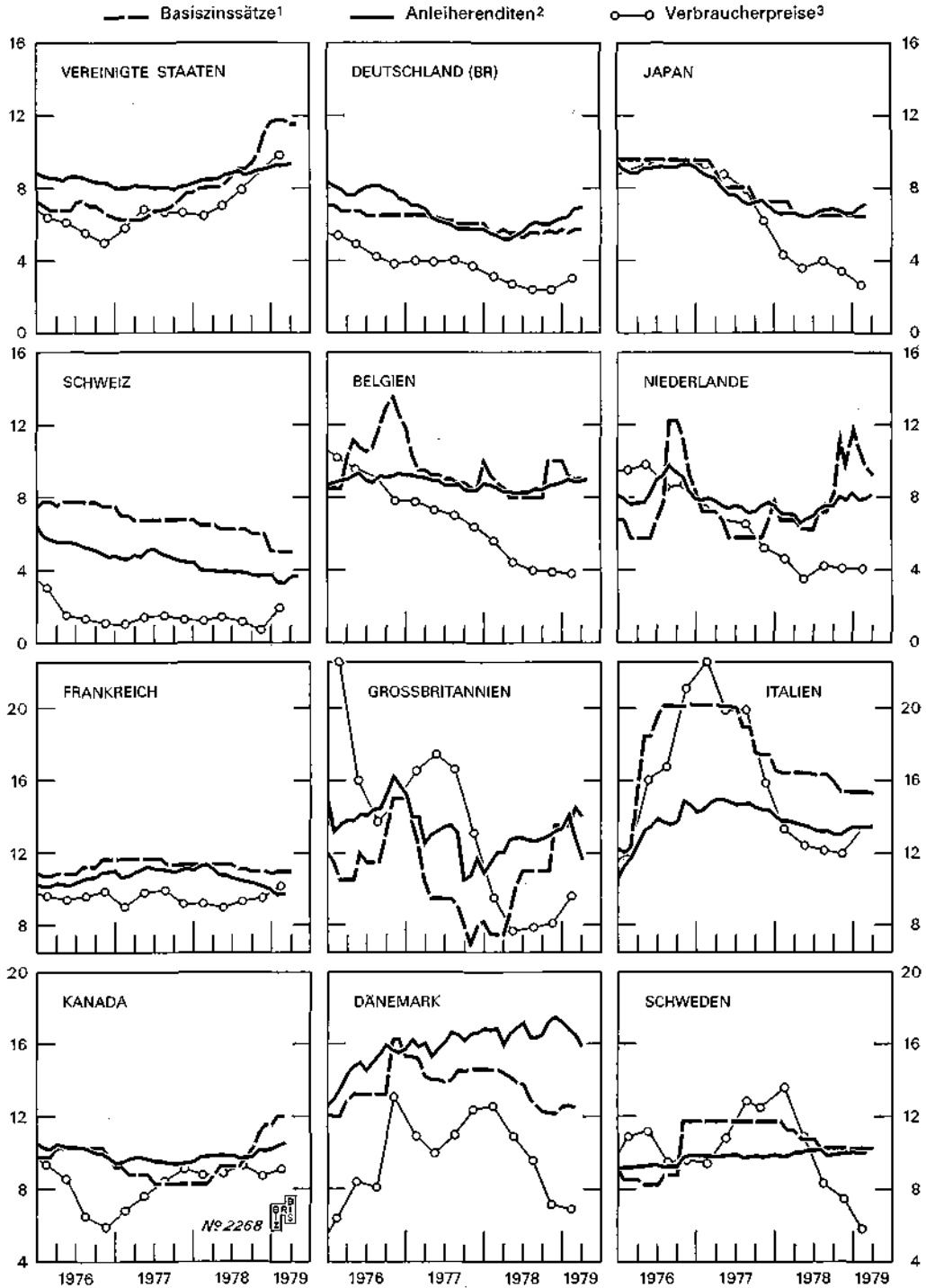
Interessant ist auch ein Vergleich der Leitzinssätze mit den Inflationsraten der betreffenden Länder. In den USA hat sich bis November anscheinend die Spanne verringert, mit der die Leitzinsen die Inflationsrate übertrafen, während sie sich in Deutschland und Japan vergrößert hat. Eine Entwicklung in Richtung weiterhin relativ niedriger „Realzinsen“ ist in den USA auch am Kapitalmarkt festzustellen.

Die nominalen Anleiherenditen erhöhten sich in Japan im Sommer und Herbst 1978 allmählich und stiegen in Deutschland von März 1978 bis März 1979 sogar um gut 1½ Prozentpunkte — ein absolut stärkerer Anstieg als bei den Renditen in den USA während desselben Zeitraums. Zwar haben die Währungsbehörden zumindest in Ländern mit großen Kapitalmärkten vermutlich nur begrenzte Möglichkeiten, diese Zinsen direkt zu beeinflussen, und die abweichende Entwicklung der „realen“ Anleiherenditen drückte möglicherweise einfach die Erwartungen der Marktteilnehmer aus, daß sich die Inflationsraten längerfristig einander annähern würden. Doch erscheint es wenig plausibel, den Anstieg der Renditen in Deutschland ausschließlich auf diesen Faktor zurückzuführen. Zumindest bis Anfang 1979 gab der Anstieg des Kapitalzinses die Bestrebungen der dortigen Behörden, den binnenwirtschaftlichen Erholungsprozeß zu verstärken und den Druck auf die D-Mark abzuwehren, wohl kaum zutreffend wieder. Die Steuerung der Bankenliquidität wurde 1978 zumeist recht großzügig gehandhabt. Auf den Märkten lastete dagegen der hohe staatliche Kreditbedarf, der mit einer kräftigeren privaten Kreditnachfrage zusammentraf. In der Schweiz gingen die Anleiherenditen zurück, blieben jedoch — wie in Deutschland und Japan — im Vergleich zur Inflationsrate recht hoch.

In Großbritannien zogen sowohl die kurz- wie die langfristigen Zinsen im Jahresverlauf 1978 kräftig an. Die Hauptursachen hierfür waren die sich verschlechternden Aussichten auf stabile Löhne und Preise sowie die Tatsache, daß die Behörden den Zinsauftrieb förderten, um sicherzustellen, daß genügend Staatspapiere beim Publikum untergebracht werden konnten und damit die monetäre Expansion im Rahmen der vorgegebenen Ziele gehalten werden konnte. Anfang 1979 wurde diese Entwicklung jedoch stark nach unten korrigiert, als sich die Aussichten für das Pfund Sterling und für die Steuerung der Geldversorgung verbesserten.

In den meisten übrigen europäischen Ländern waren die Zinsänderungen im vergangenen Jahr mehr oder minder stark mit den Entwicklungen auf den Devisenmärkten verknüpft. So gingen die Geldmarktzinsen und die Leitzinsen der Banken

Leitzinsen, Anleiherenditen und Änderungen der Verbraucherpreise



¹ Mindestsatz, der von Geschäftsbanken für Kassenkredite an erste Adressen gefordert wird. (Dänemark: durchschnittlicher Satz für Ausleihungen; Deutschland: Untergrenze der Spanne für große Kontokorrentkredite.) ² Ausgewählte typische Zinssätze (USA: Aaa-Unternehmensschuldverschreibungen; Dänemark: hauptsächlich Pfandbriefe; Schweden: Industrielkredite; Belgien, die Niederlande und Großbritannien: Staatsschuldverschreibungen; andere Länder: verschiedene andere öffentliche Anleihen). ³ Veränderung gegen Vorjahr auf der Basis von Quartalsdurchschnitten.

in Frankreich, Italien und Dänemark zurück, wenn sie auch in den beiden zuletzt genannten Ländern weiterhin relativ hoch waren. Andererseits stiegen die Zinsen in Belgien und den Niederlanden im Herbst eine Zeitlang sehr stark, als das stabile Kursverhältnis dieser Währungen gegenüber der D-Mark wieder einmal auf den Devisenmärkten auf die Probe gestellt wurde. Die Anleiherenditen gingen in Frankreich etwas zurück und blieben in Italien praktisch unverändert, zogen jedoch — offensichtlich in Übereinstimmung mit dem Trend in Deutschland — in Belgien und den Niederlanden an. Anfang 1979 näherten sich die Nominalrenditen in jenen Ländern einander an, die ihre Währungen im Rahmen des Europäischen Währungssystems aneinanderbanden. Die Tatsache, daß die Anleiherenditen in fast allen diesen Ländern den inländischen Verbraucherpreisanstieg weiterhin deutlich übertrafen, mag zum Teil auf Marktkräfte zurückzuführen sein; im allgemeinen schlug sich hierin aber auch die bewußte und zuweilen von früheren unangenehmen Erfahrungen geleitete Absicht der Behörden nieder, sicherzustellen, daß die außenwirtschaftliche Flanke abgeschirmt wurde.

USA: wirtschaftspolitische Prioritäten und Geldmengensteuerung

Von Anfang 1975 bis zum November 1978 schien die Geldpolitik der USA hauptsächlich auf eine weitere Stützung des Wachstums und eine Verringerung der Arbeitslosigkeit gerichtet zu sein. Wenn auch die Zielbänder für das Geldmengenwachstum allmählich zurückgenommen wurden, so wuchsen die Gesamtgrößen doch weiterhin recht kräftig, was dazu führte, daß die enggefaßte Geldmenge bedeutend über das Ziel hinausschoß. Dies mag zu dem sich verstärkenden Eindruck beigetragen haben, daß die US-Behörden der Verringerung der Inflation und des Zahlungsbilanzdefizits zu wenig Bedeutung beimäßen.

Die Stabilisierungsmaßnahmen vom 1. November 1978 kamen keineswegs zu früh; sie dürften jedoch insbesondere im Hinblick auf die internationale Stellung des Dollars einen Neubeginn der Politik der USA markieren. Nunmehr rückten ganz deutlich die außenwirtschaftlichen Wirkungen dieser Politik sowie die inländischen Inflationsfolgen außenwirtschaftlicher Entwicklungen stärker in den Vordergrund.

Diese Gewichtsverschiebung gab allerdings Anlaß zu einer neuen Besorgnis: Wie war die Geldpolitik einzusetzen, damit sie zu einer entscheidenden Verlangsamung der Inflation beitrug, ohne hierdurch eine Rezession auszulösen? Das Problem besteht nicht einfach darin, wie entschieden die Behörden auftreten; es ergibt sich auch aus fortwährenden institutionellen Änderungen, die eine Messung und Dosierung der monetären Expansion erschweren.

Das Steuerungsproblem resultiert teilweise daraus, daß die beschleunigte Inflation ebenso wie höhere Nominalzinssätze den privaten Sektor veranlaßt haben, seine Bemühungen zur Einsparung nicht genutzter Bargeldbestände zu verdoppeln. Zudem haben eine Vielzahl institutioneller Änderungen und neuer Regelungen die relative Attraktivität verschiedener Arten von Einlagen bei Banken und anderen Instituten verschoben sowie das Wachstum von Geldmarktfonds gefördert. Längerfristig führen derartige Änderungen nur zu einer trendmäßig höheren Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge in enger Abgrenzung. Kurzfristig verwischen sie dagegen den Unterschied zwischen alternativen Geldmengenkonzepten und erschweren eine auf

die Steuerung der Geldversorgung gerichtete Politik. Ein weiteres, nicht auf die USA beschränktes Problem liegt darin, daß auch die Spar- und Investitionsneigung anscheinend unerwartet stark schwankten.

Worin die Zwischenziele der Geldpolitik bestehen sollten, hängt von der relativen Stabilität monetärer und realer Verhaltensweisen ab. Es ist allgemein unbestritten, daß eine Geldmengensteuerung offenbar bessere wirtschaftliche Ergebnisse als eine Steuerung der Zinssätze ermöglicht, sofern unter den gegebenen Voraussetzungen monetäre Verhaltensweisen — insbesondere die Geldnachfrage — stabiler und genauer prognostizierbar sind als das Spar- und Ausgabeverhalten. Die umgekehrte Feststellung trifft natürlich zu, falls monetäre Beziehungen weniger stabil als Ausgabenrelationen sind. Es gibt keine einfache Regel, wonach unter allen Umständen eine Orientierung an Geldmengenzielen vorzuziehen wäre. Dennoch haben die für die siebziger Jahre charakteristischen hohen und stark schwankenden Inflationsraten geldpolitische Strategien, die sich an den nominalen Zinssätzen ausrichten, besonders erschüttert. Es ist schwieriger geworden, das reale Zinsniveau festzustellen, das die realen Spar-, Konsum- und Investitionsentscheidungen primär bestimmt.

Die US-Währungsbehörden waren freilich in den vergangenen Jahren mit manchen weiteren Unsicherheiten bei der technischen Handhabung konfrontiert. So hat eine stark wachsende Zahl geänderter Regelungen und Neuerungen hinsichtlich der Geldmenge die Unterschiede zwischen nichtverzinslichen Sichteinlagen einerseits und verzinslichen Termin- und Spareinlagen andererseits eingeebnet. Einige dieser Änderungen — wie z.B. seit 1972 die Einführung sogenannter NOW-Konten (negotiable orders of withdrawal) bei Sparkassen wie auch die Zulassung von Sichtguthaben bei Spar- und Bausparkassen — ließen Einlagen entstehen, die gewöhnliche Sichtguthaben bei Geschäftsbanken ohne weiteres substituieren. Zudem erhielten diese Einlagen dadurch zusätzliche Liquiditätseigenschaften, daß die Möglichkeit geschaffen wurde, ohne vorherige Kündigung Überweisungen von Sparkonten auf Sichtguthaben bei den Geschäftsbanken vorzunehmen, wie auch aufgrund der Tatsache, daß den Regierungsstellen und Unternehmen Sparkonten bei den Geschäftsbanken offenstanden. Weitere gesetzliche Änderungen gaben 1978 den Geschäftsbanken die Möglichkeit, automatische Überweisungen zwischen Spar- und Sichtguthaben vorzunehmen; allerdings wird die Rechtswirksamkeit dieser Veränderungen noch geprüft. Als Ergebnis dieser und anderer Änderungen ist der Unterschied zwischen Spar- und Sichtguthaben in der Tat nur noch sehr gering.

Weitere gesetzliche Neuregelungen beeinflussten auch die Wirkungen, die von geldpolitisch bedingten Zinsänderungen auf die Finanzströme und die Wirtschaft ausgehen. Mitte 1978 erhielten die Geschäftsbanken und Sparkassen die Möglichkeit, Geldmarktzertifikate mit einer Laufzeit von sechs Monaten in einer Stückelung anzubieten, die für die auf Zinsunterschiede reagierenden Inhaber von Sparguthaben attraktiv war. Die neuen Zertifikate sollten vor allem dazu beitragen, den Wohnungsbau Markt gegenüber einem sich vermindernenden Aufkommen aus Hypothekarkrediten abzuschirmen. Derartige Maßnahmen erschweren es aber gleichzeitig den Währungsbehörden, die Gesamtnachfrage durch eine Beschränkung der für die Kreditinstitute verfügbaren Mittel zu verringern. Ein stärkerer Rückgriff darauf, die Kreditgewährung der Geschäftsbanken und Sparkassen über den Zinsmechanismus statt mit Hilfe

der aus Zinsobergrenzen für Einlagen resultierenden quantitativen Beschränkungen zu steuern, hätte wohl die Auswirkungen gegebener Zinssteigerungen auf die gesamten Kreditströme und die Gesamtnachfrage verändert.

Die Geldmengensteuerung mag zudem auch dadurch beeinträchtigt worden sein, daß die Geschäftsbanken gewisse Techniken zur Beeinflussung ihrer Passiva verwendeten und sich in wachsendem Umfang auf Verbindlichkeiten außerhalb des Einlagengeschäfts stützten. So könnten sich die statistisch erfaßten Sichtguthaben insbesondere durch Rückkaufsvereinbarungen bei Wertpapieren verringert haben, wobei eine Bank ein in ihrem Portefeuille befindliches Wertpapier an Nichtbanken mit der Zusicherung verkauft, es zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurückzuerwerben. Die wachsende Bedeutung derartiger Rückkaufsvereinbarungen ging unlängst auch aus dem Antrag hervor, diese den Mindestreservebestimmungen zu unterwerfen. Die immer effizientere Nutzung von Sichtguthaben durch Unternehmen, die über eine elektronische Datenverarbeitung verfügen, scheint ebenfalls zeitweise dazu beigetragen zu haben, daß sich das statistisch erfaßte Geldmengenwachstum unter dem vergleichbarer früherer Aufschwungsphasen bewegte.

Die Probleme der Geldmengensteuerung sind möglicherweise auch durch die schrumpfende Mitgliederzahl des Federal Reserve System verschärft worden. Geschäftsbanken außerhalb des Federal Reserve System sind nämlich niedrigeren Mindestreserveanforderungen als jene innerhalb dieses Systems unterworfen, und vielfach können ihre Reserven in verzinslicher Form gehalten werden.

Wenn auch diese vielfältigen technischen und institutionellen Faktoren gebührend berücksichtigt werden müssen, so trifft es doch sicher zu, daß die US-Währungsbehörden bis Ende 1978 mehr Gewicht auf eine weitere Stützung des wirtschaftlichen Wachstums als auf eine Verringerung der Inflation legten. Einerseits haben die institutionellen Änderungen zwangsläufig einige der Wirkungsmechanismen einer Kreditrationierung — insbesondere auf dem Wohnungsbaumarkt — beseitigt, die im allgemeinen ein verlässliches Element einer wirklichen Beschränkung des monetären Wachstums darstellten. Da eine Begrenzung der Geldmengenexpansion zum anderen nunmehr stärker vom Zinsniveau abhängt, herrschte eine große Unsicherheit darüber, wie hoch die Zinssätze getrieben werden müßten, um den gewünschten Restriktionsgrad zu erreichen. Sicher ist lediglich, daß es keine „Kreditklemme“ der Art wie in den sechziger Jahren gab, wenn auch die Nominalzinsen gegenwärtig als relativ hoch angesehen werden. Anscheinend nehmen die Währungsbehörden an, daß die Aufrechterhaltung der Zinsen etwa auf diesem Niveau zu einer allmählichen Konjunkturabschwächung — einer „weichen Landung“ — beiträgt.

Devisenmarktprobleme und Geldpolitik

Die Entwicklung in den USA stellte im vergangenen Jahr die anderen Länder vor das zentrale Problem, in ihrer Geldpolitik der instabilen Devisenmarktlage — insbesondere für den Dollar — Rechnung zu tragen.

Die Härte dieses Dilemmas wie auch die Antworten hierauf wichen stark voneinander ab, wobei sich im wesentlichen drei große Gruppen von Ländern unterscheiden lassen. Zur ersten Gruppe zählten Deutschland, Japan und die Schweiz, deren Währungen vor allem die volle Wucht der Dollarschwäche zu tragen hatten

und die letztlich hauptsächlich mit massiven Devisenmarktinterventionen zuerst auf den Aufwertungs- und dann in jüngerer Zeit auf den Abwertungsdruck ihrer Währungen reagierten. Die zweite Gruppe setzte sich aus einer Vielzahl von Ländern zusammen, deren Währungen offenbar aufgrund einer höheren trendmäßigen Inflation einen weniger attraktiven Ausstieg aus dem Dollar boten. Beispielsweise konnten Frankreich, Großbritannien und Italien durch eine Kombination aus Zinsanpassungen, geringen Devisenmarktinterventionen und mäßiger Aufwertung die Auswirkungen außenwirtschaftlicher Entwicklungen auf die inländischen monetären Bedingungen in Grenzen halten. Eine dritte Gruppe bestand aus den kleineren Ländern im europäischen Wechselkursverbund, die eine Zeitlang recht hohe Geldmarktzinsen dafür in Kauf nahmen, daß ihre Währungen zusammen mit der D-Mark höher bewertet wurden.

In *Deutschland* hatte die Bundesbank ihre Devisenreserven Ende 1977 und Anfang 1978 beträchtlich aufgestockt. Nach einer kurzen Schonfrist im April und Mai erreichten die Interventionskäufe in Dollar und in Verbundwährungen im Oktober einen neuen Höhepunkt. Wenn auch bereits im Sommer feststand, daß das Wachstum der Zentralbankgeldmenge (Bargeldumlauf plus Reserve-Soll der Banken auf Inlandsverbindlichkeiten, berechnet zu konstanten Reservesätzen) im Jahresdurchschnitt die Zielgröße von 8% überschreiten würde, unterließen die Behörden nicht nur den Versuch, die Zufüsse stillzulegen, sondern ergriffen sogar Maßnahmen zu einer zusätzlichen Ausweitung der freien Liquiditätsreserven der Banken. Zweifellos bestand ein Ziel darin, einen Zinsauftrieb zu vermeiden, der weitere Kapitalzufüsse angelockt hätte; ein weiterer Beweggrund scheint jedoch die Schwäche der Inlandsconjunktur sowie die Auffassung gewesen zu sein, man könne sich auf die Aufwertung der D-Mark als Inflationsbremse verlassen. Der Gesamtzuwachs der Zentralbankgeldmenge von 11% im Jahresverlauf 1978 war ausschließlich auf den Netto-devisenankauf der Bundesbank zurückzuführen, der sogar mit 15 Prozentpunkten zu Buche schlug. Diese Devisenkäufe entsprachen gut 3% der gesamten Geldmenge in weiter Abgrenzung. Der Beitrag des in der monetären Analyse aufgeführten außenwirtschaftlichen Gegenpostens zur Geldmengenexpansion war 1978 allerdings niedriger, da die Zufüsse großenteils Einlagen Gebietsfremder bei den Banken betrafen, die nicht zur inländischen Geldmenge gerechnet werden.

Als sich der Wirtschaftsaufschwung festigte, entstand bei den Behörden die wachsende Besorgnis, daß sich — zum Teil als Folge stabilerer Wechselkursrelationen innerhalb des Europäischen Währungssystems — der inländische und der importierte Inflationsdruck wieder verschärfen könnten. Die Bundesbank nutzte zum einen den Vorteil einer starken Position des Dollars Anfang 1979 zu Devisenverkäufen von umgerechnet insgesamt über DM 7 Mrd. in den Monaten Februar–März, zum andern ergriff sie ab November 1978 Maßnahmen zur Verringerung der Bankenliquidität und erhöhte im März den Diskontsatz von 3 auf 4%. Das für 1979 festgelegte Geldmengenziel impliziert anscheinend, daß man zwar nicht versuchen wird, die 1978 erfolgte Zielüberschreitung wieder rückgängig zu machen, daß aber die Behörden darauf hinwirken werden, eine Wiederholung jener Erfahrung zu vermeiden.

In der *Schweiz* zögerten die Behörden zunächst sehr stark, die Verwirklichung ihrer monetären Ziele durch umfangreiche Devisenmarktinterventionen zunichte zu machen, und versuchten mit wenig Erfolg, den Druck auf den Schweizer Franken

durch direkte Beschränkungen der Anlagen von Ausländern in der Schweiz sowie durch zinssenkende Maßnahmen abzuwehren. Ende September lag der reale effektive Wechselkurs des Schweizer Frankens 30% höher als ein Jahr zuvor, ein Niveau, das auf Dauer für die Binnenwirtschaft eindeutig nicht zumutbar war. In der Überzeugung, daß sie es mit einer Verschiebung der Nachfrage nach Schweizer Franken in beträchtlichem, aber ungewissem Umfang zu tun hatten, beschlossen die Behörden, ihre monetäre Zielgröße zumindest einstweilen aufzugeben, und kündigten Devisenmarktinterventionen im erforderlichen Ausmaß an, um den Schweizer Franken wieder auf einem Kurs von „deutlich über 80 Franken für 100 DM“ zu stabilisieren. Sie beabsichtigten hiermit, dem Devisenmarkt eine, wie es schien, notwendige Grundlage für stabile Erwartungen zu geben, auch wenn damit das Risiko eines Wiederauflebens der Inflation in der Schweiz verbunden war. Vor allem als Folge der zur Stabilisierung des Wechselkurses erforderlichen umfangreichen Interventionen trug der Zuwachs der Devisenreserven der Nationalbank (abzüglich der Swappeschäfte mit den Banken) im Verlauf von 1978 mit 20 Prozentpunkten zum Wachstum der bereinigten monetären Basis bei und entsprach 10,7% der Geldmenge M_1 zu Beginn des Jahres. Trotz umfangreicher Verkäufe von Sterilisierungsreskriptionen an die Banken erhöhte sich die bereinigte monetäre Basis um 21% nach einem Anstieg um 26% im Jahre 1977, was ebenfalls auf offizielle Devisenkäufe zurückzuführen war. Anfang 1979 konnten die Behörden allerdings Liquidität in beträchtlichem Umfang durch Dollarverkäufe abschöpfen.

In *Japan* führten die wiederholten Anstrengungen der Behörden, sich der Aufwertung des Yen zu widersetzen, 1978 insgesamt zu einem Zuwachs der offiziellen Währungsreserven um 44%. Das Wachstum der Geldbasis war mit 15% gegenüber 8½% im Jahr zuvor recht kräftig. Daß es nicht noch höher ausfiel, lag teilweise daran, daß die Behörden in beträchtlichem Umfang Staatspapiere an Banken und Publikum verkauften. Im Endergebnis waren die Auswirkungen von Devisenzuflüssen auf das Geldmengenwachstum recht begrenzt.

Die Entwicklung der Devisenmärkte in Italien, Frankreich und Großbritannien verlief insgesamt gesehen weniger dramatisch, wenn auch jedes dieser Länder Zeiten eines recht starken Aufwertungsdrucks erlebte. In *Italien* wurden die Zinssätze recht hoch gehalten und ein geringfügiger Rückgang des effektiven Wechselkurses der Lira in Kauf genommen. Dennoch trugen ein beachtlicher Zuwachs der Devisenreserven und die Tilgung offizieller Zahlungsbilanzkredite — beide an sich durchaus begrüßenswert — mit 14 Prozentpunkten zum gesamten Wachstum der Geldbasis (ohne Einlagen im Postsystem) von 24% bei. In *Frankreich* konnten die Behörden durch eine Anpassung der Zinssätze und der Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland den effektiven Wechselkurs recht stabil halten und gleichzeitig ein übermäßiges monetäres Wachstum vermeiden. Allerdings waren die Interventionskäufe an Devisen zeitweise beträchtlich, und die Verbesserung des Auslandsstatus der Bank von Frankreich — von dem ursprünglich angenommen worden war, daß er sich nicht verändern würde — trug im Gesamtjahr fast 1 Prozentpunkt zum Zuwachs der Geldmenge in weiter Abgrenzung bei. In *Großbritannien* schwankten der Außenwert der Währung wie auch die Zinssätze im Jahresverlauf merklich. Die Finanzierung des öffentlichen Sektors im Ausland (einschließlich der Veränderungen der offiziellen Devisenreserven) wirkte — vor allem als Ausdruck der Entwicklung

im Frühjahr 1978, als das Pfund Sterling schwach war — auf das monetäre Wachstum 1978 insgesamt kontraktiv.

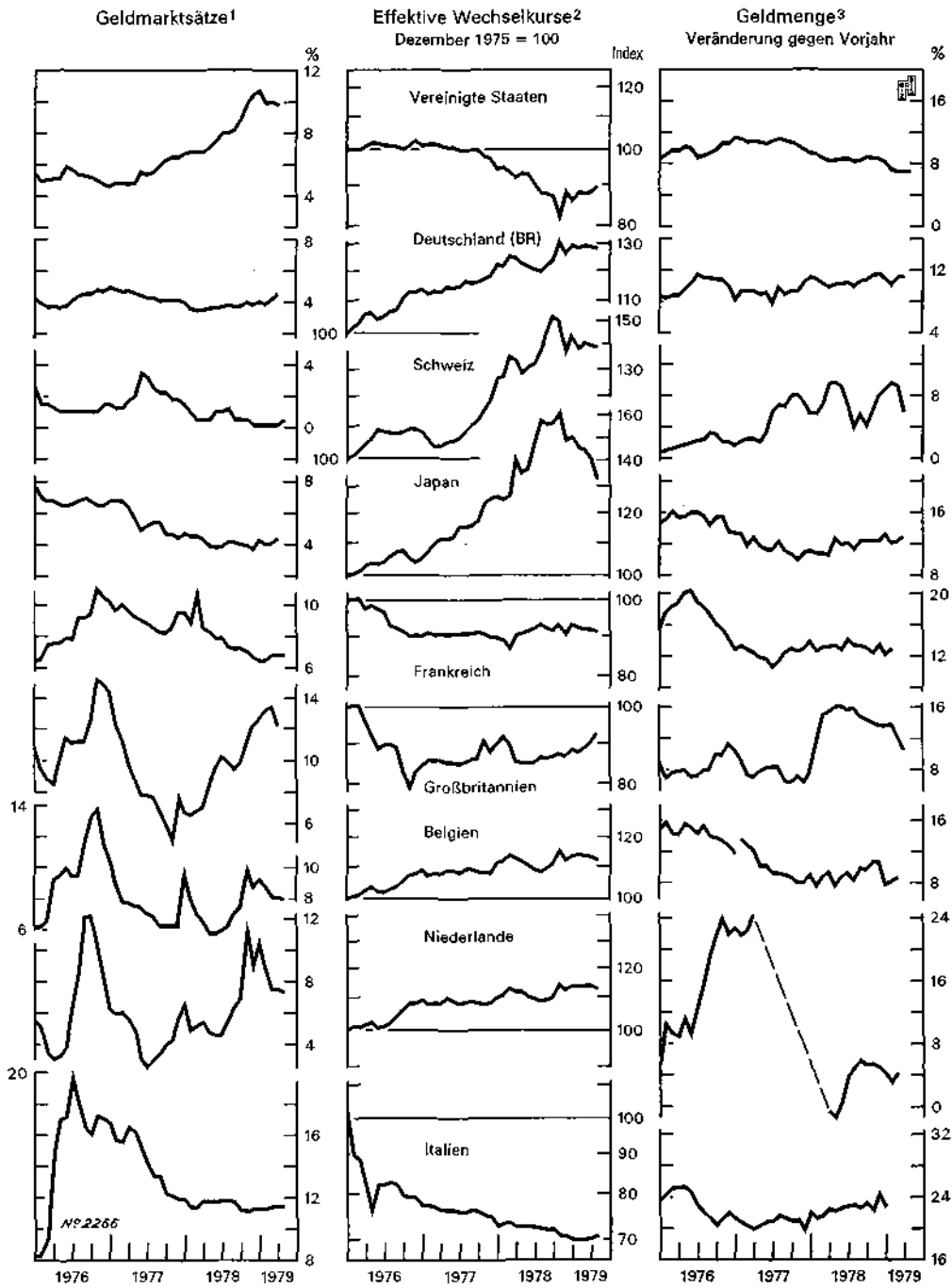
Von den Ländern innerhalb der Schlange griffen *Belgien* und die *Niederlande* wiederum auf die inzwischen wohlbekanntere Technik zurück, eine flexible Anpassung der Geldmarktzinsen zuzulassen, um den Kurs ihrer Währungen auf den Devisenmärkten zu stützen; die Folge war, daß die kurzfristigen Zinssätze jeweils so weit stiegen, wie dies hierzu erforderlich schien. Um dieses Ziel zu erreichen, verstärkte man die restriktive Wirkung von Mittelabflüssen durch Beschränkung der den Banken zur Verfügung stehenden Refinanzierungsmöglichkeiten und Erhöhung ihrer Kosten insbesondere bei der Aufnahme zusätzlicher Kredite. Für den Zeitraum Oktober–Dezember 1978 legten die belgischen Behörden auch einen Plafond für Bankkredite fest und führten Bestimmungen ein, mit denen die Banken daran gehindert werden sollten, Staatspapiere zu veräußern. Ein scharfer Auftrieb der Geldmarktzinsen schlug sich wie üblich in zeitweise höheren Zinsen für Bankkredite nieder, was wiederum dazu beitrug, Devisenabflüsse in Grenzen zu halten; die Kapitalmarktrenditen konnten jedoch hiervon weitgehend abgeschirmt werden. Die offiziellen Währungsreserven beider Länder gingen 1978 insgesamt leicht zurück.

Neue geldpolitische Zielkonflikte: monetäres Wachstum, Zinssätze und Wechselkurse

Das klassische Dilemma des Konflikts zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen hat sich keineswegs aufgelöst; vielmehr ist es im Rahmen flexibler Wechselkurse anscheinend wieder in einem neuen Gewande aufgetaucht. Die hiermit verbundenen Konflikte lassen sich an den Beziehungen zwischen dem monetären Wachstum, den Zinssätzen und den Wechselkursen ablesen. Jene Staaten, die ihr Geldmengenwachstum am erfolgreichsten zurückführten, verzeichneten bei einem sich allmählich abschwächenden Preisauftrieb zugleich auch rückläufige Zinsen und einen steigenden Außenwert.

Die Graphik auf S. 67 enthüllt allerdings die Schwierigkeit, der man sich bei dem Versuch gegenüber sah, alle drei Variablen gleichzeitig zu stabilisieren. In den vergangenen zwei oder drei Jahren erlebten Japan und — bis vor kurzem auch — Deutschland und die Schweiz recht stabile und mäßige Zuwachsraten der Geldmenge in weiter Abgrenzung, während gleichzeitig ihre Zinssätze, worauf die Entwicklung der sehr empfindlichen Geldmarktsätze hindeutet, nahezu unverändert blieben oder nur wenig zurückgingen — mit Ausnahme der Schweiz, wo sie auf Null fielen. Wenn auch ein steigender Außenwert der Währungen dieser Länder zu erwarten war, so erwies sich doch die tatsächliche Aufwertung als sehr viel höher, als dies die Währungsbehörden bzw. die Marktteilnehmer offensichtlich vorausgesehen hatten. In den USA ging das Geldmengenwachstum, wenn es auch im Vergleich zu einigen anderen Ländern anscheinend mäßig ausfiel, mit einem relativ hohen Zuwachs der nominalen Gesamtnachfrage einher. Die kurzfristigen Zinsen zogen zwar im vergangenen Jahr stark an, jedoch nicht frühzeitig genug, um das Geldmengenwachstum auf dem Zielpfad zu halten. Im Endergebnis erfolgte dort der Zinsauftrieb keineswegs so rasch oder so kräftig wie der zeitweise Anstieg in jenen Ländern, die konsequenter den Außenwert ihrer Währungen zu stabilisieren versuchten.

Kurzfristige Zinssätze, effektive Wechselkurse und monetäre Wachstumsraten



* Ausgewählte typische Zinssätze (Japan: Satz für tägliches Geld; Frankreich: Satz für einmonatige Interbankkredite; Italien: Sichteinlagen zwischen Banken; Belgien: viermonatige Zertifikate; andere Länder: dreimonatige Geldmarktpapiere).
 ² Daten der Bank von England; halblogarithmischer Maßstab.
 ³ Deutschland: M3; Großbritannien: Sterling-M3; andere Länder: M2.

Einige Länder — z. B. Frankreich und 1978 auch Italien sowie Großbritannien — waren recht erfolgreich in ihrem Bemühen, den effektiven Wechselkurs ihrer Währungen durch Ansteuern eines mittleren Kurses zwischen dem Dollar und den starken Währungen zu stabilisieren, ebenso wie Belgien, die Niederlande und Dänemark ihr noch ehrgeizigeres Ziel erreichten, den Kurs ihrer Währungen sowohl untereinander als auch (abgesehen von gelegentlichen Abweichungen) gegenüber der D-Mark aufrechtzuerhalten. Alle diese Länder mußten jedoch sehr starke Schwankungen der Zinssätze und zuweilen auch der Geldmenge in Kauf nehmen. In Dänemark und Italien haben sich die Zinsen weniger stark verändert als in den anderen Ländern; ihr Niveau war allerdings weiterhin außerordentlich hoch.

Wohlbekannt sind die Schwierigkeiten, auf die die Behörden bei dem Versuch stoßen können, ihre Stabilisierungsziele hinsichtlich der Geldmenge und der Zinssätze miteinander in Einklang zu bringen. Die jüngsten Probleme bei ihren Bemühungen, angesichts unerwarteter wirtschaftlicher oder finanzieller Entwicklungen im In- und Ausland auch bestimmte Wechselkursziele einzuhalten, haben eine auffallende neue Dimension hervortreten lassen. Wechselkursänderungen rufen nicht nur eine große Unsicherheit hervor, sie können auch über die Abweichungen der monetären Entwicklung und der relativen Preise hinauschießen. Falls etwa bestimmte Währungen als Folge expansiver monetärer Impulse aus dem Ausland zu stark aufgewertet werden, kann hiervon ein kontraktiver Einfluß auf die Gesamtnachfrage in den betreffenden Ländern ausgehen. Falls sich die Länder unter diesen Umständen zu umfangreichen Interventionen gezwungen sehen, wird der monetäre Impuls eindeutig wie in einem System stabilerer Wechselkurse übertragen. Flexible Wechselkurse dürften deshalb keineswegs auf so einfache Weise, wie man dies zumindest mancherorts einst erwartet hatte, die monetäre Entwicklung in den einzelnen Ländern voneinander abschirmen.

Übermäßige Wechselkursänderungen sind keine neuartige Erscheinung, und es gibt zahlreiche Gründe dafür, daß sie in einem System flexibler Kurse aller Voraussicht nach von Zeit zu Zeit erneut auftreten. In früheren Jahren hatten z. B. Italien und Großbritannien unter der offenkundigen Tendenz zu leiden, daß die Abwertung ihrer Währungen der Entwicklung ihrer relativen monetären Bedingungen derart voraus-eilte, daß hierdurch ihre Inflation anscheinend unmittelbar weiter verschärft wurde. Damals war hingegen die hiermit einhergehende Aufwertungstendenz anderer Währungen nur gering. Tatsächlich wurde eine begrenzte Aufwertung bei den damaligen überall hohen Inflationsraten und der sich beschleunigenden Preis-Kosten-Spirale im allgemeinen insoweit als hilfreich angesehen, als sie den inländischen Preisauftrieb dämpfte; mancherorts sollte die Geldpolitik eine derartige Entwicklung sogar noch fördern. Jedoch war man sich immer bewußt, daß eine übermäßig rasche Aufwertung sehr schädliche Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit und — falls sie von den Unternehmern als dauerhaft angesehen wurde — das Produktions- und Beschäftigungsniveau des betreffenden Landes haben konnte. Anders als die Abwertung weniger bedeutender Währungen zog der Fall des Dollars im vergangenen Jahr einen erheblichen Anstieg der effektiven Wechselkurse mancher anderer Währungen nach sich. Da zudem die am stärksten betroffenen Währungen die jener Länder waren, in denen der Preisauftrieb bereits recht bescheiden war, war kaum zu erwarten, daß dort die Preise und Löhne die volle Bürde der Anpassung würden übernehmen können.

Daß der Rückgang des Dollars im vergangenen Jahr so stark ausfiel, ist wohl auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen. Die Wechselkurse werden auf Märkten für Vermögenswerte bestimmt, die sehr vielfältigen Einflüssen unterliegen. Während sich die Handelsströme und die Wirtschaftstätigkeit normalerweise nur recht langsam veränderten relativen Preisen anpassen, müssen die Märkte für Finanzanlagen kurzfristig die Hauptlast des Anpassungsprozesses tragen. Die Finanzmärkte reagieren aber anscheinend nicht nur auf die Entwicklung der Zahlungsbilanz und der laufenden Wirtschaftspolitik, sondern kalkulieren zusätzlich auch die Erwartung ein, daß sich die bestehenden Unterschiede in den wirtschaftspolitischen Strategien und der wirtschaftlichen Entwicklung künftig fortsetzen. Gleichzeitig schlagen sich in der Bewertung dieser Politik durch die Märkte offenbar nicht nur die jeweils bekundeten Absichten, sondern auch die Glaubwürdigkeit der Währungsbehörden angesichts ihrer unterschiedlichen Erfolge bei der Inflationsbekämpfung nieder. Überdies mag im vergangenen Jahr die Unsicherheit auf den Devisenmärkten einfach so groß geworden sein, daß die Marktteilnehmer nicht gewillt waren, auf eine Festigung des Dollarkurses zu setzen.

Die Lage verschlimmerte sich noch zusätzlich durch die Tatsache, daß der Dollar eine überragende Rolle als internationale Handels- und Reservewährung spielt und vielfach von Ausländern als Anlagewährung gehalten wird. So erlebten die ausländischen Anleger einen kräftigen Rückgang des Wertes ihrer Dollarguthaben — gemessen in Landeswährungen oder in ihrer jeweiligen Kaufkraft —, was möglicherweise auch ihre eigenen Ausgaben etwas gebremst hat. Überdies haben sie anscheinend auf den Rückgang des Dollars mit dem Versuch reagiert, ihre Währungsportefolles zu diversifizieren. Nur eine derartige Entwicklung konnte die Stärke des Aufwertungsdrucks erklären, den die D-Mark, der Schweizer Franken und der Yen verzeichneten. In gewissem Umfang mögen diese Verschiebungen in den Portefolles unwiderruflich sein, und es ist sehr ungewiß, inwieweit sich dieser Prozeß noch fortsetzen muß.

Finanzierung des Staates und des privaten Sektors

Die nachstehende Tabelle gibt eine umfassende Darstellung der monetären Expansion in ihrem Verhältnis zur Entwicklung der Nettoauslandsforderungen des Bankensystems und der Bankkredite an die Binnenwirtschaft. Die Zahlen für Veränderungen beruhen meistens auf Stromgrößen, die Bewertungsänderungen ausschließen, was zumal bei der Auslandskomponente von Gewicht sein kann.

Der bemerkenswerteste Unterschied zwischen der Entwicklung der Kredite in den USA und jener in anderen Ländern liegt im Trend der Kredite an öffentliche Haushalte. Allerdings muß dabei beachtet werden, daß die Zahlen für die USA nur die Bestände der Geschäftsbanken an Wertpapieren des Schatzamtes umfassen, die im letzten Jahr abgebaut worden waren, um eine Ausweitung anderer Kredite und Kapitalanlagen um insgesamt 12½% finanzieren zu können. Selbst dieser Anstieg, der einer kräftigen Erhöhung im Jahre 1977 folgte, gibt keinen Hinweis auf die wirkliche Stärke der Kreditnachfrage in den USA, weil sich die Bankausleihungen an die Unternehmen im Verlauf des letzten Jahres abschwächten und zunehmend Hypothekarkredite, Kreditaufnahmen bei Finanzierungsgesellschaften sowie die Ausgabe kurzfristiger Geldmarktpapiere das Entwicklungstempo bestimmten. Mit Ausnahme

Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung und der Beitrag der Inlandskredite und der außenwirtschaftlichen Gegenposten¹

	Geldmenge in weiter Abgrenzung ²			Netto-Auslandsforderungen ³			Kredite an öffentliche Haushalte ⁴			Kredite an Unternehmen und Privatpersonen ⁵		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
	Dezember gegen Vorjahr in Prozent			Beitrag zur Veränderung der Geldmenge ⁶								
USA	11,4	9,3	8,3	-0,2	-4,0	-1,7	2,8	-0,3	-0,9	6,9	12,2	12,9
Japan	13,5	11,1	13,1	0,7	1,7	1,0	4,4	3,6	6,1	12,0	9,0	10,1
Deutschland (BR)	8,2	11,2	11,0	1,7	1,9	1,2	5,9	4,8	6,1	12,7	12,9	15,1
Frankreich	12,8	13,9	12,3	-1,1	0,6	0,9	2,1	0,1	0,3	13,9	13,2	13,3
Großbritannien	10,6	7,7	13,5	-5,7	9,7	1,1	9,3	-6,3	5,4	9,6	8,0	10,5
Italien	21,1	21,9	22,6	-0,6	1,7	4,1	11,0	11,2	14,1	14,6	7,3	5,3
Belgien	13,1	9,1	7,8	-2,1	-0,5	-4,8	8,6	4,6	9,7	8,1	9,3	6,0
Niederlande	25,0	3,6	4,2	0,8	-1,2	4,8	3,7	1,5	3,6	8,2	24,4	30,4
Dänemark	11,5	9,8	6,7	-8,9	-2,9	-0,9	7,7	4,5	3,2	13,6	9,0	5,9
Schweden	5,0	9,0	17,7	-1,5	1,8	-1,4	-0,8	4,4	10,7	10,7	12,8	11,9
Kanada	14,1	11,6	12,5	-1,0	-0,5	-0,8	1,1	0,9	0,9	15,1	12,5	13,0

¹ Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder. ² Deutschland: M3; Großbritannien: Sterling-M3; andere Länder: M2. ³ Frankreich: nur Bank von Frankreich; Großbritannien: einschließlich Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland (-); USA: einschließlich offizieller Währungsreserven, Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen (-) und anderer von den Banken gemeldeter Nettoforderungen gegenüber Gebietsfremden. ⁴ USA: nur von Geschäftsbanken gehaltene Papiere des Schatzamtes; Frankreich und Dänemark: nur Zentralregierung; Großbritannien: öffentlicher Sektor einschließlich Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland; Kanada: nur Kredite der Geschäftsbanken. ⁵ USA und Kanada: nur Kredite der Geschäftsbanken. ⁶ Der Prozentbeitrag der Gegenposten ergibt zusammengenommen die prozentuale Veränderung der Geldmenge, mit Ausnahme von Differenzen aufgrund nicht dargestellter Bilanzpositionen, von denen die wichtigsten die inländischen nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken sind.

Frankreichs und Kanadas stiegen im vergangenen Jahr in allen übrigen Ländern die Bankkredite an den öffentlichen Sektor sehr kräftig und trugen meist bedeutend stärker zur monetären Expansion als 1977 bei.

In Großbritannien, wo sich ein vom Verbrauch getragener Aufschwung entfaltet, erhöhten sich die Bankkredite an Unternehmen und Privatpersonen recht kräftig. Zum Anstieg der üblichen Bankausleihungen kam noch eine starke Erhöhung bei den Wechselkrediten hinzu, die die Banken — statt sich durch die Ausweitung ihrer verzinslichen Verbindlichkeiten schwere Strafen zuzuziehen — dazu verwenden konnten, finanzielle Lasten an Nichtbanken weiterzureichen. Als sich Anfang 1979 der von den Mindestreservebestimmungen ausgehende Druck verringerte, beschleunigte sich die Kreditausweitung der Banken abrupt. Die Bankkredite an den privaten Sektor expandierten auch in Deutschland und den Niederlanden kräftig, wobei zumindest in Deutschland auf einen steilen Anstieg der Kredite für den Wohnungsbau, Grunderwerb und den Verbrauch eine allmähliche Wiederbelebung der Kreditaufnahme der Unternehmen folgte, ein Signal für einen recht breiten Konjunkturaufschwung. In Deutschland verringerten die Banken ihren Erwerb von Schuldverschreibungen, um die Kreditvergabe, bei der kurzfristige Ausleihungen eine wachsende Rolle spielten, zu steigern. Der Zuwachs unausgenutzter Kreditlinien belief sich bei den Kontokorrent- und Wechselkrediten gegenüber 1977 auf über 30% und war im Fall der längerfristigen Kreditzusagen mehr als doppelt so hoch wie 1977. In der Schweiz nahmen die Baukredite im letzten Jahr um 33% zu. Auch in Japan war

bei allerdings weiterhin recht flauer Kreditnachfrage der Unternehmen gegen Ende des Jahres 1978 ein steiler Zuwachs der Ausleihungen für spekulative Zwecke, einschließlich Grunderwerb, Bau und Handel, zu bemerken. Gewiß hatte ein Anstieg im Wohnungsbau früher eine allgemeine Konjunkturerholung in diesen Ländern eingeleitet, aber es fällt schwer zu glauben, daß die starke Belebung der Kreditnachfrage für den Wohnungsbau und Grunderwerb nicht von Befürchtungen über ein Wiederaufflammen der Inflation geleitet war. In den übrigen Industrieländern war die Ausweitung der privaten Kreditnachfrage hauptsächlich wegen der anhaltenden wirtschaftlichen Flaute eher mäßig.

Kreditplafonds waren im letzten Jahr in Japan, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Dänemark und während der letzten zwei Monate des Jahres in Belgien in Kraft. In einigen Fällen — zumal in jenem Italiens — waren sie durch die Notwendigkeit bedingt, angesichts des gewaltigen Finanzierungsbedarfs des Staates die Kredite an den privaten Sektor zu rationieren, um die Gesamtliquidität zu steuern. In Italien wurden die Plafonds Anfang 1979 zur Stützung des Aufschwungs etwas gelockert. Jedoch wirkten die Kreditplafonds im letzten Jahr weder in Frankreich, wo die Kreditvergabe im allgemeinen innerhalb dieser (für 1979 etwas enger gezogenen) Grenzen blieb, noch in Japan restriktiv, wo die Plafonds tatsächlich die Erwartungen der Banken hinsichtlich der Kreditgewährung bis zum letzten Quartal des Jahres 1978 bestätigten. Für die ersten zwei Quartale von 1979 wurden diese Richtlinien durch eine selektive Beschränkung der Kreditvergabe an Wirtschaftsbereiche außerhalb des verarbeitenden Gewerbes verschärft. In den Niederlanden bezog sich der Plafond auf monetär finanzierte Kredite. Die Banken vermochten ihre Ausleihungen nur dadurch derart kräftig auszudehnen und trotzdem im allgemeinen den Plafond einzuhalten, daß sie in großem Umfang den Kapitalmarkt in Anspruch nahmen und in beträchtlichem Ausmaß Spareinlagen entgegennahmen.

Bei der Analyse der Wirkungen der Vergabe von Bankkrediten auf die Geldmenge muß man sich vor Augen halten, daß in den USA die Verbindlichkeiten der Banken — einschließlich Einlagenzertifikate — vom Herbst 1978 an sehr rasch zu wachsen begannen. Gleichzeitig erhielten die Banken auch beträchtliche Mittel aus Rückkaufsvereinbarungen für Wertpapiere (die oft sehr kurzfristig verliehen werden, aber nicht in die Geldmenge eingehen) und aus einem gewaltigen Anstieg der bankinternen schwebenden Verrechnungen (Federal Reserve float). Sie steigerten zudem um die Jahreswende ihre Kreditaufnahme am Eurodollarmarkt beträchtlich; indes scheinen ihre Forderungen gegenüber den Banken im Ausland in diesem Zeitraum noch stärker zugenommen zu haben. Auch in Deutschland und Japan war die Ausweitung der langfristigen Verbindlichkeiten wie üblich ein ziemlich gewichtiger Gegenposten zur Kreditgewährung und trug damit dazu bei, das Wachstum der weit gefaßten Geldmenge zu begrenzen.

Staatsfinanzierung. Der Kreditbedarf der öffentlichen Haushalte (oder des öffentlichen Sektors) — allgemein definiert als Defizit in der Abgrenzung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen plus Kreditvergabe des Staates an die Wirtschaft — hatte sich in einer Reihe von Ländern seit 1975 fortlaufend verringert. Im letzten Jahr erhöhte er sich jedoch wieder in den meisten Ländern mit Ausnahme der USA, in denen es zu einem weiteren Rückgang kam. Gemessen am Bruttosozialprodukt

war diese Deckungslücke besonders groß in Italien — wo der scharfe Anstieg auf frühere Verzögerungen bei der gesetzlichen Verabschiedung steuerpolitischer Maßnahmen zurückging — und in Japan sowie in Belgien, wo er sich seit 1973 ständig erhöht hat. Im großen und ganzen ähnlich entwickelte sich der Finanzierungsbedarf der zentralen Haushalte, der im vergangenen Jahr mit Ausnahme jenes Japans den Großteil des Kreditbedarfs der öffentlichen Haushalte insgesamt oder des öffentlichen Sektors ausmachte. In den USA erzielten die Gliedstaaten und Gemeinden weiter einen Überschuß, obwohl die „Revolte der Steuerzahler“ erstmals an ihrer Finanzkraft zehrte.

Auffallend an der Entwicklung der Bundesfinanzen in den USA war, daß wie im Jahr 1977 nahezu die Hälfte des Kreditbedarfs vom Ausland finanziert wurde. Der Großteil der so aufgebrachten Mittel bestand aus Wertpapieren des Schatzamtes, die von ausländischen Notenbanken aus dem Aufkommen ihrer Dollarkäufe auf den Devisenmärkten erworben worden waren. Im Rahmen des am 1. November angekündigten Maßnahmenpaketes zur Stützung des Dollars wurden Fremdwährungsanleihen in geringen Beträgen auf den deutschen, japanischen und Schweizer Kapitalmärkten aufgenommen. Ende 1978 hielten Gebietsfremde ein Viertel der gesamten US-Staatsschuld (ohne Verschuldung gegenüber anderen öffentlichen Haushalten und Sonderfonds sowie dem Federal Reserve System). Was die Finanzierung im Inland angeht, so wurde der Großteil im letzten Jahr von privaten Haushalten, der Federal Reserve (als Folge von Offenmarktoperationen) sowie von den Gliedstaaten und Gemeinden aufgebracht. Nichtfinanzielle Unternehmen und private Finanzinstitute verringerten insgesamt ihre Bestände an Wertpapieren des Schatzamtes. In Anbetracht dieser Finanzierungsquellen war es nicht verwunderlich, daß der Kreditbedarf gedeckt werden konnte, ohne einen übermäßigen Druck auf die Zinssätze auszuüben. Tatsächlich stieg — im wesentlichen als Folge ausländischer Stützungsmaßnahmen auf den Devisenmärkten — der Zinssatz für Schatzwechsel eher weniger als andere Geldmarktsätze.

In allen übrigen Ländern mit Ausnahme Frankreichs und Deutschlands war der Finanzierungsbedarf der Zentralregierung gemessen am Bruttosozialprodukt größer als in den USA. In den meisten wurde ein wesentlicher Teil bei Nichtbanken gedeckt. Einen interessanten Fall stellt dabei Italien dar, wo die Verkäufe von sechs- und zwölfmonatigen Schatzwechseln sowie öffentlicher Anleihen, von denen einige indiziert waren, im letzten Jahr recht umfangreich ausfielen. Die Mindestreserven, die die Banken in Staatspapieren anlegen müssen, wurden nach der Jahresmitte gesenkt. Wegen der Höhe des Defizits nahm das Schatzministerium dennoch stark die Banken und die Notenbank in Anspruch. In Belgien verschuldete sich der Staat bei der Zentralbank wiederum beträchtlich. Als dann im Herbst sein bedeutender Mittelbedarf in Konflikt mit dem Erfordernis geriet, den Geldmarkt zur Stützung des belgischen Frankens angespannt zu halten, nahm der Staat zum ersten Mal seit mehreren Jahren Devisenkredite auf. In Großbritannien geht die ziemlich große Auslandskomponente hauptsächlich auf eine Abnahme der offiziellen Devisenreserven zurück. In den anderen Ländern beschaffte sich der Staat nur geringe Mittel im Ausland und konnte eine umfangreiche Inanspruchnahme von Notenbankkrediten vermeiden. Indessen verschuldeten sich die japanische Zentralregierung sowie die öffentlichen Haushalte (ohne Sozialversicherung) in Deutschland stark bei Kreditinstituten.

Staatsfinanzierung¹

	Jahr	Belgien	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Japan	Niederlande	USA
		In Prozent des Bruttonationalprodukts							
Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte ²	1975	5,8	6,6	2,2	10,2	14,6	7,0	4,8	6,7
	1976	6,6	4,5	0,4	7,5	11,2	10,0	4,9	4,1
	1977	7,0	3,1	1,3	4,2	10,2	9,2	3,9	3,1
	1978	7,4	3,2	2,1	5,2	14,8	10,6	4,6	2,7
Finanzierungsbedarf der Zentralregierung ³	1975	5,6	6,2	3,0	8,1	11,3	2,7	3,0	5,9
	1976	5,9	4,4	1,1	5,5	9,1	4,7	3,7	4,0
	1977	6,6	2,7	1,1	3,2	9,0	4,6	3,1	3,5
	1978	6,4	3,4	1,7	5,2	13,0	5,7	3,3	2,9
gedeckt durch: Zentralbank	1975	0,1	0,6	1,4		6,6		0,0	0,6
	1976	0,6	0,3	0,7		6,2		0,5	0,7
	1977	0,6	-0,0	-0,9		-2,5		0,1	0,4
	1978	0,4	-0,1	-1,0	2,3	0,7		0,2	0,4
Geschäftsbanken	1975	0,6	4,3	0,8	-0,0	1,5	2,1	0,8	1,7
	1976	1,3	2,9	-0,3	1,3	0,3	3,6	0,8	0,8
	1977	0,7	2,1	0,5	-0,3	7,0	3,0	0,5	-0,0
	1978	1,6	2,7	0,7		5,1	4,0	0,5	-0,6
Andere Inländische Quellen	1975	4,8	1,2		5,7	3,2		2,1	3,1
	1976	3,5	0,7		4,5	2,6		2,5	2,0
	1977	5,6	0,6		6,9	4,5		2,6	1,5
	1978	3,6	0,7	0,8	4,6	7,2	0,6	2,6	1,7
Ausländische Quellen ⁴	1975	0,0	0,3	0,8	0,2	0,0	1,1	-0,0	0,5
	1976	0,4	0,5	1,5	1,0	0,0	1,6	-0,1	0,5
	1977	-0,2	0,0	2,0	-5,1	0,0	1,7	0,0	1,6
	1978	0,8	0,1		0,9	0,0		0,0	1,4

¹ Nettoveränderung der Verschuldung und der Kassenmittel, einschließlich Verschuldung für Darlehensgewährungen. Zum Teil eigene Schätzungen. ² Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen auf Kassenbasis. Italien: öffentlicher Sektor im weiteren Sinne in der Definition der Absichtserklärung gegenüber dem IWF, einschließlich der Verschuldung einiger öffentlicher Unternehmen; Japan: 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 1978); Großbritannien: einschließlich Kreditbedarf der öffentlichen Unternehmen. ³ Deutschland: Gebietskörperschaften (ohne Sozialversicherung); Italien: öffentliche Haushalte; Großbritannien: einschließlich Darlehen der Zentralregierung an die öffentlichen Unternehmen (rund 1,1 % des BSP im Jahre 1978). ⁴ Großbritannien und USA: einschließlich Zunahme (-) der offiziellen Devisenreserven.

Schwierigkeiten, die staatlichen Defizite angemessen und regelmäßig am Kapitalmarkt zu finanzieren, traten in einer Anzahl von Ländern auf, darunter auch in einigen, bei denen die Ergebnisse aufs ganze Jahr gesehen ziemlich befriedigend ausfielen. In Großbritannien, Deutschland und Japan schrumpfte das Anleihevolumen, das bei Nichtbanken untergebracht werden konnte, zeitweilig stark zusammen. Verschiedene Schritte wurden unternommen, um die Lage zu erleichtern: In Deutschland griffen die Gebietskörperschaften in stärkerem Maße auf kurz- und mittelfristige Kredite zurück, während in Japan ausgiebig von einem neuen Typ dreijähriger Schuldverschreibungen Gebrauch gemacht wurde sowie Schuldverschreibungen zum ersten Mal nach einem Ausschreibungsverfahren emittiert wurden. In Großbritannien wurden die Zinsen auf Kleinsparguthaben und Steuervorauszahlungen konkurrenzfähiger gestaltet und in beträchtlichem Umfang Staatspapiere begeben, die bei der

Zeichnung nur teilweise einzubezahlen waren. Im Anschluß an Emissionen, die offensichtlich zu einem zu niedrigen Kurs untergebracht wurden, kündigte man hier Versteigerungsverfahren an, die bei überzeichneten Emissionen anzuwenden sind. Allerdings mußte die Zentralregierung in jedem Fall zeitweilig stärker auf Bankkredite zurückgreifen oder ihre Kassenbestände verringern. Letztlich mußte dann doch ein Zinsanstieg in Kauf genommen werden.

Mancherorts, u. a. in Großbritannien, gab es Anzeichen dafür, daß die Zinssätze und der Absatz von Staatspapieren angefangen hatten, destabilisierend auf veränderte Aussichten der Haushaltsfinanzierung und kurzfristige Schwankungen des Geldmengenwachstums zu reagieren. Derartige Entwicklungen erschwerten zwar die Aufgabe der Geldmengensteuerung; jedoch ist nicht eindeutig feststellbar, ob Zinssteigerungen im letzten Jahr als Hinweis auf die Verdrängung privater Kreditnachfrage aus dem Markt interpretiert werden sollten. Wie oben erwähnt, erscheinen die Renditen auf Schuldverschreibungen außerhalb Nordamerikas gemessen an den jeweiligen Inflationsraten derzeit hoch. Zweifellos hat die Zinsstruktur, wie sie sich in einem Gutteil europäischer Länder herausgebildet hat, die Unternehmen verstärkt dazu angereizt, Bankkrediten den Vorzug vor Anleihen zu geben. In den meisten blieb die Nettobeanspruchung des Anleihemarkts durch nichtfinanzielle Unternehmen gering oder war sogar negativ.

Finanzlage des privaten Sektors

Das Konjunkturgefälle zwischen den Ländern und die wechselnden Inflationsaussichten schlugen sich in einigen bemerkenswert gegensätzlichen Reaktionen des privaten Sektors auf den Kreditmärkten nieder.

In den USA nahm die Verschuldung der Unternehmen und der Verbraucher im letzten Jahr weiterhin erheblich zu, während die Aufnahme von Hypothekarkrediten gleichzeitig auf einem für die fortgeschrittene Phase des Aufschwungs bemerkenswert hohen Niveau verharrte. Der Anteil der gesamten Nettokreditströme am Bruttosozialprodukt erreichte trotz einer weiteren Abnahme der Neuverschuldung des Bundes wiederum die historische Höhe von 1977. In anderen Ländern verlief die private Kreditnachfrage verhaltener. In Deutschland und Kanada war hingegen eine Festigung bei Unternehmens-, Hypothekar- und Konsumentenkrediten spürbar. Auch in Großbritannien expandierten die Konsumentenkredite stark.

In den USA, wo sich die Investitionen der Unternehmen sehr viel schneller als ihre Eigenmittel erhöhten, verschuldeten sich die Unternehmen kurzfristig stark, griffen aber in geringerem Umfange auf Anleihen zurück und beschränkten ihre Aktienemissionen auf ein bescheidenes Ausmaß. Die Folge war, daß sich bestimmte finanzielle Maßzahlen der Unternehmen, wie das Verhältnis von flüssigen Mitteln zu laufenden Verbindlichkeiten sowie von kurzfristigen Schulden zur Gesamtschuld, rapide verschlechterten und tatsächlich auf ein Niveau zurückfielen, das nur mit jenem von 1974 vergleichbar war. Bedingt durch eine überraschend hohe Investitionsquote und eine verringerte Rentabilität verschlechterte sich die Finanzlage der Unternehmen (ohne Ölförderung in der Nordsee) auch in Großbritannien etwas nach einer kräftigen Verbesserung im Jahr 1977.

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner auf den Kreditmärkten¹

	Jahr	Kreditnehmer							Ins- gesamt
		Öffent- liche Haus- halte ²	Unternehmenssektor ²				Haushaltssektor ²		
			Aktien	Anleihen	Dar- lehen ³	Zu- sammen	Woh- nungs- bau- kredite ⁴	Andere	
in Prozent des Bruttonationalprodukts									
USA	1975	6,4	0,7	1,9	0,5	3,1	2,5	0,7	12,7
	1976	5,1	0,6	1,5	2,3	4,4	3,6	1,7	14,8
	1977	4,4	0,1	1,3	4,2	5,6	4,9	2,5	17,4
	1978	3,7	0,1	1,1	4,7	5,9	4,8	2,9	17,3
Deutschland (BR) . . .	1975	5,9	0,4	-0,1	1,4	1,7	2,2	0,7	10,5
	1976	3,8	0,4	0,1	3,1	3,6	2,4	1,2	11,0
	1977	3,1	0,2	0,1	2,7	3,0	3,0	1,2	10,3
	1978	3,4	0,3	-0,0	2,9	3,2	3,8	1,3	11,7
Japan	1975	7,7	0,7	1,1	9,9	11,7	4,7		24,1
	1976	9,2	0,5	0,6	8,9	10,0	5,1		24,3
	1977	8,4	0,6	0,4	6,4	7,4	4,4		20,2
	1978	9,8	0,6	0,4	4,9	5,9	4,8		20,5
Großbritannien	1975	10,2	1,0	0,2	0,9	2,1	3,5	-0,4	15,4
	1976	7,5	0,6	0,0	2,4	3,0	3,1	0,7	14,3
	1977	4,2	0,5	-0,1	2,4	2,8	3,0	1,1	11,1
	1978	5,2	0,5	-0,1	1,8	2,2	3,3	1,4	12,1
Kanada	1975	7,8	0,5	1,3	2,5	4,3	4,4	2,0	18,3
	1976	7,7	0,6	1,2	3,4	5,2	4,7	2,1	19,7
	1977	8,0	1,2	1,7	2,6	5,5	5,7	1,6	20,8
	1978	9,7	2,2	1,3	2,2	5,7	5,4	2,0	22,8
Frankreich	1975	4,2	0,6	1,0	6,3	7,9	4,1		16,2
	1976	2,6	0,9	0,7	5,7	7,3	4,7		14,6
	1977	2,8	0,5	0,6	6,1	7,2	3,5		13,5
	1978	3,7	0,7	0,5	4,5	5,7	3,7		13,1

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 Finanzinstituten; Großbritannien: gesamte Kreditaufnahme der aufgeführten Sektoren ohne Handelskredite und Kreditbeziehungen innerhalb der einzelnen Unternehmen; Kanada: Mittelbeschaffung nichtfinanzieller Kreditnehmer; Frankreich: gesamte erfaßte Kreditaufnahme mit Ausnahme von Handelskrediten und Eigenkapital ohne Aktien (buchhalterisch nicht bereinigt). ² In Japan und Großbritannien ist die Verschuldung der öffentlichen Unternehmen in der öffentlichen Verschuldung und — in diesen Ländern wie auch in Frankreich — die der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit bei den Krediten an private Haushalte erfaßt. ³ Einschließlich Geldmarktpapiere. ⁴ Deutschland: Wohnungsbaukredite insgesamt.

Eindeutig verbessert hat sich die Finanzlage der Unternehmen in Japan, Deutschland, Kanada und Frankreich. In Japan war diese Entwicklung vor allem Ausdruck einer schwachen Investitionstätigkeit, während sie in Deutschland trotz einer merklichen Kräftigung der Unternehmensinvestitionen eintrat. In Japan, Deutschland und Kanada lag der Schwerpunkt des Unternehmenssektors auf der Anhäufung liquider Vermögenswerte. In Japan stiegen die Bestände der Unternehmen an kurzfristigen Wertpapieren kräftig an. In Deutschland stockten die Unternehmen, die hier auf vielfache Weise von Kapitalzuflüssen profitierten, ihre Termineinlagen beträchtlich auf. In Kanada erfolgte der Aufbau von Unternehmensliquidität teilweise in der Form von Fremdwährungsforderungen. Die Kreditaufnahme der Unternehmen konzentrierte sich in den meisten Ländern mit Ausnahme der USA auf Bankkredite. Die Neuemissionen von Aktien erreichten indessen ziemlich hohe Zuwachsraten in Kanada, wo sich der Aktienmarkt stark ausweitete (allerdings im wesentlichen als Folge der

Währungsabwertung), und in Frankreich, wo Anfang 1978 Steuererleichterungen eingeführt wurden, um das Interesse der privaten Haushalte an Aktien zu fördern. In Frankreich erreichten auch die gesamten Anleiheemissionen ein recht hohes Niveau. Dies ging jedoch hauptsächlich auf einen Anstieg bei den Staatspapieren und den Anleihen halböffentlicher Kreditnehmer zurück, deren Mittelaufnahme aus Zahlungsbilanzgründen wieder vom Ausland auf den inländischen Markt umgelenkt wurde.

Die Konsumenten- und Hypothekarkredite für den Wohnungsbau wurden unter den in den USA vorherrschenden inflationären Bedingungen derart stark ausgeweitet, daß sich das Verhältnis der Gesamtverschuldung der privaten Haushalte zum persönlich verfügbaren Einkommen, das vor 1977 nie 58% überschritten hatte, bis zum vierten Quartal 1978 auf über 65% erhöhte. Maßnahmen, die den Hypothekenmarkt von Kreditrestriktionen abschirmen sollten (siehe S. 62), wurden nach dem weiteren Zinsanstieg im November sowie gesetzlichen Änderungen im März etwas weniger wirksam. Auch in Großbritannien wurde die Verfügbarkeit von Hypothekarkrediten zunehmend durch die sich verschlechternde Finanzlage der Bausparkassen eingeengt. Die Bankkredite an Privatpersonen erhöhten sich stark, jedoch nicht so kräftig, daß sie schwer zu bewältigende Schuldenlasten aufgetürmt hätten. Wie in Kanada, Deutschland und einigen anderen Ländern, wo ein starker Anstieg bei den Hypothekarkrediten hauptsächlich zur Finanzierung schon bestehender Wohnbauten und indirekt des privaten Verbrauchs diente, wurde jede hieraus resultierende Verschlechterung der Finanzlage der privaten Haushalte in Großbritannien vermutlich durch den scharfen Preisauftrieb bei Wohnbauten aufgewogen.

Geldmengenziele und die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen

Für jene Länder, die eine Steuerung der monetären Expansion entlang einem stetigen, vorher festgelegten Pfad anstrebten, gestalteten sich die Umstände im letzten Jahr in jeder Hinsicht extrem schwierig. Die USA mußten mit Neuerungen in den Bestimmungen und Institutionen, andere Länder mit Devisenmarktunruhen fertigwerden. Mehrere Länder trafen auch auf Schwierigkeiten bei der Sicherstellung eines angemessenen, stetigen Stroms nichtmonetärer Mittel zur Deckung eines umfangreichen staatlichen Kreditbedarfs, und mancherorts kräftigte sich die private Nachfrage nach Bankkrediten zusehends. Auf Probleme bei der Steuerung der monetären Expansion stießen nicht nur jene Länder, die sich hauptsächlich auf Zinsmechanismen oder die Steuerung der Geldbasis stützten, sondern auch jene, die sich ziemlich direkter Methoden zur Kontrolle der Gegenposten zur Geldschöpfung in der Bilanz des Bankensystems bedienten.

Hinweise auf das Verhältnis von monetärem Wachstum und offiziellen Zielgrößen werden in der nachstehenden Tabelle und in der Graphik auf S. 78 gegeben. Ein Vergleich der Normen mit der tatsächlichen Entwicklung läßt eine erhebliche Zielüberschreitung für M_1 in den USA (aber im letzten Jahr nicht für die übrigen Gesamtgrößen), in Deutschland und der Schweiz erkennen. In Frankreich lag andererseits das Ergebnis nur geringfügig oberhalb des Zielwertes, während es sich in Kanada und Großbritannien trotz der ungemainen Schwierigkeiten, mit denen es diese Länder während des Jahres aufnehmen mußten, innerhalb der Zielbandbreite bewegte.

Monetäre Gesamtgrößen:
Ziele und Wachstumsraten

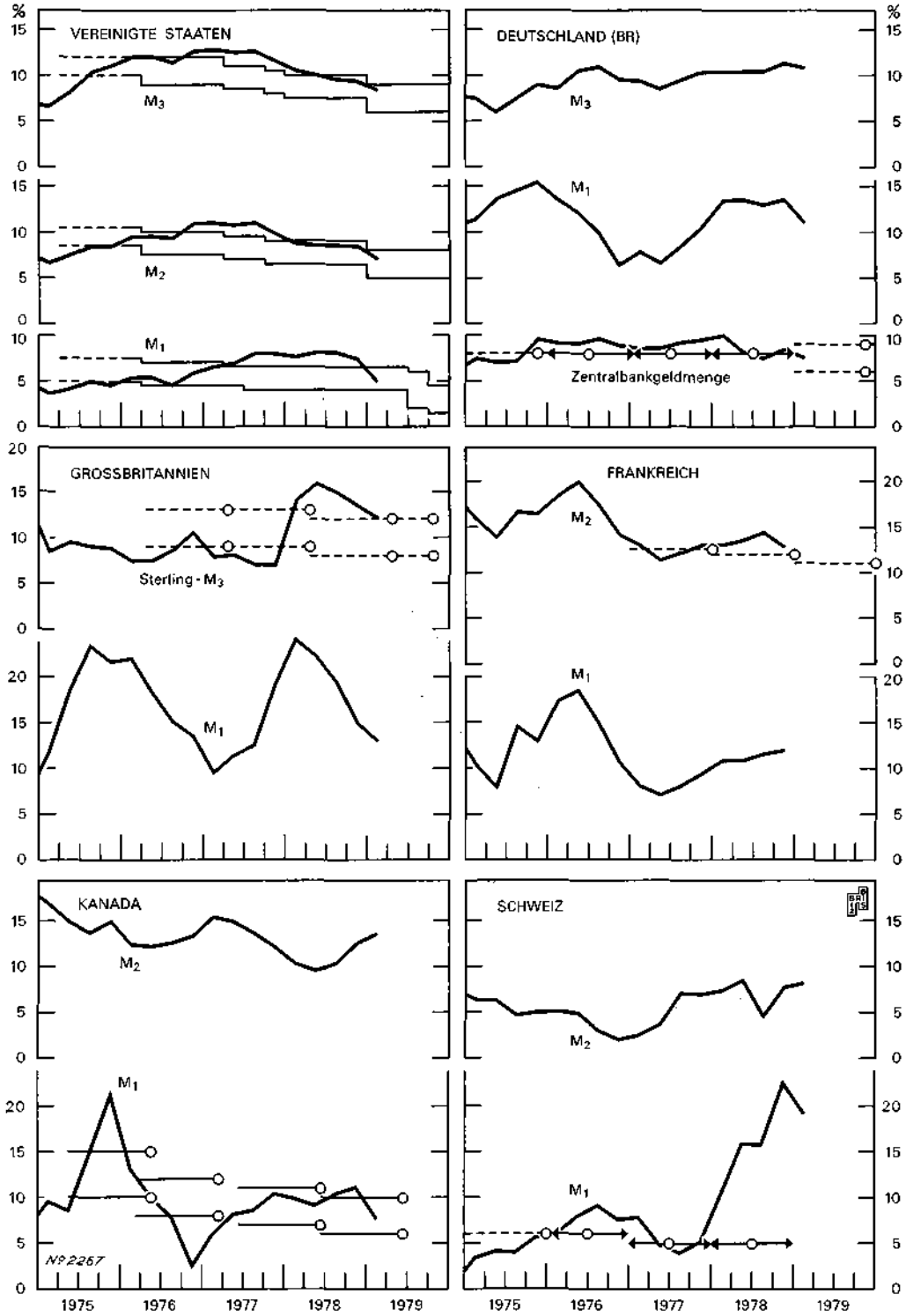
	Geldaggregat	Zeitraum	Ziel	Tatsächliches Ergebnis
			Prozentuale Zunahme	
Deutschland (BR)	Zentralbankgeldmenge	Durchschnitt 1977 — Durchschnitt 1978	8	11,4
		IV/1978 — IV/1979	6—9	.
Frankreich	M ₂	12 Monate bis Dezember 1978	12 ¹	12,3
		12 Monate bis Dezember 1979	11 ¹	.
Großbritannien . . .	Sterling-Geldmenge (M ₂)	12 Monate bis Mitte April 1979	8—12	10,4
		12 Monate bis Mitte Oktober 1979	8—12	.
Japan	M ₂	III/1977 — III/1978	11—12 ²	12,1
		IV/1977 — II/1979	12—13 ³	12,3 ³
Kanada	M ₁	Juni 1977 — Juni 1978	7—11	8,5
		Juni 1978 —	6—10	5,3 ⁴
Niederlande	M ₂ /Netto-volkseinkommen	Ende 1976	.	41,0 ⁵
		Ende 1980	37,0 ⁴	.
Schweiz	M ₁	Durchschnitt 1977 — Durchschnitt 1978	5	16,2
USA	M ₁	IV/1977 — IV/1978	4,0—6,5	7,3
		I/1978 — II/1979	4,0—6,5	4,9 ⁷
		III/1978 — III/1979	2,0—6,0	.
		IV/1978 — IV/1979	1,5—4,5	.
	M ₂	IV/1977 — IV/1978	6,5—9,0	8,5
		I/1978 — III/1979	6,5—9,0	7,1 ⁷
		IV/1978 — IV/1979	5,0—8,0	.
	M ₃	IV/1977 — IV/1978	7,5—10,0	9,4
		I/1978 — III/1979	7,5—10,0	8,4 ⁷
		IV/1978 — IV/1979	6,0—9,0	.

¹ Obergrenze. ² Unverbindliche Zielgröße. ³ I/1978—I/1979. ⁴ Juni 1978–Januar 1979. ⁵ Tatsächliche Verhältnismaßzahl. ⁶ Durch fortschreitende Abnahme zu erreichende projektierte Verhältnismaßzahl. ⁷ I/1978–I/1979.

Die Variablen, auf die sich die Zielgrößen beziehen, unterscheiden sich von Land zu Land beträchtlich. Die Graphik zeigt die Entwicklung der Gesamtgrößen in der weiteren wie der engeren Abgrenzung in sechs wichtigen Ländern und läßt für die wesentlichen Gesamtgrößen einen Vergleich der Entwicklung während des Jahres mit den Zielen zu. Das Geldmengenwachstum wird in Form von vierteljährlichen Durchschnittswerten gegenüber dem Vorjahr dargestellt; eine Präsentation, die rein zufällige kurzfristige Schwankungen in gewissem Ausmaß ausschaltet. Während die monetären Ziele für eine Reihe von Ländern so ausgedrückt werden, bietet der Vergleich bei anderen nur eine Orientierungshilfe. Zu beachten ist auch, daß das Maß, in dem sich die Behörden zur Einhaltung der Zielgröße verpflichtet haben, beträchtlich variiert.

Sehr auffallend ist, daß in den meisten Ländern das monetäre Wachstum während des Jahres ungleichmäßig verlief. In Deutschland war das im Verhältnis zur Zielgröße (die in Form eines Jahresdurchschnitts ausgedrückt wurde) übermäßige Wachstum der Zentralbankgeldmenge großenteils den Entwicklungen im ersten Quartal 1978 während der ersten Phase der Dollarschwäche zuzuschreiben. Allerdings beschleunigte es sich — berechnet auf der Basis von saisonbereinigten Veränderungen gegenüber dem Vormonat — erneut nach der Jahresmitte. In der Schweiz überschritt andererseits das Wachstum von M₁ den Zielpfad mit einer im Jahresverlauf zunehmenden Marge.

Monetäre Ziele und Wachstumsraten*



* Veränderung gegen Vorjahr auf der Basis von Quartalsdurchschnitten.

In Großbritannien beschleunigte sich Anfang 1978 das Wachstum von Sterling-M₃ alarmierend vor dem Hintergrund eines instabilen Rentenmarkts, einer stärkeren privaten Nachfrage nach Bankkrediten und Schwierigkeiten der Behörden bei der statistischen Erfassung des monetären Wachstums. Die Erhöhung blieb im Sommer und Herbst sehr mäßig, was teilweise auf den Einsatz von Mindestreserven auf den Einlagenzuwachs zurückzuführen war, mit denen die verzinslichen Verbindlichkeiten der Banken begrenzt werden sollten. Dies hielt die Banken allerdings nicht davon ab, ebenfalls ein beachtliches Volumen von Wechselkrediten (die nicht in den Bankkrediten oder der Geldmenge erfaßt sind) zu gewähren. Ende 1978 nahm der Anstieg von Sterling-M₃ erneut merklich zu. In Japan und Frankreich verlief die monetäre Expansion weiterhin recht mäßig und stetig, hauptsächlich deswegen, weil die flauere private Nachfrage nach Bankkrediten dazu beitrug, die expansive Wirkung von Transaktionen des Finanzministeriums und des Zahlungsbilanzüberschusses zu kompensieren. Das in Frankreich zurückhaltende Geldmengenwachstum wurde allerdings in gewissem Umfang zufallsbedingt durch eine kräftige Erhöhung der Aktienbestände privater Haushalte und steuerlich geförderter Einlagen bei Sparkassen (die nicht in M₂ enthalten sind) begünstigt. Hauptsächlich aufgrund von Poststreiks beschleunigte sich das Wachstum von M₁ in Kanada im Jahresverlauf beträchtlich. Die weiter gefaßten Geldmengenaggregate wiesen Wachstumsraten zwischen 13 und 17% auf, wovon ein Teil auf den wachsenden Anteil der Banken an der gesamten Kreditvermittlung zurückging. Als sich der kanadische Dollar sogar gegenüber dem US-Dollar abschwächte, weiteten sich die Fremdwährungsguthaben Gebietsansässiger bei den Banken (die in M₃, aber nicht in M₁ oder M₂ enthalten sind) um etwa 55% aus, wovon etwa 10 Prozentpunkte der Höherbewertung auf Basis des kanadischen Dollars zuzuschreiben waren.

Ausgeprägte Unterschiede im Wachstumsmuster der verschiedenen Gesamtgrößen werden auch in allen in der Graphik dargestellten Ländern augenfällig. Wenn auch infolge von Veränderungen in der Struktur der Geld- und Kreditströme Verzerrungen in den Wachstumsraten der Geldmenge in weiter Abgrenzung auftreten können, so hat doch anscheinend zumindest im Verlauf der letzten Jahre das Wachstum von M₁ ganz allgemein viel stärker geschwankt. Ein sehr treffendes Beispiel dafür ist die Schweiz: Der Zinssatz für Sichteinlagen übertraf hier im vergangenen Jahr jenen für Termineinlagen und lag bei bestimmten von Privatpersonen gehaltenen Konten nur geringfügig unter der Verzinsung von Sparguthaben, so daß sowohl Zuflüsse aus dem Ausland wie der Mitteltransfer aus anderen Arten inländischer Konten zum Anschwellen von M₁ beitrugen, während sich der Anstieg von M₃ (das Termin- und Spareinlagen enthält) nur wenig veränderte. In Deutschland kann die Zentralbankgeldmenge insofern als Gesamtgröße in der weiteren Abgrenzung aufgefaßt werden, als die Mindestreservekomponente in unterschiedlichem Grad auf Veränderungen aller Arten von Bankeinlagen Gebietsansässiger reagiert; dieses Element wuchs mit zunehmendem Tempo im Verlauf des letzten Jahres. Der bestimmende Faktor für das Anfang 1978 stark beschleunigte Wachstum dieses Aggregats war freilich die umfangreiche Bargeldkomponente, die wie in der Schweiz bedeutende Beträge von im Ausland gehaltenen Banknoten und Münzen umfaßt.

In Ländern, in denen Transaktionskassen nicht ausdrücklich vergütet oder nur vergleichsweise mäßig verzinst werden, müssen die großen Schwankungen der

Zinssätze bei Alternativenanlagen ein Hauptgrund für das sich ändernde Wachstum der M1-Aktiva gewesen sein. Die meisten Länder, die die Einhaltung von Zielgrößen für die Geldmenge in enger Abgrenzung anstreben, stützen sich dabei hauptsächlich auf die Beeinflussung der Zinssätze. Theoretische und empirische Gesichtspunkte rechtfertigen zumindest in einem bestimmten institutionellen Rahmen die Wahl von M1 als Zielvariable. In anderen Ländern haben es die Behörden vorgezogen, Zielgrößen nur für eine weiter gefaßte monetäre Gesamtgröße, die umfangreiche liquide Ersparnisse einschließt, aufzustellen. Mancherorts ist die Frage nach der am besten geeigneten monetären Zielgröße noch immer Gegenstand von Diskussionen.

Im Lichte der Erfahrungen des letzten Jahres wurde eine Reihe von Änderungen in den monetären Zielsetzungen der Länder vorgenommen. In den USA wurden, um die verschiedenen institutionellen Änderungen zu berücksichtigen, die Geldmengenziele für 1979 — besonders jenes für M1 — bedeutend herabgesetzt; eine neue Gesamtgröße wurde veröffentlicht (M1 plus, das zusätzlich zum Bargeld und den Sichteinlagen bei Banken eine Vielzahl von Spar- und übertragbaren Konten bei Banken und Sparkassen enthält) und Vorschläge für stark revidierte Definitionen der verschiedenen Gesamtgrößen vorgelegt. Zum Teil wegen der bisherigen Praxis der Federal Reserve, eine „Basisdrift“ zuzulassen (das in jedem Quartal publizierte neue Ziel basiert nämlich auf dem tatsächlichen Niveau der Geldmenge, das manchmal deutlich über dem oberen Rand der bisherigen Bandbreite liegt), wird man darüber hinaus die Ziele für 1979 bis zum Jahresende beibehalten, je nachdem wie eine Überprüfung zur Jahresmitte ausfällt.

In Deutschland wurde die bisher als Jahresdurchschnitt ausgedrückte Zielgröße durch eine Bandbreite ersetzt, die sich auf die Geldmengenexpansion zwischen dem vierten Quartal 1978 und dem vierten Quartal 1979 bezieht. In Anbetracht des kräftigen Wachstums der Zentralbankgeldmenge im Jahresverlauf 1978 hätte eine auf Jahresdurchschnitten beruhende Zielgröße unannehmbar hoch sein müssen, um eine auch nur mäßige Ausweitung im Verlauf des Jahres 1979 zu gestatten. Die Bandbreite soll nicht Ungenauigkeiten in der Geldmengensteuerung berücksichtigen; sie soll vielmehr den Behörden einen Ermessensspielraum bei der Anpassung des Geldmengenwachstums an die wirtschaftliche Entwicklung im Jahresverlauf einräumen. In der Schweiz sahen die Behörden von der Veröffentlichung eines Zieles für 1979 ab, weil sie es vorzogen, ein neues Ziel erst dann anzukündigen, wenn sich die Devisenmärkte beruhigt hätten.

Um Raum für mehr Flexibilität zu lassen, beschlossen die Behörden in Großbritannien, die für Zwölfmonatsperioden aufgestellten Zielgrößen beizubehalten, aber beginnend mit Oktober eine neue Basis in Abständen von sechs Monaten festzulegen. Im März 1979 kündigte indessen der Schatzkanzler in seinem vorläufigen Budget mit Blick auf die bevorstehenden allgemeinen Wahlen an, daß das bisherige Ziel einstweilen in Kraft bleibe. Die im Oktober in Großbritannien festgesetzten wie auch die während des Jahres in Kanada und Frankreich veröffentlichten Ziele lagen geringfügig niedriger als bisher; in jedem Fall sollte hiermit der Wunsch der Behörden nach einer schrittweisen Verringerung des Geldmengenwachstums ausgedrückt werden. In Japan gaben die Behörden im Sommer 1978 erstmals unverbindliche Zielgrößen des Geldmengenwachstums für einen Zeitraum von jeweils zwölf Monaten,

der mit dem folgenden Quartal endete, bekannt. Die Überlegung war, daß, trotz der mit solchen Ankündigungen möglicherweise verbundenen Nachteile, in Anbetracht des sehr hohen Haushaltsdefizits ein gesteigertes Bewußtsein der Öffentlichkeit für die möglichen Zusammenhänge zwischen Veränderungen des Geldmengenwachstums und der Inflationsraten hilfreich sein könnte.

Die Schwierigkeiten, auf die die Notenbanken im vergangenen Jahr bei dem Versuch stießen, das Geldmengenwachstum auf dem vorgegebenen Zielkurs zu halten, müssen großenteils den damals vorherrschenden außergewöhnlichen Umständen zugeschrieben werden. Ein Ergebnis dieser Erfahrung ist es, daß inzwischen der Abschwächung von Wechselkursschwankungen eine größere wirtschaftspolitische Priorität eingeräumt wird, und zwar in den USA wie auch in denjenigen europäischen Ländern, die dem Europäischen Währungssystem als ordentliche oder assoziierte Mitglieder beigetreten sind. In einigen der kleineren Länder mag eine Wechselkursstabilisierung zeitweise eine genaue Steuerung des monetären Wachstums ausschließen. Sie könnte hier jedoch ein gleichermaßen wirksames Mittel sein, um eine größere Lohn- und Preisstabilität zu erreichen — vorausgesetzt, daß die Inflationsraten in den größeren Ländern gesenkt und auf einem niedrigen Niveau gehalten werden. Insbesondere dort, wo die Inflation relativ hoch ist, trägt wahrscheinlich eine Geldpolitik, die der Öffentlichkeit Vertrauen in die Entschlossenheit der Behörden einflößt, zur äußeren wie auch inneren Stabilität bei. Obwohl die Lage von Land zu Land abweicht, dürfte doch vielerorts eine Politik, die sich auf vorher verkündete quantitative Zielvorgaben für die monetären Gesamtgrößen stützt, weiterhin von Nutzen sein.

V. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Welthandel und Zahlungsbilanzen wurden im Berichtszeitraum in erheblichem Maße durch die bedeutenden Wechselkursänderungen des vergangenen Jahres sowie deren teilweise Umkehr in den ersten Monaten des Jahres 1979 geprägt. 1978 war die weltweite Zahlungsbilanzstruktur insgesamt viel ausgeglichener denn je seit 1973; der zusammengefaßte Leistungsbilanzüberschuß der Ölausfuhrländer verringerte sich auf weniger als \$10 Mrd., die Gesamtheit der entwickelten Länder wies kein Leistungsbilanzdefizit mehr auf, und trotz einer Zunahme gegenüber 1977 ließ das zusammengefaßte Defizit der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer noch einen Zuwachs ihrer offiziellen Währungsreserven zu. Diese günstigen Entwicklungen gingen allerdings als Folge der Währungskrise des vergangenen Jahres mit einer beträchtlichen Vertiefung der bestehenden Ungleichgewichte innerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz einher: Gemessen am Zuwachs ihrer offiziellen Nettowährungsreserven verdoppelten sich die zusammengefaßten Gesamtbilanzüberschüsse Deutschlands, Japans und der Schweiz reichlich auf \$25 Mrd., während das Gesamtbilanzdefizit der USA im zweiten Jahr hintereinander \$30 Mrd. überschritt. Im zweiten Halbjahr 1978 und Anfang 1979 nahmen die Leistungsbilanzkomponenten dieser Ungleichgewichte, insbesondere der japanische Überschuß und das Defizit der USA, merklich ab, und nach dem Beschluß der US-Behörden vom November 1978, entschlossen auf den Devisenmärkten zu intervenieren, kehrten sich vorher eingetretene spekulative Kapitalströme größtenteils wieder um. Der neuerliche Preisauftrieb bei Öl und anderen Rohstoffen seit Ende 1978 brachte erneut eine Wende, die den Ölausfuhrländern wieder zu einem beachtlichen Überschuß verhelfen und die Gesamtheit der entwickelten Länder in ein Leistungsbilanzdefizit zurückwerfen wird, wenn auch nicht im Ausmaß der Jahre nach 1973.

Welthandel

Der Welthandel entwickelte sich 1978 zumindest in seiner Grundtendenz im großen und ganzen ähnlich wie im vorhergehenden Jahr. Der Dollarwert des Welthandels stieg mit 15½% rund 2 Prozentpunkte stärker als 1977 und belief sich damit auf insgesamt etwas mehr als \$1 300 Mrd. Auch die Erhöhung des Außenhandelsvolumens und der Preise unterschied sich mit schätzungsweise 5 bzw. 10% kaum von jener des Jahres 1977. Gleichzeitig blieb das Wachstum des Welthandels gemessen an jenem der Erzeugung in den Zehnergruppenländern und der Schweiz, auf die drei Fünftel des Welthandels entfallen, praktisch unverändert. Allerdings entwickelten sich das Volumen und die Durchschnittswerte in den einzelnen Ländern und Ländergruppen von 1977 auf 1978 bemerkenswert unterschiedlich, was zum Teil sehr beträchtliche Veränderungen der Außenhandelssalden verursachte.

Die relativ bescheidene Ausweitung des Welthandels muß einmal mehr zum Teil auf anhaltend geringe Wachstumsraten, zumal in den Zehnergruppenländern und der Schweiz, zurückgeführt werden. Überdies weist ein Vergleich mit den Erfahrungen vor 1973 auf einen eindeutigen Bruch des früheren Zusammenhangs

zwischen Produktions- und Welthandelswachstum hin. Während des Jahrzehnts von 1963 bis 1972 war das Wachstum des Welthandelsvolumens mit jahresdurchschnittlich 9% doppelt so hoch wie das des realen Bruttosozialprodukts in den größeren Industrieländern; 1977 und 1978 wuchs das reale Bruttosozialprodukt der Zehnergruppe und der Schweiz um etwas weniger als 4% und der reale Welthandel um nicht mehr als 5%. Obwohl in Konjunkturabschwüngen eine geringere Ausweitung des Handels im Verhältnis zur Erzeugung nicht ungewöhnlich ist, läßt die Tatsache, daß sie schon zwei Jahre hintereinander deutlich nach dem Rezessionstief auftritt, vermuten, daß nichtkonjunkturelle Faktoren bremsend wirkten. Einer der Gründe, warum der Welthandel in den Jahren vor der Ölkrise von 1973/74 im Verhältnis zur Produktion schneller gewachsen ist, mag darin liegen, daß Neuinvestitionen insgesamt die internationale Spezialisierung der Produktion vorantrieben. Der allgemeine Rückgang der Investitionsquoten in den letzten Jahren mag diesen Wachstumsimpuls zurückgedrängt haben. Möglicherweise haben auch Ungewißheiten über die Entwicklung der Wechselkurse sowie der Rückgriff einiger Länder auf protektionistische Maßnahmen das Wachstum des Welthandels gedämpft.

Die realen Einfuhren der *Zehnergruppe und der Schweiz* dehnten sich 1978 um 6½% aus, verglichen mit einem Zuwachs von 4% im Jahr zuvor. Da sich die Gesamtnachfrage in diesen Ländern nicht viel stärker als 1977 erhöht hat, muß die Beschleunigung ihres Importwachstums vor allem auf zwei andere Faktoren zurückgeführt werden: erstens weitete sich die Inlandsnachfrage in Ländern wie Großbritannien und Deutschland, deren Importquote relativ hoch ist, stärker aus als zuvor; zweitens begann sich ein Teil der nach dem September 1977 erheblichen Wechselkursänderungen insbesondere in den Hauptüberschußländern auf die Einfuhrmengen auszuwirken. Daher war das Wachstum der Gesamtimporte, das 1977 hauptsächlich einem Anstieg der US-Einfuhren um 10½% zuzuschreiben war, im vergangenen Jahr unter den Mitgliedern der Gruppe viel gleichmäßiger verteilt. Während die Einfuhren der USA weiter kräftig um 9½% zunahmen, belebte sich die Importnachfrage in den meisten anderen Ländern. Die Hauptüberschußländer Japan, Deutschland und die Schweiz erzielten Zuwächse von 7, 7½ bzw. 10%. Gleichzeitig erholte sich das Importwachstum auch dort, wo es vorher durch inländische Stabilisierungsprogramme zurückgehalten worden war: in Großbritannien beschleunigte es sich auf 7½%, in Frankreich auf 5% sowie in Italien auf 7½% nach einem Rückgang um 2% im Jahre 1977. Bei den Ländern dieser Gruppe kam es nur in Schweden zu einem Schrumpfen der Importe, die mit 6½% viel mehr als 1977 abnahmen.

Nach etlichen Jahren eher unsicherer außenwirtschaftlicher Lage, die sich in einigen Fällen 1977 noch verschlechtert hatte, setzte der Großteil der *entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz* 1978 seinen Kurs der Nachfragebeschränkung fort oder leitete einen solchen ein. Ihre zusammengefaßten Einfuhren gingen nach einer Ausweitung um nur 2½% 1977 im vergangenen Jahr um 1% zurück. Das Gesamtergebnis wurde 1978 maßgeblich bestimmt durch geringere Importe Österreichs, Finnlands, Spaniens, Neuseelands, Norwegens und der Türkei — wobei das letztgenannte Land einen Rückgang um 25% aufwies. Die meisten übrigen Länder dieser Gruppe steigerten mit Ausnahme Irlands und Griechenlands, deren Importe mit 16½ bzw. 5% ähnlich stark wie im Vorjahr zunahmen, ihre Einfuhren nur geringfügig.

Welthandel¹

	Ausfuhr (fob)				Einfuhr (cif)			
	1977	Jahr	1978		1977	Jahr	1978	
			1. Halb-jahr	2. Halb-jahr			1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Milliarden US-Dollar (Mengenindizes, 1976=100)								
Entwickelte Gebiete								
Zehnergruppe und Schweiz	847,6 (104,9)	776,7 (110,8)	369,0 (109,6)	407,7 (112,0)	677,3 (103,8)	791,2 (110,8)	379,8 (109,2)	411,6 (112,4)
Sonstige ²	92,8 (104,3)	110,4 (112,1)	52,3 (108,5)	58,1 (115,7)	128,4 (102,6)	138,0 (101,5)	66,5 (105,0)	71,5 (98,0)
Zusammen	740,4 (104,8)	887,1 (111,0)	421,3 (109,5)	465,8 (112,5)	805,7 (103,6)	929,2 (109,3)	446,1 (108,6)	483,1 (110,0)
Entwicklungsgebiete								
Ölausfuhrländer ³	150 (99,5)	145 (96,0)	70 .	75 .	87 (122,0)	102 (128,0)	51 .	51 .
Sonstige	128 (103,5)	142 (110,0)	67 .	75 .	154 (104,0)	180 (110,0)	85 .	95 .
Zusammen	278 (101,5)	287 (102,5)	137 (99,0)	150 (106,0)	241 (110,0)	282 (116,0)	136 (115,0)	146 (117,0)
Staatshandelsländer⁴	106	121	57	64	113	133	65	68
Insgesamt⁵	1 124 (104,0)	1 295 (108,5)	615 (106,5)	680 (110,5)	1 160 (105,0)	1 344 (110,5)	647 (109,5)	697 (111,5)

¹ Auf zollstatistischer Basis; nicht ohne weiteres mit den in der Tabelle auf S. 87 enthaltenen Handelsdaten vergleichbar.
² OECD-Länder ohne Zehnergruppe und Schweiz zuzüglich Israel, Jugoslawien und Südafrika. ³ OPEC-Länder (Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate) zuzüglich Bahrain und Oman.
⁴ Bulgarien, Volksrepublik China, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR, Ungarn. ⁵ Mengenindex ohne Staatshandelsländer.

Nachdem das Importwachstum der *Ölausfuhrländer* das Wachstum des Welt-handels von 1974 bis 1977 jeweils weit übertroffen hatte, scheint es von 1977 auf 1978 von 22 auf nur 5% gefallen zu sein. Die Abschwächung war besonders ausgeprägt in den Ländern mit niedriger Absorptionsfähigkeit. Wenn das niedrigere Importwachstum teilweise auch die Unterbrechung der Einfuhren des Iran in den letzten zwei Monaten von 1978 widerspiegelte, war es doch hauptsächlich das Ergebnis einer restriktiveren Wirtschaftspolitik, die auf größere interne und, in einigen Fällen, außenwirtschaftliche Stabilität ausgerichtet war. Die Notwendigkeit einer solchen Politik stellte sich um so dringender, als die Einnahmen der meisten Ölausfuhrländer in der ersten Jahreshälfte 1978 abrupt zurückgingen.

Die Aufstockung ihrer Währungsreserven im Verhältnis zu den Importen und der Abbau ihrer Leistungsbilanzdefizite 1976 und 1977 gestattete es den *nichtölproduzierenden Entwicklungsländern*, sich 1978 wieder einer mehr wachstumsorientierten Politik zuzuwenden. Diese Wende im Verein mit gelockerten Einfuhrbeschränkungen einiger asiatischer Länder drückte sich in einer Beschleunigung des realen Importwachstums von 4 auf etwa 6% aus. Allerdings verdeckt dieser Gruppendurchschnitt eine recht unterschiedliche Entwicklung der Importe einzelner Länder und Gebiete. In den *Staatshandelsländern*, in denen sich der Dollarwert der Einfuhren um 18% erhöhte, dürften die realen Einfuhren nach einer 1977 geringen Änderung um etwa 7% zugenommen haben.

Das reale Exportwachstum der Hauptländergruppen deckte sich 1978 nicht in allen Fällen mit ihrem Importwachstum. Die stärkste Erhöhung des Exportvolumens

verzeichneten die *entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz*, deren Zuwachs von $7\frac{1}{2}\%$ beträchtlich über dem Weltdurchschnitt lag. Am anderen Extrem befanden sich die *Ölausfuhrländer*. Da die Ölförderung in anderen Gebieten der Welt zunahm und der im ersten Halbjahr beträchtliche Lagerabbau der Einfuhrländer nicht voll durch Aufstockung im späteren Jahresverlauf ausgeglichen wurde, schrumpften die zusammengefaßten Exporte der Ölausfuhrländer nach einem 1977 geringfügigen Rückgang um $3\frac{1}{2}\%$. In anderen Ländergruppen stimmte das Exportergebnis eher mit dem Importwachstum überein. Das Exportvolumen der *nichtölproduzierenden Entwicklungsländer* expandierte 1978 mit 6% um $2\frac{1}{2}$ Prozentpunkte rascher als im vorangegangenen Jahr und hob damit ihren Anteil an den Weltexporten leicht an. Die Ausfuhren der *Staatshandelsländer* dürften sich mengenmäßig mit 5% etwa ebenso stark wie 1977 erhöht haben. Die Exporte der *Zehnergruppe und der Schweiz* nahmen mit $5\frac{1}{2}\%$ etwas weniger zu als ihre Importe. Im allgemeinen waren wohl die Nachfragebedingungen auf den Exportmärkten dieser Länder der wichtigste Bestimmungsfaktor des Exportwachstums. Freilich scheinen sich im Zuwachs der japanischen Ausfuhr von nur 1% nach einer Ausweitung um 9% im Jahre 1977 der Aufwertungseffekt des Yen sowie die von der japanischen Regierung eingeführten direkten Ausfuhrbeschränkungen auszudrücken. Die Exporte der USA, Kanadas und Italiens erhöhten sich bedeutend um $8\frac{1}{2}$, $9\frac{1}{2}$ bzw. 11%. Andernorts war die Veränderung des Ausfuhrwachstums jedoch weit weniger ausgeprägt.

Die 1978 sehr unterschiedlichen realen Außenhandelstrends fielen mit größeren Veränderungen der relativen Preise international gehandelter Güter zusammen. Die Marktpreise von Rohstoffen (ohne Rohöl), die 1977 um $11\frac{1}{2}\%$ gestiegen waren, erhöhten sich auf Dollarbasis im vergangenen Jahr nur um durchschnittlich $2\frac{1}{2}\%$, während sich der Preisauftrieb für das von entwickelten Ländern importierte Öl gegenüber dem Vorjahr von 8 auf $1\frac{1}{2}\%$ zurückbildete. Dagegen beschleunigte sich der Anstieg der Exportpreise für Industriegüter von 9 auf $14\frac{1}{2}\%$. Diese relativen Preisänderungen schlugen sich in einem Terms-of-trade-Gewinn der Zehnergruppenländer und der Schweiz von $3\frac{1}{2}\%$ nieder, verglichen mit einem Verlust von 1% im Jahr 1977. Auch das reale Austauschverhältnis der übrigen entwickelten Länder verbesserte sich ein wenig. Infolgedessen fiel die Hauptlast der Terms-of-trade-Verluste auf die Entwicklungsländer. Die Terms of trade der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer verschlechterten sich um 5%, was den Gewinn des Vorjahres überkompensierte, und die der Ölausfuhrländer um 10%.

Bei einer groben Quantifizierung der relativen Mengen- und Preiseffekte auf die Veränderung der Handelsbilanzen zeigt sich, daß die bedeutende Verbesserung der zusammengefaßten Handelsbilanz der Zehnergruppe und der Schweiz um \$15,3 Mrd. im Jahr 1978 ausschließlich mit den Wirkungen verbesserter Terms of trade in Höhe von \$25 Mrd. sowie eines geringen positiven „Basiseffektes“ zu erklären war, der die im Jahr 1978 eingetretenen Volumensänderungen mehr als ausglich. Der „Basiseffekt“ beschreibt die Auswirkungen von Steigerungen der Dollarpreise international gehandelter Güter auf den Dollarwert eines bestehenden Handelsungleichgewichts. Klammert man die USA aus, tritt ein sehr starker Gegensatz zwischen der Entwicklung der realen und nominalen Handelsbilanz der Gruppe in den Jahren 1977 und 1978 auf. Die Verbesserung im Jahr 1977 um \$18,5 Mrd. war hauptsächlich durch mengenmäßige Änderungen bedingt, während die gleich

Schätzung der Auswirkungen von Mengen- und Preisänderungen
auf die Handelsbilanzen 1977 und 1978

	Gesamtänderung gegen Vorjahr ¹		Rückführbar auf					
			Mengen- änderungen		Terms-of-trade- Änderungen		Basiseffekt ²	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
Milliarden US-Dollar								
Zehnergruppe und Schweiz (ohne USA)	- 3,3 (18,5)	15,3 (18,4)	5,1 (18,2)	-10,0 (-5,2)	- 5,8 (-0,1)	25,0 (20,9)	- 2,6 (0,4)	0,3 (2,7)
davon:								
Belgien-Luxemburg	- 0,2	- 0,7	0,2	- 0,2	- 0,1	0	- 0,3	- 0,5
Deutschland (BR)	2,9	4,1	2,2	- 2,7	- 0,8	4,1	1,5	2,7
Frankreich	1,8	3,0	3,2	0,3	- 1,0	2,9	- 0,4	- 0,2
Großbritannien	5,2	- 0,6	2,9	- 2,4	3,0	2,6	- 0,7	- 0,8
Italien	4,2	2,1	3,5	1,2	0,9	0,9	- 0,2	0
Japan	6,3	8,6	4,4	- 4,0	1,0	10,9	0,9	1,7
Kanada	1,1	0,4	3,1	2,4	- 1,9	- 1,9	- 0,1	- 0,1
Niederlande	- 2,6	- 0,9	- 2,1	- 1,6	- 0,3	0,9	- 0,2	- 0,2
Schweden	0,2	2,3	0,5	2,7	- 0,3	- 0,5	0	0,1
Schweiz	- 0,4	0,1	0,3	- 0,9	- 0,6	1,0	- 0,1	0
USA	-21,8	- 3,1	-13,1	- 4,8	- 5,7	4,1	- 3,0	- 2,4
Übrige entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz	- 1,6	7,9	0,6	9,4	1,0	2,1	- 3,2	- 3,6
Ölausfuhrländer	- 8,5	-19,5	-15,0	- 9,5	1,0	-12,0	5,5	2,0
Nichtölproduzierende Entwicklungsländer	1,5	-12,5	- 1,5	- 2,0	4,5	- 7,0	- 1,5	- 3,5

¹ Auf zollstatistischer Basis; Exporte fob, Importe cif; nicht unmittelbar mit den in der Tabelle auf S. 87 enthaltenen Handelsbilanzangaben vergleichbar. ² Hierin schlagen sich in erster Linie die Wirkungen eines veränderten allgemeinen Dollarpreisniveaus international gehandelter Güter auf die Handelsbilanz auf US-Dollar-Basis nieder; als Restgröße berechnet.

hohe Verbesserung 1978 gänzlich auf Preiseffekte zurückzuführen ist. Obwohl sich zudem die Außenhandelskassen der drei Hauptüberschußländer auf Dollarbasis 1978 weiter erhöhten, erlebten alle drei einen Rückgang ihres realen Überschusses, wobei das drastischste Beispiel Japan war, bei dem eine reale Verschlechterung um \$ 4 Mrd. durch einen günstigen Preiseffekt von \$ 12,6 Mrd. völlig verdeckt wurde. Die gegensätzliche Wirkung von Mengen- und Preisfaktoren war außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz weniger ausgeprägt: die verbesserte Handelsbilanz der übrigen entwickelten Länder war gänzlich einem günstigen Mengeneffekt zuzuschreiben, während die ungünstigen Terms-of-trade-Wirkungen bei den Ölausfuhrländern und nichtölproduzierenden Entwicklungsländern noch durch negative Mengeneffekte verstärkt wurden.

Die 1978 starken Auswirkungen veränderter Terms of trade auf die globalen Außenhandelspositionen erwiesen sich indessen als vorübergehend. Bereits in der zweiten Jahreshälfte 1978 und noch deutlicher Anfang 1979 zeigten die veränderten relativen Preise der wichtigsten Warengruppen eine teilweise Umkehr der Terms-of-trade-Veränderungen des Jahres 1978 an. Die jüngsten Erhöhungen der Öl- und anderer Rohstoffpreise verbessern sicherlich die Handelsbilanz der Ölausfuhrländer und auch die Exporterlöse der rohstoffproduzierenden Länder.

Zahlungsbilanzen

Die 1978 in den Handelsbilanzen eingetretenen erheblichen Veränderungen wirkten sich in der Gesamtstruktur der Leistungsbilanzen fast gänzlich in Verschiebungen ähnlicher Größenordnung aus. Die Folge war, daß die Verteilung der Leistungsbilanzpositionen nach Hauptländergruppen 1978 viel stärker als in den vorangegangenen vier Jahren der Struktur vor 1974 ähnelte. Die zusammengefaßte Leistungsbilanz der Zehnergruppenländer und der Schweiz kehrte sich von einem Defizit von \$5 Mrd. 1977 in einen Überschuß von \$18 Mrd. 1978 um. Gleichzeitig verminderte sich das zusammengefaßte Defizit der übrigen entwickelten Länder, das in den Jahren seit 1974 durchschnittlich mehr als \$20 Mrd. betragen hatte, auf \$11½ Mrd. Teilweise spiegelte sich diese Besserung der Leistungsbilanz der entwickelten Länder um insgesamt \$35 Mrd. in einer schlechteren Position der nicht-ölproduzierenden Entwicklungsländer wider. Nach einer Abnahme in den zwei vorhergehenden Jahren schwoll ihr Leistungsbilanzdefizit, im wesentlichen infolge des relativen Rückgangs der Rohstoffpreise, 1978 neuerlich um schätzungsweise \$9 Mrd. auf einen Gesamtwert von \$24 Mrd. an. Außerdem hat sich anscheinend das Leistungsbilanzdefizit der Staatshandelsländer erhöht. Den wichtigsten

Leistungsbilanzsalden¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungen und Übertragungen			Leistungsbilanz		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
Milliarden US-Dollar									
Entwickelte Gebiete									
Belgien-Luxemburg	- 0,4 ²	- 1,4 ²	- 1,1 ²	0,4 ²	0,7 ²	0,5 ²	0	- 0,7	- 0,6
Deutschland (BR)	16,7	19,8	25,3	-13,2	-15,5	-16,3	3,5	4,3	9,0
Frankreich	- 4,7	- 2,7	1,8	- 1,2	- 0,6	2,4	- 5,9	- 3,3	4,2
Großbritannien	- 6,4	- 3,0	- 2,3	4,4	3,6	2,8	- 2,0	0,6	0,5
Italien	- 4,2	- 0,1	2,9	1,4 ³	1,5 ³	3,5 ³	- 2,8	1,4	6,4
Japan	9,9	17,3	24,7	- 6,2 ³	- 6,4 ³	- 8,1 ³	3,7	10,9	16,6
Kanada	1,4	2,7	3,0	- 5,2 ³	- 6,6 ³	- 7,6 ³	- 3,8	- 3,9	- 4,6
Niederlande	1,6	- 0,4	- 1,0	1,1 ³	0,8 ³	- 0,4 ³	2,7	0,4	- 1,4
Schweden	0,2	0,3	2,6	- 2,4	- 3,1	- 3,6	- 2,2	- 2,8	- 1,0
Schweiz	0,4	- 0,1	0,5	3,0 ³	3,5 ³	4,6 ³	3,4	3,4	5,1
USA	- 9,4	-31,1	-34,1	13,7	15,8	18,1	4,3	-15,3	-16,0
Zehnergruppe und Schweiz	5,1	1,3	22,3	- 4,2	- 6,3	- 4,1	0,9	- 5,0	18,2
Sonstige	-27,6	-27,9	-19,0	5,0	4,5	7,6	-22,6	-23,4	-11,4
Entwickelte Gebiete zusammen	-22,5	-26,6	3,3	0,8	- 1,8	3,5	-21,7	-28,4	6,8
darunter: OECD ⁴	17,9	-23,6	5,6	- 1,0	- 3,3	1,7	-18,9	-26,9	7,3
Entwicklungsgebiete⁵									
Ölausfuhrländer	78	72	54	-41	-43	-47	37	29	7
Sonstige	-12	- 9	-18	- 6	- 6	- 6	-18	-15	-24
Entwicklungsgebiete zusammen	66	63	36	-47	-49	-53	19	14	-17
Staatshandelsländer⁶	- 6	- 1	- 5						

¹ Auf Transaktionsbasis.

² Importe teilweise cif.

³ Ohne einbehaltene Erträge aus Direktinvestitionen.

⁴ Sämtliche entwickelte Länder außer Israel, Jugoslawien und Südafrika.

⁵ Teilweise geschätzt; Außenhandels-

daten auf zollstatistischer Basis.

Gegenposten zu dem sich wieder herausbildenden beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuß der größeren entwickelten Länder stellte indessen eine unerwartete und rasche Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses der Ölausfuhrländer um \$ 22 Mrd. auf nur \$ 7 Mrd. dar. Der Überschuß der Ölausfuhrländer wirkte daher nicht mehr als wichtigster destabilisierender Faktor auf die weltweite Struktur der Leistungsbilanzen.

Die Rückkehr zu einem herkömmlicheren Zahlungsbilanzgefüge unter den Hauptländergruppen war für sich schon ein Schritt in Richtung eines besseren Gleichgewichts. Sie war indessen von einer Verschärfung der Ungleichgewichte innerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz begleitet. Während sich zwar die Leistungsbilanzpositionen von Frankreich, Italien und Schweden um insgesamt \$ 14,3 Mrd. verbesserten, überschattete die weiter aufreißende Kluft zwischen dem amerikanischen Leistungsbilanzdefizit und den Leistungsbilanzüberschüssen Deutschlands, Japans und der Schweiz diese willkommene Entwicklung. Der Gesamtüberschuß dieser drei Länder erhöhte sich 1978 um \$ 12,1 auf 30,7 Mrd., und das Defizit der USA weitete sich geringfügig auf \$ 16 Mrd. aus. Das krasse Ungleichgewicht zwischen diesen Ländern war bereits im Schlußquartal 1977 sichtbar geworden und schwächte sich auf Dollarbasis im Jahresverlauf 1978 nur geringfügig ab.

Wenn das Ausmaß der Anpassung der Zahlungsbilanzungleichgewichte im vergangenen Jahr auch in mancherlei Hinsicht enttäuschend ausfiel, so bringen doch die in der Tabelle auf S. 87 angeführten Dollarzahlen für das Gesamtjahr die im Jahresverlauf verzeichneten Fortschritte beim Abbau der wichtigsten Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Zehnergruppe — Fortschritte, die zudem im ersten Quartal 1979 anhielten — nicht zum Ausdruck. In den USA war die Verbesserung auf Dollarbasis von einem ungewöhnlich hohen saisonbereinigten Defizit von \$ 7,6 Mrd. im ersten Quartal auf eines von \$ 1,3 Mrd. im vierten Quartal sehr ausgeprägt, wenn auch die Anpassung der realen Handelsströme weiterhin enttäuschte. Auch in den drei Hauptüberschußländern zeigte sich eine Tendenz zum Ausgleich, obwohl dies über längere Perioden des Jahres hinweg durch die Terms-of-trade-Effekte der Dollarschwäche verdeckt wurde. Der markanteste Fortschritt trat in Japan ein, wo seit dem zweiten Quartal 1978 nicht nur der reale Handelsüberschuß, sondern auch das Exportvolumen abnahmen; die Folge war, daß sich im ersten Quartal 1979 die Leistungsbilanz vor Ausschaltung von Saisoneinflüssen in einem Defizit befand. In Deutschland wuchsen zwar — wenn auch langsamer als zuvor — die Exporte weiter, die realen Außenhandelsüberschüsse lagen jedoch in den einzelnen Quartalen 1978 beträchtlich unterhalb denen des Jahres 1977. Auf Dollarbasis erhöhte sich der vierteljährliche Leistungsbilanzüberschuß allerdings während des Jahres erheblich, ehe er mit \$ 1,5 Mrd. im ersten Quartal 1979 deutlich unter das ein Jahr zuvor erreichte Niveau rutschte. In der Schweiz verschlechterte sich 1978 die reale Handelsbilanz, und im ersten Quartal 1979 war das Handelsdefizit auf Dollarbasis doppelt so hoch wie vor Jahresfrist.

Die Fortschritte in Richtung einer ausgeglicheneren Leistungsbilanz waren daher alles andere als unbedeutend und wurden im Anschluß an die amerikanischen Maßnahmen vom 1. November 1978 auch von den Devisenmärkten honoriert. Ferner kam es im vergangenen Jahr zu einer sehr starken Zunahme der langfristigen Kapitalabflüsse aus Japan, was ebenfalls als ein Schritt zu einer ausgeglicheneren Grundbilanz inter-

pretiert werden kann. In der Tat kann man einen durch langfristige Kapitalabflüsse ausgeglichenen Leistungsbilanzüberschuß durchaus als eine angemessene, für Industrieländer anzustrebende Zahlungsbilanzstruktur ansehen. Es gibt allerdings eine Reihe von Gründen, warum Maßnahmen zur Einebnung von Leistungsbilanzüberschüssen von vorrangiger Bedeutung sind. Zum ersten dürfte es schwierig sein, auf Dauer langfristige Kapitalabflüsse in erforderlichem Umfang zu gewährleisten. Teilweise liegt dies an der Notwendigkeit, binnenwirtschaftliche Erfordernisse bei der Gestaltung der Geld- und Zinspolitik zu berücksichtigen; daneben dürften hohe und anhaltende Leistungsbilanzungleichgewichte, die oft mit einem Inflationsgefälle einhergehen, (wie in den Jahren 1977/78) Erwartungen auf Wechselkursänderungen auslösen, die zu einem Kapitalabfluß aus Defizitländern und einem Zustrom in Überschußländer führen. Zum zweiten dürften hohe und anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse, selbst wenn sie durch langfristige Kapitalabflüsse kompensiert werden, im Laufe der Zeit für die Länder mit den entsprechenden Defiziten Probleme bei der Zahlungsbilanzfinanzierung aufwerfen. Diese Überlegung gilt zumal für die Überschüsse der Nicht-OPEC-Länder in einer Zeit, in der erneut ein beträchtlicher OPEC-Leistungsbilanzüberschuß gegenüber der übrigen Welt entsteht. Aus diesen Gründen wäre es klug, sich zur Herstellung einer stabileren Weltzahlungsbilanzstruktur weniger auf Anpassungen der Kapitalströme als auf solche der Leistungsbilanz zu stützen.

Die Entwicklung der Kapitalbilanzen verschärfte — mit der einzigen Ausnahme langfristiger Kapitalabflüsse aus Japan — im vergangenen Jahr noch die sehr großen Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz. In den USA war das Gesamtbilanzdefizit doppelt so hoch wie das Leistungsbilanzdefizit; hingegen wuchsen in der Schweiz die offiziellen Nettowährungsreserven bedeutend stärker als der Leistungsbilanzüberschuß. Überdies traten auch in Deutschland, wo der Reservengewinn noch etwas über den Leistungsbilanzüberschuß hinausging, und in Japan, wo er beträchtlich niedriger war, im Jahresverlauf zeitweilig umfangreiche spekulative Mittelzuflüsse auf. Der Gesamtprozeß erreichte seinen Höhepunkt im letzten Quartal des Jahres, als die Nettokapitalabflüsse aus den USA mit fast \$ 16 Mrd. ebenso hoch wie im Gesamtjahr ausfielen. Die ersten Monate des Jahres 1979 erlebten eine weitgehende Umkehr dieser exzessiven Kapitalströme, wobei der Rückfluß von Geldern aus den Überschußländern in die USA hinreichend groß war, um einen wesentlichen Teil der im vergangenen Jahr aufgetretenen unerwünschten Reservenzuwächse der Überschußländer aufzulösen und es den USA zu ermöglichen, die beträchtlichen bei Devisenmarktinterventionen im November und Dezember 1978 eingesetzten Summen zurückzuholen.

Die weiteren Aussichten werden durch die jüngsten Ölpreiserhöhungen getrübt. Sicherlich werden 1979 die Reaktionen auf die Wechselkursänderungen vom vergangenen Jahr zunehmend spürbar. In den USA dürfte allerdings der Einfluß günstiger Mengentrends durch höhere Ölpreise zum Teil kompensiert werden, und die Leistungsbilanzen nahezu aller europäischen Länder dürften sich aus dem gleichen Grund verschlechtern. Der zusammengefaßte Überschuß der Zehnergruppe und der Schweiz wird sich vermutlich 1979 verringern, während der Überschuß der Ölausfuhrländer zunehmen wird. Das weltweite Leistungsbilanzgefüge könnte somit wieder eine für die Jahre seit 1974 typischere Gestalt annehmen.

Entwickelte Länder

Das Leistungsbilanzdefizit der *Vereinigten Staaten*, das 1977 gewaltige Ausmaße erreicht hatte, änderte sich 1978 wenig. Seit dem vergangenen Jahr hat sich die Basis der statistischen Erfassung insofern geändert, als einbehaltene Nettoerträge aus Direktinvestitionen nun in der Leistungsbilanz als Forderung und in der Kapitalbilanz als Verbindlichkeit verbucht werden: Nach der neuen Darstellung befand sich die Leistungsbilanz 1976 in einem Überschuß von \$4,3 Mrd., worauf Defizite von \$15,3 und 16 Mrd. in den Jahren 1977 bzw. 1978 folgten. Das Defizit öffnete sich am weitesten im letzten Quartal 1977 und im ersten Vierteljahr 1978, als es saisonbereinigt und auf Jahresbasis durchschnittlich \$27,4 Mrd. betrug. Die vierteljährlichen Defizite bewegten sich in den letzten drei Quartalen von 1978 auf einer Jahresbasis von durchschnittlich \$11,2 Mrd., wobei es im vierten Quartal zu einer beachtlichen Verbesserung auf \$5,4 Mrd. kam.

USA: Zahlungsbilanz 1976-78

	1976	1977	Jahr	1978 ¹			
				1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar							
Laufende Transaktionen							
Warenhandel:							
Ausfuhr (fob)	114,7	120,6	141,9	30,8	35,3	36,5	39,3
Einfuhr (fob)	124,1	151,7	176,0	42,7	43,2	44,5	45,6
Saldo	- 9,4	- 31,1	- 34,1	- 11,9	- 7,9	- 8,0	- 6,3
Kapitalerträge (netto) ²	15,9	17,5	19,9	4,8	4,6	4,9	5,6
Übrige Dienstleistungen und Übertragungen (netto)	- 2,2	- 1,7	- 1,8	- 0,5	- 0,1	- 0,6	- 0,6
Saldo der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz	13,7	15,8	18,1	4,3	4,5	4,3	5,0
Saldo der Leistungsbilanz	4,3	- 15,3	- 16,0	- 7,6	- 3,4	- 3,7	- 1,3
Kapitalverkehr³							
Regierung	0,8	- 2,0	- 1,8	- 0,1	- 1,5	- 1,1	0,9
Direktinvestitionen ⁴	- 7,3	- 8,9	- 9,8	- 4,2	- 2,1	- 0,5	- 3,0
Portfoliointvestitionen	- 5,7	- 1,2	0,2	- 0,1	0,3	0	0
Von den Banken gemeldeter Kapitalverkehr ⁵	- 7,6	- 4,1	- 14,8	- 5,7	2,2	1,3	- 12,6
Sonstiger	- 2,5	- 1,5	- 0,6	- 1,7	0,5	0,9	- 0,3
Statistisch erfaßte Kapitalströme	- 22,3	- 17,7	- 26,8	- 11,8	- 0,6	0,6	- 15,0
Statistische Differenz	9,3	- 0,9	11,5	4,6	9,1	- 1,6	- 0,6
Saldo der Kapitalbilanz	- 13,0	- 18,6	- 15,3	- 7,2	8,5	- 1,0	- 15,6
Saldo der Gesamtbilanz ⁶	- 8,7	- 33,9	- 31,3	- 14,8	5,1	- 4,7	- 16,9
<i>davon Veränderung der:</i>							
offiziellen Währungsreserven	2,5	0,2	- 0,9	- 0,2	- 0,4	- 0,1	- 0,2
Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen ⁷	- 11,2	- 34,1	- 30,4	- 14,6	5,5	- 4,6	- 16,7

¹ Saisonbereinigte Vierteljahreswerte. ² Einschließlich einbehaltener Nettoerträge aus Direktinvestitionen.
³ Aufgrund unterschiedlicher Abgrenzung stimmen ein Teil der zusammengefaßten Positionen der Kapitalbilanz wie auch die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen nicht mit den von den US-Behörden veröffentlichten Angaben überein. ⁴ Einschließlich der Neuinvestition einbehaltener Nettoerträge aus Direktinvestitionen. ⁵ Soweit nicht in anderen Positionen enthalten. ⁶ Ohne Bewertungsänderungen.

Die Kapitalbilanz wies für das Gesamtjahr 1978 umfangreiche Nettoabflüsse von privatem und nicht in die Währungsreserven eingerechnetem offiziellen Kapital aus, was die negativen Wirkungen des Leistungsbilanzdefizits auf den Dollar noch verstärkte. Die identifizierten Nettoabflüsse beliefen sich auf \$26,8 Mrd.; aber daneben war eine positive statistische Differenz von \$11,5 Mrd. zu verzeichnen, und das Defizit der offiziellen Reservetransaktionen war mit \$31,3 Mrd. nur unwesentlich geringer als 1977.

Die vierteljährliche Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz war alles andere als gleichmäßig. Als Spiegelbild der Phasen der Dollarkrise traten die größten Schwankungen in der Kapitalbilanz — besonders bei dem von Banken in den USA gemeldeten Kapitalverkehr — und in der statistischen Differenz auf. Leider unterscheiden die Statistiken nicht mehr zwischen lang- und kurzfristigen Transaktionen der US-Banken, und es ist daher unmöglich, die kurzfristige Position der Banken — die Veränderungen in den Guthaben offizieller ausländischer Institutionen nicht enthält — als Finanzierungsposten zu behandeln. Im ersten Quartal 1978 war der Dollar im allgemeinen schwach, und die Banken traten gegenüber dem Ausland als Nettokreditgeber auf. Ein Teil dieser Kreditgewährung kehrte sich im zweiten und dritten Quartal um, im letzteren möglicherweise unter dem Einfluß der am 28. August erfolgten Aufhebung der Mindestreserveanforderungen für im Ausland aufgenommene Mittel. Die größte Veränderung erfolgte jedoch im vierten Quartal, als die Banken Nettoabflüsse von \$12,6 Mrd. meldeten, die durch zusätzliche Dollarforderungen gegenüber Gebietsfremden mehr als gedeckt wurden und hauptsächlich im November und Dezember erfolgten. Überdies wäre der Nettoabfluß im vierten Quartal ohne die erstmalige Begebung von auf D-Mark lautenden „Carter-Notes“ an deutsche Gebietsansässige um \$1,6 Mrd. höher gewesen. Ein Teil dieses Abflusses mag rein saisonal bedingt gewesen sein, aber vermutlich stellte ein Großteil davon eine Reaktion auf die erhöhte Bereitschaft der amerikanischen Behörden dar, zur Stützung des Dollars auf den Devisenmärkten zu intervenieren, die es Inhabern von unerwünschten Dollarforderungen erlaubte, sich gegen ihr Wechselkursrisiko abzusichern, ohne befürchten zu müssen, einen starken und kostspieligen Fall des Dollars auszulösen. Der sonstige identifizierte, nicht in die Reserven eingehende Kapitalverkehr war im Vergleich dazu ziemlich stabil und wies im Gesamtjahr ein geringeres Defizit als 1977 auf.

Das Leistungsbilanzdefizit war 1978 tatsächlich ein wenig höher als 1977, und es ist daher von gewissem Interesse, seine Entwicklung in den letzten Jahren genauer zu analysieren. Die nachstehende Tabelle zeigt die saisonbereinigten vierteljährlichen Veränderungen der amerikanischen Handels- und Dienstleistungsbilanz während der

USA: Handels- und Dienstleistungsbilanz 1977 und 1978

Jahr	1977				Jahr	1978			
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal		1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
<i>In Mrd. US-Dollar zu jeweiligen Preisen, saisonbereinigt und auf Jahreswerte hochgerechnet</i>									
-11,1	- 8,5	- 5,9	- 7,0	-23,2	-12,0	-24,1	- 5,5	-10,7	- 7,6
<i>zu Preisen von 1972, in Prozent des Bruttozialprodukts</i>									
+ 0,7	+ 0,9	+ 0,8	+ 0,9	+ 0,2	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,8	+ 0,7	+ 0,7

Jahre 1977 und 1978 in jeweiligen Dollarpreisen und, um die Terms-of-trade-Effekte der Dollarabwertung und andere Preisbewegungen auszuschalten, zu Preisen von 1972 in Prozent des Bruttosozialprodukts.

Bemerkenswert ist die Höhe der saisonbereinigten Außenhandelsdefizite im letzten Quartal 1977 und im ersten Vierteljahr 1978. Diese waren anscheinend hauptsächlich auf eine schwächere Entwicklung der Exporte — etwa im Zusammenhang mit Erwartungen eines weiteren Dollarfalls — zurückzuführen. Obwohl sich diese Verschlechterung als vorübergehend erwies, teilen viele Fachleute die Auffassung, daß die nachfolgende Verbesserung geringer war, als man aufgrund früherer Erfahrungen hätte erwarten können. Die Zahlen in der unteren Tabellenhälfte veranschaulichen, daß es seit Mitte 1977 trotz der Abwertung des Dollars zu keiner bedeutenden Zunahme der Nettoexporte gekommen ist. Gewiß können die vorteilhaften Wirkungen einer Abwertung durch sie kompensierende Kosten- und Preissteigerungen im Abwertungsland gegenüber anderen Ländern aufgehoben werden, aber in letzter Zeit haben die USA keine derartigen Erhöhungen erlebt. Die Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe fielen in den USA im Vergleich zu anderen Ländern vom zweiten Vierteljahr 1977 bis zum vierten Quartal 1978 um 11½%.

Ein Vergleich der Wirkungen der Dollarabwertung von 1977/78 mit jenen von 1971/72 und 1973 könnte die jüngste Entwicklung der amerikanischen Handels- und Dienstleistungsbilanz weiter aufhellen. Dies geschieht in der nachstehenden Tabelle, in der die Wirkungen der Abwertungen auf die Kapazitätsauslastung und die von den USA exportierten Nettogüter und -dienstleistungen (in Prozent des Bruttosozialprodukts) quartalsweise nachvollzogen werden. Die anfänglichen Vorteile der Abwertung von 1971/72 sind anscheinend zur Stützung der Vollbeschäftigung in der Binnenwirtschaft verbraucht worden, da sich die Handelsbilanz überhaupt nicht verbessert hat. In völligem Gegensatz dazu hatte die Abwertung von 1973 kaum einen Effekt auf die inländische Beschäftigung, aber einen starken auf die Handelsbilanz. Er mag durch verzögerte Auswirkungen der Abwertung von 1971/72 noch verstärkt worden sein.

Die jüngste Abwertung scheint, obwohl ähnlich stark wie die früheren, bis jetzt vergleichsweise wenig gebracht zu haben. Die Zunahme der Kapazitätsauslastung ist viel geringer als 1972, während sich der Außenbeitrag gemessen am Bruttosozialprodukt sogar ein wenig vermindert hat. Konjunkturelle Entwicklungen in anderen Ländern können zudem nicht als plausible Erklärung hierfür herangezogen werden. Man mag dagegenhalten, es sei zu früh, ihre Resultate denen ihrer Vorläufer in ungünstiger Weise gegenüberzustellen, da sich der jüngste Dollarrückgang in Phasen während ungefähr eines Jahres vollzog und bis ins letzte Quartal 1978 fortsetzte. Dieser Einwand mag zwar für einen Vergleich mit der Entwicklung nach der Abwertung von 1973, die viel rascher ablief, gelten. Die jüngste Abwertung hat sich indessen zeitlich nur wenig mehr hinausgezogen als jene von 1971/72. Und selbst wenn man zur Berücksichtigung dieses Unterschieds ihre Ergebnisse nach sechs Quartalen mit jenen der Abwertung von 1971/72 nach fünf Quartalen vergleicht, beeindrucken sie noch immer relativ wenig. Auch die Außenhandelsstatistiken für das erste Quartal 1979 lassen, wenn sie auch ermutigend ausgefallen sind, noch immer keine Anpassungen erkennen, die mit jenen nach den zwei vorherigen Dollarabwertungen vergleichbar wären.

Betrachtet man die langsame Reaktion auf die Abwertung von 1977/78, so erwecken die Veränderungen in der Warenzusammensetzung der Handelsbilanz von 1977 auf 1978 ein gewisses Interesse. Obwohl sich ihre Position bei Nahrungs-, Futtermitteln und Getränken sowie bei Öl und Ölprodukten im Gesamtwert von \$7 Mrd. verbesserte, sind diese Reaktionen nicht so günstig, wie man dies von einer Abwertung erwarten würde. In den übrigen Warengruppen, in denen Verbesserungen hätten erwartet werden können, kam es zu Verschlechterungen im Gesamtwert von \$10 Mrd. Ein Teil dieser Wende zum Schlimmeren könnte — statt durch Mengenanpassungen — mit den Effekten ungünstigerer amerikanischer Terms of trade im Anschluß an die Dollarabwertung erklärt werden. Aber tatsächlich verbesserten sich die Terms of trade von 1977 auf 1978 trotz der Dollarabwertung.

USA: Auswirkungen der Dollarabwertungen

Bezeichnung der Quartale nach Beginn der Abwertung ¹	Jahr und Ausmaß der Abwertung					
	1971/72 (6% %) ²		1973 (9 %) ²		1977/78 (9%) ²	
	Veränderung der		Veränderung der		Veränderung der	
	Kapazitätsauslastung des verarbeitenden Gewerbes ³	realen Nettoausfuhren ⁴	Kapazitätsauslastung des verarbeitenden Gewerbes ³	realen Nettoausfuhren ⁴	Kapazitätsauslastung des verarbeitenden Gewerbes ³	realen Nettoausfuhren ⁴
1	+ 1,5	- 0,20	+ 1,5	+ 0,31	- 0,1	- 0,70
2	+ 4,0	- 0,48	+ 2,1	+ 0,58	- 1,1	- 0,72
3	+ 5,9	- 0,36	+ 2,3	+ 0,87	+ 1,2	- 0,11
4	+ 7,2	- 0,12	+ 2,2	+ 1,16	+ 2,4	- 0,27
5	+ 10,3	- 0,10	- 0,1	+ 1,34	+ 3,5	- 0,21
6	Beginn der zweiten Abwertung (siehe nächste Spalte)		-	+ 1,37	+ 3,7	- 0,30
7			- 0,3	+ 1,37		
8			- 7,1	+ 1,61		

¹ Das mit 1 bezeichnete Quartal ist jeweils das erste, in dem eine effektive Abwertung — berechnet auf Basis von Vierteljahresdurchschnitten — von mehr als 2% erfolgte. Bei der Abwertung von 1971/72 ist dies das vierte Quartal 1971; bei der von 1973 das erste Quartal 1973; und im jüngsten Fall das vierte Quartal 1977. Alle Vergleiche in der Tabelle beziehen sich auf das Vorquartal zum Quartal mit der Nummer 1. ² Die Zahlen in Klammern geben das Gesamtausmaß der effektiven Dollarabwertungen an, berechnet auf Basis des Index der Morgan Guaranty Trust Company. Sie wurden für die folgenden Zeiträume berechnet: drittes Quartal 1971 bis zweites Quartal 1972; viertes Quartal 1972 bis drittes Quartal 1973 sowie drittes Quartal 1977 bis viertes Quartal 1978. ³ Prozentuale Veränderung des FRB-Index gegenüber dem entsprechenden Wert im Vorquartal zum Quartal 1. ⁴ Veränderung des Saldos der realen Handels- und Dienstleistungsbilanz in Prozent des BSP, berechnet zu Preisen von 1972.

So enttäuschte die Reaktion der amerikanischen Handelsbilanz auf die Abwertung von 1977/78 am meisten bei Industriegütern, ein Bereich, bei dem oft große Anstrengungen zur Behauptung der Marktposition unternommen werden, und dies kann nicht als J-Kurven-Phänomen erklärt werden. Zusammenfassend läßt sich sagen, daß sich bisher kaum Anzeichen für die umfangreiche Anpassung der realen Ein- und Ausfuhren der USA, die man von der Dollarabwertung seit Mitte 1977 erwartet hätte, eingestellt haben und daß derartige Verbesserungen, soweit sie erfolgt sind, nicht wie angenommen ausfielen.

Anfang 1979 hoffte man, daß sich das Leistungsbilanzdefizit in diesem Jahr in etwa halbieren würde, nämlich auf \$8 bis 10 Mrd. Obwohl die Außenhandelsdaten für

Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden¹

	Jahr	Leistungs- bilanz ²	Kapital- bilanz ²	Gesamt- bilanz ²	Berichtigungs- posten ⁴	Berichtigte Gesamtbilanz (=Verände- rung der Aus- landsposition) ⁵
Belgien-Luxemburg	1977	- 725	- 450	- 1 175	- 770	- 1 945
	1978	- 568	- 585	- 1 150	320	- 830
Dänemark	1977	- 1 680	2 655	975	60	1 035
	1978	- 1 400	2 375	975	105	1 080
Deutschland (BR)	1977	4 320	- 3 150	1 170	- 570	800
	1978	8 960	- 4 050	4 910	- 1 130	3 780
Finnland	1977	- 160	200	40	60	100
	1978	585	145	730	35	765
Frankreich	1977	- 3 310	5 335	2 025	- 435	1 590
	1978	4,200	400	4 600	- 600	4 000
Griechenland ⁴	1977	- 1 275	1 055	- 220	235	15
	1978	- 1 255	915	- 340	220	- 120
Großbritannien	1977	580	9 025	9 605	- 325	9 280
	1978	500	600	1 100	- 635	465
Irland	1977	- 300	290	- 10	30	20
	1978	- 310	460	150	95	245
Italien	1977	1 350	725	2 075	290	2 365
	1978	6 365	1 915	8 280	145	8 425
Japan	1977	10 920	- 2 710	8 210	- 1 110	7 100
	1978	16 625	-10 610	6 015	- 1 830	4 185
Jugoslawien	1977	- 1 600	1 770	170	.	170
	1978	- 1 015	1 390	375	.	375
Kanada	1977	- 3 930	1 150	- 2 780	- 70	- 2 850
	1978	- 4 625	440	- 4 185	- 100	- 4 285
Niederlande	1977	365	- 1 600	- 1 235	260	- 975
	1978	- 1 355	- 2 360	- 3 715	225	- 3 490
Norwegen	1977	- 4 935	4 710	- 225	- 70	- 295
	1978	- 2 100	2 925	825	40	865
Österreich	1977	- 2 980	1 845	- 1 135	- 60	- 1 195
	1978	- 1 505	2 435	930	25	955
Portugal ⁴	1977	- 1 505	60	- 1 445	305	- 1 140
	1978	- 740	955	215	210	425
Schweden	1977	- 2 810	3 225	415	25	440
	1978	- 975	605	- 370	- 135	- 505
Schweiz	1977	3 440	1 220	4 660	.	4 660
	1978	5 145	5 055	10 200	.	10 200
Spanien	1977	- 2 450	2 745	295	- 720	- 425
	1978	1 510	2 240	3 750	- 765	2 985
Türkei	1977	- 3 385	885	- 2 500	.	- 2 500
	1978	- 1 420	810	- 610	.	- 610
USA	1977	-15 290	-14 440	-29 730	360	-29 370
	1978	-15 960	- 490	-16 450	2 000	-14 450

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 Erträge aus Direktinvestitionen sowie deren entsprechende Wiederanlage 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. 104. ⁶ Teilweise auf Kassenbasis.

das erste Quartal tatsächlich ein wenig besser als im vierten Quartal 1978 ausfielen, haben die jüngsten weiteren Ölpreiserhöhungen — die das Öldefizit um mehrere Milliarden Dollar gegenüber den bisherigen Erwartungen für 1979 erhöhen — das Gespenst eines Rückfalls heraufbeschworen. Dies schließt freilich eine geringere Verbesserung der Leistungsbilanz in diesem Jahr nicht aus. In der Kapitalbilanz zeigt sich der Erfolg der Dollarstützungsmaßnahmen vom 1. November 1978 sehr klar. Allein im Januar und Februar belief sich der Mittelrückfluß über die Banken auf etwa \$ 12 Mrd. — nahezu gänzlich in Form des Abbaus von Forderungen gegenüber Gebietsfremden —, und diese Entwicklung hielt im März und April an. Dennoch bleibt die Devisenmarktstabilität, wie an anderer Stelle im Bericht festgestellt, langfristig von einer Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz abhängig.

Im Jahre 1978 wurden die Zahlungsbilanzentwicklungen in den drei Hauptüberschußländern — *Japan, Deutschland und der Schweiz* — stark von der Talfahrt des Dollars beeinflußt. Alle drei Länder erlebten erhebliche Zuwächse ihrer Leistungsbilanzüberschüsse, die einer den mengenmäßigen Rückgang ihrer Nettoexporte noch übersteigenden Verbesserung ihrer Terms of trade zu verdanken waren. Daneben waren alle drei das Ziel massiver Zuflüsse kurzfristigen Kapitals, so daß die Aufstockung ihrer offiziellen Nettowährungsreserven aufgrund umfangreicher Interventionen der Währungsbehörden zur Abschwächung der Aufwärtsbewegung ihrer Wechselkurse sogar noch höher als 1977 ausfiel.

Japans Zahlungsbilanz verzeichnete 1978 bei einem weiterhin großen Gesamtbilanzüberschuß einige bedeutsame Veränderungen, aufgrund deren sich das Ungleichgewicht bis zum Jahresende beträchtlich verminderte. Trotz verschärfter administrativer Richtlinien für Exportbeschränkungen und der Einführung eines Dringlichkeitsimportprogramms stieg der Leistungsbilanzüberschuß weiter von \$ 10,9 auf 16,6 Mrd. Diese Änderung wurde jedoch überkompensiert durch eine Vervielfachung der langfristigen Nettokapitalausfuhren auf \$ 12,2 Mrd., so daß sich der Überschuß der Grundbilanz von \$ 8,2 auf 4,4 Mrd. verringerte. Dennoch war der Zuwachs der zentralen Nettoreserven mit \$ 7,7 Mrd. höher als 1977, was auf erhebliche Nettozuflüsse kurzfristiger Mittel über Banken und Nichtbanken zurückzuführen war.

Im Jahresverlauf drehte sich der Saldo der Grundbilanz drastisch von einem Überschuß von \$ 4,3 Mrd. im ersten Quartal in ein Defizit von \$ 2,1 Mrd. im vierten Quartal. Teilweise war dies der Entwicklung der Handelsbilanz zuzuschreiben, deren Überschuß in den letzten drei Monaten 1978 auf \$ 5,1 Mrd. schrumpfte, nachdem er sich in den drei vorangegangenen Quartalen auf durchschnittlich \$ 6,5 Mrd. belaufen hatte. Der Rückgang des Außenhandelsüberschusses im vierten Quartal ergab sich jedoch im wesentlichen aus Dringlichkeitsimporten in Höhe von \$ 1,7 Mrd. Der entscheidende Faktor für das Entstehen eines Grundbilanzdefizits war der erhebliche und rasche Umschwung der langfristigen Kapitalbilanz von Nettozuflüssen in Höhe von \$ 0,4 Mrd. im ersten Quartal zu Nettoabflüssen von \$ 5 Mrd. im letzten Vierteljahr.

Ein mit \$ 7,4 Mrd. ebenso hoher Zuwachs wie im Vorjahr ließ den Überschuß der Handelsbilanz 1978 auf \$ 24,7 Mrd. anschwellen. Allerdings war dieser Anstieg

auf Yen-Basis viel weniger spektakulär. Zudem verdankte — wie bereits erwähnt — die Handelsbilanz ihre offenkundige Stärke 1978 einem außergewöhnlichen Terms-of-trade-Gewinn in Höhe von fast 15%, der eine merkliche Anpassung der realen Außenhandeltrends verdeckte. Das Wachstum der realen Ausfuhren ging von 9% 1977 auf nur 1% im Jahr 1978 zurück. Einem mengenmäßigen Zuwachs von 7½% im ersten Quartal folgte im zweiten Quartal ein Rückgang um 3%, da die Auswirkungen des Ausfuhrbeschränkungsprogramms durch die dämpfenden Einflüsse der raschen Yen-Aufwertung noch verstärkt wurden, und im letzten Quartal lagen die Ausfuhren real betrachtet um fast 5% niedriger als im Jahr zuvor. Allerdings verhinderte das Ausmaß der Dollarabwertung gegenüber dem Yen, daß der Dollarwert der Ausfuhren zurückging. Der Ausfuhrdurchschnittswert stieg 1978 auf Dollarbasis um fast 20%, da die japanischen Exporteure ihre Dollarausfuhrpreise als Antwort auf die Höherbewertung des Yen heraufsetzten, wenn sich auch ein Teil der Wechselkursänderung in niedrigeren Gewinnmargen niederschlug.

Die Einfuhren erhöhten sich 1978 real betrachtet um 7% nach einem Anstieg von 2½% im Vorjahr. Diese Beschleunigung weist allerdings Reaktionen der realen Einfuhren auf Wechselkursänderungen aus den folgenden zwei Gründen nur begrenzt nach: erstens dürfte 1978 allein das Programm der Dringlichkeitsimporte etwa 2½ Prozentpunkte zum gesamten Einfuhrzuwachs beigetragen haben; zweitens lagen die realen Einfuhren immer noch unterhalb ihres 1973 erreichten Rekordniveaus, und zwar obwohl ein kräftiger Aufschwung die Industrieproduktion auf ein um 5% höheres Niveau als fünf Jahre zuvor emporschnellen ließ. Das langsame Wachstum der japanischen Einfuhren kann größtenteils auf die Entwicklung von zwei wichtigen Warengruppen zurückgeführt werden — nämlich Rohstoffe und fossile Brennstoffe, die 1977 fast zwei Drittel der Gesamteinfuhren ausmachten. Das Gesamtvolumen dieser Importe hat in den letzten Jahren nicht zugenommen, und selbst 1978, als sich die Preise durchweg günstig entwickelten und von der Aufstockung der offiziellen Lager eine zusätzliche Nachfrage ausging, nahmen die Rohstoffeinfuhren nur um 5% zu, während jene von fossilen Brennstoffen sogar um 2% zurückgingen. Die Tatsache, daß 1978 eine deutlich über dem Niveau von 1973 liegende Industrieproduktion bei realen Einfuhren erreicht wurde, die in diesen zwei Produktsparten wesentlich niedriger als fünf Jahre zuvor waren, weist auf die inzwischen erreichte bemerkenswerte Umstellung auf energie- und rohstoffsparende Produktionstechniken hin. Im Gesamtzuwachs der realen Einfuhren schlugen sich deshalb im vergangenen Jahr vornehmlich die gestiegenen Käufe von Industrieerzeugnissen nieder, da die von der raschen Aufwertung des Yen ausgehenden relativen Preisvorteile es den ausländischen Anbietern ermöglichten, den japanischen Markt stärker zu durchdringen; infolgedessen stieg der Anteil der Fertigwaren an den Gesamteinfuhren von 21% im Jahre 1977 auf 25% 1978.

In der Kapitalbilanz wirkte sich als Hauptfaktor für den gewaltigen Zuwachs der langfristigen Nettokapitalabflüsse auf \$12,2 Mrd. im Jahre 1978 die Strategie der Behörden aus, die ausländische Kreditaufnahme am Tokioter Markt zu fördern. Im weiteren Jahresverlauf führten der Erwerb ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige wie auch die Vergabe von Auslandskrediten durch japanische Banken zu zunehmenden Abflüssen. Insgesamt schlugen sich diese Transaktionen in Nettoabflüssen von \$11,7 Mrd. nieder, nahezu das Fünffache des 1977 erreichten

Gesamtbetrags. Zu diesen Abflüssen kam eine Zunahme des Defizits der Direktinvestitionen von netto \$2,4 Mrd. hinzu. Dagegen waren langfristige Handelskredite, die sich 1977 netto noch auf \$1,4 Mrd. belaufen hatten, im letzten Jahr praktisch ohne Bedeutung. Im kurzfristigen Kapitalverkehr ergab sich 1978 — einschließlich der statistischen Differenz, aber ohne den Bankensektor — per saldo ein Zufluß von \$1,6 Mrd., wenn auch der Verlauf in den einzelnen Quartalen sehr ungleichmäßig war. Insgesamt beliefen sich die Nettokapitalexporte auf \$10,6 Mrd., verglichen mit \$2,7 Mrd. im vorangegangenen Jahr, so daß der Gesamtbilanzüberschuß von \$8,2 Mrd. 1977 auf 6 Mrd. 1978 schrumpfte.

Unter Einschluß von Bewertungsänderungen verbesserte sich die Nettoauslandsposition um \$4,2 Mrd. bei kurzfristigen Zuflüssen über die Banken in Höhe von \$3,5 Mrd. und einem Zuwachs von \$7,7 Mrd. bei den zentralen Nettowährungsreserven. Der mit \$6,8 Mrd. höchste Reservenzuwachs in einem einzelnen Quartal trat in den ersten drei Monaten von 1978 auf, als starke spekulative Kapitalzuflüsse den Leistungsbilanzüberschuß überlagerten und die Behörden in sehr beträchtlichem Umfange intervenierten, um den Anstieg des Yen-Kurses zu bremsen. Eine Umkehr der Kapitalströme im zweiten Quartal ließ die zentrale Nettowährungsposition um \$1,9 Mrd. zurückgehen, wovon ein großer Teil im folgenden Quartal wieder wettgemacht wurde. Im letzten Vierteljahr verschlechterte sich die Nettoauslandsposition um \$1,6 Mrd., kurzfristige Nettozuflüsse über die Banken in Höhe von \$3,3 Mrd. ließen jedoch die amtlichen Währungsreserven um \$1,7 Mrd. anschwellen.

Im ersten Quartal 1979, als der Kurs des Yen stark zurückging, wurde die Leistungsbilanz um \$0,5 Mrd. defizitär, was ein Umschwung um \$3,4 Mrd. gegenüber dem vorangegangenen Quartal war. Da die langfristigen Kapitalabflüsse immer noch hoch waren, verzeichnete die Grundbilanz ein beträchtliches Defizit von \$4,2 Mrd., und die zentralen Nettoreserven gingen um \$3,7 Mrd. zurück.

Ähnlich wie in Japan erhöhte sich der Leistungsbilanzüberschuß *Deutschlands* im vergangenen Jahr stark von \$4,3 Mrd. auf fast \$9 Mrd. Gleichzeitig und im Gegensatz zu den Geschehnissen in Japan führte hier die Währungskrise dazu, daß sich die langfristigen Nettokapitalexporte drastisch von \$5,6 auf 1,1 Mrd. verringerten, wodurch die Grundbilanz von einem Defizit in einen Überschuß von \$7,9 Mrd. umschlug. Dieser Überschuß führte im Verein mit beträchtlichen Zuflüssen kurzfristiger Mittel über das Bankensystem zu einem Anstieg der amtlichen Nettowährungsreserven um \$10,4 Mrd.

Die Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses war ausschließlich auf einen um \$5,5 Mrd. höheren Außenhandelsüberschuß zurückzuführen, der mit \$25,3 Mrd. den höchsten jemals auf Dollarbasis verzeichneten Wert erreichte. Obwohl sich das übliche Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz geringfügig auf \$16,3 Mrd. erhöhte, ging es in Landeswährung um DM 2,8 Mrd. zurück. Hauptursache für diese ungewöhnliche Veränderung war die günstige Entwicklung der Nettokapitalerträge, die 1977 stark zurückgegangen waren, als Steuerrechtsänderungen zu außergewöhnlich hohen Gewinnausschüttungen an ausländische Anteilseigner führten. Die übrigen Transaktionen der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz entwickelten sich im allgemeinen wie gewohnt, wobei mit \$2,6 Mrd. der höchste Zuwachs bei den Nettoausgaben im Reiseverkehr zu verzeichnen war.

Der höhere Überschuß im Außenhandel war ausschließlich mit der Verbesserung der deutschen Terms of trade um $3\frac{1}{2}\%$ zu erklären. Wie bereits oben dargestellt, verschlechterte sich die „reale“ Handelsbilanz 1978 um etwa \$2,7 Mrd., da die realen Aus- und Einfuhren auf Verschiebungen der Konjunkturphasen in Deutschland und den anderen Ländern wie auch auf eine veränderte internationale Wettbewerbsfähigkeit deutscher Güter reagierten. Das Wachstum der realen Ausfuhren schwächte sich um $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte auf 4% ab; es war damit etwas geringer als die geschätzte Ausweitung des Welthandels. In der Tat war die Lage im Exportbereich im allgemeinen gedrückt, und dieser Sektor trug 1978 — anders als in früheren Zyklen — nur wenig zum Aufschwung der Inlandsproduktion bei. Ein entscheidender Faktor in diesem Zusammenhang war zweifellos die Tatsache, daß die Ausfuhrdurchschnittswerte auf DM-Basis unverändert blieben, was auf einen sich bereits im zweiten Jahr fortsetzenden deutlichen Druck auf die Gewinnmargen der deutschen Exporteure hindeutet. In DM-Werten gerechnet fiel das Exportergebnis auf den einzelnen Auslandsmärkten sehr unterschiedlich aus. Der stärkste Zuwachs wurde mit etwa 15% bei den Verkäufen nach Großbritannien, Japan und der Schweiz erreicht, gefolgt von den USA und Belgien-Luxemburg mit einem Anstieg von 10%. Die Ausfuhren nach Norwegen, Spanien und Schweden schrumpften um 13 bis 20%, was auf die Stabilisierungsprogramme dieser Länder zurückzuführen war. Daneben gingen auch Marktanteile in den Ölausfuhrländern verloren, deren Gesamteinfuhren aus Deutschland um $1\frac{1}{2}\%$ zurückgingen.

Der DM-Wert der Einfuhren stieg 1978 um $3\frac{1}{2}\%$; dies war das Ergebnis eines Preisrückgangs um $3\frac{1}{2}\%$ bei einer gleichzeitigen mengenmäßigen Ausweitung um $7\frac{1}{2}\%$. Die Beschleunigung des realen Einfuhrwachstums gegenüber einer Rate von weniger als 4% im Jahr 1977 war zum Teil auf die Erholung der inländischen Wirtschaftstätigkeit zurückzuführen; daneben schlug sich hierin aber auch eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit ausländischer Anbieter nieder. Ihr relatives Preisvorteil machte sich besonders bei Fertigwaren bemerkbar, deren Einfuhren real um fast 10% stiegen; auch Halbfertigerzeugnisse wurden im Zusammenhang mit Lageraufstockungen in sehr viel größerem Umfange importiert. Die relativ schwache Entwicklung der Rohstoffeinfuhren, die schon im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zurückgingen, deutet anscheinend auf einen sparsameren Einsatz von Rohstoffen hin — eine Erscheinung ähnlich der, wie sie kürzlich in Japan zu beobachten war. Einige andere Industrieländer, Staatshandelsländer und südeuropäische Länder waren die erfolgreichsten Anbieter am deutschen Markt. Gleichzeitig gingen die Einfuhren aus den Ölausfuhrländern wertmäßig um 17% zurück, und zwar größtenteils wegen des auf DM-Basis stark sinkenden Erdölpreises, zum Teil aber auch aufgrund eines wachsenden Anteils der Öleinfuhren aus Großbritannien und Norwegen. Infolgedessen erhöhte sich der Außenhandelsüberschuß Deutschlands gegenüber den Ölausfuhrländern beträchtlich von \$0,6 Mrd. 1977 auf 2,6 Mrd. im Jahr 1978.

Beim Kapitalverkehr kann der starke Rückgang der langfristigen Nettokapitalexporte von \$5,6 auf 1,1 Mrd. auf zwei Arten von Transaktionen zurückgeführt werden, die beide von den Währungsunruhen des vergangenen Jahres stark betroffen waren: Erstens und vor allem führten die langfristigen Auslandstransaktionen des Bankensektors zu Zuflüssen von netto \$2,5 Mrd., ganz im Gegensatz zu Nettoabflüssen von \$2,7 Mrd. im Jahr zuvor. Insbesondere die längerfristigen Aus-

landsverbindlichkeiten der Kreditinstitute stiegen im vergangenen Jahr zum Teil infolge umfangreicher Käufe von Schuldscheinen der Banken durch Ausländer um nicht weniger als \$7,4 Mrd. Diese spekulativen Zuflüsse wurden nur teilweise kompensiert durch eine Ausweitung der langfristigen Bankkredite an Gebietsfremde um \$4,3 Mrd., einschließlich des Erwerbs von „Carter-Notes“ durch die Banken im Wert von \$1,6 Mrd. Zweitens gingen die Nettoabflüsse aus Portfolioinvestitionen von \$1,3 auf 0,3 Mrd. zurück, und zwar hauptsächlich aufgrund des stärkeren Erwerbs deutscher Wertpapiere durch Gebietsfremde. Im übrigen langfristigen Kapitalverkehr waren die Nettoabflüsse höher als 1977; die Direktinvestitionen stiegen per saldo von \$1,4 auf 2 Mrd., und die öffentlichen Kapitalexporte verdoppelten sich auf netto \$1,5 Mrd.

Zum geringen Gesamtwert der langfristigen Nettokapitalexporte kamen kurzfristige Kapitalabflüsse über Nichtbanken (einschließlich der statistischen Differenz) von netto \$3 Mrd. hinzu, wodurch sich der 1977 aufgetretene Mittelzufluß von \$2,4 Mrd. umkehrte. In dem Umschwung ist ein Rückgang der von privaten Nichtbanken im Ausland aufgenommenen Finanzkredite um \$3 Mrd. enthalten. Wenn sich auch das Defizit bei den statistisch erfaßten Handelskrediten 1978 per saldo nicht geändert hat, so schlägt sich doch in dem relativ hohen negativen statistischen Restposten möglicherweise ein gewisser Zuwachs der von deutschen Exporteuren gewährten Handelskredite nieder. Im Gesamtjahr belief sich Deutschlands Gesamtbilanzüberschuß auf \$4,9 Mrd.; auf Dollarbasis war er damit etwa viermal so hoch wie 1977.

Unter Einschluß von Bewertungsänderungen zeigten sich die monetären Gegenposten zum Gesamtbilanzüberschuß in einem Zuwachs der kurzfristigen Nettoauslandsverbindlichkeiten des Bankensektors in Höhe von \$6,7 Mrd. und einer Aufstockung der amtlichen Nettowährungsreserven um \$10,4 Mrd. Der Großteil des offiziellen Nettoreservenzuwachses war im letzten Quartal von 1978 zu verzeichnen, wobei \$4,4 Mrd. allein im Oktober auftraten, als die Dollarkrise ihren Höhepunkt erreichte, und weitere \$2,8 Mrd. in den letzten zwei Monaten von 1978. Lediglich im zweiten Quartal, als sich der Dollar kurzfristig erholte, gingen die Nettoreserven der Währungsbehörden zurück. Im ersten Quartal waren kurzfristige Abflüsse von netto \$1,3 Mrd. über den Bankensektor zu verzeichnen; danach nahmen die Nettozuflüsse ständig zu und erreichten im vierten Quartal \$4,7 Mrd.

Im ersten Quartal 1979 verzeichnete die Leistungsbilanz einen Überschuß von \$1,5 Mrd. gegenüber 2,1 Mrd. im gleichen Zeitraum von 1978. Gleichzeitig ging der Überschuß der Grundbilanz stark von \$3,6 auf 1,1 Mrd. zurück, da per saldo wieder langfristige Kapitalabflüsse einsetzten. Hinzu kamen beträchtliche kurzfristige Nettokapitalabflüsse über Banken und Nichtbanken in Höhe von \$6,1 Mrd., und die amtlichen Währungsreserven schrumpften um \$5 Mrd.

In der *Schweiz* trugen im vergangenen Jahr die Höherbewertung des Frankens und der hiermit verbundene Druck an den Devisenmärkten dazu bei, den Gesamtbilanzüberschuß, der 1977 \$4,7 Mrd. betragen hatte, auf \$10,2 Mrd. anschwellen zu lassen. Der außenwirtschaftliche monetäre Gegenposten zu diesem Überschuß bestand in einer Verbesserung der offiziellen Nettoreserveposition um \$6,9 Mrd. sowie einer Erhöhung der Nettoauslandsaktiva des Bankensystems um \$3,3 Mrd.

In der Leistungsbilanz vergrößerte sich der Überschuß von \$3,4 auf 5,1 Mrd. Wie üblich bildeten Nettoeinkünfte aus Dienstleistungen und Übertragungen, die sich von \$3,5 auf 4,6 Mrd. erhöhten, das Hauptelement des Leistungsbilanzüberschusses. Die Nettokapitalerträge waren mit \$3,5 Mrd. 1 Mrd. höher als 1977, außerdem verbesserten sich die Nettoeinkünfte aus dem Reiseverkehr, wenn sie auch in Schweizer Franken gerechnet niedriger als im Vorjahr ausfielen, auf Dollarbasis um \$0,3 auf 1,5 Mrd. Die Handelsbilanz verzeichnete einen Überschuß von \$0,5 Mrd. nach einem Defizit von \$0,1 Mrd. im Jahre 1977. Diese Änderung war ausschließlich auf eine Verbesserung der Terms of trade um 7½% zurückzuführen. Auf zollstatistischer Basis hätten die Veränderungen des realen Außenhandels — ein Zuwachs von 5% bei den Ausfuhren und von 10% bei den Einfuhren — für sich genommen zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz um \$0,9 Mrd. geführt.

Der Kapitalverkehr wurde von nicht identifizierten Zuflüssen in Höhe von \$11,1 Mrd. beherrscht. Dagegen verzeichneten die erfaßten Kapitalbewegungen ein Defizit von \$6 Mrd., worin sich die Anziehungskraft der niedrigen Zinsen auf in Schweizer Franken lautende Kredite für Emittenten mittel- und langfristiger Schuldverschreibungen niederschlug. Die gesamten Kapitalzuflüsse beliefen sich damit auf netto \$5,1 Mrd. gegenüber nur 1,2 Mrd. im Jahre 1977.

Im ersten Quartal 1979 belief sich das Defizit der Schweizer Handelsbilanz auf \$0,5 Mrd.; es war damit etwa doppelt so hoch wie im gleichen Quartal des Jahres 1978. Im Januar und März war eine teilweise Umkehr der Mittelzuflüsse des vergangenen Jahres feststellbar, und die zentrale Nettoposition verschlechterte sich im Verlauf des Quartals um \$1,9 Mrd.

Die Wechselkurse der übrigen europäischen Zehnergruppenländer wiesen 1978 viel geringere Schwankungen auf. Mancherorts war die relative Stabilität Ausdruck eines fehlenden starken Drucks auf den Devisenmärkten; in anderen Ländern intervenierten die Währungsbehörden massiv, um den Außenwert ihrer Währungen zwischen den Kursen der am stärksten abweichenden Währungen zu halten. In beiden Fällen war die Entwicklung ihrer Zahlungsbilanzen 1978 viel weniger stark von wiederholten Unruhen auf den Devisenmärkten geprägt.

Italiens Leistungsbilanzüberschuß vergrößerte sich 1978 stark auf \$6,4 Mrd. oder etwa 2½% des Bruttoinlandsprodukts nach nur \$1,4 Mrd. im Jahr zuvor. Die Handelsbilanz verbesserte sich um \$3 Mrd. und die Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen um \$2 Mrd. Diese Änderungen können dem relativ langsamen Wachstum der Inlandsnachfrage und den anhaltenden Auswirkungen der effektiven Abwertung der Lira um 18% im Jahre 1976 zugeschrieben werden.

Die Terms of trade verbesserten sich 1978 um 2½% trotz der Abwertung der Lira gegenüber anderen europäischen Währungen; dies trug jedoch nur mit etwa \$1 Mrd. zur gesamten Verbesserung der Handelsbilanz auf zollstatistischer Basis bei. Die realen Ausfuhren erhöhten sich um 11%, während die Einfuhren um nur 7½% zunahmen. Die Mengeneffekte auf die Handelsbilanz waren jedoch geringer als 1977, als die realen Ausfuhren um 7% gestiegen und die Einfuhren um 2% zurückgegangen waren. Zudem gab es Anzeichen dafür, daß sich die Verbesserung der Handelsbilanz im Jahresverlauf 1978 abschwächte.

Der Überschuß der Kapitalbilanz vergrößerte sich 1978 auf \$1,9 Mrd. nach \$0,7 Mrd. ein Jahr zuvor. Die Nettoabflüsse aus Handelskrediten gingen von \$0,7 auf 0,3 Mrd. zurück, und Tilgungen von Auslandsschulden öffentlicher Unternehmen waren mit \$0,8 Mrd. um 0,2 Mrd. höher. Der wichtigste Bestandteil dieser Veränderung war jedoch eine Verbesserung der statistischen Differenz um \$0,8 Mrd. zu einem Überschuß von \$0,3 Mrd. Der Überschuß der Gesamtbilanz betrug 1978 \$8,3 Mrd., wovon sich \$7 Mrd. in einem Zuwachs der offiziellen Nettowährungsreserven niederschlugen.

Die Leistungsbilanz *Frankreichs* drehte sich 1978 drastisch von einem Defizit in Höhe von \$3,3 Mrd. in einen Überschuß von \$4,2 Mrd. oder 0,9% des Brutto-sozialprodukts. Wenn auch die Nettokapitalzuflüsse stark schrumpften, so vergrößerte sich doch der Überschuß der Gesamtbilanz von \$2 auf 4,6 Mrd.

Von der gesamten Verbesserung der Leistungsbilanz in Höhe von \$7,5 Mrd. entstanden \$3 Mrd. in der Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen, wo vor allem im vierten Quartal hohe Überschüsse auftraten. Stark gestiegen sind die Nettoeinkünfte sowohl im Reiseverkehr als auch bei den im Zusammenhang mit Großbauprojekten sowie bei der technischen Zusammenarbeit mit anderen Ländern bereitgestellten Dienstleistungen. Die Aktivierung der Handelsbilanz um \$4,5 Mrd. war hauptsächlich das Ergebnis einer Verbesserung der Terms of trade um 4%, während höhere reale Nettoausfuhren hierzu nur recht wenig beitrugen. Dagegen war 1977 die verbesserte Handelsbilanz ausschließlich auf eine günstige mengenmäßige Entwicklung zurückzuführen, und die Terms of trade verschlechterten sich um 1½%.

Die Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs verzeichnete nach einem Überschuß von \$0,3 Mrd. 1977 im Jahre 1978 ein Defizit von \$1,7 Mrd. Als Folge der verbesserten Leistungsbilanz ging die — einer Genehmigung des Finanzministeriums unterliegende — Aufnahme von Auslandskrediten durch Gebietsansässige um \$2 auf 3 Mrd. zurück, während die Salden der anderen Hauptformen langfristiger Kapitaltransaktionen etwa ebenso hoch wie 1977 ausfielen. Die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse einschließlich der statistischen Differenz gingen von \$5 auf 2 Mrd. zurück. Unter Einschluß von Änderungen in der Bewertung und statistischen Erfassung erhöhten sich die zentrale Nettoreserveposition und die kurzfristige Nettoauslandsposition der Geschäftsbanken um \$2,8 bzw. 1,2 Mrd.

Im ersten Quartal 1979 änderte sich der Handelsbilanzüberschuß saisonbereinigt betrachtet mit \$0,3 Mrd. auf zollstatistischer Basis nur wenig gegenüber dem Durchschnitt für 1978. Die zentrale Nettoreserveposition verbesserte sich um \$1 Mrd.

Die Leistungsbilanz *Großbritanniens* schloß 1978 mit einem kleinen Überschuß von \$0,5 Mrd. ab, das war etwa ebensoviel wie 1977. Im Jahresverlauf tendierte sie jedoch infolge der Abschwächung des Wirtschaftsaufschwungs zu einer Verbesserung, und im vierten Quartal entstand saisonbereinigt ein Überschuß von \$0,8 Mrd. Im Gesamtjahr 1978 profitierte die Leistungsbilanz per saldo mit etwa \$2 Mrd. von der gestiegenen inländischen Erdöl- und Erdgasförderung, und ihr werden 1979 aus dieser Quelle voraussichtlich weitere \$3 Mrd. zufließen.

Die Terms of trade auf zollstatistischer Basis erhöhten sich 1978 großenteils wegen der Festigung des Pfund Sterlings um 6%. Hätten sich die Aus- und

Einfuhrmengen nicht verändert, so hätte sich hierdurch die Leistungsbilanz um fast \$2 Mrd. verbessert. Tatsächlich verlief die mengenmäßige Entwicklung aber umgekehrt, wobei die Einfuhren um 7½% und die Ausfuhren um nur 4½% stiegen, so daß sich die Handelsbilanz um nur \$0,7 Mrd. auf ein Defizit von \$2,3 Mrd. verbesserte. Die passiven Außenhandelssalden bei Gütern außerhalb des verarbeitenden Gewerbes, vor allem bei Erdöl und Agrarerzeugnissen, schrumpften, andererseits verringerte sich der Überschuß bei Industrieerzeugnissen, worin sich die starke Reaktion der Inlandsnachfrage nach solchen Gütern auf Veränderungen der Konjunktur wie auch ihre mangelnde Reaktion auf das inländische Angebot niederschlugen. Der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen ging 1978 um \$0,8 auf 2,8 Mrd. zurück. Eine günstige Entwicklung der Dienstleistungs- und Kapitalertragsbilanz wurde überkompensiert durch eine Verschlechterung der Übertragungsbilanz um \$1,7 Mrd., wovon \$1 Mrd. den gestiegenen offiziellen Nettobeiträgen an die Europäischen Gemeinschaften zuzurechnen war.

Der 1977 enorme Überschuß der Kapitalbilanz, in dem sich die Erholung des Pfund Sterlings gegenüber dem Debakel von 1976 niedergeschlagen hatte, wiederholte sich natürlich nicht, und 1978 entstand ein kleiner Kapitalzufluß von \$0,6 Mrd. Die Gesamtbilanz schloß demnach mit einem Überschuß von \$1,1 Mrd. ab. Zurückgezahlt wurden Kredite des IWF in Höhe von \$1,9 Mrd. sowie \$0,7 Mrd. (netto) aus Kreditaufnahmen öffentlicher Stellen im Rahmen verschiedener Wechselkursicherungssysteme. Dagegen nahm die Regierung in eigenem Namen \$350 Mio. neue Mittel auf dem New Yorker Anleihemarkt auf. Im Gesamtjahr verschlechterte sich die offizielle Nettoreserveposition um \$2,6 Mrd., während sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um \$3,1 Mrd. verringerten.

Zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Berichts lagen noch keine über den Januar hinausgehenden Handelsbilanzzahlen vor. Allerdings traten im ersten Quartal 1979 beträchtliche Kapitalzuflüsse auf, und die amtlichen Währungsreserven Großbritanniens stiegen um \$1,8 Mrd., wozu auch die Zuteilung von Sonderziehungsrechten in Höhe von \$0,4 Mrd. beitrug. Aufgrund der im März vorgenommenen Neubewertung der amtlichen Währungsreserven stieg deren veröffentlichter Wert um weitere \$4,5 Mrd. und stellte sich damit Ende jenes Monats auf \$21,9 Mrd.

Das Leistungsbilanzdefizit *Schwedens*, das 1977 \$2,8 Mrd. erreicht hatte, verringerte sich im letzten Jahr stark auf \$1 Mrd. Diese Verbesserung ergab sich trotz eines um \$0,5 Mrd. höheren Defizits der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz, das zum Teil auf steigende Kosten für die Bedienung der Auslandsschuld dieses Landes sowie auf einen außergewöhnlichen Schuldenerlaß zugunsten bestimmter Entwicklungsländer im Jahre 1978 zurückzuführen war. Obwohl sich die Terms of trade um 2½% verschlechterten, führte der 1977 eingeschlagene Kurswechsel der inländischen Wirtschaftspolitik — der eine restriktive Nachfragepolitik und zwei Abwertungen der Krone umfaßte, deren Wirkungen durch gemäßigte Lohnvereinbarungen im Jahre 1978 noch verstärkt wurden — bei der Handelsbilanz zu einem von \$0,3 auf 2,6 Mrd. steigenden Überschuß. Die Warenausfuhren stiegen real um 7%, und die Einfuhren gingen mengenmäßig um 6½% zurück.

Der Abbau des Leistungsbilanzdefizits verringerte zugleich auch die Notwendigkeit einer Finanzierung im Ausland, und der Überschuß der Kapitalbilanz

ging dementsprechend von \$ 3,2 auf 0,6 Mrd. zurück. Die Gesamtbilanz verzeichnete ein Defizit von \$ 0,4 Mrd., dies wurde jedoch durch eine Verschlechterung der Nettoauslandsposition der Banken um \$ 1,2 Mrd. mehr als gedeckt; die offiziellen Nettowährungsreserven stiegen um \$ 0,7 Mrd.

Die — jetzt völlig auf Transaktionsbasis erstellte — Zahlungsbilanz der *belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion* änderte sich gegenüber 1977 nicht wesentlich. Das Leistungsbilanzdefizit betrug \$ 0,6 Mrd., das waren \$ 0,1 Mrd. weniger als ein Jahr zuvor. Der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen ging zwar leicht zurück, dies wurde jedoch überkompensiert durch eine Verringerung des Handelsbilanzdefizits um \$ 0,3 auf 1,1 Mrd. Die gesamten Nettokapitalexporte stiegen um \$ 0,1 auf 0,6 Mrd., wobei ein Umschwung in Höhe von \$ 1 Mrd. von Nettozuflüssen zu einer Nettogewährung von Handelskrediten größtenteils durch eine verringerte Vergabe längerfristiger Bankkredite an das Ausland kompensiert wurde, so daß das Defizit der Gesamtbilanz in Höhe von \$ 1,1 Mrd. praktisch genauso hoch wie 1977 ausfiel. Die zentralen Nettoreserven erhöhten sich zum Jahresbeginn, da die Behörden Devisenkredite aufnahmen, um ihre Schulden beim Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit zu tilgen; ein im Sommer und im Frühherbst erneut auftretender Druck auf den belgischen Franken innerhalb des Europäischen Wechselkursverbands, der schließlich durch eine Wechselkursanpassung am 16. Oktober abgewendet wurde, zog allerdings neue Kreditaufnahmen nach sich. Im Gesamtjahr verschlechterte sich die zentrale Nettoreserveposition unter Einschluß von Bewertungsänderungen um \$ 0,3 Mrd. Der übrige Teil des Defizits der Gesamtbilanz wurde durch einen Abbau der kurzfristigen Nettoauslandsposition der Banken um \$ 0,5 Mrd. finanziert. Die Guthaben Gebietsfremder an belgischen Franken erhöhten sich im Jahresverlauf um \$ 1,1 Mrd.

Die Zahlungsbilanz der *Niederlande* verschlechterte sich 1978 stark, wobei sich das Defizit der Gesamtbilanz von \$ 1,2 auf 3,7 Mrd. erhöhte. Die Leistungsbilanz verzeichnete im zweiten Jahr hintereinander eine sehr schwache Entwicklung und erreichte ein Defizit von \$ 1,4 Mrd. — den ersten Fehlbetrag seit 1971. Von der Passivierung der Leistungsbilanz waren \$ 0,6 Mrd. auf eine Ausweitung des Handelsbilanzdefizits zurückzuführen, wobei die Einfuhren real um über 5% und die mengenmäßigen Ausfuhren (die 1977 zurückgegangen waren) um weniger als 2% stiegen. Hinzu kam eine Verschlechterung der Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 1,2 Mrd. auf ein Defizit von \$ 0,4 Mrd., was vor allem auf höhere Nettoaufwendungen im Reiseverkehr und niedrigere Nettoeinkünfte aus Frachten und Kapitalerträgen zurückzuführen war.

Die weitere Verschlechterung der Leistungsbilanz ging einher mit langfristigen Nettokapitalabflüssen, die um \$ 1,2 Mrd. auf insgesamt \$ 2,5 Mrd. zunahmen. Die Nettokreditgewährung der Banken an das Ausland war höher als 1977, und aus Portfolioinvestitionen flossen weniger Mittel als vor Jahresfrist zu. Bei den kurzfristigen Kapitalbewegungen der Nichtbanken, einschließlich nicht identifizierter Positionen, war per saldo ein kleiner Zufluß zu verzeichnen. Unter Einschluß von Bewertungsänderungen und bereinigt um Unterschiede in der statistischen Erfassung fiel die Verschlechterung der gesamten Nettoauslandspositionen mit \$ 3,5 Mrd. eher niedriger aus als das Defizit der Gesamtbilanz. Kurzfristige Nettokapitalzufüsse über

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)	Geschäftsbankenposition (netto)
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg	1977	1 790	2 000	1 440	5 230	- 4 400	830	- 110	-1 835
	1978	1 795	1 770	1 330	4 895	- 4 895	-	- 335	- 495
Dänemark	1977	80	1 320	205	1 605	555	2 160	830	205
	1978	90	2 845	220	3 155	85	3 240	1 550	- 470
Deutschland (BR)	1977	4 995	31 220	4 085	40 300	- 5 600	34 700	4 865	-4 265
	1978	5 010	39 635	6 095	50 740	-12 260	38 480	10 440	-6 660
Finnland	1977	40	425	- 175	290	- 655	- 365	50	50
	1978	45	905	- 60	890	- 490	400	600	165
Frankreich	1977	16 720	4 060	1 185	21 965	.	.	735 ⁴	855
	1978	22 340	7 070	875	30 385	.	.	2 810 ⁴	1 190
Griechenland	1977	160	- 220	- 200	- 260	40	- 220	5	10
	1978	170	- 360	- 180	- 370	30	- 340	- 110	- 10
Großbritannien	1977	940	4 320 ⁵	-3 425	1 835	.	.	11 865	-2 585 ⁴
	1978	965	- 145 ⁵	-1 650	- 830	.	.	- 2 665	3 130 ⁴
Irland	1977	20	2 215	135	2 370	- 1 035	1 335	535	- 515
	1978	20	2 530	140	2 690	- 1 110	1 580	320	- 75
Italien	1977	11 260	4 415	-1 775	13 900	- 6 450	7 450	5 820 ⁴	-3 455
	1978	14 335	10 190	- 535	23 990	- 5 050	18 940	7 025 ⁴	1 400
Japan	1977	920	18 785	2 270	21 975	-12 935	9 040	5 910	1 190
	1978	1 090	25 000	3 565	29 655	-16 430	13 225	7 680	-3 495
Jugoslawien	1977	65	2 030	- 245	1 850	.	.	170	.
	1978	75	2 290	- 140	2 225	.	.	375	.
Kanada	1977	935	1 315	1 355	3 605	- 915	2 690	- 1 255	-1 595
	1978	1 010	1 845	1 075	3 930	- 2 740	1 190	325	-1 910 ³
Niederlande	1977	2 305	3 645	1 845	7 795	- 2 230	5 565	365	-1 340
	1978	6 490	3 620	1 140	11 250	- 5 480	5 770	- 240 ⁴	-3 250
Norwegen	1977	45	1 170	400	1 615	230	1 845	- 700	405
	1978	50	2 360	395	2 805	- 95	2 710	1 190	- 325
Österreich	1977	895	2 770	510	4 175	- 3 225	950	- 190	-1 005
	1978	960	4 370	465	5 795	- 3 890	1 905	1 620	- 665
Portugal	1977	1 025	- 1 185	- 290	- 450	- 480	- 930	- 520	- 620
	1978	1 010	- 955	- 265	- 210	- 295	- 505	240	185
Schweden	1977	250	2 935	405	3 590	- 180	3 410	1 155	- 715
	1978	275	3 620	395	4 290	- 1 385	2 905	700	-1 205
Schweiz	1977	3 515	9 740	475	13 730	13 515	27 245	670	3 990
	1978	3 515	16 750	400	20 665	16 780	37 445	6 935	3 265
Spanien	1977	610	5 465	- 635	5 440	- 5 390	50	1 160	-1 585
	1978	660	9 110	- 490	9 280	- 6 245	3 035	3 840	- 855
Türkei	1977	155	- 3 240	- 410	- 3 495	.	.	- 2 495	- 5
	1978	165	- 3 670	- 620	- 4 125	- 4 125	.	- 630	20
USA	1977	11 720	-126 065 ⁶	7 575	-106 770	24 815 ⁷	-81 955	-33 540	4 170
	1978	11 670	-152 050 ⁶	2 605	-137 775	42 755 ⁷	-95 020	-31 090 ⁷	16 640 ⁷

¹ Bei den meisten Ländern stimmen die Zahlen nicht genau mit den veröffentlichten Ergebnissen überein. ² Gold wird in Frankreich, Italien und den Niederlanden zu marktbezogenen Preisen, in einem Viertel 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 berechtigten Gesamtbilanz in der Tabelle auf Seite 94. 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 Aufgrund eines Bruchs in der Zeitreihe stimmt die Differenz der dargestellten Angaben zum Jahresende 1977 und 1978 nicht mit der für 1978 angeführten Veränderung überein. ⁸ Konvertierbare Fremdwährungsguthaben abzüglich der von den Banken gemeldeten Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen. ⁹ Forderungen der Banken an Ausländer abzüglich ihrer Verbindlichkeiten gegenüber nichtoffiziellen Stellen im Ausland.

das Bankensystem in Höhe von \$ 3,3 Mrd. deckten einen sehr großen Teil des Gesamtbilanzdefizits. Die offiziellen Nettowährungsreserven gingen — ohne Änderungen aufgrund einer Neubewertung des Goldbestandes — um nur \$ 0,2 Mrd. zurück.

Das Leistungsbilanzdefizit *Kanadas* erreichte 1978 \$ 4,6 Mrd. und lag damit um \$ 0,7 Mrd. höher als 1977. Die Verschlechterung war ausschließlich auf eine Ausweitung des Defizits der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$ 1 Mrd. zurückzuführen, was wiederum größtenteils aus den wachsenden Kosten für die Bedienung der Auslandsschuld *Kanadas* und einem offiziellen Schuldenerlaß für Entwicklungsländer resultierte. Der Überschuß der Handelsbilanz vergrößerte sich um \$ 0,3 auf 3 Mrd., obwohl sich die Terms of trade aufgrund der Abwertung des kanadischen Dollars um etwa 3½% verschlechterten; der Aktivsaldo bei Halbfertigerzeugnissen wies im vergangenen Jahr eine besonders deutliche Erhöhung auf.

Obwohl die Zinspolitik durch Zahlungsbilanzrücksichten beherrscht wurde, verkehrte sich der übliche Überschuß bei den autonomen Kapitalströmen, der sich 1977 auf \$ 1,2 Mrd. belaufen hatte, 1978 in ein Defizit von \$ 2 Mrd. Hauptkomponenten dieser starken Änderung waren ein von \$ 5,1 auf 2,3 Mrd. verringerter Nettozufluß von Portfoliokapital und eine Ausweitung des Defizits bei Direktinvestitionen von \$ 0,2 auf 1,8 Mrd. Die negative statistische Differenz war um \$ 1 Mrd. niedriger als 1977. Es entstand damit ein Finanzierungsbedarf von \$ 6,6 Mrd., um das Defizit der Leistungsbilanz und der autonomen Kapitalbewegungen zu decken. Von diesem Gesamtbetrag wurden \$ 2,4 Mrd. aufgebracht durch neu emittierte Schuldverschreibungen und Kredite, die von der kanadischen Regierung in New York und Deutschland aufgenommen wurden, während weitere \$ 2,7 Mrd. auf die Inanspruchnahme revolvingender Kredite entfielen, die von der Regierung mit Banken in Kanada und im Ausland vereinbart worden waren. Einschließlich Bewertungsänderungen verschlechterte sich die Nettoauslandsposition um \$ 1,6 Mrd. Die offiziellen Nettowährungsreserven stiegen um \$ 0,3 Mrd. und die kurzfristigen Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um \$ 1,9 Mrd.

In den *entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz* ging das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit 1978 sehr beträchtlich um \$ 12 auf 11,4 Mrd. zurück. Diese Verbesserung hatte ihren Ursprung größtenteils in der Handelsbilanz, in der sich ein im allgemeinen bemerkenswerter Anstieg der realen Ausfuhren sowie aufgrund einer restriktiven Politik im Inland beträchtlich verminderte reale Einfuhren niederschlugen. Zudem verbuchten einige Länder in dieser Gruppe einen bemerkenswerten Zuwachs ihrer Nettoeinkünfte aus Dienstleistungen vor allem aufgrund rasch wachsender Nettoeinnahmen im Reiseverkehr. Die Verbesserung der Leistungsbilanz war am stärksten ausgeprägt in Spanien, Norwegen, der Türkei und Österreich, wo sich der Außenhandel mengenmäßig besonders günstig entwickelte und sich ihre Position um \$ 4, 2,8, 2 bzw. 1,5 Mrd. festigte. Die einzige beträchtliche Verschlechterung trat mit \$ 1,4 Mrd. in Australien ein.

Da sich ihr außenwirtschaftlicher Finanzierungsbedarf 1978 verringerte, während die Bedingungen für eine Kreditaufnahme an den internationalen Märkten weiterhin günstig waren, hielten diese Länder ihre gesamten Nettokapitalimporte etwa auf dem Niveau früherer Jahre und nutzten die Gelegenheit zu einer Aufstockung

Leistungsbilanzsalden der entwickelten Länder außerhalb
der Zehnergruppe und der Schweiz¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungen und Übertragungen			Leistungsbilanz		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
Milliarden US-Dollar									
Dänemark	- 2,88	- 2,69	- 2,39	0,97	1,01	0,99	- 1,91	- 1,68	- 1,40
Finnland	- 0,58	0,53	1,20	- 0,59	- 0,69	- 0,62	- 1,17	- 0,16	0,58
Griechenland ²	- 2,69	- 3,16	- 3,50	1,60	1,68	2,25	- 1,09	- 1,28	- 1,25
Irland	- 0,62	- 0,81	- 1,03	0,30	0,51	0,72	- 0,32	- 0,30	- 0,31
Island	- 0,02	- 0,05	0,03	0	0	0	- 0,02	- 0,05	0,03
Jugoslawien	- 1,76	- 3,33	- 3,49	1,91	1,73	2,47	0,15	- 1,60	- 1,02
Norwegen	- 3,49	- 4,02	- 0,58	- 0,26	- 0,91	- 1,52	- 3,75	- 4,93	- 2,10
Österreich	- 2,54	- 3,79	- 2,98	1,07	0,81	1,47	- 1,47	- 2,98	- 1,51
Portugal ³	- 2,11	- 2,52	- 2,31	0,87	1,02	1,57	- 1,24	- 1,50	- 0,74
Spanien	- 7,33	- 6,22	- 4,02	3,04	3,77	5,53	- 4,29	- 2,45	1,51
Türkei	- 2,62	- 3,43	- 1,82	0,32	0,04	0,40	- 2,30	- 3,39	- 1,42
Westeuropa	-26,64	-29,49	-20,89	9,23	9,17	13,26	-17,41	-20,32	- 7,63
Australien	2,03	1,00	0,06	- 3,48	- 3,53	- 3,96	- 1,45	- 2,53	- 3,90
Neuseeland	- 0,05	0,27	0,70	- 0,70	- 0,90	- 1,10	- 0,75	- 0,63	- 0,40
Südafrika	- 0,24	2,52	4,00	- 1,63	- 1,94	- 2,50	- 1,87	0,58	1,50
Südliche Hemisphäre	1,74	3,79	4,76	- 5,81	- 6,37	- 7,56	- 4,07	- 2,58	- 2,80
Israel	- 2,65	- 2,16	- 2,84	1,56	1,68	1,86	- 1,09	- 0,48	- 0,98
Insgesamt	-27,55	-27,86	-18,97	4,98	4,48	7,56	-22,57	-23,38	-11,41

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

ihrer amtlichen Reserven um \$11,8 Mrd., der ersten beträchtlichen Zunahme seit 1973. Da jedoch ihre Kreditaufnahme von brutto \$9 Mrd. bei den Banken der Zehnergruppe sowie der Schweiz und bei ausländischen Niederlassungen von US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten durch die gegenüber diesen Banken um \$10,4 Mrd. steigenden Forderungen überkompensiert wurde, hat sich ihre Nettoverschuldung anscheinend von Bank- auf Nichtbankquellen verlagert.

Ölausfuhrländer

Eine der wichtigsten Entwicklungen im Jahre 1978 war die Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses der Ölausfuhrländer von \$29 auf 7 Mrd. Der sinkende Überschuß war das Ergebnis mehrerer Faktoren. Erstens nahm die Weltnachfrage nach Erdöl nur langsam zu, während die aus anderen Quellen gelieferten Mengen, wie bereits 1977, sehr rasch wuchsen und die Ölvorräte in den Verbraucherländern abgebaut wurden. Dementsprechend gingen die realen Ölausfuhren der wichtigsten Ölexporture um etwa 5% zurück. Zweitens war der Preis der meisten Ölsorten auf Dollarbasis seit dem 1. Juli 1977 unverändert geblieben, und der Dollar war seitdem auf den Devisenmärkten gegenüber den meisten wichtigen Währungen sehr stark zurückgegangen. Dementsprechend verschlechterten sich die Terms of trade der wichtigsten Ölausfuhrländer 1978 gegenüber dem Vorjahr um mehr als 10%. Drittens stiegen die realen Einfuhren dieser Länder weiterhin, wenn auch mit sehr viel niedrigerer Zuwachsrate als in früheren Jahren: nämlich mit 5% gegenüber jahresdurchschnittlich etwa 20% 1976 und 1977 sowie etwa 40% 1974 und 1975. Die Abschwächung

des Importwachstums war in den Ländern mit einer niedrigen Absorptionsfähigkeit am stärksten ausgeprägt. Schließlich stieg auch das Defizit bei den Dienstleistungen und privaten Übertragungen weiter. Die Verschlechterung der Leistungsbilanzen war recht gleichmäßig auf die Länder mit hoher und niedriger Aufnahmefähigkeit für Einfuhren verteilt; jene mit niedriger Absorptionsfähigkeit erlitten einen stärkeren Exportrückgang, vermutlich aufgrund der Rolle Saudi-Arabiens als Produzent des Ölrestbedarfs, während die Einfuhren der Länder mit hoher Absorptionsfähigkeit stärker zunahmen.

Was die Anlage des im vergangenen Jahr viel kleineren Überschusses angeht, so sollte zunächst beachtet werden, daß die Erlöse aus dem Leistungsbilanzüberschuß der Ölausfuhrländer 1978 noch ergänzt wurden durch Kreditaufnahmen in Höhe von \$18 Mrd. bei internationalen Banken, so daß etwa \$25 Mrd. zur Anlage zur Verfügung standen. Nach den vorliegenden Informationen bestand anscheinend die Tendenz, den Erwerb liquider Forderungen stärker als den längerfristiger Anlagen zu begrenzen.

Die jüngsten Ölpreisentwicklungen bedeuten zweifellos, daß der Leistungsbilanzüberschuß der Ölexporteure 1979 beträchtlich zunehmen wird. Wenn auch der von der OPEC im Dezember 1978 verkündete Zeitplan für Preissteigerungen nur den Terms-of-trade-Verlust kompensierte, den die Ölausfuhrländer 1978 erlitten hatten, so verschob doch die Unterbrechung der Öllieferungen aus dem Iran die Marktlage zugunsten der Ölausfuhrländer und ermöglichte die Durchsetzung weiterer Preissteigerungen und -aufschläge. Zusätzlich zu diesem Ölpreisanstieg erscheint auch ein kleiner Zuwachs der mengenmäßigen Ölausfuhren möglich.

Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen

Nachdem sich das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der nichtölexportierenden Entwicklungsländer in zwei aufeinanderfolgenden Jahren verringert hatte, weitete es sich 1978 um \$9 auf 24 Mrd. aus. Verglichen mit dem Gesamtwert des Welthandels stellte dies nur eine Rückkehr zur Lage von 1976 dar, und das reichliche Kreditangebot auf den internationalen Kapitalmärkten bedeutete, daß die Finanzierung der Defizite im allgemeinen keine Schwierigkeiten bereitete.

Wenn sich auch vermutlich die Nettoeinfuhren real betrachtet ein wenig erhöhten, so lag doch der Hauptgrund für die allgemein ungünstigeren Leistungsbilanzen dieser Länder in der Verschlechterung ihrer Terms of trade um 5%. Diese war auf einen Preisrückgang bei den Grundstoffen gegenüber 1977 zurückzuführen, der sich im Vergleich zu den Ausfuhrpreisen der Industrieländer auf durchschnittlich 15% belief. Gegen Ende 1978 und Anfang 1979 gab es jedoch klare Anzeichen für einen erneuten Preisauftrieb bei Grundstoffen als Reaktion auf die steigende Wirtschaftstätigkeit in den Industrieländern. In keiner größeren Region konnte eine Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite vermieden werden: Bezogen auf ihre Einfuhren erhöhten sich die Defizite der afrikanischen Staaten am stärksten, während die nahöstlichen Mitglieder dieser Gruppe vergleichsweise gut abschnitten. Unter den relativ fortgeschrittenen Einzelstaaten steigerten Argentinien und Taiwan ihre Leistungsbilanzüberschüsse, während Südkorea ein Defizit verzeichnete und sich jenes Brasiliens zum Teil als Folge der nach dem Boom von 1977 sinkenden Kaffeepreise

beträchtlich verschärfte. Man hat behauptet, daß die Ausweitung der Industriekapazitäten in einigen dieser relativ entwickelten Länder wie auch die reichliche Verfügbarkeit von vergleichsweise billigen Arbeitskräften die Rezession in den Industrieländern noch verschärft haben, und sicher hat dies in bestimmten Branchen zu Schwierigkeiten geführt. Seit dem Höhepunkt des letzten Konjunkturzyklus 1973 dürfte jedoch die Nachfrage der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer nach Erzeugnissen des verarbeitenden Gewerbes aus OECD-Ländern um etwa 6% jährlich gewachsen sein, und 1977 — dem letzten Jahr, für das vollständige Zahlenangaben vorliegen — erreichte der Überschuß des OECD-Raums im Handel gewerblicher Güter gegenüber dieser Gruppe von Ländern eine Größenordnung von \$45 Mrd. Währenddessen ist innerhalb der OECD die Nachfrage nach Industrieerzeugnissen nur sehr viel langsamer gestiegen, so daß anzunehmen ist, daß die Gruppe der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer insgesamt einen stabilisierenden Einfluß auf die Produktion der Industrieländer während der Rezession ausübte.

Die Währungsreserven der Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen stiegen um \$13 Mrd. und damit trotz des größeren Leistungsbilanzdefizits sogar noch stärker als 1977. Dieser Zuwachs konzentrierte sich auf eine kleine Anzahl von Ländern, jedoch nahm in der Gesamtgruppe wie in den beiden vorangegangenen Jahren das Verhältnis der Währungsreserven zu den Einfuhren zu. Die gesamten Kapitalzuflüsse waren etwa \$10 Mrd. höher als 1977; die zusätzlichen Zuflüsse, die zweifellos durch die weiterhin günstigen Kreditaufnahmebedingungen an den internationalen Kapitalmärkten noch gefördert wurden, stammten zumeist aus nichtoffiziellen Quellen. Die Schulden beim IWF und anderen Währungsbehörden wurden per saldo geringfügig getilgt.

Staatshandelsländer

Das zusammengefaßte Handelsbilanzdefizit der Staatshandelsländer weitete sich 1978 auf etwa \$5 Mrd. aus, nachdem es in den zwei vorangegangenen Jahren auf nur \$1 Mrd. 1977 geschrumpft war. Die stärkste Verschlechterung verzeichnete mit etwa \$3 Mrd. die UdSSR aufgrund stark wachsender Getreideimporte. Die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz dieser Gruppe fiel wahrscheinlich ebenfalls ungünstiger aus. Die Zinszahlungen auf die Auslandsschuld waren mit Sicherheit höher als 1977, zum Teil aufgrund neuer Kreditaufnahmen und teilweise infolge steigender Dollarzinsen.

Im Handel mit OECD-Mitgliedern vergrößerte sich das Defizit der Staatshandelsländer 1978 von \$7 auf 10 Mrd. Diese Ausweitung entfiel zum größten Teil auf China, dessen Einfuhren aus OECD-Ländern auf Dollarbasis um zwei Drittel stiegen. Mit knapp \$7 Mrd. machen sie jedoch immer noch weniger als 1% der gesamten OECD-Ausfuhren aus. Das Defizit der osteuropäischen Staaten gegenüber der OECD erhöhte sich um \$1½ auf 7 Mrd.

Bei der Finanzierung des zusammengefaßten Defizits der Staatshandelsländer sind 1978 zwei Hauptelemente erkennbar: erstens stieg die Nettoverschuldung der osteuropäischen Staaten gegenüber den Banken im Berichtskreis der BIZ um \$7 Mrd.; zweitens veräußerte die UdSSR etwa 450 t Gold in einem Wert von schätzungsweise etwa \$3 Mrd.

VI. DIE INTERNATIONALEN GELD- UND KAPITALMÄRKTE

1978 war ein hektisches Jahr auf den internationalen Kreditmärkten. Dies gilt besonders für den Bankensektor, wo das Auslandsgeschäft in einem bisher noch nie dagewesenen Ausmaß expandierte. Die weiterhin schwache inländische Kreditnachfrage der Unternehmen und die durch das gewaltige US-Defizit der offiziellen Reservetransaktionen außerhalb der USA geschaffene Liquidität übten einen starken Anreiz auf die Großbanken aus, ihr internationales Kreditgeschäft auszuweiten. Die Folge waren ein verschärfter Wettbewerb zwischen den Banken und ein weiteres Herabdrücken ihrer Gewinnmargen auf ein Niveau, das offenbar auf der Prämisse einer problemlosen Zukunft ohne Verluste beruhte. Die Kreditnehmer, Defizitländer wie private Unternehmen, nutzten die äußerst günstigen Konditionen auf den internationalen Finanzmärkten nicht nur zur Deckung ihres laufenden Finanzierungsbedarfs, sondern auch zur Stärkung ihrer Liquidität. Ein erheblicher Teil des daraus resultierenden Reservenzuwachses wurde wieder im internationalen Bankensektor angelegt, so daß sich der von der Angebotsseite des Marktes herrührende expansive Druck noch verstärkte. Überlagert wurde dieses Wachstum der mehr längerfristigen Anlagen von einer sehr starken Ausweitung der kurzfristigen Positionen, die mit den Unruhen an den Devisenmärkten zusammenhing, wenn sich auch diese Positionen in den ersten Monaten von 1979 mit dem wiedererstarkenden Vertrauen in den Dollar weitgehend umkehrten.

Die wesentlichen Entwicklungen

Als Ergebnis dieser vielfältigen Einflüsse erhöhten sich im letzten Jahr die gesamten Auslandsforderungen der Banken in der Zehnergruppe, Dänemark, Irland, Österreich und der Schweiz sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen um \$ 213 Mrd. oder fast doppelt soviel wie 1977. Dieser Bruttobetrag übertreibt indessen die Grundtendenz der Wachstumsbeschleunigung des Marktes stark. Zum einen enthalten die Veränderungen für 1978 erstmals die Positionen der Banken in Dänemark, Irland und Österreich sowie bestimmte außenhandelsbezogene Posten bei den Auslandsforderungen in Landeswährung der Banken in Großbritannien und Frankreich. Zweitens überzeichnen diese Dollarzahlen gewissermaßen aufgrund des Wertverlusts des Dollars die reale Ausweitung. Tatsächlich haben Wechselkurseffekte den Dollarwert der Auslandsforderungen der Banken in Nichtdollarwährungen schätzungsweise um etwa \$ 32 Mrd. erhöht, das sind \$ 14 Mrd. mehr als 1977. Drittens war das Wachstum der Zwischenbankpositionen in den Marktzentren wegen der Bedeutung der relativ kurzfristigen auf Devisenmarktentwicklungen zurückzuführenden Einflüsse besonders ausgeprägt. Ohne die Doppelzählungen aufgrund der Weitergabe von Mitteln unter den berichtenden Banken hat sich das Wachstum der internationalen Bankausleihungen von schätzungsweise \$ 75 Mrd. 1977 auf „nur“ \$ 110 Mrd. 1978 oder, klammert man Bewertungseffekte aus, von etwas mehr als \$ 65 auf etwa 90 Mrd. beschleunigt. Schließlich ist hervorzuheben, daß selbst dieser bereinigte Betrag von \$ 110 Mrd. nicht nur die direkten Kredite an den Nichtbankensektor enthält, sondern auch die Ausleihungen der Kreditinstitute an Banken außerhalb des Berichtsgebiets, die Verwendung von

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

Kreditgeber	Veränderung			Ausste- hender Betrag 1978
	1976	1977	1978	
	Milliarden US-Dollar			
Banken in den berichtenden europäischen Ländern ¹ . . .	+ 55,7	+ 80,6	+ 145,2	611,4
<i>davon in Fremdwährung (Eurogeldmarkt)</i>	+ 47,2	+ 68,5	+ 117,2	502,0
Banken in Kanada und Japan	+ 4,8	+ 0,8	+ 16,3	56,1
Banken in den USA	+ 21,3	+ 11,5	+ 36,4	129,0
Niederlassungen von US-Banken an Offshore-Finanzplätzen ²	+ 23,8	+ 16,2	+ 15,4	106,5
Insgesamt (alle berichtenden Banken) . . .	+ 105,6	+ 109,1	+ 213,3	903,0
abzüglich Doppelzählungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken	35,6	34,1	103,3	363,0
A = neue internationale Ausleihungen der Banken (netto)³	70,0	75,0	110,0	540,0
Emissionen von Euroanleihen und Auslandsanleihen	34,3	36,1	36,7	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufe	4,3 ⁴	5,1 ⁴	8,2 ⁴	.
B = neue internationale Finanzierung durch Anleihen (netto)	30,0	31,0	28,5	.
A+B = neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt	100,0	106,0	138,5	.
abzüglich Doppelzählungen ⁵	3,5	4,0	6,5	.
Neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt (netto)	96,5	102,0	132,0	.

¹ Belgien, Luxemburg, Dänemark, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, die Niederlande, Österreich, Schweden und die Schweiz. ² Bahamainseln, Kaimaninseln, Panama, Hongkong und Singapur. ³ 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; 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 an andere Banken im Berichtsraum weiterzugeben; allerdings wird ein Abzug zur Berücksichtigung von Verrechnungssalden und ähnlichen Posten gemacht. Während sich das Auftreten gewisser Doppelzählungen 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. ⁴ 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. ⁵ Von den berichtenden Banken übernommene Anleihen, soweit sie in den Bankenstatistiken als Forderung gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Fundierung ihres internationalen Ausleihengeschäfts begeben werden.

Fremdwährungsmitteln zur Konversion und Ausleihung im Inland, zum Abdecken offener Devisenpositionen und ähnliches.

Was die einzelnen Marktbereiche betrifft, so stellten im letzten Jahr die Auslandsausleihungen der Banken in Japan und den USA das expansivste Element dar. Die Zunahme der Auslandsforderungen der japanischen Banken um \$12 Mrd. oder 55 % muß vor dem Hintergrund der Notwendigkeit gesehen werden, den beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuß dieses Landes zu finanzieren und Gelder, die aus Wechselkursmotiven in das Land hereinströmten, ins Ausland zurückzuschleusen. Umge-

kehrt spiegelte sich in dem Anstieg der Auslandsforderungen der Banken in den USA von \$36,4 Mrd. oder fast 40% das schwindende Vertrauen in den Dollar und das dementsprechend große Interesse in den übrigen Ländern an einer höheren Verschuldung in dieser Währung wider. Ein zweiter Grund für das rasche Wachstum der Auslandsforderungen der US-Banken war die Aufhebung der Mindestreserveanforderungen auf bei Banken im Ausland aufgenommene Mittel im August 1978, was US-Banken veranlaßte, einen größeren Teil ihres internationalen Geschäfts über ihre Zentralen in den USA abzuwickeln. Dieser offizielle Schritt, dem Wechselkursüberlegungen zugrunde lagen, hilft eine weitere bedeutsame Entwicklung von 1978 erklären, nämlich die relativ langsamere Ausweitung des von den US-Banken über ihre Niederlassungen in den Offshore-Finanzzentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens verbuchten Kreditgeschäfts. Die Forderungen dieser Offshore-Niederlassungen erhöhten sich im vergangenen Jahr um nur \$15,4 Mrd. oder 17% und damit erheblich weniger als die direkten Kredite aus den USA oder im Vergleich zum Wachstum früherer Jahre.

Die größte absolute Zunahme der Auslandspositionen registrierten mit \$145 Mrd. wie gewöhnlich die Banken im europäischen Berichtsgebiet, wovon \$30 Mrd. Bewertungsänderungen zuzuschreiben sind. Nach Ausschaltung von Bewertungseffekten erhöhten sich die herkömmlichen Auslandsforderungen in Landeswährungen um ca. \$16 Mrd. oder 17% und die Auslandsforderungen in Fremdwährungen um rund \$99 Mrd. oder 25%. Ohne Doppelzählungen, aber einschließlich der Fremdwährungskredite an gebietsansässige Nichtbanken, dürften sich die ausstehenden Eurokredite der berichtenden europäischen Banken einschließlich Bewertungsänderungen um schätzungsweise \$75 Mrd. und unbereinigt um etwas weniger als \$60 Mrd. ausgeweitet haben.

Mangels einer hinreichend detaillierten Aufschlüsselung enthält der Betrag von \$213 Mrd. für die Gesamtausweitung der Auslandsforderungen der Banken unter anderem nicht das Offshore-Geschäft der Banken in Bahrain und die Position nichtamerikanischer Banken an den Offshore-Plätzen des karibischen Raums und des Fernen Ostens. Natürlich läßt diese Nichtberücksichtigung die Ausweitung der Bruttositionen sehr viel geringer erscheinen; freilich dürfte der Unterschied auf Nettobasis angesichts der engen Bank-zu-Bank-Verbindungen dieser Offshore-Zentren mit dem übrigen Berichtsgebiet nicht zu gewichtig sein. Gleichwohl mag erwähnenswert sein, daß sich das Bruttovolumen der Auslandsforderungen der Banken im vergangenen Jahr in Bahrain um \$7,7 Mrd. oder 50% und jenes der Banken in Singapur um \$5,7 Mrd. oder 28% ausweitete.

Auf den internationalen Anleihemärkten war die Entwicklung etwas weniger lebhaft als im internationalen Kreditgeschäft der Banken. Das Gesamtvolumen der Neubegabungen lag mit \$36,7 Mrd. ein wenig über dem von 1977. Abzüglich der höheren Tilgungen verringerte sich die Mittelaufnahme per saldo um etwa \$2,5 Mrd. Diese etwas geringere Expansion der Anleihemärkte war primär auf zwei Einflüsse zurückzuführen: auf die stark aufwärtsgerichteten Dollargeldmarktzinsen und die ungewisse Wechselkursentwicklung, die das Geschäftsvolumen, anders als im Bankensektor, insgesamt negativ beeinflussten. Dies gilt insbesondere für den Euroanleihemarkt, dessen Volumen aufgrund eines starken Rückgangs der Dollaremmissionen von \$19,5 auf 15,9 Mrd. schrumpfte. Demgegenüber erhöhten sich die Neubegabungen

von Auslandsanleihen auf den Inlandsmärkten von \$16,6 auf 20,8 Mrd., was vornehmlich auf die äußerst liquiden Marktverhältnisse sowie die offizielle Förderung von Kapitalexporten in den wichtigsten Überschußländern zurückzuführen war. Insbesondere wurden mehr als dreimal soviel Yen-Emissionen aufgelegt (\$4,7 Mrd.). Im Gegensatz zum Bankensektor, wo die riesigen Geldexporte durch US-Banken zur Dollarschwäche beitrugen, wirkte die regionale Verteilung der durch die Anleihemärkte vermittelten Kapitalströme somit eher beruhigend auf die Devisenmärkte.

Der internationale Bankensektor

Wesentliche Einflüsse. Das starke volumenmäßige Wachstum im letzten Jahr war nicht von einer Verschärfung der internationalen Kreditkonditionen begleitet; vielmehr gaben diese weiter nach. Es trifft zwar zu, daß die Eurodollarzinsen in den letzten neun Monaten des Jahres stark anzogen; jedoch war dies nicht kennzeichnend für die Marktsituation, sondern einfach ein Reflex auf den Zinsauftrieb in den USA. Der Aufschlag auf die Sätze für Eurodollareinlagen gegenüber vergleichbaren Zinssätzen in den USA erhöhte sich erst in den letzten drei Monaten des Jahres, als die Unruhen auf den Devisenmärkten ihren Höhepunkt erreichten; gemessen am absoluten Zinsniveau und unter Berücksichtigung der zahlreichen Veränderungen bei den Mindestreserverequisiten in den USA verringerte sich das Aufgeld sogar.

Die lockeren internationalen Ausleihebedingungen kamen auch in einer weiteren Einengung der Gewinnmargen der Banken zum Ausdruck. Bei Konsortialkrediten verengte sich die Zinsspanne auf einen Abstand, wie er in den Monaten vor der Herstatt-Krise bestanden hatte, nämlich auf $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt oder noch etwas weniger bei erstklassigen Kreditnehmern und unter 1 Prozentpunkt für die meisten anderen Schuldner. Es ist nur schwer vorstellbar, wie diese Spannen den Banken Spielraum für die Bildung ausreichender Reserven gegen zukünftige Verluste gelassen haben. Auch andere Konditionen, wie Laufzeit und Kreditbetrag, haben sich beträchtlich zum Vorteil der Kreditnehmer geändert. In der Tat bewog die sehr leichte Marktverfassung zahlreiche Schuldner zur vorzeitigen Tilgung ihrer alten Kredite, wobei sie sich zu den günstigeren Bedingungen am Markt refinanzierten. Da die Gebühren für diese neuen Ausleihungen gewöhnlich in die Erträge der Banken für das laufende Jahr eingehen, beeinflusste das Aushandeln niedrigerer Kreditmargen die Gewinn-situation der Banken eher günstig im letzten Jahr, dürfte indessen längerfristig ihre Ertragsaussichten schmälern.

Das weitere Nachgeben der Kreditkonditionen bei gleichzeitigem Rekordwachstum des Ausleihevolumens läßt stark vermuten, daß der expansive Anstoß vorwiegend von der Herkunftsseite des Marktes ausging. Welchen Grund gab es für dieses im letzten Jahr ungewöhnlich reichliche Angebot an internationalen Bankkrediten?

In mancher Hinsicht ähnelte das Geschehen jenem von 1977, wobei die Unterschiede nicht so sehr im Wesen als in der Intensität der verschiedenen Wirkungsfaktoren lagen. Der vielleicht beherrschendste Einfluß ging im vergangenen Jahr von den riesigen Kapitalabflüssen aus den USA und ihren Wirkungen auf die monetären Bedingungen in den übrigen Ländern aus. Eine der Hauptquellen dieser zahlungs-bilanzbedingten Abflüsse war die Gewährung von Auslandskrediten durch US-Banken.

Obwohl die inländische Preisentwicklung und die Zahlungsbilanzsituation dort einen ziemlich restriktiven geldpolitischen Kurs nahegelegt haben dürften, kam es zu keiner wesentlichen Mittelverknappung, und die Zinsen stiegen außer gegen Jahresende mehr nominal als real (vgl. Kapitel IV, S. 59). Die Banken konnten dementsprechend ihr internationales Kreditgeschäft weiter ausweiten und hatten keine Mühe, die Kreditnachfrage zu befriedigen, als der völlige Verlust des Vertrauens in den Dollar die Auslandsnachfrage nach Dollarkrediten in den letzten Monaten des Jahres stark anschwellen ließ. Infolgedessen erreichten die Kapitalexporte der Banken in den USA in den ersten und letzten Monaten des Jahres ein sehr hohes Niveau und waren ein Hauptgrund für die Dollarschwäche. Umgekehrt war der Rückfluß eines großen Teils dieser Kapitalabflüsse über die Banken in den ersten Monaten von 1979 eine der Hauptursachen für die ausgeprägte Festigung des Dollars. Neben den umfangreichen Geldexporten der US-Banken kam es 1978 zu sehr beachtlichen Mittelverlagerungen amerikanischer Nichtbanken zu Auslandsbanken.

Außerhalb der USA versorgten die Geldzuflüsse und die aus Wechselkursbewertungen expansive Geldpolitik der Währungsbehörden in den Überschußländern die dortigen Banken mit einem reichlichen Mittelaufkommen für die Vergabe von Auslandskrediten. Um ihre eigenen Devisenmarktinterventionen und deren liquiditätsschöpfende Wirkung in Grenzen zu halten, ermutigten die Währungsbehörden im allgemeinen die Banken, die aus Wechselkursgründen in das Land fließenden Mittel wieder zu exportieren.

Neben seinen Auswirkungen auf die private Liquidität blähte das außerordentlich hohe Zahlungsbilanzdefizit der USA natürlich die offiziellen Weltwährungsreserven auf. Wenn sich auch die Leistungsbilanzüberschüsse stark auf einige wenige Industrieländer konzentrierten, die ihre Devisenreserven vorwiegend auf den US-Finanzmärkten anlegen, so hat die internationale Kreditgewährung der Banken gleichwohl dazu beigetragen, die Reservenzuwächse an Länder weiterzuleiten, die diese im allgemeinen großenteils in Form von Euroguthaben halten. Auf diese Weise alimentierte sich das internationale Kreditgeschäft teilweise selbst.

Ein weiterer allgemeiner Faktor für das überreichliche Angebot an neuen Bankkrediten war die zunehmende Bedeutung der internationalen Märkte für das Wachstum und die Ertragslage der großen Geschäftsbanken. Zwar belebte sich 1978 die Inlandsnachfrage nach Wohnungsbau-, Verbraucher- und kleingewerblichen Krediten, doch sahen sich die Großbanken weiterhin einer nur zögernden Kreditnachfrage der großen Unternehmen gegenüber, die gewöhnlich den Kern ihres inländischen Aktivgeschäfts ausmacht. Zwar verstärkte sich die Investitionsneigung in der Industrie, aber auch die Gewinne erholten sich, so daß die großen Industrieunternehmen angesichts reichlicher Liquiditätspolster wenig Veranlassung für eine starke Inanspruchnahme inländischer Bankkredite sahen. Wegen der Schwierigkeit, das erwünschte Wachstum im Inland zu erzielen, verstärkten die größeren Banken das Auslandsgeschäft insbesondere ihrer mit niedrigen Kosten arbeitenden Niederlassungen auf den Euromärkten. Zudem bewirkte das Fehlen von — die Kreditvermittlungskosten erhöhenden — kredit- und bankenaufsichtsrechtlichen Beschränkungen auf den internationalen Märkten, daß ein Teil des Aktivgeschäfts der Banken, das normalerweise im Inland zu Buche schlägt, auf die Euromärkte verlagert wurde.

Auf der Verwendungsseite des Marktes dürfte die Nachfrage nach neuen Krediten ebenfalls kräftig, wenn auch nicht ganz so drängend wie das Angebot gewesen sein. Vor allem blieb der außenwirtschaftliche Finanzierungsbedarf in mehreren Ländergruppen hoch. Mit der starken Schrumpfung des OPEC-Überschusses (vgl. Kapitel V, S. 106) wurde aus der 1977 etwa ausgeglichenen Position der zusammengefaßten Leistungsbilanz der Länder mit hoher Absorptionsfähigkeit innerhalb dieser Gruppe ein Defizit von ca. \$ 12 Mrd. Gleichzeitig weitete sich das Leistungsbilanzdefizit der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer von \$ 15 auf 24 Mrd. aus, und auch die osteuropäischen Länder verzeichneten offenbar eine um rund \$ 5 Mrd. schlechtere zusammengefaßte Position in laufender Rechnung. Entsprechend erhöhte sich die Nachfrage nach internationalen Bankkrediten aus diesen drei Ländergruppen im allgemeinen stark. Andererseits ging das Leistungsbilanzdefizit der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz beträchtlich von etwa \$ 23 auf 11 Mrd. zurück, und diese nahmen etwas weniger Kredite auf den internationalen Märkten auf. Selbst innerhalb der Zehnergruppe war die Verbesserung nicht auf die traditionellen Überschußländer beschränkt; auch Frankreich, Italien und Schweden erzielten im vergangenen Jahr eine sehr beachtliche Verbesserung ihrer Leistungsbilanz.

Die günstigen Kreditbedingungen und das starke Bemühen der Banken, Kreditnehmer zu finden, veranlaßte staatliche und private Kreditnehmer nicht nur zur Deckung ihres unmittelbaren Finanzierungsbedarfs, sondern ließ sie auch Kredite auf Vorrat für die Zeit aufnehmen, in der Kredite möglicherweise weniger leicht zu haben sind. In der Tat kam es einer Reihe von Ländern angesichts des in den letzten Jahren raschen Anstiegs ihres Schuldendienstes für Auslandsverbindlichkeiten und des Dollarwerts ihrer Einfuhren sowie im Hinblick auf die ungewissen weltwirtschaftlichen Perspektiven recht gelegen, ihre Währungsbestände aufstocken zu können. Aufgrund derartiger vorsorglicher Kreditaufnahmen wuchsen z.B. die offiziellen Reserven der Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen stärker als 1977, obwohl sich das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit dieser Länder kräftig ausweitete. Das sehr viel höhere absolute Niveau der Dollarzinsen schreckte die Schuldner nicht ab, da damit lediglich die beschleunigte Aufwärtsbewegung der Dollar-Weltmarktpreise und Befürchtungen einer weiteren Dollarabwertung kompensiert wurden. Die Technik variabler Zinssätze gewährleistete gleichzeitig, daß die Kreditnehmer bei nachlassendem Inflationsdruck nicht mit zu hohen realen Zinsen belastet blieben.

Der Einfluß der Währungsunruhen. Neben diesen Grundtendenzen wurden das Geschehen auf dem Eurogeldmarkt und das Wachstum der Eurobankbilanzen im ersten Quartal 1978 und in den letzten fünf Monaten desselben Jahres stark von den Ereignissen an den Devisenmärkten beeinflusst. Durch Dollarterminverkäufe oder Aufnahme und Verkauf von Dollar per Kasse neigten Exporteure dazu, ihre zukünftigen Dollareinnahmen abzusichern, bemühten sich Inhaber von Nettodollaraktiva um den Erhalt des Wertes ihrer Portefeuilles und wurden wahrscheinlich in erheblichem Umfang offene Positionen gegen den Dollar aufgebaut.

Diese Operationen hatten zur Folge, daß sich die Eurobanken zeitweise einer kräftig steigenden Nachfrage nach Dollarkrediten gegenübersehen. Diese Nachfrage stammte entweder von den sich absichernden oder spekulierenden Markt-

teilnehmern selbst oder von Banken (einschließlich Eurobanken), die das Überangebot an Termindollar aus den Kurssicherungs- oder Spekulationsgeschäften ihrer Kunden aufnahmen und ihre entsprechenden offenen Terminpositionen zugunsten des Dollars durch Aufnahme von Dollar, die sie per Kasse verkauften, abdecken mußten. Aus ähnlichen Gründen schwächte sich das von außerhalb der USA Ansässigen stammende Mittelangebot am Eurodollarmarkt ab. Die dadurch bedingte Übernachfrage nach Eurodollarmitteln wurde infolge des dadurch ausgelösten Drucks auf die Eurodollarzinsen ohne große Schwierigkeiten durch Kapitalzuflüsse aus den USA abgedeckt. Da für Banken und Nichtbanken in den USA Dollarausleihungen an das Ausland gewöhnlich nicht zum Aufbau entsprechender offener Positionen zugunsten dieser Währung führen, sind es die US-Finanzmärkte, die in einer solchen Situation gewöhnlich die zusätzlich benötigten Mittel liefern.

Umgekehrt erhöhten die aus dem Dollar abgezogenen Gelder das Angebot an Euromitteln in aufwertungsverdächtigen Währungen, wie z.B. der D-Mark, dem Schweizer Franken und dem Yen. Da Ausländerkredite in diesen Währungen aus analogen Gründen sehr wenig nachgefragt wurden — kaum jemand wollte offene Verpflichtungen in ihnen eingehen —, übte das steigende Mittelangebot einen starken Abwärtsdruck auf die Zinsen im Nichtdollarsektor des Eurogeldmarkts aus. Dies bedeutete, daß die Zinsen am Euromarkt gegenüber den Zinsen im Ausgabeland der betreffenden Währung tendenziell zurückgingen, so daß es sich für die Banken und Nichtbanken in diesen Ländern lohnte, am Euromarkt Mittel in Landeswährung aufzunehmen, soweit dem nicht Kapitaleinfuhrbeschränkungen entgegenstanden. Für diese Kreditnehmer beinhaltete die Verschuldung in Landeswährung gewöhnlich kein Wechselkursrisiko.

Die Währungsunruhen beeinflussten somit die Bilanzen der Eurobanken vornehmlich in folgender Weise: Erstens erhöhten sich die Dollarverbindlichkeiten der Banken gegenüber den USA, während gleichzeitig ihre Dollarkredite an die übrigen Länder stark zunahmen. Zweitens beschleunigte sich das Wachstum der Forderungen und Verbindlichkeiten in Nichtdollarwährungen (mit Ausnahme des Schweizer Frankens wegen der in der Schweiz bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen); die Ausweitung der Forderungen war gegenüber den jeweiligen Ausgabeländern besonders stark ausgeprägt, während sich die Verbindlichkeiten hauptsächlich gegenüber Drittländern erhöhten. Der starke Einfluß der zahlreichen Kurssicherungs- und Spekulationsgeschäfte der Banken oder ihrer Kunden auf das Wachstum und die regionale Zusammensetzung des Eurogeldmarkts bedeutet indessen nicht zwangsläufig, daß ohne den Markt der Abwärtsdruck auf den Dollar sehr viel schwächer ausgefallen wäre. Im Grunde genommen läuft die Frage nach der Verantwortlichkeit des Eurogeldmarkts für die im vergangenen Jahr übermäßige Dollarschwäche darauf hinaus, ob die Kapitalabflüsse aus den USA ohne die Finanzierungs- und Einlagemöglichkeiten dieses Marktes spürbar geringer ausgefallen wären.

Eine schlüssige und objektive Antwort auf diese Frage ist nicht möglich, da es sehr schwer ist, zu sagen, welche Art von internationalen Finanzmechanismen sich ohne den Eurogeldmarkt entwickelt hätte. Einige allgemeine Überlegungen sind vielleicht dennoch angebracht. Obwohl es durchaus denkbar ist, daß nicht alle Kreditnehmer, die Zugang zu Eurokrediten hatten, Dollarkredite direkt in den USA hätten aufnehmen können, so wären wohl doch ihre Bankverbindungen dazu in der Lage

gewesen. Ferner nehmen die Tochterinstitute von US-Banken eine Schlüsselposition auf dem Euromarkt ein; eine Kreditgewährung dieser Niederlassungen ist zweifelsohne ein enges Substitut für direkte Geldaufnahmen bei den Mutterinstituten in den USA. Zudem wären ohne die Euromärkte wohl sehr viel mehr Dollareinlagen Gebietsfremder im Laufe der Jahre in den USA angesammelt worden, die in Krisenzeiten jederzeit hätten abgezogen werden können. Und ohnehin ging ein Großteil der Kapitalexporte amerikanischer Banken im vergangenen Jahr nicht über den Eurogeldmarkt.

Gleichwohl läßt sich schwerlich leugnen, daß es ohne den Eurogeldmarkt etwas schwieriger gewesen wäre, Gelder zur Finanzierung von Kurssicherungs- oder spekulativen Geschäften am Kassamarkt aufzunehmen. Da jedoch der Eurogeldmarkt in diesem Zusammenhang im wesentlichen dazu beitrug, den Druck auf die Wechselkurse vom Termin- auf den Kassamarkt zu verlagern, folgt daraus, daß der Abwärtsdruck auf den Dollar ohne die Finanzierungsmöglichkeiten des Eurodollarmarkts entsprechend stärker an den Devisenterminmärkten ausgefallen wäre. Diese schwächere Haltung des Dollars auf dem Terminmarkt hätte die Kapitalabflüsse aus den USA noch verstärkt, indem sie die wechselkursmäßig abgesicherten Zinsarbitragemargen zuungunsten des Dollars verschoben hätte. Eine fühlbare Entlastung des Dollars auf dem Kassamarkt hätte sich nur ergeben, wenn dieser stärkere Terminabschlag auf den Dollar — statt wechselkursmäßig abgedeckte Zinsarbitrageströme auszulösen — die Marktteilnehmer vermehrt von gegen den Dollar gerichteten Kurssicherungs- oder Spekulationsgeschäften abgehalten oder das verstärkte Eingehen von offenen Terminpositionen zugunsten des Dollars ausgelöst hätte. Es ist nur schwer vorstellbar, daß dies angesichts der äußerst unsicheren Wechselkursserwartungen im letzten Jahr tatsächlich hätte eintreten können.

Schließlich sei noch hinzugefügt, daß die verfügbaren Euromarktstatistiken keinen Hinweis darauf geben, daß die Eurobanken selbst gegen den Dollar operiert haben. Vielmehr ging ihre Nettoschuldnerposition gegenüber dem Ausland in dieser Währung 1978 insgesamt sogar etwas zurück. Da es sehr wahrscheinlich ist, daß sie in dieser Zeit verstärkt Termindollar von Kunden gekauft haben, könnte man annehmen, daß die Eurobanken dem Dollar im Endeffekt sogar eine gewisse Stütze gaben. Dies schließt natürlich nicht die Möglichkeit aus, daß einzelne Banken sich umgekehrt verhalten haben oder daß die Banken den Dollar durch sehr kurzfristige Transaktionen — wie zeitlich aufeinander abgestimmte Verkäufe und Rückkäufe, die zu keinem Aufbau von in der Euromarktstatistik erfaßten Nettositionen führen — gelegentlich geschwächt haben.

Gesamte internationale Bankmittel: Herkunft und Verwendung

Die 1978 ausgeprägte Beschleunigung des Wachstums der Auslandspositionen der Banken war vor allem auf eine starke Expansion der gegenseitigen Forderungen der Länder innerhalb des Berichtsgebiets selbst (einschließlich der Offshore-Zentren, die zum Berichtssystem gehören) zurückzuführen. Nach einer Zunahme um \$66 Mrd. im Jahr 1977 stiegen diese innergebielichen Forderungen um \$148 Mrd., wenn auch der etwas weitere Berichtskreis der Zahlen für 1978 sowie stärkere Bewertungseffekte das Ausmaß der Beschleunigung überzeichnen. Dieses sehr rasche Wachstum der innergebielichen Positionen lag großenteils an den Währungsunruhen, die sich ins-

besondere in stark expandierenden Geschäften zwischen berichtenden Banken niederschlugen. Ohne Doppelzahlungen aufgrund derartiger Interbankbeziehungen dürften sich die Neuausleihungen an das Ausland innerhalb des Berichtsgebiets von 1977 etwas mehr als \$30 auf etwa 45 Mrd. verstärkt haben.

Wegen der Rolle der meisten Länder als Marktzentren innerhalb des Berichtsgebiets spiegeln die Angaben über Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber

**Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken
im Berichtsgebiet sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken
an den Offshore-Finanzplätzen¹**

	1976	1977		1978			
	Dezember	Dezember I	Dezember II	März	Juni	September	Dezember
	Milliarden US-Dollar						
Forderungen der Banken gegenüber:							
Zehnergruppe und Schweiz	269,5	319,5	349,9	355,4	367,6	406,0	472,7
davon: europäisches Berichtsgebiet ²	192,7	239,5	268,6	271,0	279,8	309,2	362,8
USA	33,3	38,9	39,8	38,5	40,8	48,0	53,0
Kanada	9,4	11,6	11,9	12,9	14,6	14,9	17,9
Japan	34,1	29,5	29,6	33,0	32,4	33,9	39,0
Offshore-Finanzplätze ³	83,5	97,8	98,9	103,6	105,7	115,6	123,8
Andere Länder in Westeuropa	42,7	56,5	40,8	43,3	44,7	47,3	50,7
Australien, Neuseeland, Südafrika	11,8	13,7	14,7	14,2	13,4	13,5	13,8
Osteuropa	28,8	32,9	38,3	40,3	42,2	46,1	47,6
Ölauseuhrländer	24,1	35,4	38,1	42,1	44,7	49,9	57,2
Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen	80,9	92,0	98,7	102,0	106,4	113,0	123,4
davon: Lateinamerika ⁴	57,4	63,8	65,9	68,3	71,2	75,2	80,8
Nahe Osten	4,4	4,6	5,2	4,7	4,9	5,3	6,6
Asien ohne Nahost	14,7	18,1	20,5	21,2	21,7	22,8	24,8
Afrika ohne Nahost	4,4	5,5	7,1	7,8	8,7	9,7	11,2
Nicht aufteilbar ⁵	6,1	9,3	9,3	10,3	10,3	11,4	13,8
Zusammen	547,4	657,1	689,7	711,2	735,0	802,8	903,0
Verbindlichkeiten der Banken gegenüber:							
Zehnergruppe und Schweiz	319,8	383,6	408,5	416,5	426,5	465,3	539,3
davon: europäisches Berichtsgebiet ²	240,5	290,1	314,5	309,1	320,2	353,9	409,5
USA	56,3	73,6	74,1	85,1	82,7	85,2	102,1
Kanada	12,6	12,6	12,6	13,5	13,9	14,8	15,8
Japan	10,2	7,3	7,3	8,8	9,7	11,4	11,9
Offshore-Finanzplätze ³	56,0	71,3	71,5	75,3	78,9	88,4	97,1
Andere Länder in Westeuropa	32,6	38,7	25,7	27,2	29,1	34,0	35,8
Australien, Neuseeland, Südafrika	2,4	2,4	2,4	2,9	2,4	2,6	2,7
Osteuropa	7,6	7,8	8,4	8,0	8,3	9,4	10,7
Ölauseuhrländer	64,2	77,6	77,9	80,4	77,1	78,0	83,8
Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen	49,8	62,0	62,0	64,3	66,4	73,3	78,0
davon: Lateinamerika ⁴	22,3	25,3	25,2	26,7	27,3	30,6	33,9
Nahe Osten	7,3	10,0	10,0	10,2	10,8	12,1	13,8
Asien ohne Nahost	14,9	20,0	20,1	21,0	21,8	23,4	22,9
Afrika ohne Nahost	5,3	6,7	6,7	6,4	6,5	7,2	7,4
Nicht aufteilbar ⁵	11,3	14,2	14,8	11,3	12,7	14,0	17,0
Zusammen	543,5	657,6	671,2	685,9	701,4	765,0	864,4

Anmerkung: Die Zahlen in dieser Tabelle beruhen teilweise auf Schätzungen.

¹ Offshore-Niederlassungen von US-Banken, deren Auslandspositionen in der Statistik erfaßt sind, sind jene, die auf den Bahamainseln, in Hongkong, den Kaimaninseln, in Panama und Singapur gelegen sind. ² Bis Dezember 1977 (Dezember I) umfaßte das europäische Berichtsgebiet Belgien-Luxemburg, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Schweden und die Schweiz. Seit 1977 (Dezember II) enthält es auch Dänemark, Irland und Österreich. Folglich wurden ab 1977 (Dezember II) die Positionen gegenüber Dänemark, Irland und Österreich nicht mehr in den Positionen gegenüber „Anderen Ländern in Westeuropa“ erfaßt. ³ Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, britisches Westindien. ⁴ Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. ⁵ Einschließlich der internationalen Institutionen.

diesen Ländern großenteils deren Mittlerrolle wider und sagen deshalb nicht zwangsläufig viel über ihre Bedeutung als ursprüngliche Anbieter wie auch Letztverwender von Mitteln aus. Dennoch werden einige interessante Merkmale sichtbar. Eines ist die recht starke Zunahme der Brutto- und Nettoforderungen gegenüber zwei Hartwährungsländern, nämlich Deutschland und Japan. Die Forderungen von Banken außerhalb Deutschlands gegen deutsche Banken und Nichtbanken stiegen brutto von \$37 auf 50 Mrd. bzw. von \$11,2 auf 22,2 Mrd. nach Abzug der Verbindlichkeiten, wobei dieser Zuwachs zu einem beträchtlichen Teil unmittelbar gegenüber dem deutschen Nichtbankensektor auftrat. In ähnlicher Weise expandierten die Bruttoforderungen gegenüber Japan von \$29,6 auf 39 Mrd., nach einem Rückgang um \$4,6 Mrd. im Jahre 1977. Andererseits erhöhten sich die Forderungen gegenüber der Schweiz, wo die Behörden vielfältige Barrieren gegen Zuflüsse von Fluchtgeldern errichtet hatten, um nur \$5,2 Mrd. Dieser Gesamtbetrag wurde wieder ins Ausland zurückgeschleust, wobei sich die Verbindlichkeiten der anderen berichtenden Banken gegenüber jenem Land um \$18,4 Mrd. ausweiteten. Infolgedessen stiegen die Nettoverbindlichkeiten der anderen Berichtsbanken gegenüber Banken und Nichtbanken in der Schweiz um \$13,2 Mrd., eine Zahl, in der sich großenteils niederschlägt, welche Rolle der Schweizer Bankensektor bei der Finanzierung des sehr beträchtlichen Leistungsbilanzüberschusses dieses Landes wie auch beim erneuten Export der verschiedenen ausländischen Mittel übernimmt, die dem Land nicht als direkte Bankeinlagen zugeflossen sind.

Was die Entwicklung der Positionen gegenüber dem Hauptdefizitland betrifft, so verzeichneten die Banken außerhalb der USA bei ihren Verbindlichkeiten gegenüber US-Banken und -Nichtbanken einen Zuwachs von \$28 Mrd., aber auch die Forderungen gegenüber jenem Land wuchsen mit \$13,2 Mrd. beträchtlich. Die Ausweitung der Forderungen war teilweise auf die im August 1978 erfolgte Aufhebung der Mindestreserveanforderungen für von den Banken im Ausland beschaffte Mittel zurückzuführen, während man die Expansion der Verbindlichkeiten gegenüber den USA, die sich auf das erste und letzte Quartal des Jahres konzentrierte, im Zusammenhang mit den Entwicklungen auf den Devisenmärkten sehen muß. Etwa \$12 Mrd. dieses Zuwachses der Verbindlichkeiten entstanden gegenüber dem US-Nichtbankensektor, der sich offenbar in zunehmendem Maße der auf Dollarguthaben außerhalb der USA erzielbaren höheren Renditen bewußt wird. Die Ausweitung der Verbindlichkeiten gegenüber dem US-Bankensektor um \$16 Mrd. spiegelte nur einen Teil der Auslandskreditgewährung von Banken in den USA wider, wovon mit etwa \$20 Mrd. der größere Teil offenbar unmittelbar ans Ausland geliehen wurde, ohne über die Offshore-Zentren oder die Eurobanken zu fließen.

Was die Bankgeschäfte mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets anlangt, so beschleunigte sich der Zuwachs ihrer Forderungen gegen dieses „Außengebiet“ von etwa \$45 Mrd. 1977 auf \$65 Mrd., während sich die aus dem Außengebiet zufließenden neuen Mittel auf etwa \$38 Mrd., die gleiche Größenordnung wie 1977, beliefen. In diesem Verhaltensmuster der Forderungen und Verbindlichkeiten, das die Nettogläubigerposition der berichtenden Banken gegenüber dem Außengebiet von \$52 auf 78 Mrd. anschwellen ließ, schlug sich vor allem die veränderte Rolle der OPEC-Länder auf der Herkunfts- wie auch Verwendungsseite des Marktes nieder. Mit dem rasch schmelzenden zusammengefaßten OPEC-Leistungsbilanzüberschuß

gingen auch die von diesen Ländern neu hereingenommenen Einlagen stark von \$13,4 Mrd. 1977 auf \$5,9 Mrd. zurück; gleichzeitig beschleunigte sich die Kreditvergabe an OPEC-Länder von \$11,3 auf 18,1 Mrd. Während die OPEC-Gruppe 1977 dem internationalen Bankensektor netto noch immer geringfügig Mittel zugeführt hatte, wurde sie 1978 mit einem Umschwung von über \$14 Mrd. der größte Nettokreditnehmer. Es sollte jedoch beachtet werden, daß diese Zahlen die Rolle der OPEC-Gruppe als Nettokreditnehmer etwas überzeichnen, da sie eine Ausweitung der Nettoforderungen gegenüber Bahrain in Höhe von etwa \$2 Mrd. einschließen; angesichts der Rolle Bahrains als rasch wachsendes Offshore-Zentrum muß angenommen werden, daß ein beträchtlicher Teil dieser Mittel wieder an Nicht-OPEC-Länder ausgeliehen wurde.

Die bedeutendsten einzelnen Kreditnehmer innerhalb der OPEC waren Venezuela, das allein etwa \$5 Mrd. neuer Kredite erhielt, Algerien und der Iran (jeweils rund \$2,5 Mrd.) wie auch Nigeria (etwa \$1,2 Mrd.). Die wichtigsten Einleger neuer Mittel waren, paradox genug, die Länder im Nahen Osten mit hoher Importkapazität (\$3,2 Mrd. ohne Bahrain) und Venezuela (\$1 Mrd.). Saudi-Arabien, das absolut gesehen die höchsten Einlagen unterhält, scheint tatsächlich einige Mittel abgezogen zu haben.

Über \$7 Mrd. oder mehr als der gesamte Zuwachs der OPEC-Einlagen lauteten auf Nichtdollarwährungen, wobei hiervon etwa \$2,5 Mrd. auf Bewertungsänderungen zurückgingen. Die Dollareinlagen verminderten sich um etwa \$1,2 Mrd. Dagegen erfolgte auf der Verwendungsseite des Marktes die Kreditaufnahme der OPEC zum größeren Teil (d.h. etwa \$13 Mrd.) in Dollar, was bedeutet, daß die OPEC-Länder 1978 ihre Nettogläubigerposition gegenüber dem internationalen Bankensektor in jener Währung effektiv um etwa \$14 Mrd. verminderten.

Ein zweites wichtiges Merkmal war 1978 die scharfe Beschleunigung der Kreditgewährung an nichtölexportierende Entwicklungsländer von \$11,1 Mrd. 1977 auf \$24,7 Mrd., wenn auch hier wiederum der weitere Berichtskreis der Zahlen für 1978 die Tempoänderung etwas überzeichnet. Auch die von den berichtenden Banken aus diesen Ländern neu hereingenommenen Einlagen vergrößerten sich von \$12,2 auf 16 Mrd. Dennoch wurden die Entwicklungsländer, die 1977 Nettoanbieter neuer Mittel an den internationalen Bankensektor gewesen waren, wieder Nettokreditnehmer im Umfang von \$8,7 Mrd., eine Entwicklung, in der sich die Ausweitung des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits dieser Länder widerspiegelte. Lateinamerika (ohne OPEC-Mitglieder) war mit \$14,9 Mrd. wie gewöhnlich die bedeutendste Kreditnehmerregion, wobei mehr als die Hälfte dieses Betrags allein auf Brasilien entfiel. Infolge der Suche der Banken nach neuen Kreditnehmern wurde jedoch der größte relative Zuwachs der Kreditgewährung gegenüber „Afrika ohne Nahost“ erzielt, wobei die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Ländern dieser Region um \$4,1 Mrd. oder fast 60% zunahmen.

Die dritte Gruppe außerhalb des Berichtsbereichs, die 1978 in sehr viel stärkerem Umfange auf internationale Bankkredite zurückgriff, waren die Länder Osteuropas. Die Neuverschuldung dieser Länder belief sich auf \$9,3 Mrd., das ist mehr als zweimal soviel wie ein Jahr zuvor. Ihre Einlagen, die sich 1977 kaum verändert hatten, nahmen ebenfalls beträchtlich um \$2,3 Mrd. zu. Polen war mit \$2,7 Mrd. der größte

**Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen)
der Banken in den berichtenden Ländern sowie bestimmter
Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen¹**

Ende Dezember 1978; Millionen US-Dollar

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen		
Berichtende Länder			Osteuropa (Forts.)				
Belgien-Luxemburg	HJU	42 283	56 785	Polen	JU	822	11 732
Dänemark	HJU	4 623	11 900	Rumänien	JU	223	2 544
Deutschland (BR)	HJU	28 035	50 216	Tschechoslowakei	U	629	1 985
Frankreich	HJU	56 107	51 695	UdSSR	JU	5 658	12 821
Großbritannien	HJU	109 560	90 419	Ungarn ⁴	U	901	6 450
Irland	HJ	2 307	3 439	Nicht aufgeteilt	HJ	506	2 723
Italien	HJU	23 551	29 109	Zusammen		10 675	47 597
Niederlande	HJU	33 722	25 863	Karibischer Raum			
Österreich	HJU	10 372	11 754	Bahamainseln	JU	28 609	47 303
Schweden	HJU	3 616	9 775	Barbados		74	41
Schweiz ²	JU	95 356	21 865	Bermuda	JU	5 739	2 010
Japan	HU	11 843	38 984	Dominikanische Republik		93	321
Kanada	HJU	15 796	17 861	Haiti		30	22
USA	HJ	102 137	52 998	Jamaika	U	91	527
Zusammen		539 308	472 663	Kaimaninseln ³	U	20 715	21 051
Übriges Westeuropa				Kuba	JU	272	1 748
Andorra		175	4	Niederländ. Antillen	U	3 593	3 205
Finnland	U	1 640	5 140	Panama	JU	10 179	14 037
Gibraltar		148	12	Trinidad und Tobago	U	959	255
Griechenland	JU	4 620	4 970	Westindien (brit.)	U	221	180
Island		121	284	Nicht aufgeteilt	HJ	1 800	2 827
Jugoslawien	JU	2 794	5 622	Zusammen		72 575	93 527
Liechtenstein		643	957	Latelamerika			
Malta		757	12	Argentinien	JU	4 745	6 862
Monaco		552	341	Belize		101	19
Norwegen	U	3 322	8 460	Bolivien		172	732
Portugal	U	1 729	3 030	Brasilien	JU	10 872	31 870
Spanien	U	13 142	12 832	Chile	JU	1 371	2 805
Türkei	JU	620	3 028	Costa Rica		147	369
Vatikan		100	52	Ecuador	JU	706	2 509
Zypern		518	240	El Salvador		124	204
Nicht aufgeteilt	HJU	4 753	5 737	Guatemala	U	674	421
Zusammen		35 834	50 721	Guyana		65	107
Sonstige entwickelte Länder				Honduras		99	257
Australien	JU	1 085	4 521	Kolumbien	JU	2 280	2 105
Neuseeland	J	238	987	Mexiko	JU	6 481	23 443
Südafrika	JU	1 014	7 405	Nicaragua		287	658
Nicht aufgeteilt	H	344	840	Paraguay		129	87
Zusammen		2 681	13 753	Peru	JU	861	3 400
Osteuropa³				Surinam		167	38
Albanien		49	—	Uruguay	U	740	245
Bulgarien	U	492	3 174	Venezuela	JU	9 493	13 110
DDR	U	1 195	6 168	Nicht aufgeteilt	HJU	4 162	4 864
				Zusammen		43 676	94 104

Anmerkung: Eine vollständige Gliederung nach Staaten für die Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken ist nur für die Banken in Belgien-Luxemburg, Dänemark, der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Kanada, den Niederlanden, Österreich und Schweden sowie für die Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen verfügbar; für die irischen Banken sind nur Daten in Fremdwährung verfügbar. Für die Banken in den anderen berichtenden Ländern – der Schweiz, Japan und den USA – ist die Gliederung nach Staaten unvollständig; ihr Ausmaß wird durch die Verwendung der Buchstaben H (Schweiz), J (Japan), 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, in Panama und Singapur. ² Die Positionen gegenüber der BIZ sind bei der Schweiz enthalten. ³ Außer Positionen von in der Bundesrepublik Deutschland gelegenen Banken gegenüber der Deutschen Demokratischen Republik.

⁴ Bei jedem Vergleich der Positionen der Banken gegenüber Ungarn mit jenen gegenüber anderen osteuropäischen

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen
Naher Osten			Afrika ohne Nahost (Forts.)		
Ölausfuhrländer: J*			Seychellen	30	363
a) Länder mit niedriger Absorptionsfähigkeit:			Sierra Leone	93	31
Katar, Kuwait, Saudi- Arabien, Vereinigte Arabishe Emirate	33 996	6 811	Somalia	107	3
b) Länder mit hoher Absorptionsfähigkeit:			Sudan	241	680
Bahrain, Irak, Iran, Libyen, Oman	23 145	15 276	Swasiland	40	29
Andere Länder:			Tansania	129	149
Ägypten JU	3 421	1 603	Togo	86	237
Israel JU	6 015	3 863	Tschad	24	38
Jemen	1 230	61	Tunesien	512	825
Jemen, Dem. VR	174	14	Uganda	63	15
Jordanien	879	152	Zaire U	574	1 243
Libanon U	4 401	665	Zentralafrikanisches Kaiserreich	17	4
Syrien U	677	236	Nicht aufgeteilt U	1 262	1 804
Nicht aufgeteilt ⁷ HJU	9 187	5 052	Zusammen	12 858	26 439
Zusammen	83 125	33 733	Asien ohne Nahost		
Afrika ohne Nahost			Afghanistan	288	3
Äquatorialguinea	7	13	Bangladesch	141	51
Äthiopien	208	13	Birma	22	44
Algerien J	2 730	5 742	Brunei	393	12
Angola	167	114	China JU	2 413	925
Benin	27	3	Fidschi	127	29
Botswana/Lesotho	79	60	Hongkong JU	9 200	12 575
Burundi	64	3	Indien JU	2 862	574
Dschibuti	87	1	Indonesien JU	2 720	4 553
Elfenbeinküste	634	1 413	Laotische Dem. VR	8	2
Gabun	148	822	Kamputschea	33	1
Gambia	21	7	Macau	33	—
Ghana U	206	256	Malaysia JU	2 082	1 566
Guinea	29	61	Nepal	75	—
Guinea-Bissau	8	8	Neue Hebriden	201	799
Kamerun	135	444	Nordkorea J	313	586
Kap Verde	13	9	Pakistan JU	752	613
Kenia J	786	430	Papua-Neuguinea	144	80
Kongo	80	219	Philippinen JU	2 251	4 028
Liberia JU	1 700	6 270	Polynesien, Französisch-	8	11
Madagaskar	66	25	Sikkim/Bhutan	294	181
Malawi	74	107	Singapur HJU	10 314	12 267
Mali	26	5	Sri Lanka	227	3
Marokko U	930	2 210	Südkorea JU	2 547	7 044
Mauretanien	76	73	Taiwan JU	4 628	4 009
Mauritius	38	45	Thailand JU	1 124	2 670
Mosambik	83	43	US-Treuhandgebiet der pazifischen Inseln	106	—
Niger	31	112	Vietnam	71	291
Nigeria J	718	1 771	Nicht aufgeteilt U	652	116
Obervolta	17	9	Zusammen	44 019	53 133
Rhodesien	85	56	Internationale Institutionen U	7 115	4 515
Ruanda	84	8	Nicht aufteilbar HJU	12 485	12 794
Sambia J	203	461	Insgesamt	864 351	902 979
São Tomé und Príncipe	15	—	Nachrichtlich:		
Senegal	105	204	Ölexportländer HJU	83 822	57 241

Ländern muß die Tatsache berücksichtigt werden, daß Ungarn praktisch seinen ganzen Außenhandel mit bei den internationalen Banken aufgenommenen Mitteln finanziert, während sich andere Länder dieser Gruppe bei der Finanzierung eines großen Teils ihres Außenhandels anderer Kanäle bedienen. ⁵ Die Zahlen für die Verbindlichkeiten und Forderungen von US-Banken gegenüber den Kaimaninseln sind auf anderen Statistiken beruhende Schätzungen. ⁴ Positionen der japanischen Banken nur gegenüber Kuwait, Saudi-Arabien, den Vereinigten Arabischen Emiraten, dem Iran, dem Irak und Libyen. ⁷ Einschließlich der 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).

Kreditnehmer. Der Anteil der Sowjetunion belief sich auf nur \$ 1,2 Mrd., und auf der Basis der Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten war dieses Land sogar in geringem Umfang Nettoanbieter neuer Mittel an den internationalen Bankensektor.

Die einzige Ländergruppe, die dem allgemeinen Trend zuwiderlief und etwas weniger auf neue internationale Bankkredite zurückgriff, waren die Industrieländer außerhalb des Berichtsgebiets. Da die Bemühungen zur Anpassung der Zahlungsbilanzen in manchen dieser Länder sehr erfolgreich waren, ging ihre Neuverschuldung von \$ 10,5 Mrd. 1977 (ohne Dänemark, Irland und Österreich) auf \$ 9 Mrd. zurück, während sich gleichzeitig die aus diesen Ländern neu hereingenommenen Einlagen stärker von \$ 5,1 auf 10,4 Mrd. erhöhten. Auf Spanien, das mit einer beträchtlichen Verbesserung seiner Leistungsbilanz besonders erfolgreich abschnitt, entfiel allein der größte Teil dieser Verschiebung von einer Nettokreditaufnahme zu einer Nettokreditgewährung; dessen Einlagen bei den berichtenden Banken schnellten um \$ 5,2 Mrd. empor, während sich die Neuverschuldung auf nur \$ 1,5 Mrd. belief.

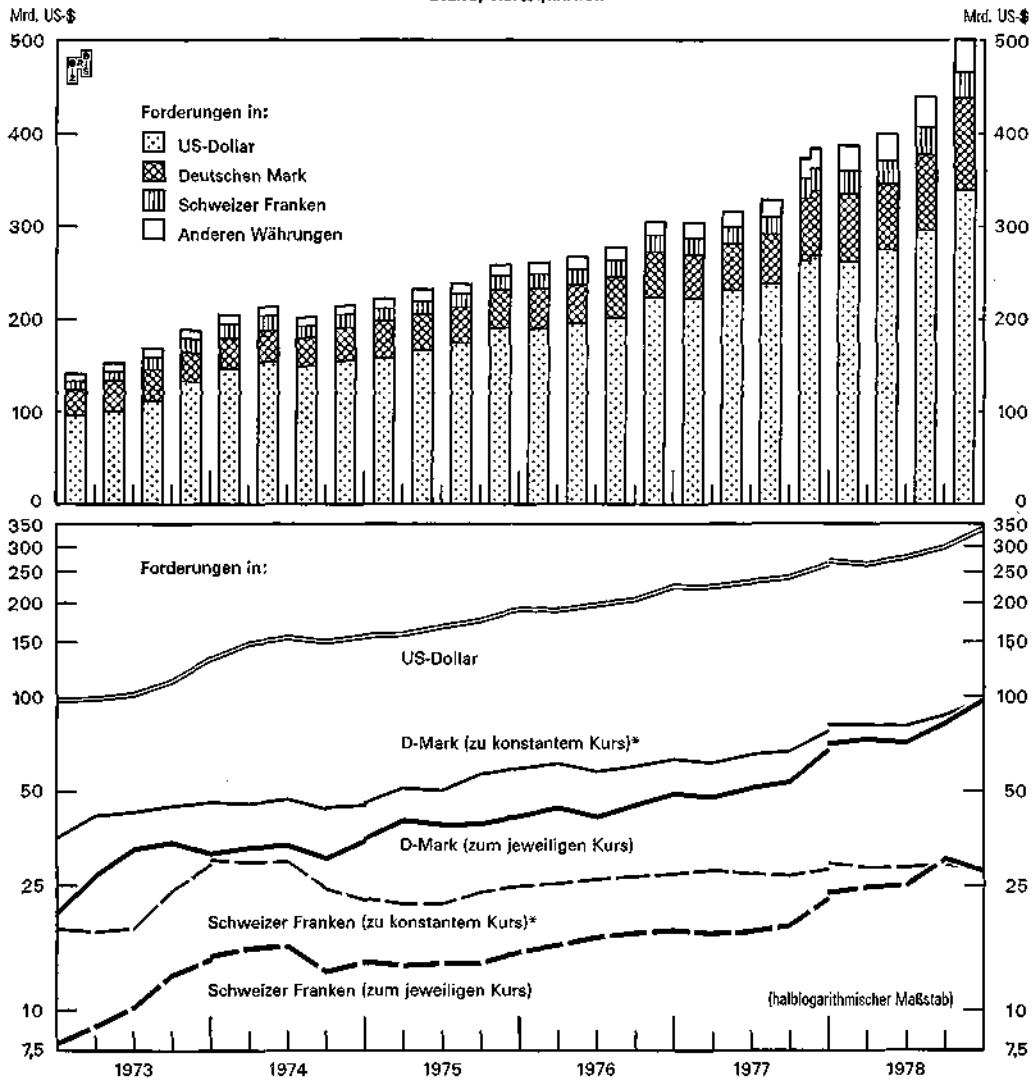
Die Entwicklung in den europäischen Marktzentren

Währungszusammensetzung. Die Auslandsaktivitäten der Banken in den europäischen Marktzentren nahmen im vergangenen Jahr weiterhin sehr kräftig zu. Trotz der Dollarschwäche stiegen die Auslandsforderungen der Banken in dieser Währung um \$ 71,1 Mrd. oder 26,5%, was beträchtlich mehr war als in früheren Jahren. Auf der Basis der Forderungen minus Verbindlichkeiten nahmen die Nettodollarverbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber dem Ausland geringfügig von \$ 10,4 auf 9,1 Mrd. ab; dies war die Folge zweier entgegengesetzter Entwicklungen: eines Rückgangs um \$ 7,6 Mrd. in den ersten drei Quartalen und einer erneuten Ausweitung um \$ 6,3 Mrd. im letzten Quartal des Jahres, als die Banken umfangreiche Dollarterminkäufe ihrer Kunden durch Verkäufe am Kassamarkt ausgleichen mußten.

Großenteils als Folge der Ereignisse an den Devisenmärkten nahm der Dollarwert der auf Nichtdollar-Fremdwährungen lautenden Bruttoauslandspositionen der berichtenden europäischen Banken sogar noch stärker zu, wobei sich die Forderungen in diesen Währungen um \$ 46 Mrd. oder fast 40% erhöhten. Der Anteil dieser Währungen an den gesamten Eurogeldmarktforderungen stieg dementsprechend von etwa 30 auf 32,5%. Ohne den aus der Dollarabwertung resultierenden Wertzuwachs der in Dollar gerechneten Positionen der Banken in anderen Währungen belief sich der Anstieg der Nichtdollarforderungen dagegen auf nur \$ 27 Mrd. oder 20% (zu konstanten Wechselkursen von Ende 1978), und ihr Anteil an den Gesamtforderungen ging von 33,5 auf 32,5% zurück.

Wie üblich war das Wachstum des Nichtdollarbereichs am Euromarkt überwiegend auf DM-Positionen zurückzuführen. Die Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken in jener Währung erhöhten sich um \$ 27,1 bzw. 24,4 Mrd., wenn auch etwa \$ 10,7 bzw. 10,4 Mrd. dieses Zuwachses auf Bewertungsänderungen zurückgingen. Aus den auf den Seiten 114 f. bereits erwähnten Gründen waren die wichtigsten Kreditnehmer dieser DM-Mittel deutsche Banken und Nichtbanken, während die wichtigsten Anbieter Gebietsansässige anderer Länder waren, die Positionen in jener Währung aufbauen wollten. Dementsprechend vereinigten die Positionen gegenüber Deutschland 33% des Zuwachses der DM-Forderungen, aber nur 1,5% des Anstiegs der DM-Verbindlichkeiten auf sich.

**Währungsstruktur des Euromarkts:
Auslandsforderungen in Fremdwährungen der berichtenden europäischen Banken**
Stand, vierteljährlich



NP 2271

* Zu konstanten Wechselkursen von Ende Dezember 1978.

Ähnlich war die Situation auf dem Euro-Yen-Markt, nur daß dort die Zuwachsraten sogar noch mehr hervorstachen. Die identifizierten Euro-Yen-Forderungen stiegen von \$ 1,7 Mrd. Ende 1977 auf \$ 5,4 Mrd. ein Jahr später, wobei Bewertungsänderungen nur \$ 0,4 Mrd. dieses Zuwachses ausmachten. Die Yen-Verbindlichkeiten schwollen von \$ 2,7 auf 6,2 Mrd. an. Auch hier kamen auf der Herkunftsseite nur 3% der neuen Mittel aus Japan, während auf der Verwendungsseite 36% der Mittel an Japan vergeben wurden.

Aufgrund eines ausgefeilten Systems von Abwehrmaßnahmen, die von den Schweizer Behörden gegen Mittelzuflüsse ergriffen worden waren, zeigte der Euromarkt für Schweizer Franken ein ganz anderes Bild. Wegen der Kontrollen konnten

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

Ende	Dollar		Andere Fremdwährungen						
	Ins- gesamt	darunter: gegenüber Nicht- banken	Ins- gesamt	darunter:					
				gegenüber Nicht- banken	Deut- sche Mark	Schwei- zer Franken	Pfund Sterling	Hollän- dische Gulden	Fran- zösische Franken
Millionen US-Dollar									
Forderungen									
1970 Dezember . .	60 370	11 850	17 880 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 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 I	262 430	64 660	111 370	31 040	67 510	22 560	4 420	4 210	3 270
Dezember II ⁴	268 430	65 550	116 410	31 670	70 350	23 640	5 310	4 280	3 310
1978 März	262 540	70 330	124 710	35 140	73 500	24 500	5 260	4 850	4 230
Juni	275 460	74 150	124 550	34 000	70 650	24 910	6 160	5 010	4 490
September . . .	295 800	78 760	145 030	38 200	81 940	30 340	6 960	6 360	5 050
Dezember	339 520	84 250	162 450	42 950	97 430	27 890	7 300	6 920	5 660
Nachrichtlich:									
<i>Position gegenüber Deviseninländern</i>									
1976 Dezember . .	74 740	21 330	26 920	7 560					
1977 Dezember I	91 630	29 060	33 300	8 930					
Dezember II	92 330	29 370	34 790	9 730					
1978 März	93 260	29 910	37 510	9 780					
Juni	95 140	30 780	38 730	10 820					
September . . .	100 600	30 380	43 260	12 220					
Dezember	105 000	31 170	48 370	12 330					
Verbindlichkeiten									
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	2 780	2 270
1975 Dezember . .	189 470	24 280	69 200	6 690	39 940	15 290	3 140	3 550	3 350
1976 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 I	272 880	34 200	110 560	12 050	64 970	20 870	5 920	4 900	4 400
Dezember II ⁴	278 840	34 330	117 360	12 230	68 680	22 720	6 870	5 040	4 430
1978 März	270 450	36 310	125 580	13 810	71 850	24 700	7 040	5 870	5 150
Juni	280 950	38 580	127 430	13 060	68 500	26 000	8 670	5 980	6 060
September . . .	298 570	39 850	149 330	14 950	79 850	31 460	9 720	7 150	7 050
Dezember	348 590	44 340	162 220	16 570	93 080	27 890	10 320	7 400	7 400
Nachrichtlich:									
<i>Position gegenüber Deviseninländern</i>									
1976 Dezember . .	64 060	10 660	23 710	4 290					
1977 Dezember I	74 620	12 080	29 590	5 330					
Dezember II	75 310	12 280	30 400	5 460					
1978 März	75 350	12 220	34 000	6 180					
Juni	78 140	13 780	33 940	6 080					
September . . .	82 630	13 790	40 200	6 940					
Dezember	87 690	14 690	45 060	7 440					

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. ⁴ Einschließlich der Positionen von Banken in Dänemark, Irland und Österreich.

die Mittel nicht an Schweizer Gebietsansässige ausgeliehen werden, und angesichts der Wechselkursrisiken bestand auch im Ausland nur eine geringe Nachfrage nach Krediten in Schweizer Franken. Infolgedessen schlug sich das wachsende Angebot an Schweizer Franken an die Eurobanken nicht in einer Ausweitung des Marktvolumens, sondern in einem starken Rückgang der Zinssätze für Euroschweizerfranken nieder. Der Dollargegenwert der Forderungen der Banken in Euroschweizerfranken erhöhte sich zwar um \$4,3 Mrd., aber dies war ausschließlich auf Bewertungsänderungen zurückzuführen. Zu konstantem Wechselkurs gerechnet war ein Rückgang um \$1,3 Mrd. zu verzeichnen, und zwar größtenteils bei den Forderungen gegenüber der Schweiz. Zum Jahresende machten die auf Schweizer Franken lautenden Forderungen der Eurobanken gegenüber der Schweiz nur 5% ihrer gesamten Forderungen in jener Währung aus. In ähnlicher Weise stiegen die Verbindlichkeiten in Schweizer Franken auf Dollarbasis um \$5,2 Mrd., gingen jedoch in Schweizer Franken ein wenig zurück. Hier belief sich der von Schweizer Gebietsansässigen gehaltene Anteil an den Gesamteinlagen in Euroschweizerfranken auf etwa 27%. Natürlich ist diese Entwicklung kein eindeutiger Beweis dafür, daß die zahlreichen Schweizer Vorschriften gegen Geldzuflüsse ihr Ziel erreichten, aber die Beweislast fällt damit jenen zu, die einen anderen Standpunkt vertreten.

Die auf die anderen Hauptwährungen lautenden Positionen der Eurobanken verhielten sich mehr wie jene in Yen und D-Mark. So stiegen z.B. die Auslandsforderungen in französischen Franken, Gulden und Pfund Sterling um 71, 62 bzw. 37%, wenn auch hier die Wachstumsraten ebenfalls durch Bewertungsänderungen etwas überhöht wurden.

Verlassen wir einmal den Eurogeldmarkt für einen Augenblick und wenden uns den traditionellen Formen der Auslandskreditgewährung zu. Die auf Landeswährung lautenden Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken stiegen um \$28,1 Mrd.; ohne Bewertungseffekte gerechnet entsprach dies einem realen Zuwachs von etwa \$16 Mrd. oder 17%. Die stärkste reale Ausweitung der Kreditgewährung in Landeswährung verzeichneten die Banken in Frankreich mit 41%, was sich größtenteils aus der Außenhandelsfinanzierung ergab. Da die Auslandsverbindlichkeiten eher mäßig zunahmen, stieg die Nettogläubigerposition der französischen Banken gegenüber dem Ausland in Landeswährung von \$7,2 Mrd. Ende 1977 auf \$12,5 Mrd. In ähnlicher Weise erhöhte sich die Nettogläubigerposition der Schweizer Banken gegenüber dem Ausland in Landeswährung von \$8,9 auf 12,5 Mrd. Angesichts der beträchtlichen Negativzinsen, denen ausländische Mittel in Schweizer Franken in der Schweiz unterlagen, gingen die ausländischen Bruttoverbindlichkeiten real betrachtet sogar ein wenig zurück. Andererseits wurde die Nettoforderungsposition der Banken gegenüber dem Ausland in Deutschland, wo sie sich Ende 1977 noch auf \$7,1 Mrd. belaufen hatte, aufgrund sehr hoher DM-Zuflüsse praktisch ausradiert. Brutto betrachtet schnellten die auf D-Mark lautenden Auslandsverbindlichkeiten der deutschen Banken um \$12,2 Mrd. oder 44% in die Höhe, und dies nach Ausschluß von Bewertungsänderungen.

Arten von Forderungen und Verbindlichkeiten. Kehren wir zum Eurogeldmarkt zurück, so entfielen \$30 Mrd. des gesamten Zuwachses der auf Fremdwährungen lautenden Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken in Höhe von \$117 Mrd. auf direkte Forderungen gegen den Nichtbankensektor. Daneben stiegen

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

			1977		1978			
			Dez. I	Dez. II	März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Belgien	Forde-	Landeswährung	2 470	2 470	2 470	2 610	2 680	2 800
	rungen	Fremdwährungen	22 910	22 910	24 290	24 890	28 480	31 780
	Verbind-	Landeswährung	3 790	3 790	4 330	4 410	4 040	4 730
lichkeiten	Fremdwährungen	23 530	23 530	25 360	26 110	30 480	33 540	
Luxemburg	Forde-	Landeswährung	710	710	790	650	830	1 050
	rungen	Fremdwährungen	44 040	44 040	46 600	46 620	52 040	58 340
	Verbind-	Landeswährung	570	570	550	600	620	730
lichkeiten	Fremdwährungen	41 940	41 940	43 530	43 730	48 380	54 480	
Dänemark	Forde-	Landeswährung		90	80	80	90	90
	rungen	Fremdwährungen		2 060	2 180	2 170	2 760	2 840
	Verbind-	Landeswährung		260	260	270	300	390
lichkeiten	Fremdwährungen		1 370	1 610	1 720	2 110	2 360	
Deutschland (BR)	Forde-	Landeswährung	31 450	31 450	32 500	31 840	34 160	40 340
	rungen	Fremdwährungen	17 280	17 280	16 750	17 470	18 440	20 770
	Verbind-	Landeswährung	24 330	24 330	25 170	25 050	30 780	40 220
lichkeiten	Fremdwährungen	15 230	15 230	14 590	14 780	15 670	18 880	
Frankreich	Forde-	Landeswährung	2 080	11 450 ¹	12 860	14 730	15 910	18 200
	rungen	Fremdwährungen	62 210	62 210	58 550	59 810	66 500	80 780
	Verbind-	Landeswährung	4 220	4 220	4 840	5 000	5 100	5 700
lichkeiten	Fremdwährungen	62 970	62 970	59 300	59 090	65 280	78 790	
Großbritannien	Forde-	Landeswährung	2 080	12 230 ²	12 400	13 080	14 000	14 740
	rungen	Fremdwährungen	159 210	159 210	164 020	169 370	185 670	202 850
	Verbind-	Landeswährung	11 100	11 100	10 860	10 080	11 180	11 950
lichkeiten	Fremdwährungen	171 360	171 360	175 990	179 280	195 970	213 420	
Irland	Forde-	Landeswährung		..	..	..	..	..
	rungen	Fremdwährungen		1 540	1 340	1 690	1 360	1 510
	Verbind-	Landeswährung		..	..	..	..	..
lichkeiten	Fremdwährungen		1 690	1 690	1 960	1 830	1 810	
Italien	Forde-	Landeswährung	300	300	470	560	510	590
	rungen	Fremdwährungen	14 780	14 780	11 220	12 110	13 100	22 160
	Verbind-	Landeswährung	1 540	1 540	1 580	1 950	2 020	2 010
lichkeiten	Fremdwährungen	21 520	21 520	17 620	19 580	19 930	27 800	
Niederlande	Forde-	Landeswährung	5 240	5 240	6 000	6 820	7 770	8 490
	rungen	Fremdwährungen	27 180	27 180	27 510	29 540	31 050	36 560
	Verbind-	Landeswährung	5 100	5 100	5 840	6 170	7 180	7 930
lichkeiten	Fremdwährungen	25 470	25 470	25 230	28 450	29 100	35 550	
Österreich	Forde-	Landeswährung		1 950	2 180	2 310	2 640	2 930
	rungen	Fremdwährungen		7 440	6 810	8 000	8 710	9 580
	Verbind-	Landeswährung		540	570	670	700	830
lichkeiten	Fremdwährungen		9 700	8 920	10 230	11 150	12 790	
Schweden	Forde-	Landeswährung	930	930	800	990	950	860
	rungen	Fremdwährungen	3 180	3 180	3 210	3 150	3 380	3 390
	Verbind-	Landeswährung	580	580	550	690	740	700
lichkeiten	Fremdwährungen	3 410	3 410	3 850	4 000	4 430	4 520	
Schweiz	Forde-	Landeswährung	14 500	14 500	16 700	17 960	21 720	19 290
	rungen	Fremdwährungen	23 010	23 010	24 770	25 190	29 340	31 410
	Verbind-	Landeswährung	5 650	5 650	6 040	6 750	6 840	6 820
lichkeiten	Fremdwährungen	18 010	18 010	18 340	19 450	23 570	26 870	

Die Tabelle wird auf S. 128 fortgesetzt.

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

			1977		1978			
			Dez. I	Dez. II	März	Juni	Sept.	Dez.
Millionen US-Dollar								
Belgien	Forde-	US-Dollar	14 260	14 260	14 450	14 700	16 440	18 550
	rungen	Andere Fremdwährungen	8 650	8 650	9 840	10 190	12 040	13 230
	Verbind-	US-Dollar	13 080	13 080	13 680	13 700	15 710	18 040
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	10 450	10 450	11 680	12 410	14 770	15 500
Luxemburg	Forde-	US-Dollar	18 820	18 820	19 090	20 110	20 620	22 040
	rungen	Andere Fremdwährungen	25 220	25 220	27 510	26 510	31 420	36 300
	Verbind-	US-Dollar	18 680	18 680	18 890	19 950	21 520	24 400
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	23 260	23 260	24 640	23 780	26 860	30 080
Dänemark	Forde-	US-Dollar		1 420	1 500	1 400	1 670	1 640
	rungen	Andere Fremdwährungen		640	680	770	1 090	1 200
	Verbind-	US-Dollar		840	1 030	1 070	1 330	1 500
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen		530	580	650	780	860
Deutschland (BR)	Forde-	US-Dollar	12 710	12 710	11 670	12 270	12 580	14 720
	rungen	Andere Fremdwährungen	4 570	4 570	5 080	5 200	5 860	6 050
	Verbind-	US-Dollar	12 380	12 380	11 340	11 180	11 490	14 510
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	2 850	2 850	3 250	3 600	4 180	4 370
Frankreich	Forde-	US-Dollar	45 160	45 160	41 920	43 390	47 350	60 210
	rungen	Andere Fremdwährungen	17 050	17 050	16 630	16 420	19 150	20 570
	Verbind-	US-Dollar	44 430	44 430	39 700	39 100	40 590	53 160
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	18 540	18 540	19 600	19 990	24 690	25 630
Groß- britannien	Forde-	US-Dollar	125 810	125 810	127 190	132 900	143 720	156 910
	rungen	Andere Fremdwährungen	33 400	33 400	36 830	36 470	41 950	45 940
	Verbind-	US-Dollar	136 590	136 590	137 430	141 780	152 130	167 250
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	34 770	34 770	38 560	37 500	43 840	46 170
Irland	Forde-	US-Dollar		710	690	630	440	400
	rungen	Andere Fremdwährungen		830	850	1 060	920	1 110
	Verbind-	US-Dollar		800	830	710	540	550
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen		890	860	1 250	1 290	1 260
Italien	Forde-	US-Dollar	11 480	11 480	9 110	9 010	9 580	17 380
	rungen	Andere Fremdwährungen	3 300	3 300	3 110	3 100	3 520	4 780
	Verbind-	US-Dollar	17 010	17 010	13 460	14 990	14 630	21 840
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	4 510	4 510	4 160	4 590	5 300	5 960
Niederlande	Forde-	US-Dollar	15 150	15 150	14 770	16 360	16 590	19 470
	rungen	Andere Fremdwährungen	12 030	12 030	12 740	13 180	14 480	17 090
	Verbind-	US-Dollar	15 460	15 460	15 290	17 790	17 500	20 710
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	10 010	10 010	9 940	10 660	11 600	14 840
Österreich	Forde-	US-Dollar		3 870	3 180	3 910	4 160	4 460
	rungen	Andere Fremdwährungen		3 570	3 630	4 090	4 550	5 120
	Verbind-	US-Dollar		4 320	3 460	4 290	4 420	5 300
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen		5 380	5 480	5 940	6 730	7 490
Schweden	Forde-	US-Dollar	1 970	1 970	2 040	1 950	2 050	2 160
	rungen	Andere Fremdwährungen	1 210	1 210	1 170	1 200	1 330	1 230
	Verbind-	US-Dollar	2 120	1 120	2 410	2 470	2 680	2 760
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	1 290	1 290	1 440	1 530	1 750	1 730
Schweiz	Forde-	US-Dollar	17 070	17 070	17 930	18 830	20 600	21 580
	rungen	Andere Fremdwährungen	5 940	5 940	6 840	6 360	8 740	9 830
	Verbind-	US-Dollar	13 130	13 130	12 930	13 920	16 030	18 540
	lichkeiten	Andere Fremdwährungen	4 880	4 880	5 410	5 530	7 540	8 330

Die Tabelle wird auf S. 129 fortgesetzt.

**Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten
(Landes- und Fremdwährungen)**
(Fortsetzung von S. 126)

			1977		1978			
			Dez. I	Dez. II	März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Europäisches Berichtsgebiet zusammen	Forderungen	Landeswährung	59 760	81 320	87 250	91 630	101 240	109 380
		Fremdwährungen	373 800	384 840	387 250	400 010	440 830	501 970
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	56 880	57 680	60 590	61 640	69 500	82 010
		Fremdwährungen	383 440	396 200	396 030	408 380	447 900	510 810
Japan	Forderungen	Landeswährung	3 550	3 550	4 250	5 280	6 600	7 970
		Fremdwährungen	18 150	18 150	19 180	20 470	23 960	25 720
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	4 110	4 110	7 890	6 140	7 830	8 700
		Fremdwährungen	24 470	24 470	25 230	24 950	26 600	30 320
Kanada	Forderungen	Landeswährung	430	430	330	540	460	480
		Fremdwährungen	17 720	17 720	19 940	19 980	19 500	21 890
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 180	2 180	1 930	2 630	2 670	2 620
		Fremdwährungen	16 700	16 700	18 550	19 570	18 380	22 350
USA	Forderungen	Landeswährung	90 200	90 200	96 450	97 650	103 630	125 120
		Fremdwährungen	2 360	2 360	2 390	3 910	3 980	3 930
	Verbindlichkeiten ¹	Landeswährung	77 330	77 330	78 470	78 800	87 420	97 830
		Fremdwährungen	810	810	860	1 700	1 980	2 230
US-Banken- niederlassungen an den Offshore- Finanzplätzen ²	Forderungen	Fremdwährungen ³	91 090	91 090	95 220	96 510	102 620	106 520
	Verbindlichkeiten	Fremdwährungen ³	91 660	91 660	96 370	97 570	101 700	107 480
Insgesamt	Forderungen	Landeswährung	153 940	175 500	188 280	195 100	211 930	242 950
		Fremdwährungen	503 120	514 160	522 980	539 880	590 890	660 030
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	140 500	141 300	148 880	149 210	167 420	191 160
		Fremdwährungen	517 080	529 840	537 040	552 170	597 560	673 190

¹ Einschließlich Exportkredite an ausländische Abnehmer. ² Neben Darlehen, Kreditzusagen und Kontokorrentkrediten auch alle Handelswechsel und Akzente. ³ Ohne US-Schatzwechsel und Zertifikate, die für Gebietsfremde verwahrt werden. ⁴ Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. ⁵ Einschließlich geringer Beträge in Landeswährungen.

die Fremdwährungskredite an inländische Nichtbanken um \$4,4 Mrd. Von diesem Gesamtzuwachs von \$34,4 Mrd. oder 25 % bei den direkten Forderungen gegenüber Nichtbanken lauteten 20,5 Mrd. auf Dollar, während Bewertungsänderungen deutlich mehr als die Hälfte des Wachstums der Forderungen in anderen Währungen von \$13,9 Mrd. ausmachten.

Auf der Angebotsseite stammten \$14,4 Mrd. des gesamten Zuwachses von \$114,6 Mrd. bei den auf Fremdwährungen lautenden Auslandsverbindlichkeiten der berichtenden Banken aus direkten Nichtbankeinlagen; das waren \$6,6 Mrd. mehr als 1977. Zudem beliefen sich die hereingenommenen Fremdwährungsmittel inländischer Anleger auf \$4,3 Mrd. Von dem gesamten Zuwachs der Nichtbankmittel in Höhe von \$18,7 Mrd. entfielen 12,4 Mrd. auf Dollar, wobei hier die Verbindlichkeiten gegenüber US-Nichtbanken nur \$3,7 Mrd. ausmachten. Dies macht deutlich, daß entgegen der weitverbreiteten Meinung, es habe einen Dollar-„Überhang“ am Euromarkt gegeben, der den Außenwert des Dollars nach unten drückte, die privaten Nichtbanken sogar außerhalb der USA nicht nur davon absahen, ihre Dollar Guthaben abzubauen, sondern diese sogar noch weiter aufstockten. Dies galt sogar für das vierte Quartal, als das Vertrauen in den Dollar einen absoluten Tiefpunkt erreichte.

**Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten
(Dollar und andere Fremdwährungen)**

(Fortsetzung von S. 127)

			1977		1978			
			Dez. I	Dez. II	März	Juni	Sept.	Dez.
Millionen US-Dollar								
Europäisches Berichts- gebiet zusammen	Forde- rungen	US-Dollar	262 430	268 430	262 540	275 460	295 800	339 520
	Verbind- lichkeiten	Andere Fremdwährungen	111 370	116 410	124 710	124 550	145 030	162 450
		US-Dollar	272 880	278 840	270 450	280 950	298 570	348 590
		Andere Fremdwährungen	110 560	117 360	125 580	127 430	149 330	162 220
Japan	Forde- rungen	US-Dollar	15 930	15 930	16 710	17 920	21 050	22 520
	Verbind- lichkeiten	Andere Fremdwährungen	2 220	2 220	2 470	2 550	2 910	3 200
		US-Dollar	23 360	23 360	23 870	23 620	25 040	28 490
		Andere Fremdwährungen	1 110	1 110	1 360	1 330	1 560	1 830
Kanada	Forde- rungen	US-Dollar	16 480	16 480	17 660	17 950	18 230	20 430
	Verbind- lichkeiten	Andere Fremdwährungen	1 240	1 240	1 280	1 030	1 270	1 460
		US-Dollar	15 860	15 860	17 710	18 810	18 460	21 340
		Andere Fremdwährungen	840	840	840	760	920	1 010
US-Banken- niederlas- sungen an den Off- shore-Fi- nanzplätzen ¹	Forde- rungen	Fremdwährungen ²	91 090	91 090	95 220	96 510	102 620	106 520
	Verbind- lichkeiten	Fremdwährungen ²	91 660	91 660	96 370	97 570	101 700	107 480

¹ Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. ² Einschließlich geringer Beträge in Landeswährungen.

Offizielle Anleger, natürlich einschließlich der OPEC-Länder, verhielten sich allerdings weniger stabilisierend. Die Dollareinlagen wurden hier um \$0,4 Mrd. abgebaut, während die auf andere Fremdwährungen lautenden Guthaben um \$9,1 Mrd. stiegen (einschließlich etwa \$3 Mrd. aufgrund von Bewertungsänderungen). Zudem spiegelten die Veränderungen der offiziellen Eurodollarguthaben im Verlauf von 1978 recht genau das wechselnde Schicksal des Dollars auf den Devisenmärkten wider. Im ersten Quartal des vergangenen Jahres verringerten sich solche Guthaben von \$49,3 auf 46,5 Mrd., stiegen dann in den folgenden sechs Monaten auf \$50,4 Mrd., bevor sie im vierten Quartal auf \$48,9 Mrd. zurückgingen.

Die Rolle einzelner Marktzentren. Das rasche Wachstum der Eurogeldmarktgeschäfte im vergangenen Jahr erstreckte sich auf praktisch alle wichtigen europäischen Marktzentren. Die Banken in Großbritannien, deren Auslandsforderungen sich doppelt so stark wie 1977 erhöhten, zogen wie üblich den größten Teil auf sich, wenn sich auch ihr Zuwachs relativ betrachtet mit 27,4% etwas unterhalb des europäischen Durchschnittswerts von 30,5% bewegte und damit ein weiterer geringer Rückgang des Marktanteils von Großbritannien zu verzeichnen war. Dies lag jedoch hauptsächlich daran, daß in London die in Dollar abgewickelten Geschäfte wie auch die der Tochterinstitute der US-Banken, deren Bilanzen nicht ganz so günstig aussahen wie jene einiger japanischer und kontinentaleuropäischer Banken, an Bedeutung zunahmen.

Außerhalb Großbritanniens traten die höchsten Zuwachsraten der Eurogeldmarktforderungen gegenüber Gebietsfremden bei Banken in Italien (50%), Belgien

(38,7%), der Schweiz (36,5%), den Niederlanden (34,5%) und Luxemburg (32,5%) auf. Die Wachstumsrate für Luxemburg, wo die DM-Positionen zum Jahresende mehr als die Hälfte des Dollarwerts der gesamten Fremdwährungsforderungen ausmachten, wurde jedoch durch Bewertungsänderungen stark überzeichnet. Gut ein Drittel der Zunahme um \$ 14,3 Mrd. des Dollarwerts der Auslandsforderungen der Banken in Luxemburg entstand gegenüber Deutschland, während die Mittel aus Deutschland nur etwa 2,5% des Zuwachses der Verbindlichkeiten ausmachten.

Nettoaufkommen des Eurogeldmarkts. Die für das Wachstum der auf Fremdwährungen lautenden Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken angegebene Zahl von \$ 117 Mrd. wurde wie gewöhnlich stark überhöht durch bestimmte Doppelzählungen, die auftreten, wenn Mittel auf ihrem Weg von den ursprünglichen Anbietern zu den Letztverwendern im Berichtsgebiet durch mehr als eine Bank hindurchlaufen. Bereinigt um dieses Element der Doppelzählung, aber einschließlich der Verwendung von Eurogeldmarktmitteln durch die Banken für inländische Zwecke dürften sich die von den berichtenden europäischen Banken neu vermittelten Fremdwährungsbeträge auf schätzungsweise \$ 75 Mrd. bzw. nach Ausschaltung von Bewertungsänderungen auf fast \$ 60 Mrd. belaufen haben.

Von der gesamten Kreditausweitung um \$ 75 Mrd. wurden etwa \$ 26 Mrd. oder ein wenig mehr als ein Drittel innerhalb des europäischen Berichtsgebiets selbst aufgenommen. Die direkten Forderungen gegenüber Nichtbanken erhöhten sich um etwa \$ 15 Mrd., wobei die Nichtbanken in Deutschland (\$ 5,1 Mrd.), Großbritannien (\$ 1,8 Mrd.) und Dänemark (\$ 1,7 Mrd.) die wichtigsten Kreditnehmer darstellten. Den wichtigsten Bestandteil der von den Banken im Berichtsgebiet neu beanspruchten Mittel in Höhe von \$ 11 Mrd. bildete die Aufnahme von Euro-DM-Krediten durch den deutschen Bankensektor. Auf der Herkunftsseite dürfte das europäische Berichtsgebiet etwa \$ 25 Mrd. zur Marktausweitung beigetragen haben. Davon entfielen \$ 14 Mrd. auf Mittel von Nichtbanken, wobei mehr als die Hälfte aus der Schweiz entweder in Form treuhänderisch verwalteter Mittel oder direkter Einlagen von Nichtbanken kam.

Außerhalb des Berichtsgebiets bestand eine bemerkenswerte Entwicklung im vergangenen Jahr in der starken Ausweitung der Eurokredite an öl- und nichtölexportierende Entwicklungsländer. Die Forderungen der berichtenden europäischen Banken gegenüber den OPEC-Ländern erhöhten sich sogar um 55%, während die Verbindlichkeiten gegenüber diesen Ländern nur geringfügig zunahmten. Infolgedessen schrumpfte die Nettoschuldnerposition der Eurobanken gegenüber den OPEC-Ländern von \$ 38,8 Mrd. Ende 1977 auf \$ 30,4 Mrd. Ende vergangenen Jahres. Die Forderungen gegenüber anderen Entwicklungsländern stiegen um 32%, jedoch bildete den Gegenposten zum Zuwachs der Forderungen eine mit \$ 10,2 Mrd. noch größere Ausweitung der Verbindlichkeiten gegenüber diesen Ländern. Dies bedeutete, daß die Nettogläubigerposition des eng definierten Eurogeldmarkts gegenüber den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern auf die vernachlässigenswerte Größe von \$ 0,3 Mrd. zusammenschrumpfte. Wenn natürlich auch Forderungen und Verbindlichkeiten aus praktischen Vorsichtsmotiven nicht saldiert werden dürfen, so trägt der geschilderte Sachverhalt doch dazu bei, Behauptungen über eine übermäßige Öffnung des Eurogeldmarkts gegenüber den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern

Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)

Monatsende	Europäisches Berichtsbereich ¹		USA	Japan und Kanada	Sonstige entwickelte Länder	Osteuropa ⁴	Offshore-Finanzplätze ⁵	Öl-ausfuhr-länder ⁶	Entwicklungs-länder	Nicht aufteil-bar ⁷	Insgesamt
	Insgesamt ²	darunter Nicht-banken ³									
Milliarden US-Dollar											
Verwendung											
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 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. I	99,2	69,9	21,0	18,7	42,6	23,8	43,7	15,6	30,0	5,4	300,0
Dez. II	110,4	77,3	21,3	18,7	30,8	25,7	43,9	15,7	30,3	3,2	300,0
1978 März	115,6	80,3	18,5	20,4	31,9	27,0	43,4	17,8	31,8	3,6	310,0
Juni	117,8	82,3	19,6	20,8	31,9	28,5	44,6	18,6	33,7	3,5	319,0
Sept.	127,0	87,0	22,0	21,8	32,9	31,2	51,5	21,0	35,6	4,0	348,0
Dez.	136,0	92,0	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	4,3	375,0
Herkunft											
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 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. I	108,6	54,9	24,9	8,4	26,6	6,4	33,2	54,0	29,5	8,4	300,0
Dez. II	117,3	55,0	25,4	8,4	18,8	7,0	33,4	54,5	29,6	5,6	300,0
1978 März	123,2	58,6	26,9	9,6	20,0	6,6	33,9	54,5	31,3	4,0	310,0
Juni	131,0	62,1	26,5	9,7	21,6	6,9	35,5	51,4	33,1	3,3	319,0
Sept.	140,5	66,3	29,1	11,3	25,2	7,7	39,7	52,6	37,3	4,6	348,0
Dez.	142,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	375,0

¹ Bis Dezember 1977 (Dezember I) umfaßte das europäische Berichtsbereich Belgien-Luxemburg, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Schweden und die Schweiz. Seit 1977 (Dezember II) enthält es auch Dänemark, Irland und Österreich. Folglich werden ab 1977 (Dezember II) die Positionen gegenüber Dänemark, Irland und Österreich nicht mehr in den Positionen gegenüber „Sonstigen entwickelten Ländern“ erfaßt. ^{2 a)} „Verwendung“: auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Geschäftsbanken im Ausgabeland der betreffenden Währung durch die berichtenden Banken zur Verfügung gestellten Fremdwährungsgelder (z.B. DM-Einlagen bei deutschen Banken); b) „Herkunft“: auch Einlagen von Währungsbehörden des Berichtsbereichs, 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). ³ Auf der Herkunftsseite auch Treuhänder, insoweit von den schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsbereichs weitergegeben und insoweit nicht von den schweizerischen Banken selbst als Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken außerhalb des Berichtsbereichs gemeldet. ⁴ Außer Positionen von in der Bundesrepublik Deutschland gelegenen Banken gegenüber der Deutschen Demokratischen Republik. ⁵ Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur und britisches Westindien. ⁶ Algerien, Bahrain, Brunei, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Trinidad und Tobago, Venezuela und die Vereinigten Arabischen Emirate. ⁷ Einschließlich Positionen gegenüber internationalen Institutionen mit Ausnahme der BIZ.

zurechtzurück. Selbst brutto betrachtet entfiel auf den eng definierten Eurogeldmarkt Ende 1978 weniger als ein Drittel der gesamten Bankforderungen gegenüber den Entwicklungsländern. Tatsächlich stammte der Großteil der Brutto- wie auch Nettobankforderungen gegenüber den Entwicklungsländern aus herkömmlichen (und teilweise außenhandelsbezogenen) Ausleihungen in Landeswährung einschließlich der durch Banken in den USA vergebenen Dollarkredite, wovon natürlich ein beträchtlicher Teil bei den Offshore-Zentren verbucht wird.

Anders ist die Situation gegenüber Osteuropa, wo sich die beträchtliche Netto-gläubigerposition des Euromarkts im vergangenen Jahr von \$18,7 auf 22,6 Mrd. ausweitete.

Was die Positionen gegenüber den nichteuropäischen Zehnergruppenländern anlangt, war ein wichtiges Merkmal im vergangenen Jahr der beträchtliche Zufluß neuer Mittel aus den USA. So erhöhten sich die Verbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken gegenüber jenem Land um \$ 11,6 Mrd. oder 46%, wobei zwei Drittel des Zuwachses in den letzten drei Monaten des Jahres auftraten. Zudem dürfte auch ein beträchtlicher Teil der von den Offshore-Zentren stammenden neuen Mittel in Höhe von \$ 12 Mrd. seinen Ursprung in den USA haben.

Eine weitere wichtige Quelle neuer Mittel waren die „Sonstigen entwickelten Länder“. Da sich ihre Einlagen um fast 40% erhöhten, ging im vergangenen Jahr die Nettogläubigerposition des Euromarkts gegenüber jener Ländergruppe von \$ 12 auf 8,5 Mrd. zurück.

Die US-Banken und ihre Niederlassungen an den Offshore-Finanzplätzen

Eines der wichtigsten Merkmale der internationalen Währungsszene im vergangenen Jahr war die rasche Beschleunigung der Abflüsse von Bankmitteln aus den USA. Die von Banken dieses Landes gemeldeten Auslandsforderungen nahmen um \$ 36,4 Mrd. zu, den weitaus höchsten je verzeichneten Zuwachs. Obwohl sich auch die Verbindlichkeiten sehr beachtlich ausweiteten, verdoppelten sich die Nettoauslandsforderungen von \$ 14,5 auf 29 Mrd. Ohne die Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen, die teilweise auf das von den eigenen Auslandskreditgeschäften der Banken bewirkte Wachstum der ausländischen Währungsreserven zurückging, belief sich der Zuwachs der Nettoforderungen auf einen Wert von \$ 19,4 Mrd.

Im wesentlichen lagen diesem sehr raschen Wachstum der Brutto- und Nettoauslandspositionen vier Faktoren zugrunde: Erstens heizten die Devisenmarkturbulenzen die Auslandsnachfrage nach Dollarkrediten zeitweilig an. Zweitens kam in der Expansion der Auslandsforderungen das anhaltende starke Interesse der großen amerikanischen Geschäftsbanken an der Teilnahme am sich rasch ausweitenden internationalen Kreditmarkt zum Ausdruck. Eine dritte Bestimmungsgröße des Wachstums der Auslandsforderungen wie der -verbindlichkeiten lag in der im August erfolgten Aufhebung der Mindestreservebestimmungen für von Banken im Ausland aufgenommene Mittel, was die US-Banken veranlaßte, einen größeren Anteil ihres internationalen Geschäfts über ihre Zentralen in den USA zu verbuchen. Ein vierter, nur die Passivseite der Bankbilanzen berührender Faktor waren die mäßige Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte und insbesondere die Erhöhungen der Mindestreservesätze auf inländische Einlagenzertifikate, die in Verbindung mit der Aufhebung der Mindestreserveverordnungen auf Verbindlichkeiten gegenüber Banken im Ausland die komparativen Kosten von Eurogeldmarktmitteln stark verringerten.

Die Bedeutung des ersten Faktors, nämlich der Devisenmarkteinflüsse, schlug sich sowohl in der regionalen Verteilung wie im zeitlichen Ablauf der Ausweitung der Auslandsforderungen der Banken nieder. Insgesamt 72,5% des Wachstums der Forderungen entfielen auf solche gegenüber dem weiter gefaßten Berichtsgebiet einschließlich der Offshore-Finanzplätze. Hinsichtlich des zeitlichen Ablaufs erhöhten sich

die Forderungen gegenüber Gebietsfremden von Ende September 1977 bis März 1978 um \$15 Mrd., wuchsen während der folgenden vier Monate wenig und weiteten sich danach in den letzten fünf Monaten des Jahres sprunghaft um \$29 Mrd. aus. Im ersten Quartal 1979 kehrte sich dieser Abfluß mit Beginn der Erholung des Dollars in einem Umfang von \$6,2 Mrd. um. Der etwas restriktivere Kurs der amerikanischen Geldpolitik und die Änderungen der Mindestreservesätze spiegelten sich in der Entwicklung der Auslandsverbindlichkeiten der Banken in den USA wider, die nach einem Anstieg von nur \$3 Mrd. in den ersten sieben Monaten des Jahres 1978 während des restlichen Jahres um \$19 Mrd. zunahmen.

Das Wachstum der Auslandsforderungen der Niederlassungen der US-Banken an den Offshore-Zentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens verlangsamte sich von 22% im Jahr 1977 auf 17%. Über 60% der Ausweitung von \$15,4 Mrd. bei den Auslandsforderungen der Offshore-Niederlassungen hatten Mittelzuflüsse aus den USA als Gegenposten auf der Passivseite. Der Großteil der Neuausleihungen entfiel, einschließlich einer Ausweitung der Forderungen gegenüber den USA um \$3,5 Mrd., auf das Berichtsgebiet selbst. Im Vergleich zu den vorhergehenden Jahren verzeichneten die Kredite an Ölausfuhrländer und nichtölproduzierende Entwicklungsländer nur mäßige Zuwächse.

Faßt man die Positionen der Banken in den USA und ihrer Offshore-Niederlassungen zusammen, so erhöhten sich die Forderungen gegenüber den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern — der Großteil davon in Lateinamerika — um \$7,2 Mrd. oder um nahezu das Doppelte des Jahres 1977. Die Neuausleihungen an OPEC-Länder beliefen sich auf \$5,1 Mrd., eine Zunahme um 35%. Auf der Herkunftsseite der Bankbilanzen betrug die Neueinlagen aus Ölausfuhr- und nichtölproduzierenden Entwicklungsländern \$2,9 bzw. 3,3 Mrd.

Die Banken in Japan

Gemeinsam mit den deutschen waren die japanischen Banken und ihre Niederlassungen im Ausland im vergangenen Jahr führend im internationalen Kreditgeschäft. Dies wurde zum Teil bei den Auslandsforderungen der Banken in Japan selbst augenfällig, die um \$12 Mrd. oder 55% nach einer Stagnation im Jahr 1977 zunahmen. Dieser steile Anstieg der Auslandskreditvergabe war größtenteils die Folge der reichlichen, aus dem gewaltigen Zahlungsbilanzüberschuß rührenden Binnenliquidität, die mit einer schwachen Kreditnachfrage der heimischen Unternehmen einherging. Außerdem förderten die Behörden in Anbetracht der Zahlungsbilanz- und Wechselkurslage aktiv Kapitalexperte der Banken.

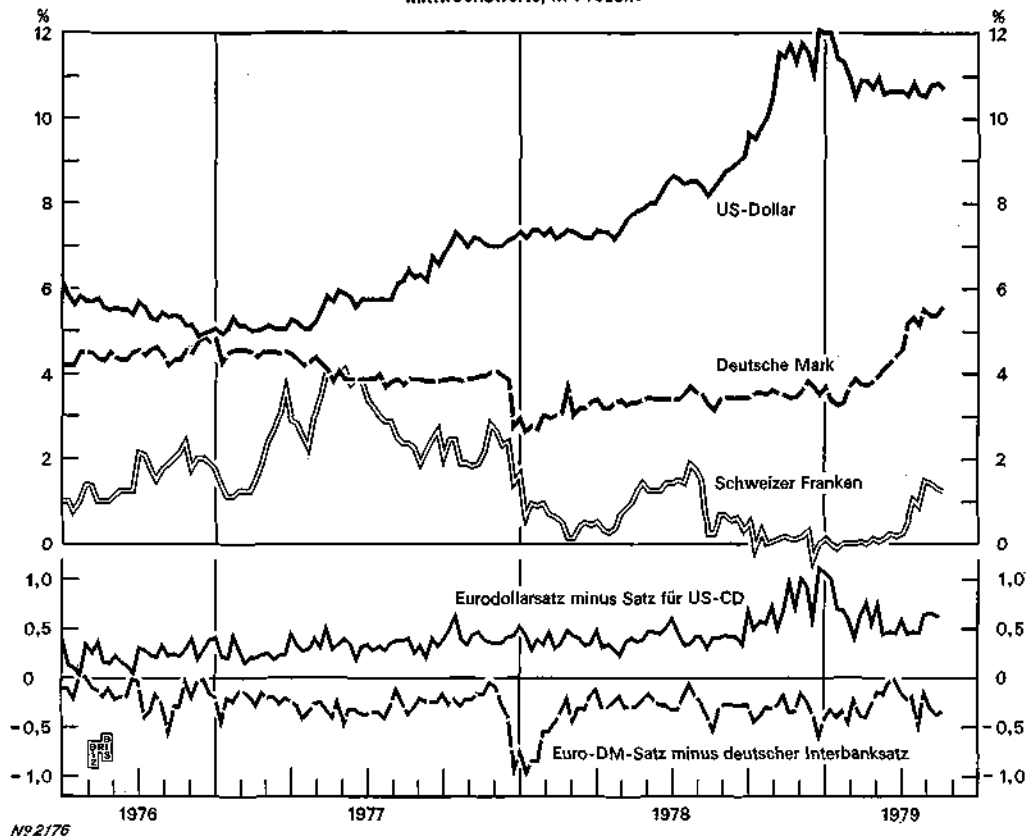
Die Herkunftsseite der Bankbilanzen wurde zuweilen massiv durch die Devisenmarktvorgänge bestimmt. Die Yen-Auslandsverbindlichkeiten sprangen von \$2 Mrd. im September 1977 auf \$7,9 Mrd. im März 1978, als das Mindestreservesoll auf den Zuwachs freier Yen-Guthaben Gebietsfremder auf 100% angehoben wurde. Großenteils als Folge dieser Maßnahme schrumpften die Yen-Verbindlichkeiten im Mai 1978 auf \$5,8 Mrd., erhöhten sich aber danach wieder bis zum Jahresende auf \$8,7 Mrd. Insgesamt nahmen 1978 die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in Landes- und Fremdwährungen um \$10,4 Mrd. zu, wodurch sie ihre Nettoauslandsschuldnerposition nur geringfügig von \$6,9 auf 5,3 Mrd. abbauen konnten.

Die Entwicklung der Zinssätze

Die nicht abgesicherten Zinsdifferenzen zwischen den Eurodollarsätzen und den Einlagezinsen der übrigen Euromarktsektoren weiteten sich im Verlauf von 1978 merklich aus und erreichten gegen Jahresende noch nie dagewesene Margen. Der Abstand zwischen den Sätzen für Dreimonatsgelder in Eurodollar und in Euro-DM, der im Jahresverlauf 1977 von nahe Null auf beinahe $4\frac{1}{2}$ Prozentpunkte gestiegen war, vergrößerte sich weiter auf etwa $8\frac{1}{4}$ Prozentpunkte. Im Verhältnis zu den Sätzen für Euroschweizerfranken, die in der zweiten Jahreshälfte von 1978 auf etwa Null absackten, war der Aufschlag auf Eurodollarsätze sogar noch ausgeprägter und erreichte um die Jahreswende 12% für Dreimonatseinlagen.

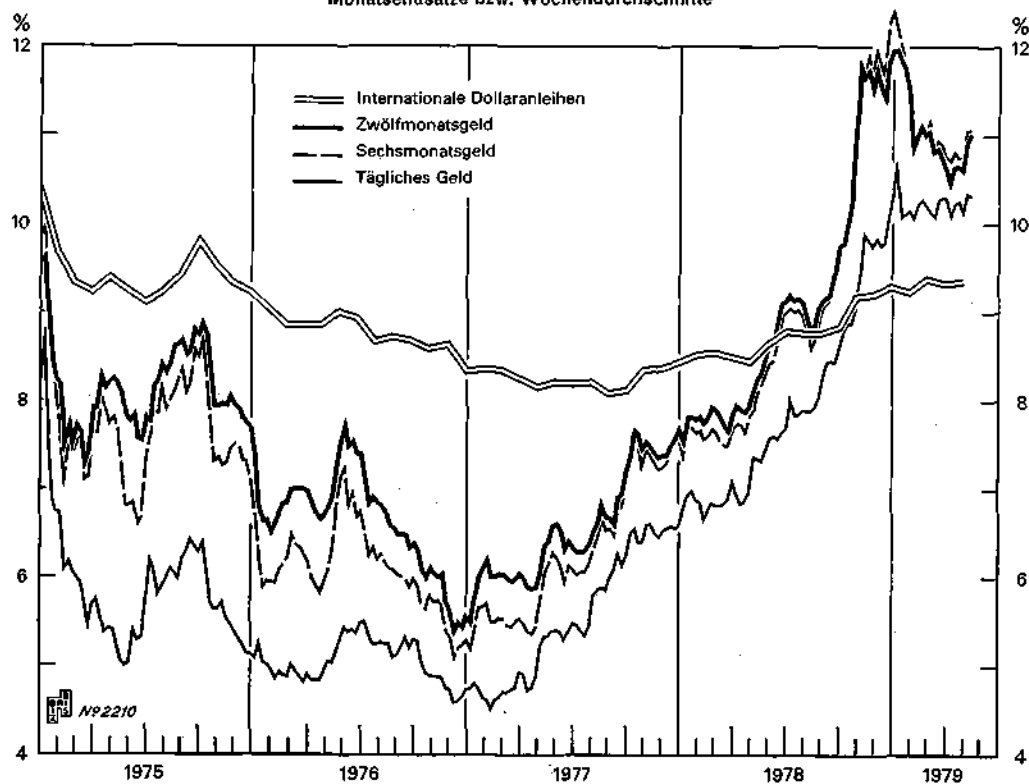
Im Dollarsektor ließen die in den USA ab Ende April anziehenden Zinsen die Sätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen von etwa $7\frac{1}{4}$ % in den ersten Monaten des Jahres 1978 auf leicht über 12% gegen Jahresende steigen, ehe diese während des ersten Quartals 1979 wieder auf knapp unter $10\frac{3}{4}$ % nachgaben. Da man die Inflationsbeschleunigung in den USA als eine nur vorübergehende Erscheinung ansah, ging der steile Anstieg der Zinssätze für kurzfristige Dollargelder mit einer deutlichen Umkehr der Renditenkurve einher. Während Anfang 1978 die Sätze für Dreimonats-Eurodollareinlagen $1\frac{1}{4}$ Prozentpunkte unterhalb der Rendite für

Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen
und ihr Abstand zu den Inlandszinsen
Mittwochswerte, in Prozent



Eurodollaranleihen waren, lagen sie am Jahresende $2\frac{3}{4}$ Prozentpunkte darüber, wenn sich auch dieses Aufgeld in der Folge in den ersten Monaten des Jahres 1979 auf $1\frac{1}{4}$ Prozentpunkte verringerte.

Dollarzinssätze am Eurogeld- und Euroanleihemarkt
Monatsendsätze bzw. Wochendurchschnitte



Trotz des starken Auftriebs des absoluten Zinsniveaus und der im August 1978 erfolgten Aufhebung der Mindestreservebestimmungen für die Kreditaufnahme amerikanischer Banken bei Banken im Ausland blieben die Zinsaufschläge bei Eurodollar-einlagen gegenüber vergleichbaren US-Renditen mit rund $\frac{3}{8}$ Prozentpunkten in den ersten neun Monaten des Jahres ziemlich stabil. Bedingt durch Jahresendtransaktionen und die Kreditnachfrage im Zusammenhang mit den Devisenmarktunruhen erhöhte sich das Aufgeld Ende September auf über $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt. Im Anschluß an die amerikanischen Maßnahmen vom 1. November und die Festsetzung zusätzlicher Mindestreserveverfordernisse für große Einlagenzertifikate von US-Banken erreichte der Aufschlag um die Novembermitte 1 Prozentpunkt; mit der Erholung des Dollars auf den Devisenmärkten sank er jedoch in den ersten Monaten des Jahres 1979 wieder auf knapp über $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt. Zwar war damit das Aufgeld noch immer höher als in den ersten Monaten des Jahres 1978, lief jedoch relativ gesehen auf eine starke Verringerung des Agios auf Eurodollareinlagen hinaus, da die verschiedenen Änderungen der amerikanischen Mindestreservebestimmungen in Verbindung mit dem höheren absoluten Niveau der Dollarzinssätze den Kostenvorteil einer Refinanzierung am Eurodollarmarkt gegenüber inländischen Finanzierungsquellen für die amerikanischen Banken beträchtlich erhöht haben müssen.

Die Sätze für Euro-DM, die sich im Anschluß an die im Dezember 1977 getroffenen Maßnahmen der deutschen Behörden zur Beschränkung der Kapitalzuflüsse von 4 auf etwa 2 $\frac{7}{8}$ % verringert hatten, stiegen bis zur Jahresmitte 1978 allmählich auf rund 3 $\frac{1}{2}$ %. In ähnlicher Weise war der Abschlag von Euro-DM-Sätzen gegenüber deutschen inländischen Interbanksätzen nach einer Ausweitung auf nahezu 1 Prozentpunkt um die Jahreswende 1977 gegen April 1978 wieder auf sein Niveau von $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt fünf Monate zuvor zurückgekehrt. Dank der Aufhebung der vordem in Kraft befindlichen Maßnahmen zur Eindämmung der Kapitalzuflüsse im Juni 1978 wirkte sich der erneute Aufwärtsdruck der D-Mark gegenüber dem Dollar im zweiten Halbjahr nur in einer bescheidenen Zunahme des Abschlags aus. Als in den ersten vier Monaten des Jahres 1979 die Erholung des Dollars eine Anspannung der inländischen Liquiditätsverfassung in Deutschland erlaubte, stiegen die Euro-DM-Sätze von etwa 3 $\frac{3}{8}$ auf 5 $\frac{1}{2}$ %.

Die übermäßige Stärke des Schweizer Frankens auf den Devisenmärkten und die umfangreichen Abwehrmaßnahmen gegen Kapitalzuflüsse in die Schweiz schlugen sich in einem Rückgang der Eurosätze für Schweizer Franken von 4% Anfang Juni 1977 auf nur $\frac{1}{8}$ % in der zweiten Februarhälfte 1978 nieder. Die etwas ruhigere Verfassung der Devisenmärkte ließ in der Folge die Eurosätze für Schweizer Franken bis zur Jahresmitte wieder auf über 1 $\frac{1}{2}$ % steigen. Ein erneuter, sehr starker Aufwärtsdruck auf den Schweizer Franken und die damit verbundene massive Liquiditätsschöpfung in der Schweiz bewirkten, daß die Eurosätze für Schweizer Franken auf Null oder — in den letzten drei Monaten des Jahres — sogar ein wenig darunter absackten. In Anbetracht der sehr liquiden Verfassung der schweizerischen Inlandsmärkte verharren die Sätze für Schweizer Franken am Euromarkt im ersten Quartal d. J. nahe bei diesem Niveau, bis die deutliche Festigung des Dollars an den Devisenmärkten schließlich einen Aufwärtstrend auslöste, der die Euroeinlagensätze für Schweizer Franken gegen Ende April auf 1 $\frac{1}{2}$ % steigen ließ.

Die internationalen Anleihemärkte im Jahre 1978

Die Devisenmarktunruhen, die hochschnellenden kurzfristigen Dollarzinsen sowie die mit dem stärkeren Inflationsauftrieb in den USA verbundenen allgemeinen Ungewißheiten bestimmten die Entwicklung der internationalen Anleihemärkte im vergangenen Jahr. Wenn diese Faktoren auch nicht verhindern konnten, daß das gesamte Emissionsvolumen seinen Rekordwert von 1977 erreichte — es nahm sogar geringfügig um \$0,6 auf 36,7 Mrd. zu —, so wirkten sie sich doch auf die einzelnen Marktsektoren sehr ungleich aus. Nicht ganz überraschend nahmen Dollarbegebungen von \$20 Mrd. im Jahr 1977 auf \$13,8 Mrd. ab, während die Absatzbewegung aus dem Dollar, die zunehmenden Tilgungszahlungen und die hohe Liquidität der Hauptmärkte außerhalb der USA die Nachfrage nach Anleihen in aufwertungsverdächtigen Währungen steigen ließen. Infolgedessen erhöhte sich das Volumen der Nichtdollaremissionen, namentlich in D-Mark, Schweizer Franken und Yen, von \$16,1 auf 22,9 Mrd.

Die Dollarschwäche traf besonders den Euroanleihemarkt, auf dem hauptsächlich nichtamerikanische Anleger auftreten und auf dem die D-Mark die einzige bedeutende Alternativwährung darstellt. Obwohl sich die DM-Anleihen um \$1,3 auf

6,5 Mrd. ausweiteten, kompensierte dies nur zum Teil den Rückgang der Dollar-emissionen um \$4,7 auf 7,7 Mrd. Die Begebungen in anderen Währungen zeigten ein ungleichmäßiges Bild und nahmen per saldo um \$0,2 auf 1,7 Mrd. ab. Die Ende 1977 erneut aufgelegten Euro-Pfund-Emissionen wurden nach dem April nicht weitergeführt. Auch Schuldverschreibungen in kanadischen Dollar wurden 1978 wegen der Schwäche dieser Währung nicht begeben. Dagegen wurde die Begebung von Euroanleihen in französischen Franken im September nach einer zweijährigen Pause wiederaufgenommen. Insgesamt schrumpfte das Gesamtemissionsvolumen auf dem Euroanleihemarkt von \$19,5 Mrd. im Jahr 1977 auf \$15,9 Mrd. Infolge höherer Tilgungen war die Abnahme der Nettoneuverschuldung sogar noch ausgeprägter.

Die Lage stellte sich ganz anders dar bei den Auslandsanleihen auf den nationalen Märkten, bei denen auch der Schweizer Franken und der Yen Alternativwährungen zum US-Dollar sind. Die Auslandsanleihen in den USA, wo die Käufer zum Teil amerikanische Gebietsansässige sind, für die der Erwerb von Dollarpapieren im allgemeinen kein Wechselkursrisiko nach sich zieht, schrumpften mit \$1,5 Mrd. nur relativ wenig. Dies wurde durch eine Zunahme der Auslandsanleihen auf den übrigen nationalen Märkten um \$5,7 Mrd. mehr als ausgeglichen, wodurch das Gesamtemissionsvolumen von \$16,6 auf 20,8 Mrd. wuchs. Die Begebung von Auslandsanleihen war besonders ausgeprägt in der Schweiz und in Japan, wo die relative Flaute der inländischen Investitionen im Verein mit den liquiditätsschöpfenden Wirkungen der Devisenmarktinterventionen der Behörden sehr günstige Konditionen auf den Finanzmärkten herbeiführte und wo die Nachfrage Gebietsfremder nach solchen Schuldverschreibungen aus Wechselkursbewertungen hoch war. Im Fall Japans wirkte überdies die Lockerung der Beschränkungen für Emissionen Gebietsfremder als ein zusätzlicher Anreiz zur ausländischen Kreditaufnahme, und die Emission von Yen-Auslandsanleihen in Japan sprang von \$1,4 Mrd. 1977 auf \$4,7 Mrd. Die Begebung von Auslandsanleihen in der Schweiz erhöhte sich trotz der Anfang März 1978 festgesetzten Höchstgrenze von 35% für den Anteil, der von Ausländern gezeichnet werden darf, von \$2,1 auf 7,1 Mrd. Mit diesem neuen Umfang überschritt das Emissionsvolumen in der Schweiz erstmals das von Auslandsanleihen in den USA. Auslandsemissionen in Deutschland, die im wesentlichen ein Anhängsel an den Euro-DM-Anleihemarkt bilden und beinahe ausschließlich von internationalen Organisationen beansprucht werden, erhöhten sich geringfügig um \$0,1 auf 1,6 Mrd.

Die Entwicklung der internationalen Anleihemärkte im Verlauf des Jahres 1978 widerspiegelte das Auf und Ab der Devisenmärkte und war durch rasch umschlagende Marktstimmungen und -lagen gekennzeichnet. Die Ende 1977 entstandene Desillusionierung über auf Dollar lautende Schuldverschreibungen erreichte im Februar und März ihren Höhepunkt, als die Anleger, enttäuscht über die anhaltende Dollarabwertung, versuchten, in Hartwährungsaktiva überzuwechseln. Darüber hinaus wurde die Nachfrage nach Euroanleihen in D-Mark und Yen durch die Ende 1977 und im ersten Vierteljahr 1978 zur Abwehr der Kapitalzuflüsse seitens Deutschlands und Japans ergriffenen Maßnahmen angeheizt.

Als der Dollar im April Anzeichen einer Erholung erkennen ließ, belebte das hohe Zinsgefälle zu seinen Gunsten das Interesse für Dollaremissionen, während Begebungen in anderen Währungen plötzlich weniger attraktiv wurden. Da umfangreiche Emissionen solcher „niedrigrentierlicher“ Begebungen anstanden, traten auf

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	1976	5 750	3 830	1 330	1 070	5 110	1 240	3 370	2 960
	1977	9 010	5 740	2 780	1 860	5 060	1 280	2 650	2 910
	1978	5 360	2 440	2 250	1 330	5 950	1 630	2 300	1 710
	1979/I	1 910	800	750	250	1 800	260	1 450	890
Kanada	1976	3 010	1 570	40	150	6 090	5 720	370	4 060
	1977	1 950	990	410	60	3 430	2 980	360	1 930
	1978	830	470	360	380	4 020	3 230	370	1 080
	1979/I	430	430	—	30	1 580	840	480	410
USA	1976	400	400	—	120	30	—	—	30
	1977	1 300	1 190	10	430	220	—	20	200
	1978	1 320	970	230	200	370	—	220	150
	1979/I	860	700	40	—	160	—	60	—
Sonstige entwickelte Länder ²	1976	2 060	1 500	510	300	1 500	710	790	660
	1977	2 080	1 450	590	320	1 450	670	660	510
	1978	2 550	920	1 590	360	2 780	410	1 740	1 930
	1979/I	570	90	470	140	870	—	670	590
Übrige Länder ³	1976	1 060	450	270	180	900	690	120	210
	1977	2 660	990	1 190	500	1 610	820	400	430
	1978	2 980	1 080	1 290	750	2 070	290	540	880
	1979/I	520	340	110	—	440	60	50	130
Internationale Institutionen	1976	3 090	2 250	670	1 890	5 310	2 270	790	1 970
	1977	2 480	1 980	240	890	4 840	1 920	670	1 820
	1978	2 830	1 770	820	1 290	5 610	600	1 890	2 830
	1979/I	270	190	50	50	540	350	30	30
Insgesamt begebene Anleihen	1976	15 370	10 000	2 820	3 710	16 940	10 630	5 440	9 910
	1977	19 480	12 340	5 220	4 060	16 610	7 670	4 960	7 700
	1978	15 870	7 650	6 540	4 310	20 800	6 160	7 060	8 580
	1979/I	4 560	2 550	1 420	470	5 390	1 510	2 940	2 050

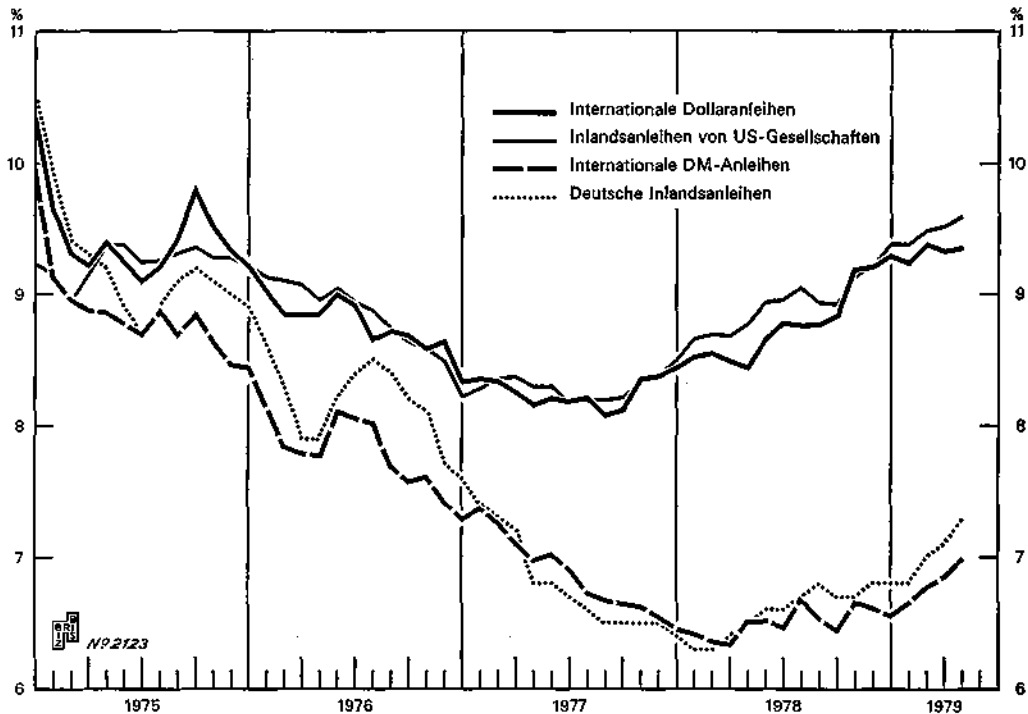
¹ Nach Angaben von Weltbank und OECD. ² Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika. ³ Einschließlich der osteuropäischen Länder.

dem Euro-DM-Anleihemarkt schon erste Symptome einer Überbeanspruchung auf, und Mitte Mai beschloß der Unterausschuß des Zentralen Kapitalmarktausschusses in Deutschland, Neubegabungen durch Gebietsfremde vorübergehend einzustellen. Daneben wirkten sich bei den ausländischen Emissionen in der Schweiz die im März erlassenen Beschränkungen für den Erwerb solcher Papiere durch Ausländer aus.

Der weitere Anstieg bei den kurzfristigen Zinsen in den USA und das Wieder-aufleben der Wechselkursspannungen im Verlauf des Sommers beendeten die Erholung des Eurodollaranleihemarkts abrupt. Die Einebnung und schließliche Umkehr der Renditenkurve stellte sich für Dollarschuldverschreibungen als sehr schädlich heraus, und die Emissionsaktivität auf dem Dollarsektor des Euroanleihemarkts kam in den letzten Monaten des Jahres mit Ausnahme der von Anleihen mit variabler Verzinsung, die Anlegern eine Sicherung gegen weitere Zinssteigerungen bot, beinahe zum Stillstand. 1978 betrug der Gesamtumfang solcher Emissionen von Anleihen mit variabler Verzinsung \$ 2,4 Mrd. und machte nahezu 31% der Eurodollaremmissionen, verglichen

mit einem Anteil von nur 14% im Jahr 1977, aus. Die Verschlechterung der Marktlage schlug sich in den Euroanleiherenditen nieder, die, nachdem sie während der ersten neun Monate des Jahres hinter dem Anstieg der Renditen amerikanischer inländischer Schuldverschreibungen hinterhergehinkt waren, im Oktober stark anzogen. Zum Jahresende lagen sie mit rund 9¼% um 1¼ Prozentpunkte über ihrem Niveau fünfzehn Monate zuvor.

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



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

Das zweite Halbjahr 1978 verlief auch für die übrigen Währungsbereiche nicht problemlos. Bei der Neueröffnung des DM-Euroanleihemarkts zeigten sich die Anleger nicht allzu kauffreudig. Indessen belebte die erneute Wende der Devisenmarktkonstellation im Spätsommer das Interesse der Anleger wieder, und die Euro-DM-Renditen sanken unter die bei vergleichbaren deutschen Inlandspapieren erhältliche Rendite. Eine höhere staatliche Kreditnachfrage und eine Festigung der Renditen bei Inlandsanleihen während des Sommers ließen Yen-Auslandsanleihen weniger attraktiv werden, wenn auch das Emissionsvolumen noch immer deutlich über dem Durchschnitt von 1977 lag. In der Schweiz erlebten die Auslandsanleihen im dritten Quartal ein starkes Comeback, obwohl die Besorgnis der Kreditnehmer über die übermäßige Stärke des Schweizer Frankens in den letzten Monaten des Jahres zu einer erneuten Abschwächung führte, und dies trotz der Anhebung der Höchstgrenze auf 50% für den Anteil, der von Ausländern bei Schweizer-Franken-Auslandsanleihen gezeichnet werden konnte.

Hinsichtlich der Kreditnehmer war im vergangenen Jahr der zunehmende Zutritt der Entwicklungsländer zu den internationalen Anleihemärkten weiterhin ein positives Merkmal, wobei sich die Mittelaufnahme dieser Länder von \$4 Mrd. im Jahre 1977 auf \$5 Mrd. erhöhte. Die größten Kreditnehmer in dieser Gruppe waren Brasilien, Venezuela, Mexiko und Algerien. Die Begebungen durch internationale Entwicklungsorganisationen stiegen von \$4,7 auf 5,1 Mrd.

Die OECD-Länder griffen teils infolge ihrer verringerten Leistungsbilanzdefizite und teils in Anbetracht der sehr günstigen Ausleihemerkmalen auf den Eurokreditmärkten etwas weniger auf die internationale Anleihefinanzierung zurück. Kanada, das gleichzeitig erheblich mehr internationale Bankkredite aufnahm, war weiterhin mit insgesamt \$4,9 Mrd. der bedeutendste Kreditnehmer, wovon zwei Drittel auf dem US-Markt beschafft wurden. Dieser Gesamtbetrag war dennoch \$0,5 Mrd. niedriger als 1977. Auch Großbritannien, Frankreich, Österreich und Schweden, alles Länder, in denen sich im vergangenen Jahr die Zahlungsbilanzlage beträchtlich verbessert hatte, nahmen erheblich weniger Mittel als 1977 auf. Dagegen erhöhten sich die Plazierungen japanischer Kreditnehmer — größtenteils in Form von Euro-DM-Wandelanleihen — um \$0,9 auf 2,8 Mrd. Norwegische Schuldner waren die drittgrößte Gruppe und erhielten mit \$2,6 Mrd. den gleichen Betrag wie 1977. Amerikanische Banken und Nichtbankunternehmen nahmen mit \$1,7 Mrd. 0,2 Mrd. mehr auf als im Jahr zuvor.

Im ersten Quartal 1979 stellte sich mit der bemerkenswerten Erholung des Dollars und den auf dem Höhepunkt angelangten kurzfristigen amerikanischen Zinssätzen der Appetit der Anleger nach Eurodollaranleihen wieder ein, wobei sich die Neuemissionen auf \$2,6 Mrd. gegenüber einem vierteljährlichen Durchschnitt von \$1,9 Mrd. im Jahre 1978 beliefen. Aus ähnlichen Gründen kühlten die steigenden kurzfristigen Zinssätze und die weniger überschwenglichen Wechselkursserwartungen die Begeisterung der Anleger für Euro-DM- und Yen-Auslandsanleihen eher ab. In der Schweiz trug dagegen die Rückkehr zu realistischeren Wechselkursserwartungen dazu bei, den Attentismus der Kreditnehmer zu überwinden, während die Aufhebung der Beschränkungen auf den Erwerb von Schweizerfrankenleihen durch Gebietsfremde im Januar die Nachfrage nach solchen Papieren förderte. Infolgedessen erhöhte sich das Volumen der Neuemissionen auf \$2,9 Mrd., womit es 66% über dem Vierteljahresdurchschnitt für 1978 lag.

VII. DIE INTERNATIONALE WÄHRUNGS-LAGE

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die wesentlichen Ereignisse der internationalen Währungsszene in den letzten eineinhalb Jahren. Der erste Abschnitt behandelt die Wechselkursentwicklungen unter besonderer Berücksichtigung des starken Kursrückgangs des Dollars im Jahr 1978 und der darauffolgenden Erholung. Der zweite Abschnitt befaßt sich mit dem neuen Europäischen Währungssystem. Daraufhin wird kurz erörtert, welche Folgen die Absichtserklärung der wichtigsten Länder haben wird, künftig eine größere Stabilität der Wechselkurse einzuhalten. Der vierte Abschnitt berichtet über die Goldgewinnung und über das Geschehen am Goldmarkt. Im fünften Abschnitt wird das im letzten Jahr anhaltend rasche Wachstum der Weltwährungsreserven geschildert, das erneut größtenteils vom Zahlungsbilanzdefizit der USA und dem fehlenden Vertrauen in den Dollar herrührte; abschließend wird auf Besorgnisse über das gegenwärtige Niveau der internationalen Liquidität eingegangen.

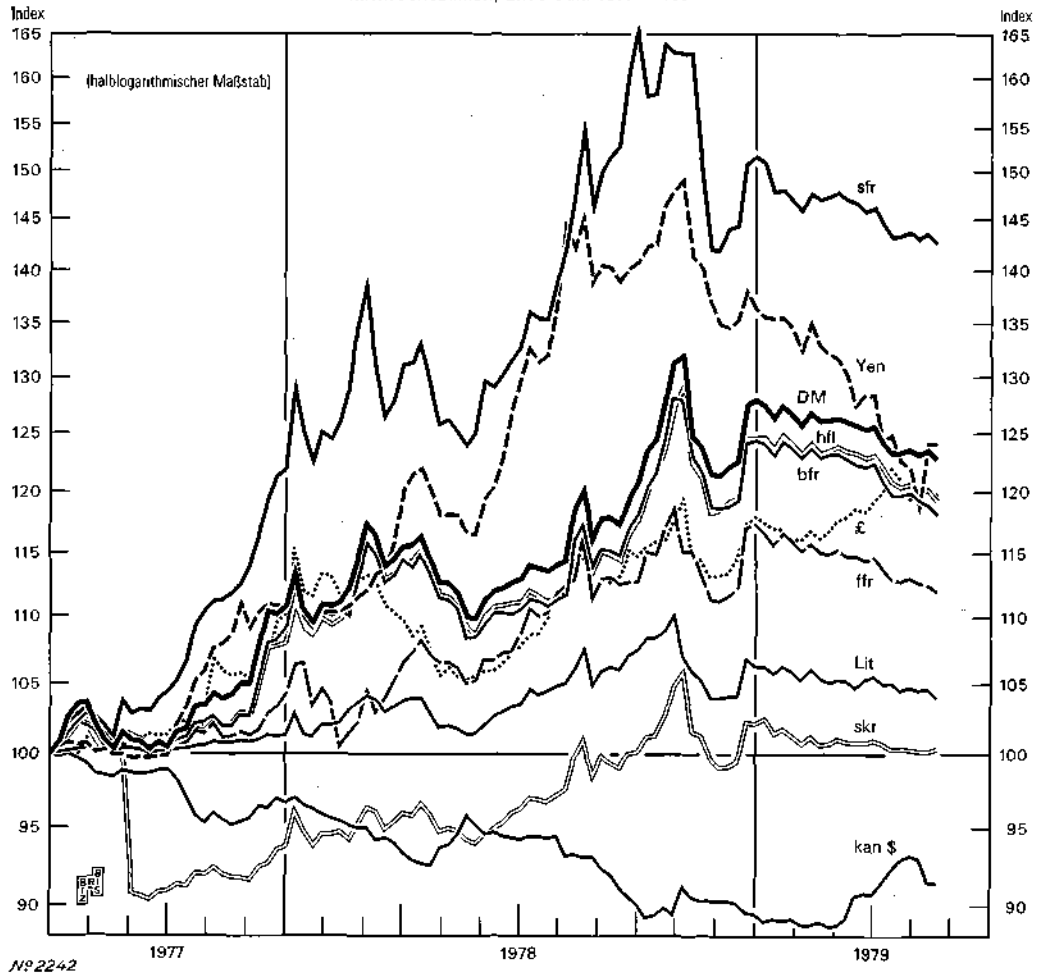
Die Entwicklung der Wechselkurse

Zu den herausragenden Ereignissen in der Berichtsperiode gehörten heftige Kursausschläge der wichtigsten Währungen, die stärksten der jüngsten Geschichte. Diese Währungsschwankungen waren zwar durch schon länger bestehende Ungleichgewichte der grundlegenden Wirtschaftsfaktoren bedingt, gingen aber weit über das für den internationalen Zahlungsbilanzanpassungsprozeß notwendige Maß hinaus. Überdies herrschte zeitweise ein völliges Durcheinander auf den Märkten, und es gab Perioden, in denen die Marktteilnehmer ohne Interventionen der Notenbanken keinen Gegenpart hätten finden können. Gemessen an den Wechselkursänderungen waren die wesentlichen Merkmale dieser Währungsturbulenzen der Rückgang des US-Dollars bis zum Oktober 1978 sowie die Aufwertung des Schweizer Francs, des Yen und der Deutschen Mark — eine Wiederholung des Musters von 1977, aber in größerem Maßstab. Indessen gewannen im Gegensatz zum Jahr davor auch alle übrigen wichtigen Währungen außer dem kanadischen Dollar — in freilich unterschiedlichem Maße — gegenüber dem US-Dollar bedeutend an Wert.

Nach den Beschlüssen der schweizerischen und amerikanischen Währungsbehörden im Oktober und November 1978, den übertriebenen Kursänderungen ihrer Währungen Einhalt zu gebieten, verbesserte sich die Lage auf den Devisenmärkten deutlich. Seitdem haben sich die im früheren Jahresverlauf eingetretenen Wechselkursänderungen sowie die sie auslösenden Bewegungen kurzfristiger Kapitalströme weitgehend umgekehrt. Die kumulierte handelsgewogene Abwertung des US-Dollars seit Ende 1977, die auf ihrem Höhepunkt 13% erreicht hatte, hat sich seither auf 4½% verringert, während sich die effektive Aufwertung des Yen und des Schweizer Francs von 28 auf 7% bzw. von 22½ auf 9¼% verringert hat. Diese Ereignisse haben zusammen mit dem Inkrafttreten des neuen Europäischen Währungssystems im März 1979 die Wirkungsweise des Weltwährungssystems wesentlich in Richtung eines stärkeren Engagements der größeren Länder, insbesondere der USA, zur Wechselkursstabilität verlagert.

Der bis Ende Oktober 1978 stark sinkende Außenwert des *US-Dollars* lag im wesentlichen in der hohen Inflation und dem umfangreichen Leistungsbilanzdefizit der USA begründet. Ausschlaggebend für die Verschärfung der schweren Dollar-krise im vergangenen Jahr war jedoch der Vertrauensschwund, der auf diesen Ereignissen sowie dem Fehlen ausreichender Devisenmarktinterventionen der US-Behörden beruhte. Ebenso waren es auf der Neuorientierung der amerikanischen Wechselkurspolitik fußende Vertrauensfaktoren, die seit November 1978 die entscheidende Verbesserung im Geschick des Dollars bewirkt haben.

Nominale Wechselkurse:
Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar
Mittwochszahlen, Ende Juni 1977 = 100



Die im vierten Quartal 1977 einsetzende Dollarschwäche kam Anfang Januar 1978 vorübergehend zum Stillstand, nachdem die Eröffnung einer speziellen Swaplinie der Deutschen Bundesbank zugunsten des amerikanischen Schatzamtes bekanntgegeben und der Diskontsatz in den USA um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt angehoben worden war. Im Februar geriet der Dollar indessen erneut unter Druck, und Anfang März belief sich sein Wertverlust gegenüber dem Schweizer Franken und der D-Mark seit

Ende September 1977 trotz massiver Interventionen der deutschen, schweizerischen und amerikanischen Behörden auf $24\frac{3}{4}$ bzw. $14\frac{1}{2}\%$. Bei diesem Wert ließ der Druck auf den Dollar an den europäischen Märkten nach; darauf gaben am 13. März die amerikanischen und deutschen Behörden die Verdoppelung der zwischen dem Federal Reserve System und der Deutschen Bundesbank bestehenden gegenseitigen Swapkreditlinie auf \$4 Mrd. sowie die Abgabe von SZR 600 Mio. durch die USA an Deutschland bekannt. Gleichzeitig erklärten sich die amerikanischen Behörden bereit, sich im Bedarfsfall Währungen für Interventionen durch Ziehungen in ihrer Reservetranche beim IWF zu beschaffen. Auf dem Tokioter Markt verschärfte sich allerdings die Spannungen im März weiter, obwohl die Bank von Japan erheblich intervenierte, was ihren Reservenzuwachs im ersten Quartal auf \$6,4 Mrd. anschwellen ließ. Bis Anfang April fiel der Dollar auf Yen 218 — ein Kurs, bei dem seine Wertminderung seit September 1977 $18\frac{1}{4}\%$ gegenüber dieser Währung und $8\frac{1}{2}\%$ auf handelsgewogener Basis erreichte.

Der Dollar erholte sich dann zwischen Anfang April und Ende Mai vorübergehend. Die Erhöhung des effektiven Wechselkurses betrug in dieser Periode $2\frac{1}{4}\%$, während der Dollar gegenüber dem Schweizer Franken, der Deutschen Mark und dem Yen um $11\frac{1}{2}$, 7 bzw. 5 % über den zum Jahresbeginn erreichten Tiefstwerten lag.

Gegen Ende Mai setzte dann der stärkste und breiteste Verfall des Dollars seit der Einführung flexibler Wechselkurse im März 1973 ein. Der Sturz begann in Tokio, weitete sich im Juni nach Europa aus und berührte bald nicht nur die traditionell harten Währungen, sondern auch den französischen Franken, das Pfund Sterling und sogar die italienische Lira. Bis Ende Juni war der Dollar unter seinen bisherigen Tiefpunkt auf handelsgewogener Basis gerutscht, und der Abwärtstrend setzte sich mit Ausnahme einer kurzen Pause Ende August den Sommer und Herbst hindurch fort. Es handelte sich hierbei im wesentlichen um eine Vertrauenskrise. Zwar verringerte sich das — allerdings noch immer beachtliche — US-Leistungsbilanzdefizit gegenüber seinem Gipfel von Ende 1977 und Anfang 1978 beträchtlich, und die amerikanische Geldpolitik wurde schrittweise verschärft, ohne freilich stark restriktiv zu sein. Was aber fehlte, war ein Hinweis seitens der US-Behörden auf ihre Bereitschaft, dem Sturz des Dollars in der direktesten Weise entgegenzutreten: durch Interventionen am Devisenmarkt, in welchem Umfang es auch immer erforderlich sein sollte. In dieser Situation hatte weder die Verabschiedung des Energiegesetzes Mitte Oktober noch die Ankündigung von Inflationsbekämpfungsmaßnahmen irgendwelche Wirkung. Ende Oktober machte der Wertverlust des Dollars seit Ende Mai gegenüber dem Yen, dem Schweizer Franken, der D-Mark, dem französischen Franken, dem Pfund Sterling und der italienischen Lira etwa 23, $25\frac{1}{4}$, $18\frac{1}{2}$, $14\frac{1}{4}$, $13\frac{1}{2}$ bzw. $9\frac{1}{2}\%$ aus. Die handelsgewogene Abwertung für diesen Zeitraum belief sich auf 13 % und gegenüber September 1977 auf über 18 %.

Für den Devisenmarkt war bei den am 1. November von den US-Behörden angekündigten Maßnahmen entscheidend, daß umfangreiche Mittel für Marktinterventionen bereitgestellt wurden. Diese umfaßten Ziehungen auf den IWF von \$3 Mrd., die Abgabe von SZR im Gesamtwert von \$2 Mrd., die Aufstockung der Swapfazilitäten des Federal Reserve System mit der Bundesbank, der Bank von Japan und der Schweizerischen Nationalbank von insgesamt \$7,4 auf 15 Mrd. sowie die Absicht,

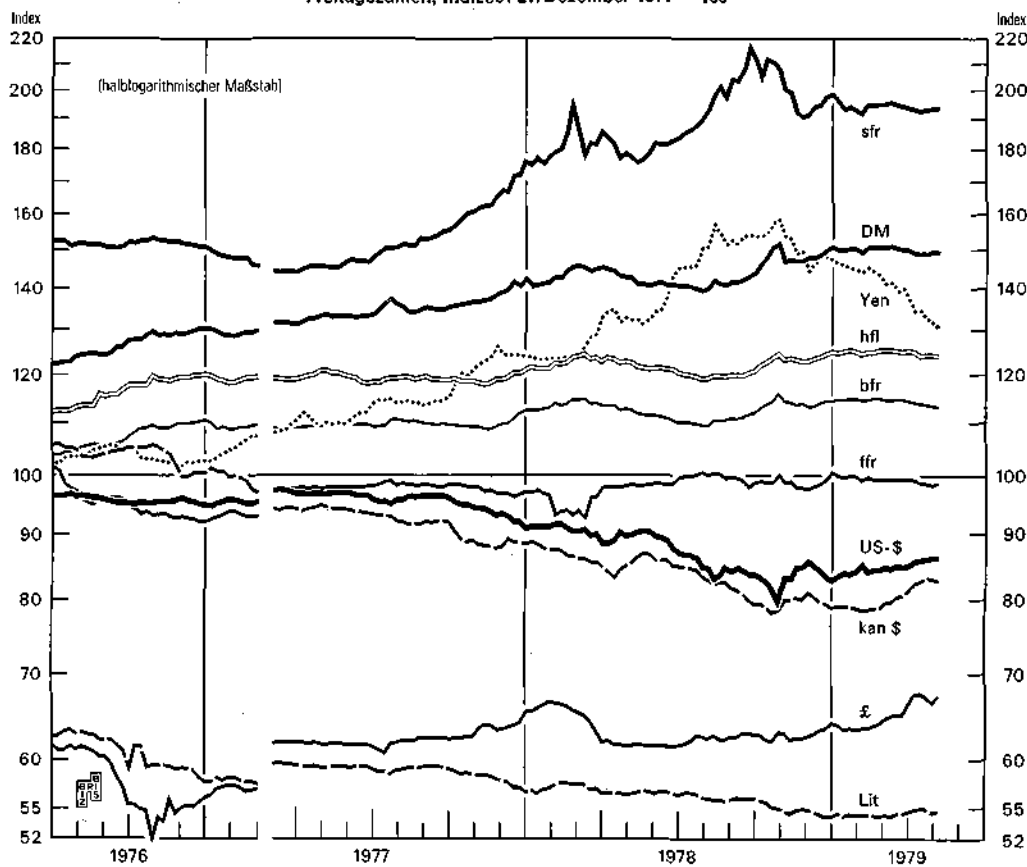
auf Fremdwährungen lautende US-Staatspapiere in einem Gesamtwert von bis zu \$10 Mrd. zu emittieren. Der Beschluß, den Diskontsatz der Federal Reserve aus rein außenwirtschaftlichen Gründen um einen ganzen Prozentpunkt anzuheben, unterstrich weiter das stärkere Engagement der Behörden zur Wechselkursstabilität.

Wie zu erwarten, war die anfängliche Reaktion des Marktes deutlich. Am Tag der Ankündigung der Maßnahmen gewann der Dollar zwischen $3\frac{1}{2}$ und $6\frac{1}{2}\%$ gegenüber den meisten größeren Währungen an Wert. In der Folge blieben die Märkte allerdings noch eine Zeitlang nervös, und es kam, zumal als Reaktion auf die Ereignisse im Iran und die Entscheidung der OPEC, die Ölpreise anzuheben, zu gelegentlichen Wellen von Dollarabgaben. Die US-Behörden kamen daher ihrer Ankündigung vom 1. November nach und intervenierten in Abstimmung mit den Zentralbanken von Deutschland, Japan und der Schweiz massiv am Devisenmarkt. Während der letzten zwei Monate des Jahres gaben die amerikanischen Behörden Devisen im Gegenwert von insgesamt \$6,7 Mrd. an den Markt ab; gleichzeitig erhöhten sich die Devisenbestände Deutschlands, Japans und der Schweiz um etwa \$3,5, 2,4 bzw. 4,4 Mrd., was hauptsächlich auf die Marktinterventionen ihrer Zentralbanken zurückging.

Im Januar 1979 wurde der Punkt erreicht, von dem ab sich der Dollar trotz einer weiteren Verschärfung der amerikanischen Inflation von alleine zu festigen begann. Nachdem das Vertrauen wiederhergestellt war, begannen Zinsdifferenzen die Devisenmärkte zu bestimmen. Die Rückflüsse von Mitteln in den Dollar beschleunigten sich im März und April, und die Notenbanken Japans, Deutschlands und der Schweiz intervenierten in beträchtlichem Umfang, um einen zu raschen Kursverlust ihrer Währungen zu verhindern. Bis Ende April hatten die US-Behörden praktisch alle ihre früheren Swapziehungen zurückgezahlt. Mitte Mai lag der Dollar auf handlungsgewogener Basis 10% über seinem Tiefpunkt des Jahres 1978, während er gegenüber der D-Mark, dem Schweizer Franken und dem Yen um $11\frac{1}{2}\%$, $19\frac{1}{2}\%$ bzw. $23\frac{1}{2}\%$ an Wert gewonnen hatte.

Den höchsten Anstieg von den Währungen, die nahezu das ganze Jahr 1978 hindurch an Wert gewannen, verzeichnete der *Schweizer Franken*. Dies führte im Oktober 1978 zu einer erheblichen Umorientierung der Wechselkurspolitik, die sich in offiziellen Interventionen und anderen Maßnahmen zur Begrenzung der Aufwertung des Frankens äußerte. Der Anstieg des Frankens setzte 1978 im Februar während der ersten Phase der Dollarschwäche ein; im Verlauf dieses Monats befestigte sich der Franken gegenüber dem Dollar um $11\frac{1}{2}\%$ auf sfr 1,77 und um $6\frac{3}{4}\%$ gegenüber der D-Mark. Die schweizerischen Behörden verschärften daraufhin ihre direkten Maßnahmen gegen den Zufluß ausländischer Gelder. Der Negativzins von 10% pro Quartal auf Schweizer-Franken-Konten von Ausländern wurde auf die Einlagen der Zentralbanken ausgedehnt und die für die Zinsbelastung maßgebenden Mindestguthaben um 20% reduziert; es erging ein ziemlich allgemeines Anlageverbot für ausländische Gelder in Schweizer-Franken-Wertschriften, und die Einfuhrbeschränkung für ausländische Banknoten wurde wieder eingeführt. Zudem wurde der Diskontsatz auf 1% herabgesetzt. Der Franken gab daraufhin zwischen Ende Februar und Mitte Mai gegenüber dem Dollar um etwa 11% und gegenüber der D-Mark um $5\frac{1}{2}\%$ nach.

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.

Während der Ende Mai einsetzenden Devisenmarkturbulenzen erhöhte sich der Wert des Frankens erneut nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber anderen europäischen Währungen. Zuerst blieb er hinter dem Yen zurück, stieg dann aber im Juli sogar noch schneller als dieser. Ein Moment für die starke Frankennachfrage war paradoxerweise die rasche Ausweitung der Geldmenge in der Schweiz, die mehr als dreimal so schnell wuchs, wie durch das offizielle Ziel von 5% vorgegeben war, was einige Zweifel an der Bereitschaft der Schweizer Behörden zu weiteren umfangreichen Interventionen am Devisenmarkt aufkommen ließ. Tatsächlich nahmen sie während des dritten Quartals 1978 etwa \$ 2,3 Mrd. aus dem Markt; dennoch betrug der Dollarkurs Ende September sfr 1,459 und der DM-Kurs sfr 0,757. Bei diesem Stand war der Franken gegenüber diesen zwei Währungen im Verlauf eines einzigen Jahres um 62 bzw. 34½% und auf handelsgewogener Basis um nicht weniger als 38½% gestiegen.

Am 1. Oktober kündigte dann die Schweizerische Nationalbank ihre Absicht an, den Kurs der D-Mark gegenüber dem Schweizer Franken deutlich über dem Niveau von sfr 0,80 zu halten. Gleichzeitig wurden die Beschränkungen für

Kapitalimporte leicht gelockert. Während der ersten drei Geschäftstage im Oktober gab die Nationalbank Franken von umgerechnet etwa \$2 Mrd. an den Markt ab und führte die Dollar- und DM-Kurse wieder auf etwa sfr 1,60 bzw. 0,82 zurück. Im späteren Monatsverlauf festigte sich der Franken erneut stark gegenüber dem Dollar auf unter sfr 1,50, gab jedoch gegenüber den meisten europäischen Währungen und dem Yen weiter nach, so daß sein effektiver Wechselkurs Ende Oktober nahezu 4% unterhalb des Höchstwerts vom September lag.

In der ersten Novemberwoche verlor der Franken etwa 9½% gegenüber dem Dollar. Danach war der Franken zwar gelegentlich einem Kaufdruck ausgesetzt, diesem wurde jedoch durch kräftige Interventionen seitens der schweizerischen und amerikanischen Behörden begegnet. Zum Jahresende stellte sich der Dollarkurs auf sfr 1,62 und der DM-Kurs auf sfr 0,889. Der Entschlossenheit der Schweizerischen Nationalbank, der Wechselkursstabilität strategischen Vorrang einzuräumen, wurde im Januar 1979 weiterer Nachdruck verliehen, als beschlossen wurde, für das laufende Jahr kein Geldmengenziel zu setzen. Mit dem Umschlagen der Marktstimmung ließ das zwischen dem Dollar und dem Schweizer Franken bestehende Zinsgefälle von 10 Prozentpunkten allmählich zunehmend Kapital ins Ausland abfließen. Zwischen März und Anfang April gab die Nationalbank \$3,4 Mrd. an den Markt ab, und Mitte Mai lag der Kurs des Frankens gegenüber dem Dollar bei sfr 1,74¼, was einem Rückgang von 16¼% gegenüber seinem Gipfel vom September 1978 entspricht. Gegenüber der D-Mark betrug der Kassakurs sfr 0,905 und notierte 16½% unter seinem Höchststand von 1978. Die handelsgewogene Abwertung belief sich auf 10¾%, so daß der Franken, berücksichtigt man die niedrige Inflationsrate in der Schweiz, nicht wesentlich höher als im Mai 1978 notierte.

Beim *Yen* ist der Umschwung im Kurstrend seit Ende 1978 noch ausgeprägter. Nach einer handelsgewogenen Aufwertung um 20% im Jahr 1977 stieg der Yen während der ersten dreieinhalb Monate des Jahres 1978 um weitere 8¾%, trotz Interventionen der japanischen Behörden im März in Höhe von \$5 Mrd. sowie einer Reihe von Maßnahmen zur Beschränkung der Kapitalzuflüsse. Nach einer vorübergehenden Gegenbewegung wurde der Yen als erste Währung von der allgemeinen, Ende Mai einsetzenden Schwäche des Dollars betroffen, und während nahezu des gesamten Juni und Juli verteuerte er sich mehr als jede andere Währung. Bis Ende Oktober fiel der Dollar in Tokio auf ¥ 176,05 und damit auf weniger als die Hälfte seines Wertes zu Zeiten des Bretton-Woods-Systems. Seit Ende Mai hatte der Yen gegenüber dem Dollar um etwa 30% und auf handelsgewogener Basis um 20% an Wert gewonnen.

Im November begannen die US-Behörden im Rahmen ihrer neuen Politik zum ersten Mal am Yen-Markt auf eigene Rechnung zu intervenieren — koordiniert mit umfangreichen Dollarkäufen durch die Bank von Japan. Letztere schlugen sich im November und Dezember in einer Zunahme der Devisenreserven Japans um \$2,4 Mrd. nieder. Bis zum Jahresende war der Yen um nahezu 10% unter seinen früheren Höchststand gegenüber dem Dollar gesunken, während sein effektiver Wechselkurs um 7% zurückgegangen war. Im Januar 1979 begannen sich, wie im Fall des Schweizer Frankens, frühere Mittelzuflüsse umzukehren. Bis Februar waren die für Ausländer erlassenen Beschränkungen des Erwerbs japanischer Wertpapiere wie auch der

Mindestreservesatz von 100% auf den Zuwachs von freien Yen-Einlagen Gebietsfremder aufgehoben worden. Da die Grundbilanz ein beachtliches Defizit aufwies und die Auflösung früherer spekulativer Zuflüsse an Dynamik gewann, konnten auch weitere umfangreiche Dollarabgaben der Bank von Japan, deren Reserven im März und April um etwa \$ 7 Mrd. abnahmen, einen Anstieg des Dollarkurses auf nahezu ¥ 225 Anfang Mai nicht verhindern. Bei diesem Stand lag der Yen etwa 21½% unter seinem Höchstwert gegenüber dem Dollar von Ende Oktober, womit er viel stärker an Wert einbüßte als die meisten europäischen Währungen. Auf handelsgewogener Basis belief sich die Abwertung seit Oktober auf ungefähr 17¾%. Bis Mitte Mai hatte sich der Dollar freilich auf ¥ 217 abgeschwächt.

Bei den traditionellen Hartwährungen waren die Bewegungen der *Deutschen Mark* im Berichtszeitraum sowohl gegenüber dem Dollar wie auch handelsgewogen geringer als jene des Schweizer Frankens und des Yen. Bis Anfang März 1978 stieg die D-Mark um 5¾% auf einen Höchstwert von DM 1,99 gegenüber dem Dollar und um 2¼% auf handelsgewogener Basis. Ende Mai war sie jedoch leicht unter ihr Niveau von Ende 1977 zurückgefallen. Die deutschen Behörden hoben dann mit Wirkung vom 1. Juni den Mindestreservesatz von 80% auf den Zuwachs von Baueinlagen Gebietsfremder, der seit 1. Januar 1978 in Kraft gewesen war, wieder auf.

In der darauffolgenden Währungskrise blieb die Höherbewertung der D-Mark während des Juni beträchtlich hinter jener des Yen und des Schweizer Frankens zurück. Im Juli führte die auf dem Bremer Gipfel angekündigte Absicht, eine die gesamte Europäische Gemeinschaft umfassende Zone der Währungsstabilität zu schaffen, zur Umlenkung eines Teils der aus dem Dollar abfließenden Gelder in den französischen Franken, das Pfund Sterling und die italienische Lira — den drei wichtigsten EG-Währungen außerhalb der Schlange —, so daß die D-Mark auch gegenüber diesen Währungen an Außenwert verlor. In der Folge notierte sie Mitte August gegenüber dem Dollar 10½% höher als Ende Mai, gegenüber dem Schweizer Franken, dem Yen und dem französischen Franken jedoch um 12½, 11¾ bzw. 1% niedriger. Auf handelsgewogener Basis hatte sie nur ¾% an Wert gewonnen.

Unmittelbar im Anschluß an die Ankündigung vom 1. November 1978 verbesserte sich der Dollar von DM 1,72¾ auf DM 1,90. Danach intervenierten die deutschen und amerikanischen Behörden jeweils massiv, wenn die Nachfrage nach D-Mark stieg; die DM-Verkäufe der US-Behörden im November und Dezember 1978 beliefen sich auf umgerechnet \$ 5,7 Mrd. Zwar gab der Dollar am Jahresende 1978 ein wenig auf etwa DM 1,83 nach, doch kehrten sich im Januar die früheren Zuflüsse von Geldern allmählich um, und Mitte Mai hatte sich der Dollar auf etwa DM 1,92¼ gefestigt; handelsgewogen lag die D-Mark etwa 2½% unter ihrem Höchststand Ende Oktober 1978.

Während des Berichtszeitraums bewegte sich der effektive Wechselkurs des *französischen Frankens* innerhalb eines Bandes von 9%, wobei gelegentliche starke Kursschwankungen das Geschick des Dollars oder politische und wirtschaftliche Ereignisse im Inland widerspiegeln. Die ersten Ausschläge traten in der ersten Februarwoche 1978 auf, als der Franken in Erwartung der Parlamentswahlen vom März um über 4% gegenüber dem Dollar und der D-Mark sowie um 3½% auf

handelsgewogener Basis zurückging. Der Franken wurde dann durch umfangreiche offizielle Interventionen in D-Mark und Dollar in Verbindung mit verschärften Geldmarktkonditionen stabilisiert. Nach dem Wahlsieg der Parteien der Regierungskoalition erholte sich der Franken kräftig und notierte Mitte April sowohl gegenüber dem Dollar als auch handelsgewogen um $3\frac{1}{2}$ bzw. 1% über dem Niveau von Ende 1977.

Als der Dollar zur Jahresmitte hin erneut auf den europäischen Märkten an Wert verlor, blieb der Anstieg des Frankens gegenüber dem Dollar hinter jenem des Yen und des Schweizer Frankens zurück, und sein effektiver Wechselkurs blieb praktisch während des ganzen Juni unverändert. Gegen Monatsende führte indessen die französische Trägerrolle beim Entwurf eines europäischen Währungssystems zu einer stark wachsenden Nachfrage nach Franken, so daß dieser nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern in gewissem Ausmaß auch gegenüber der D-Mark wieder anzog. Von Ende Mai bis Mitte August stieg sein Außenwert gegenüber diesen beiden Währungen um $10\frac{3}{4}$ bzw. 1%. Ab September blieb allerdings der Anstieg des Frankens gegenüber dem Dollar erneut hinter jenem der D-Mark zurück, so daß der Anstieg des effektiven Wechselkurses Ende Oktober gegenüber Ende Mai nicht mehr als $2\frac{1}{2}$ % ausmachte.

Als Folge der Maßnahmen der USA vom November schwächte sich der Franken gegenüber dem Dollar innerhalb von zwei Tagen von ffr 4,02 auf etwa ffr 4,30 ab. Seit Januar 1979 ist der effektive Wechselkurs des Frankens sehr stabil. Mitte Mai betrug der Dollarkurs rund ffr 4,44, und der effektive Wechselkurs lag etwa 3% unter seinem Höchststand vom Oktober 1978.

Nach einer handelsgewogenen Aufwertung um $6\frac{3}{4}$ % im Jahre 1977 gewann das *Pfund Sterling* bis Mitte Mai 1979 insgesamt weitere $2\frac{1}{2}$ %. Anfang 1978 war die britische Währung unter Abwärtsdruck geraten; in der Tat fiel der effektive Wechselkurs des Pfundes im März 1978, als sich der Dollar gegenüber den europäischen Währungen festigte, um $5\frac{1}{4}$ %. In der Folge stabilisierte es sich in etwa auf diesem Niveau, hauptsächlich dank dem Zusammenspiel energisch betriebener Interventionen und anziehender Geldmarktsätze. Der Reservenabgang im zweiten Quartal belief sich auf etwa \$2,9 Mrd.

Als der Dollar zu Beginn des Sommers unter Druck geriet, stieg das Pfund langsam, aber stetig gegenüber dieser Währung von etwa \$1,81 Ende Mai auf nahezu \$2,10 Ende Oktober oder um 16%. Da indessen die Verbesserung des Pfundes beträchtlich hinter jener der D-Mark, des Schweizer Frankens und des Yen zurückblieb, betrug der Anstieg des effektiven Wechselkurses weniger als 3%. Auch auf das Maßnahmenpaket vom 1. November reagierte das Pfund sehr viel weniger empfindlich als die Währungen der Überschußländer. Gegenüber dem Dollar gab das Pfund Anfang Dezember auf etwa \$1,93 nach — ein Rückgang um $7\frac{3}{4}$ % gegenüber seinem Höchststand im Oktober; die Abschwächung des effektiven Wechselkurses ging indessen nie über $1\frac{1}{2}$ % hinaus.

Gegen Ende 1978 steigerten die Lage im Iran und die nachfolgenden Ölpreiserhöhungen die Nachfrage nach Pfund Sterling, da Großbritannien unter den größeren Industriestaaten als das gegenüber solchen Entwicklungen am wenigsten empfindliche Land betrachtet wurde. Mitte April 1979 lag der effektive Wechselkurs um nahezu

5½% über dem Stand am Jahresbeginn, während das Pfund auf dem Dollarmarkt mit \$ 2,10 notierte. In der Folge verlor das Pfund auf handelsgewogener Basis 1% bis Mitte Mai, als es bei etwa \$ 2,05 gehandelt wurde.

Mit einer Abwertung von etwa 3½% auf handelsgewogener Basis gehörte die *italienische Lira* im Berichtszeitraum zu den stabilsten größeren Währungen. Diese Stabilität war im wesentlichen in der günstigen Entwicklung der italienischen Leistungsbilanz und der Verringerung der Inflationsrate begründet. Gelegentliche umfangreiche Mittelzuflüsse wurden von der Bank von Italien aus dem Markt genommen und verbesserten zusammen mit dem Leistungsbilanzüberschuß 1978 die Nettoauslandsposition der Notenbank um \$ 7 Mrd. So war im Sommer 1978 der Anstieg der Lira gegenüber dem Dollar beträchtlich geringer als der anderer wichtiger Währungen. Entsprechend stieg zwar die Lira zwischen Ende Mai und Ende Oktober gegenüber dieser Währung um 10¾%, auf handelsgewogener Basis gab sie jedoch um etwa 3% nach.

Seit November 1978 blieb der effektive Wechselkurs bemerkenswert stabil und hielt sich innerhalb einer Bandbreite von 1¼%. Hingegen schwankte der Dollarkurs, der zwischen Mai und Oktober von Lit 873 auf Lit 788 gesunken war, in den letzten beiden Monaten des Jahres 1978 zwischen Lit 827 und Lit 853. Im Anschluß an die Einführung des Europäischen Währungssystems am 13. März 1979 stimulierte das hohe Zinsniveau in Italien zunehmend Kapitalzuflüsse in die Lira, die zumeist die stärkste Währung im System war.

Angesichts eines erheblichen Defizits der Leistungsbilanz, einer hohen Inflation und eines weniger günstigen Zinsgefälles gegenüber dem US-Markt verlor der *kanadische Dollar* als einzige der Währungen der Zehnergruppe über längere Perioden während des Berichtszeitraums sowohl gegenüber dem US-Dollar wie auch auf handelsgewogener Basis an Wert. Infolgedessen wurde in zweifacher Weise währungspolitisch Kurs auf die Wiederherstellung der Wechselkursstabilität genommen: Die Behörden intervenierten sehr stark auf dem Devisenmarkt, so daß die Reserven trotz der Aufnahme von Fremdwährungskrediten offizieller Stellen von insgesamt US-\$ 5,1 Mrd. während des Jahres 1978 leicht zurückgingen; die Geldpolitik wurde zunehmend auf die Aufrechterhaltung eines angemessenen Zinsgefälles zu den USA ausgerichtet.

Nach einem Rückgang um 10% auf handelsgewogener Basis während des Jahres 1977 verlor der kanadische Dollar in den ersten dreieinhalb Monaten 1978 weitere 6% an Wert. Sein Kurs gegenüber dem US-Dollar betrug zu diesem Zeitpunkt US-\$ 0,87, was gegenüber dem Jahresendstand 1977 einem Rückgang um 5% entsprach. Im Anschluß an zwei Erhöhungen des Diskontsatzes um je ½ Prozentpunkt festigte sich der Kurs bis Mitte Mai auf US-\$ 0,90¼ und um 4½% auf handelsgewogener Basis. Eine weitere, während des Sommers anhaltende Schwäche setzte jedoch bald ein. Trotz einer Reservenabnahme um US-\$ 2,2 Mrd. im dritten Quartal rutschte der kanadische Dollar Anfang Oktober unter US-\$ 0,84, seinen niedrigsten Stand im Verhältnis zur US-Währung seit mehr als 40 Jahren; auf handelsgewogener Basis hatte er weitere 10% verloren. Bei diesem Wert betrug der kumulierte Rückgang des Wechselkurses seit Ende 1976 auf handelsgewogener Basis 20½% und 15¼% gegenüber dem US-Dollar. Bis Oktober wurde der Diskontsatz dreimal auf 10¼% angehoben,

worauf sich der Dollar von der Monatsmitte an stabilisierte und damit eine mäßige Wiederaufstockung der offiziellen Währungsreserven ermöglichte.

Im Anschluß an die amerikanischen Maßnahmen vom November 1978 wurde der kanadische Diskontsatz erneut in zwei Stufen — auf $11\frac{1}{4}\%$ Anfang Januar — heraufgesetzt. Zusätzlich nahmen die Behörden ihre Stützungsmaßnahmen für den Dollar wieder auf. Dank dieser Maßnahmen gelang es, den Wechselkurs sowohl auf handelsgewogener Basis als auch gegenüber dem US-Dollar recht stabil zu halten. Ende Februar 1979 notierte der effektive Wechselkurs des kanadischen Dollars etwa $\frac{3}{4}\%$ höher als Mitte Oktober 1978, obwohl er als Reflex der Erholung des US-Dollars gegenüber dieser Währung erneut unter US- $\$0,84$ gefallen war. In der Folge festigte sich das Vertrauen in den kanadischen Dollar, Mittelzuflüsse setzten ein, und der handelsgewogene Außenwert stieg um weitere $4\frac{1}{2}\%$ bis Mitte Mai, als die kanadische Währung ungefähr US- $\$0,86\frac{1}{2}$ wert war.

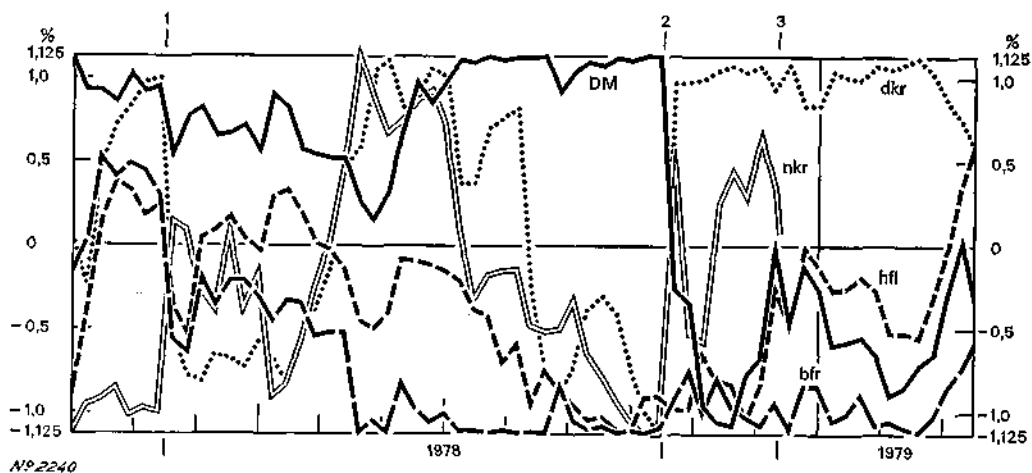
Seit ihrem Ausscheiden aus dem Europäischen Wechselkursverbund Ende August 1977 verlief der effektive Wechselkurs der *schwedischen Krone* unter den größeren Währungen am stetigsten. 1978 und während der ersten vier Monate von 1979 blieb ihr effektiver Wechselkurs innerhalb eines Bandes von $3\frac{1}{2}\%$, obwohl der Dollarkurs bedingt durch das wechselnde Geschick der amerikanischen Währung zwischen skr $4,72\frac{1}{2}$ und skr $4,08\frac{1}{4}$ schwankte. Die Stabilität der Krone war hauptsächlich das Ergebnis einer Aktivierung der schwedischen Außenhandelsbilanz sowie einer kräftigen Verringerung der inländischen Inflation. Tatsächlich gingen die spekulativen Kapitalströme des vergangenen Jahres an der Krone großenteils vorbei. Die Bank von Schweden setzte ihren Diskontsatz bis Ende Juli 1978 in drei Schritten um $1\frac{1}{2}$ auf $6\frac{1}{2}\%$ herab und reicherte ihre Nettowährungsreserven um $\$0,7$ Mrd. an. Mitte Mai 1979 notierte die Krone auf handelsgewichteter Basis um $2\frac{1}{2}\%$ und gegenüber dem US-Dollar um $6\frac{1}{4}\%$ höher als Ende 1977.

Innerhalb des *Europäischen Wechselkursverbunds* kam es vor dem Inkrafttreten des neuen Europäischen Währungssystems am 13. März 1979 im Berichtszeitraum dreimal zu Neuordnungen der Wechselkurse — darunter zum Ausscheiden Norwegens. Zwar reflektierten die Wechselkursanpassungen innerhalb der Schlange ebenso wie 1977 hauptsächlich Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung der Verbundländer, doch standen sie auch in Zusammenhang mit dem Kursrückgang des Dollars, der die Teilnehmerwährungen unterschiedlich berührte.

Das erste Realignment während der Berichtsperiode fand im Februar 1978 statt, als die norwegische Krone hinter den übrigen Partnerwährungen im Aufwärtstrend gegenüber dem Dollar zurückblieb. Zu diesem Zeitpunkt hatte sich Norwegens Wettbewerbsposition gegenüber Schweden seit dessen Ausscheiden aus der Schlange im August 1977 empfindlich verschlechtert. Die Bank von Norwegen intervenierte in bescheidenem Umfang innerhalb der Bandbreite von $2\frac{1}{4}\%$. Doch wurde die Krone, noch bevor das Band seine volle Ausdehnung erreicht hatte, am 13. Februar um 8% gegenüber allen Teilnehmerwährungen abgewertet.

Ab Juli 1978 ließ die Dollarkrise die Spannungen im Wechselkursverbund aufs neue aufleben. Es kam zu Kapitalzuflüssen in die D-Mark nicht nur aus dem Dollar,

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



¹ Anpassung der Leitkurse am 13. Februar 1978. ² Anpassungen der Leitkurse am 16. Oktober 1978. ³ Die norwegische Krone schied am 12. Dezember 1978 aus dem Wechselkursverbund aus.

sondern auch aus Verbundwährungen in Erwartung eines weiteren Realignments der Teilnehmerwährungen vor dem Inkrafttreten des Europäischen Währungssystems. Die Notenbanken aller Teilnehmerländer mußten D-Mark an die Märkte abgeben, wobei sich der Zuwachs der deutschen Währungsreserven aus dieser Quelle von Ende Juni bis Mitte Oktober auf über \$5 Mrd. belief. Am 16. Oktober wurde die D-Mark um 2% gegenüber dem belgischen Franken und dem Gulden und um 4% gegenüber der dänischen und der norwegischen Krone aufgewertet.

Die letzte Wechselkursanpassung fand statt, als im Anschluß an die Entscheidung Schwedens, dem Europäischen Währungssystem nicht beizutreten, die norwegischen Behörden bekanntgaben, sie könnten zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Entscheidung über Norwegens Teilnahme treffen. Mit Wirkung vom 12. Dezember schied die Krone aus der Schlange aus und orientierte sich an einem Korb, der die Währungen der wichtigsten Handelspartner Norwegens enthält.

Am 13. März 1979 ging die Schlange im neuen Europäischen Währungssystem auf.

Das Europäische Währungssystem

Am 5. Dezember 1978 beschloß der Europäische Rat, ein Europäisches Währungssystem (EWS) zu errichten. Sein hauptsächliches Ziel besteht darin, eine engere Währungskooperation herzustellen, die zu einer Zone der Währungsstabilität in Europa führen soll. Das EWS trat am 13. März 1979 in Kraft und löste den 1972 errichteten Europäischen Wechselkursverbund (Schlange) ab. Der entscheidende politische Anstoß zu einem neuen Versuch, die Wechselkurse innerhalb der EG zu stabilisieren, war von einer französisch-deutschen, auf dem Kopenhagener Treffen des Europäischen Rates im April 1978 bekräftigten Initiative ausgegangen, deren Zeitpunkt von der wachsenden Dollarschwäche und deren destabilisierenden Auswirkungen auf die Kurse der EG-Währungen bestimmt wurde.

Die Grundzüge des neuen Systems wurden in einem Anhang zum Bremer Kommuniqué des Rates vom 7. Juli 1978 festgelegt. Darin wurde ein dauerhaftes und wirksames, sämtliche EG-Währungen umfassendes Wechselkursystem in Aussicht genommen. Der Europäischen Währungseinheit (ECU: European Currency Unit) — eine Zusammensetzung aus EG-Währungen, die mit der Europäischen Rechnungseinheit identisch ist — war eine zentrale Rolle zugedacht als Bezugsgröße für die Leitkurse und als Rechengröße für Forderungen und Verbindlichkeiten aus offiziellen Interventionen in EG-Währungen. Daneben sollten ECU-Guthaben gegen Hinterlegung von Dollar und Gold aus den Währungsreserven der Mitglieder und zu einem späteren Zeitpunkt auch gegen Landeswährungen geschaffen werden. Die ECU-Aktiva waren als Mittel zum Saldenausgleich unter den EG-Zentralbanken vorgesehen. Ein Europäischer Währungsfonds (EWF) sollte die Kerninstitution des Systems bilden und nach einer zweijährigen Übergangsperiode die Aufgaben des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) übernehmen.

Die anschließenden Verhandlungen wurden von zwei Themenstellungen beherrscht: Beide bezogen sich auf das Maß an „Disziplin“, das in das System eingebaut werden sollte, und seine Aufteilung zwischen Überschuß- und Defizitländern. Der erste Punkt betraf die Wahl des Mechanismus für die Interventionen an den Devisenmärkten. Nach einer Auffassung würde das Festlegen obligatorischer Interventionspunkte auf beiden Seiten der ECU-Leitkurse zu einer gleichmäßigeren Verteilung der Interventionsverpflichtungen zwischen starken und schwachen Währungen führen; Länder mit traditionell starken Währungen befürchteten dagegen, daß ihnen ein solches System zu schwere Lasten aufbürden würde. Sie bevorzugten daher ein System, wie es in der Schlange Verwendung fand, d.h. obligatorische Interventionskurse, die im Verhältnis zu marktbezogenen bilateralen Leitkursen festgesetzt waren. Der zweite Punkt betraf den Gesamtbetrag der im Rahmen des Systems zu erhöhenden EG-Kreditfazilitäten und dessen Aufteilung zwischen den mittelfristigen Krediten mit wirtschaftspolitischen Auflagen, die von den Hartwährungsländern bevorzugt wurden, und den kurzfristigen Krediten ohne Auflagen, für die die übrigen Länder eine Präferenz hatten. Die in diesen Streitfragen erreichte Einigung stellte insgesamt einen Kompromiß zwischen den zwei Denkrichtungen dar: Für das Verfahren in der Schlange entschied man sich bei der Festlegung der Interventionsverpflichtungen, während die Abweichungen der Währungen von den ECU-Leitkursen als „Abweichungsindikator“ fungieren sollten, der eine Vermutung für Maßnahmen seitens der betroffenen Behörden begründet. In der Frage der Kredite konzentrierte sich der Großteil der Erhöhung auf Fazilitäten ohne wirtschaftspolitische Auflagen mit verlängerter maximaler Laufzeit.

Die Grundzüge des Systems in der Übergangsperiode

Die wesentlichen Merkmale des Systems, wie es jetzt während der Übergangszeit bis zur Errichtung des vorgeschlagenen Europäischen Währungsfonds funktioniert, werden nachstehend unter drei Überschriften behandelt: der Wechselkursmechanismus; die Kreditfazilitäten und die Schaffung von ECU; sowie Finanzierung und Ausgleich von Interventionssalden (aus offiziellen Interventionen in den Teilnehmerwährungen).

a) Der Wechselkursmechanismus

Aus dem Wechselkursmechanismus bestimmen sich für die Teilnehmerwährungen deren Leitkurs, Interventionspunkte und das Interventionsverfahren. Jede teilnehmende Zentralbank verpflichtet sich, für ihre Währung einen Leitkurs in ECU bekanntzugeben. Die ECU ist als „Standardkorb“ fester Beträge der neun EG-Währungen definiert. Diese in der nachstehenden Tabelle wiedergegebenen Beträge wurden nach dem jeweiligen Anteil der Länder am innereuropäischen Handel, ihrem Brutto-sozialprodukt und ihrer Quote im kurzfristigen EG-Währungsbestand bestimmt.

Der ECU-Währungskorb

Währungen	Währungs- beträge im Korb	Ursprünglicher prozentualer An- teil der Währun- gen im Korb ¹	Prozentualer An- teil der Währun- gen im Korb am 13. März 1979	Wert der ECU in Währungs- einheiten am 13. März 1979 ²
Deutsche Mark	0,828	27,3	33,0	2,51064
Französischer Franken	1,15	19,5	19,8	5,79831
Pfund Sterling	0,0885	17,5	13,3	0,663247
Italienische Lira	109,0	14,0	9,5	1148,15
Holländischer Gulden	0,286	9,0	10,5	2,72077
Belgischer Franken/ Luxemburgischer Franken	3,80	8,2	9,6	39,4582
Dänische Krone	0,217	3,0	3,1	7,08582
Irishes Pfund	0,00759	1,5	1,2	0,662638

¹ Am 28. Juni 1974. ² Leitkurse der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen; der für das Pfund Sterling angeführte ECU-Wert ergibt sich rechnerisch aus den Leitkursen der übrigen Währungen.

Als Maßzahl eines gewogenen Durchschnitts der Marktkurse der EG-Währungen schwankt der Wert der ECU in den einzelnen EG-Währungen mit den Veränderungen der innergemeinschaftlichen Wechselkursrelationen. Solche Veränderungen beeinflussen auch die Gewichte der einzelnen Währungen im Korb, wobei sich die ursprüngliche Gewichtung in den letzten fünf Jahren schon beträchtlich verändert hat. Die Gewichte der Korbwährungen werden daher binnen sechs Monaten nach Ingangsetzung des Systems und sodann alle fünf Jahre überprüft werden — oder auf Ersuchen, falls sich das Gewicht einer Währung um 25% verändert hat.

Die ECU bildet nicht die Bezugsgröße für die obligatorischen Interventionspunkte. Diese werden auf beiden Seiten der bilateralen Leitkurse der Währungen festgelegt, wobei die letzteren als Crossrate aus den ECU-Leitkursen der Währungen abgeleitet werden. Die Schwankungsmarge um die bilateralen Leitkurse ist auf $\pm 2\frac{1}{4}\%$ für alle jene Währungen begrenzt, die bei Inkrafttreten des Systems der Schlange angehörten; die übrigen EG-Mitgliedsländer konnten sich für Schwankungsbreiten von $\pm 6\%$ um die bilateralen Leitkurse entscheiden. Italien machte von dieser Möglichkeit Gebrauch.

Die Interventionen am Markt erfolgen grundsätzlich in den Teilnehmerwährungen. An den Interventionspunkten muß in unbegrenzter Höhe interveniert werden, und „intramarginale“ Interventionen in Teilnehmerwährungen sowie Interventionen in anderen Währungen müssen vorher grundsätzlich unter allen teilnehmenden Notenbanken abgestimmt werden.

Neben den oben beschriebenen Interventionspunkten findet auf die Kursbewegungen der Teilnehmerwährungen ein System von „Abweichungsindikatoren“ Anwendung. Eine Währung überschreitet immer dann ihre „Abweichungsschwelle“, wenn ihr ECU-Tageswert 75% der maximal zulässigen Abweichung von ihrem ECU-Leitkurs erreicht, wobei diese maximal zulässige Abweichung dann gegeben ist, wenn sich die betreffende Währung gegenüber allen anderen EG-Währungen gleichzeitig an ihrem oberen oder unteren Interventionspunkt befindet. Das „Abweichen“ einer Währung begründet die Vermutung, daß die betreffenden Behörden entweder korrigierende Maßnahmen ergreifen oder Gründe für ihr Nichthandeln angeben werden. Hinzuzufügen ist, daß die Hereinnahme der Lira und des Pfund Sterlings in den ECU-Korb — beide Währungen halten die Bandbreite von $\pm 2\frac{1}{4}\%$ nicht ein — die Berechnung der „Abweichung“ erschwert, weil zu prüfen ist, ob die Abweichung auf die Bewegungen dieser beiden Währungen zurückgeht oder vielmehr durch diese verschleiert wird.

b) Die Kreditfazilitäten und die Schaffung von ECU

Die bestehenden kurz- und mittelfristigen Kreditfazilitäten der Gemeinschaft wurden für die Übergangsphase beibehalten; jedoch wurde das Gesamtvolumen der in ihrem Rahmen effektiv verfügbaren Kredite auf ECU 25 Mrd. erhöht, wovon ECU 14 Mrd. kurzfristig und ECU 11 Mrd. mittelfristig ausgeliehen werden. Die kurzfristigen Kredite enthalten keine wirtschaftspolitischen Auflagen und haben im Prinzip eine Laufzeit von drei Monaten. Auf Ersuchen des Schuldners können sie zweimal verlängert werden. Ziehungen auf den mittelfristigen Bestand, die mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden sind, können für Zeiträume von zwei bis fünf Jahren getätigt werden. Nach der Übergangsperiode werden beide Bereitstellungsplafonds durch vom Europäischen Währungsfonds gewährte Kredite ersetzt werden.

Zusätzlich zu diesen Kreditfazilitäten wurden mehr als ECU 23 Mrd. an Reserveaktiva durch Swapgeschäfte der Teilnehmerzentralbanken mit dem EFWZ geschaffen; diese hinterlegten beim EFWZ 20% ihrer Goldbestände und 20% ihrer Bruttoreserven in Dollar gegen ECU. Im Rahmen dieser revolvingen Dreimonats-Swapgeschäfte werden das Gold entweder zum ECU-Preisdurchschnitt der letzten sechs Monate oder zum Preis des vorletzten Geschäftstages der Periode (dabei zum jeweils niedrigeren) und die Dollarbestände zum ECU-Tageskurs bewertet. Die Mitgliedsländer verwalten weiter die gegen ECU übertragenen Dollaranlagen. Als Folge von Veränderungen in den Gold- und Dollarreserven der Mitglieder oder des ECU-Wertes von Gold und Dollar kann sich das Volumen der durch diese Swapgeschäfte geschaffenen ECU zum Zeitpunkt der Erneuerung der Swaps ändern. Die ECU wird vor allem beim aus Marktinterventionen entstehenden Saldenausgleich zwischen den EG-Zentralbanken (siehe unter c) verwendet. Außerdem kann sie unter Zentralbanken gegen andere Reserveaktiva getauscht und an den EFWZ zur Auffüllung der Dollarreserven der Teilnehmer verkauft werden. Auf die ECU-Salden werden Zinsen gezahlt oder erhoben — in beiden Fällen zum gewogenen Durchschnitt der Diskontsätze der EG-Zentralbanken —, allerdings nur insoweit, als sie über oder unter dem Betrag liegen, den ein Mitglied im Rahmen der Swapgeschäfte mit dem EFWZ erhalten hat.

c) Finanzierung und Ausgleich von Interventionssalden

Die Grundprinzipien der Finanzierung und des Ausgleichs von Interventionssalden leiten sich größtenteils, jedoch mit einigen Modifizierungen, aus den in der Schlange geltenden ab. Jede Zentralbank verpflichtet sich, ihre Währung für Interventionszwecke unbegrenzt zur Verfügung zu stellen. Der Ausgleich der daraus hervorgehenden Salden im Rahmen der sogenannten sehr kurzfristigen Finanzierung wird spätestens am letzten Geschäftstag vor dem 16. Tag des zweiten Monats, der auf den Monat der Wertstellung der Intervention folgt, fällig. Die Finanzierungsgeschäfte werden beim EFZW erfaßt und verbucht, wobei die Forderungen und Verbindlichkeiten in ECU umgerechnet werden.

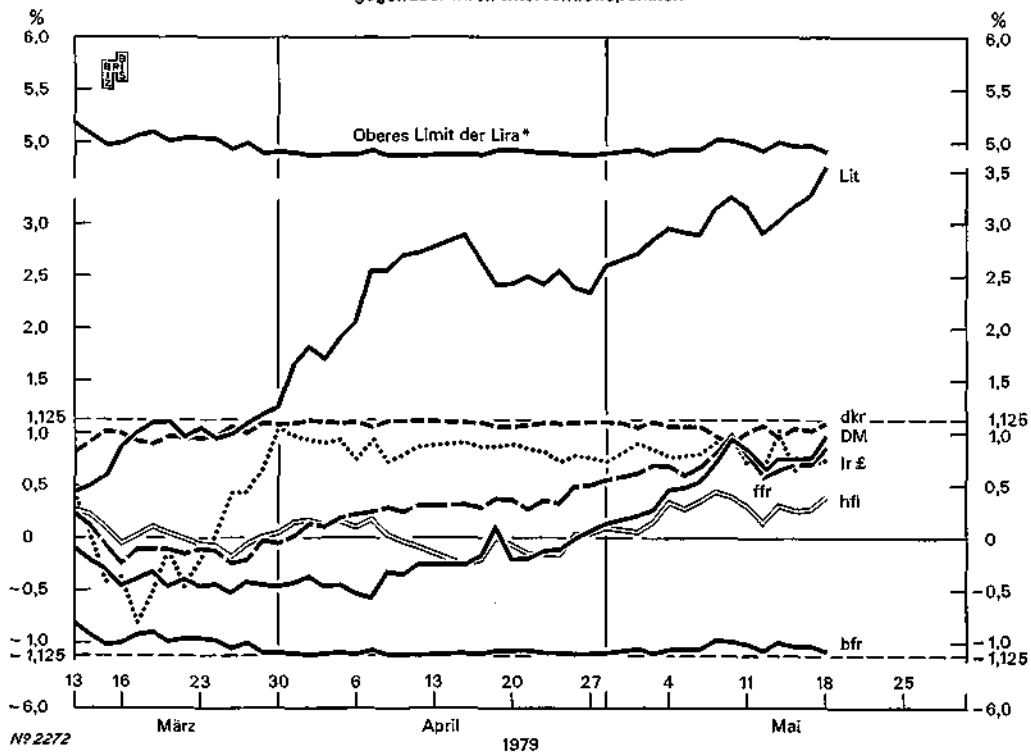
Gleicht ein Land seinen Schuldsaldo beim EFZW nicht bis zum oben angeführten Zeitpunkt aus, so gilt die gleiche Regelung wie in der Schlange: Auf Betreiben des Schuldners wird der Kredit automatisch um einmal drei Monate verlängert, sofern der Betrag der verlängerten Finanzierungstransaktion nicht über die Schuldnerquote des Landes im kurzfristigen EG-Währungsbeistand hinausgeht und eine Verlängerung nicht zu einer ununterbrochenen Verschuldung während mehr als sechs aufeinanderfolgenden Monaten führt. Eine automatisch verlängerte Verbindlichkeit kann mit Zustimmung des Gläubigers um weitere drei Monate verlängert werden, und eine über die Schuldnerquote im kurzfristigen Beistand hinausgehende Schuld kann mit Zustimmung des Gläubigers einmal um drei Monate prolongiert werden.

Der Ausgleich der aus Interventionen entstehenden Salden muß soweit wie möglich in der Gläubigerwährung durchgeführt werden. Da freilich die Bestände der Teilnehmer an Gemeinschaftswährungen auf bestimmte Arbeitsguthaben begrenzt sind, wird eine Rückzahlung in dieser Form nur in dem Maße möglich sein, in dem eine Umkehr der Devisenmarktverhältnisse es der Schuldnernotenbank erlaubt, die Gläubigerwährung auf dem Markt zu kaufen. Jede nicht in der Gläubigerwährung beglichene Schuld kann ganz oder teilweise durch Übertragung von ECU-Aktiva getilgt werden; kein Gläubiger ist jedoch verpflichtet, ECU in Höhe von mehr als 50% seiner Forderungen als Saldenausgleich entgegenzunehmen. Noch verbleibende Schuldsalden müssen durch Verwendung anderer Reserveelemente (mit Ausnahme von Gold) entsprechend der Zusammensetzung der Reserven des Schuldners beglichen werden. Zu diesem Zweck werden die Reserven in auf SZR lautende und in Währungen eingeteilt. Innerhalb dieser beiden Kategorien steht es dem Schuldner frei zu wählen, in welchem Reserveaktivum er die Schulden tilgen will; Gold kann beim Ausgleich zu einem zwischen Schuldner und Gläubiger vereinbarten Preis verwendet werden.

Die ersten Monate des Systems

Das EWS wurde am 13. März 1979 in Gang gesetzt, wobei das Pfund Sterling weiterhin autonom floatete, während Italien eine Schwankungsbreite von $\pm 6\%$ um seine bilateralen Leitkurse und alle übrigen Teilnehmer des Wechselkursmechanismus Margen von $\pm 2,25\%$ festlegten. Die nachstehende Graphik skizziert die Bewegungen der Teilnehmerwährungen seit Mitte März.

Kassakurse im EWS
Tägliche Positionen, in Prozent, der Teilnehmerwährungen gegenüber ihren Interventionspunkten



* Die Position der Lira wird durch ihre prozentuale Abweichung gegenüber der schwächsten Währung innerhalb des Bandes von 2¼% dargestellt; ihre maximal zulässige Position wird durch die Oberlinie in der Graphik angezeigt.

In den ersten zwei Monaten des Bestehens des neuen Systems kam es weder zwischen den Teilnehmerwährungen noch gegenüber dem Dollar zu ernsthaften Spannungen auf den Devisenmärkten. Als stärkste Währungen erwiesen sich die Lira, die dänische Krone und das irische Pfund, was auf das hohe Zinsniveau in diesen Ländern zurückzuführen war. Der belgische Franken war ständig die schwächste Währung. Zu seinen bilateralen Interventionskursen gegenüber den übrigen Teilnehmerwährungen mußte interveniert werden, und am 3. Mai erreichte der Franken seinen „Abweichungsindikator“; bei diesem Stand erhöhte die Belgische Nationalbank ihren Diskontsatz von 6 auf 7%.

Die stärkere Verpflichtung der größeren Länder zur Wechselkursstabilität

Wie aus den offiziellen Reaktionen auf die Währungskrise im vergangenen Jahr ersichtlich wird, besteht nun eine klare Absicht von seiten der größeren Länder, die Aufrechterhaltung einer größeren Stabilität auf den Devisenmärkten anzustreben. In dieser Hinsicht lag sicher der bedeutendste Wandel darin, daß die US-Behörden im Verein mit den Behörden Deutschlands, Japans und der Schweiz ihren seit März 1973 bestehenden Glauben an die Rolle der Marktkräfte bei der Herstellung eines Gleichgewichtskurses für den Dollar nicht mehr vorbehaltlos vertreten. Die USA haben sich nun anderen größeren Ländern insofern angeschlossen, als sie einräumen,

daß die Märkte, wenn sie sich selbst überlassen werden, übertriebene, binnenwirtschaftlich schädliche Wechselkursbewegungen hervorbringen können. Sie haben diesem Eingeständnis an den Devisenmärkten durch die Aufnahme von Interventionen, die eher auf die Korrektur solcher übertriebener Schwankungen als auf die bloße Glättung ungeordneter Marktverhältnisse abzielten, Nachdruck verliehen. Darüber hinaus haben sie solche Interventionen nicht nur aus aufgestockten kurzfristigen Swapkreditlinien, sondern auch — wie andere Länder mit Zahlungsbilanzdefiziten — durch längerfristige Auslandskreditaufnahme in Fremdwährungen finanziert. Durch die Anhebung des Diskontsatzes um 1 Prozentpunkt am 1. November gaben die US-Behörden überdies zu erkennen, daß sie außenwirtschaftlichen Zwängen für ihre inländische Wirtschaftspolitik zunehmend Bedeutung beimessen.

Der Kurswechsel der USA ging einher mit Vorkehrungen im Rahmen der Europäischen Gemeinschaft, die auf die Festigung der Wechselkursstabilität innerhalb des Gemeinsamen Marktes abzielten, und der Ankündigung seitens der schweizerischen Behörden, in Zukunft den DM-Kurs „deutlich über 80 Franken für 100 DM“ zu halten. Gemeinsam ist diesen Entscheidungen — sowohl in Ländern mit anhaltend starken Währungen, wie Deutschland und der Schweiz, als auch in Frankreich und Italien, die vordem aus dem europäischen Gruppenfloating gegenüber dem Dollar ausgeschieden waren — der Glaube, daß eine größere Wechselkursstabilität Vorbedingung für die Lösung ihrer binnenwirtschaftlichen Probleme ist.

Bis jetzt hat die Wende in den offiziellen Einstellungen und Maßnahmen bemerkenswerte Erfolge gezeitigt. Der Kursverfall des Dollars kam sofort zum Stillstand und hat sich seither in erheblichem Maße in sein Gegenteil verkehrt; die deutschen, japanischen und schweizerischen Behörden sahen ihre Interventionspolitik von 1978 durch den späteren Abfluß von Geldern aus ihren Währungen und den damit einhergehenden Rückgang ihres Wechselkurses gegenüber dem Höchststand von Ende 1978 bestätigt; und der neue europäische Wechselkursmechanismus funktioniert seit Mitte März, ohne daß größere Spannungen aufgetreten wären.

Man muß freilich zugeben, daß die Lage Ende 1978, die durch zu stark abgebaute Dollarpositionen und zu stark aufgebaute Positionen in anderen Währungen, ein hohes Zinsgefälle zugunsten des Dollars sowie eindeutige Anzeichen einer Verringerung einiger Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen der Industriestaaten gekennzeichnet war, einen solchen Erfolg besonders begünstigt hat. Der neue Ansatz wird erst dann wirklich auf die Probe gestellt werden, wenn die Umstände weniger günstig sind; denn es gibt eine Reihe von Gründen, warum es nicht leicht sein dürfte, in Zukunft stabilere Währungsverhältnisse aufrechtzuerhalten. Nach den oftmaligen Devisenmarktkrisen der vergangenen fünf Jahre wird es auf jeden Fall Zeit und anhaltender Anstrengungen bedürfen, um das Vertrauen wiederherzustellen. Und diese Anstrengungen werden in einer Welt unternommen werden müssen, in der die Inflation noch immer ein Hauptproblem darstellt und in der die ölexportierenden Länder schon wieder steigende Leistungsbilanzüberschüsse akkumulieren. Kurz gesagt: wenn die stärkere Betonung der Wechselkursstabilität auch einen bedeutenden Bruch mit der Vergangenheit markiert, so stellt sich doch für die Zukunft das Problem, wie eine größere Stabilität in Anbetracht dieser potentiell destabilisierenden Elemente beibehalten werden kann.

Goldgewinnung und Goldmarkt

Im Jahre 1978 belief sich die Weltgoldgewinnung (ohne Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea) mit 968 t auf praktisch dasselbe Volumen wie im vorangegangenen Jahr. Eine höhere Produktion in Südafrika und einer Anzahl kleinerer Produzentenländer in Südostasien kompensierte einen gewissen Rückgang bei anderen Ländern, vor allem in anderen afrikanischen Staaten und in Nordamerika.

Die südafrikanische Golderzeugung erhöhte sich von 700 auf 706 t. Die Gesamtmenge des verhütteten Erzes, die im Jahre 1977 um 2,2% zurückgegangen war, nahm um 4,9% zu; hingegen verringerte sich der durchschnittliche Goldgehalt des Erzes, der 1977 trotz steigendem Goldpreis praktisch unverändert geblieben war, um 4%. Gleichzeitig kletterten die durchschnittlichen Gewinnungskosten der Industrie weiter, wenn auch die Zunahme mit 13,7% die niedrigste seit 1972 war. Die durchschnittlichen Erträge schnellten um 65% empor, was hauptsächlich auf den steilen Anstieg des Marktpreises, teilweise aber auch auf neue im April 1978 getroffene, die Goldkäufe der Südafrikanischen Reservebank von der Industrie betreffende Vereinbarungen, die eine einmalige starke Steigerung der Gewinne in der Goldindustrie zur Folge hatten, zurückzuführen war.

Weltgoldgewinnung

	1929	1940	1946	1953	1970	1975	1976	1977	1978
	Tonnen								
Südafrika	323,9	436,9	371,0	371,4	1 000,4	713,4	713,4	699,9	706,4
Kanada	60,0	165,9	88,5	128,1	74,9	51,4	52,6	53,9	51,8
USA	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	32,7	32,6	34,2	30,0
Papua-Neuguinea	.	.	.	.	0,7	19,0	20,2	22,8	23,5
Australien	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	16,4	15,7	19,4	19,9
Philippinen	5,1	34,9	—	14,9	18,7	15,6	15,6	17,4	18,3
Rhodesien	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0	18,0
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	16,3	16,6	16,9	14,2
Kolumbien	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,7	9,3	8,2	8,0
Brasilien	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	5,4	4,9	5,4	5,4
Japan	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,5	4,3	4,4	4,4
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	3,2	2,8	2,5	2,6
Zusammen	511,9	947,9	598,8	680,8	1 230,9	907,6	808,0	905,0	902,5
Sonstige Länder	58,6	217,1	67,7	73,4	36,6	48,8	60,4	63,8	65,1
Geschätzte Weltgoldgewinnung*	570,5	1 165,0	666,5	754,2	1 267,5	956,4	968,4	968,8	967,6

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

Das gesamte Marktangebot an neuem Gold erhöhte sich im letzten Jahr erneut ganz beachtlich, nämlich von 1 615 auf 1 745 t. Die Marktverkäufe kommunistischer Länder können auf 450 t beziffert werden und erreichten somit, wie auch die westliche Produktion, ein gegenüber 1977 unverändertes Niveau. Die Abnahme der offiziellen westlichen Goldbestände war indessen mit 260 t beträchtlich stärker als im Vorjahr. Da in dieser Zahl 65 t Gold enthalten sind, die das japanische Finanzministerium im vergangenen Jahr auf die Bank von Japan übertrug und die früher in den Goldreservestatistiken nicht erfaßt waren, können die im vergangenen Jahr getätigten

Nettoverkäufe am Markt aus offiziellen Goldbeständen auf insgesamt 325 t veranschlagt werden, der größten Jahresmenge seit der Beendigung des Goldpoolübereinkommens im März 1968.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)

	1975	1976	1977	1978
	Tonnen			
Goldgewinnung	955	970	970	970
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt)	150	350	450	450
Abnahme der amtlichen Goldbestände westlicher Länder (netto)	35	155 ¹	195 ¹	325 ²
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1 140	1 475	1 615	1 745

¹ Ohne die Abnahme der Goldreserven Südafrikas um 160 t und 90 t in den Jahren 1976 bzw. 1977. ² Ohne die Übertragung von zuvor nicht zu den Weltgoldreserven gezählten 65 t Gold vom japanischen Finanzministerium auf die Bank von Japan.

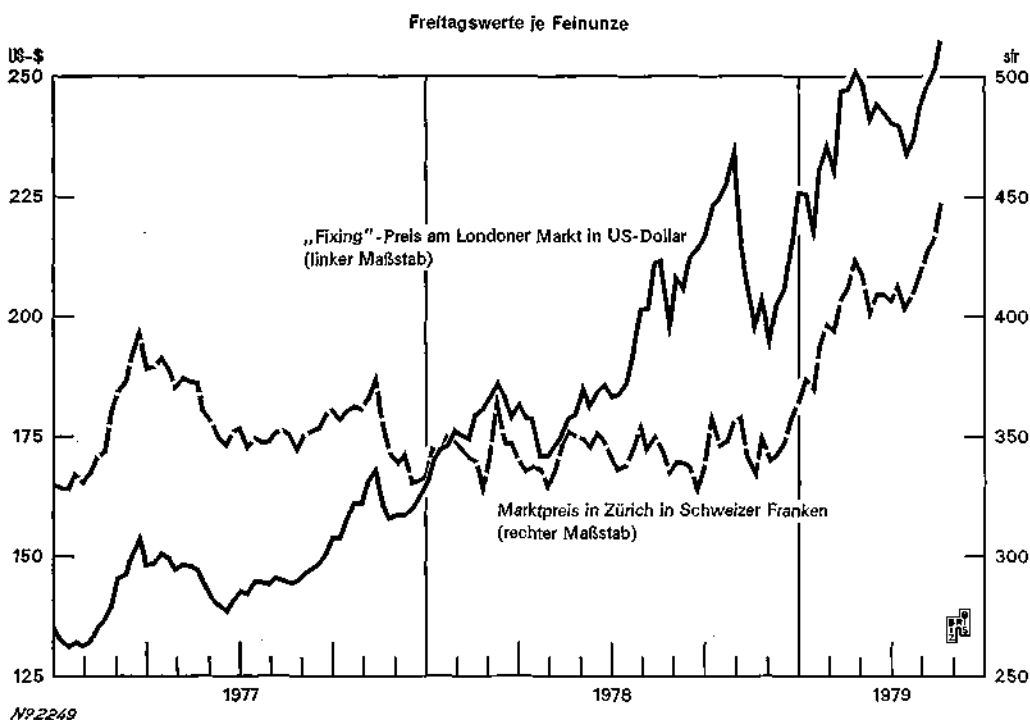
Dabei fielen die IWF-Marktverkäufe mit 184 t etwa ebenso hoch aus wie im Vorjahr. Die höhere aus offiziellen westlichen Quellen an den Markt abgegebene Goldmenge kann daher auf Verkäufe aus den Goldreserven bestimmter Länder zurückgeführt werden. Das größte Gewicht kam dabei dem Verkauf von 126 t durch das US-Schatzamt im Rahmen eines neuen Auktionsprogramms zu, das im Mai 1978 begann. Das ursprünglich aus sechs Auktionen zu 9,3 t bestehende Programm wurde in der Folge erweitert, wobei die angebotene Goldmenge im November auf 23,3 t und ab Dezember im Rahmen der am 1. November angekündigten Maßnahmen zur Stützung des Dollars auf 46,7 t pro Monat erhöht wurde. Angesichts der Festigung des Dollars auf den Devisenmärkten wurden die monatlichen Verkäufe im Mai 1979 wieder auf 23,3 t verringert. Weitere offizielle Goldverkäufe während des Jahres 1978 wurden von Portugal (62 t) und Indien (13 t) getätigt. Andererseits kam es während des Jahres zu offiziellen Goldkäufen durch einige Länder.

Die Tatsache, daß die Goldmärkte im Jahre 1978 ein um schätzungsweise 130 t höheres Angebot als im Jahr zuvor aufnehmen konnten, und dies bei rasch steigenden Dollarpreisen, war bezeichnend dafür, in welchem Maße die vornehmlich als Vertrauensverlust in den Dollar zu charakterisierende Währungskrise des vergangenen Jahres die nichtmonetäre Nachfrage nach diesem Metall erhöhte. Ein Gutteil dieser gesteigerten Nachfrage entfiel auf Münzen, wobei auf die Produktion von Krügerrand 192 t Gold entfielen gegenüber 104 t im Jahre 1977. Die nichtmonetäre Verwendung von Goldbarren stieg ebenfalls im vergangenen Jahr. Besonders stark war die Nachfrage seitens europäischer Käufer — wobei ein Teil des Goldes als Juwelen wieder exportiert wurde —, der USA sowie Japans, wo die für den Goldhandel Gebietsansässiger geltenden Beschränkungen aufgehoben wurden.

Bei der Entwicklung des Marktpreises für Gold im Berichtszeitraum lassen sich zwei Hauptphasen unterscheiden. Während der ersten, die ersten zehn Monate des Jahres 1978 umfassenden Phase folgten die Notierungen eher dem wechselnden Geschick des Dollars, wobei der Dollargoldpreis stark nach oben tendierte, was eindeutig mit dem international wachsenden Vertrauensverlust gegenüber dieser Währung verknüpft war. So erhöhte sich während dieses Zeitraums der Dollarpreis des Goldes auf dem

Londoner Markt um 48%, während sich seine Notierung in Schweizer Franken kaum änderte. In der zweiten Phase, die im Anschluß an die amerikanischen Maßnahmen vom 1. November 1978 einsetzte, stieg der Goldpreis — nach einer kurzen, aber heftigen Reaktion auf den früheren Anstieg — in allen Hauptwährungen als Reflex der politischen Ereignisse im Mittleren und Nahen Osten, der Erhöhung der Ölpreise und erneuter Inflationsängste erheblich. Ende Mai lagen die Dollarnotierungen für Gold wieder deutlich über ihrem Niveau von Ende Oktober 1978, während der Preis des Goldes in Schweizer Franken um etwa 30% gestiegen war.

Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1977-79



Während der ersten zwei Monate des Jahres 1978 trieb die Dollarschwäche den Preis am Londoner Markt von \$ 169 je Feinunze am Jahresbeginn auf \$ 190 am 8. März, der höchsten Notierung seit Dezember 1974. Die nachfolgende zeitweilige Festigung des Dollars leitete eine Gegenbewegung ein, und am 20. April — kurz nachdem das US-Schatzamt sein Versteigerungsprogramm angekündigt hatte — lag der Marktpreis wieder auf seinem Niveau von Anfang Januar. Im Mai setzte, unterstützt durch die Verringerung der in den monatlichen Auktionen des IWF angebotenen Goldmenge von 16,3 auf 14,6 t, wieder ein Aufwärtstrend ein, und gegen Monatsende erreichten die Notierungen \$ 185. Nach einer weiteren zeitweiligen Gegenbewegung vor dem Bremer und Bonner Gipfeltreffen setzte der Aufwärtstrend im Juli, als der Dollar wieder unter schweren Druck geriet, erneut kräftig ein, und gegen Mitte August hatten die Notierungen einen neuen Höhepunkt von nahezu \$ 216 erreicht.

Bei diesem Stand bewirkten weitere Stützungsmaßnahmen für den Dollar, einschließlich der Ankündigung erhöhter Goldverkäufe des US-Schatzamtes, vor Ende August ein Absinken des Marktpreises auf \$ 198. Jedoch zog die Nachfrage

im September bald wieder kräftig an. Als sich die Dollarkrise zuspitzte, wurden die Geschäfte auf dem Goldmarkt zunehmend hektisch, wobei die Tagesschwankungen der Notierungen mehrere Dollar ausmachten, und am 31. Oktober wurde ein neuer Höchstpreis von \$243,65 erreicht.

Das Maßnahmenpaket der US-Regierung vom 1. November, darunter die weitere Ausweitung der Goldverkäufe des US-Schatzamtes, leitete eine scharfe Umkehr des Aufwärtstrends der Goldpreise ein. Die Notierungen am Londoner Markt fielen in drei Geschäftstagen um \$30 auf \$208. Der Rückgang war indessen einmal mehr kurzlebig, und die Preise zogen Anfang Dezember nicht nur in Dollar gerechnet, sondern auch in allen anderen Währungen wieder an. Zu den Faktoren, die die Nachfrage nach Gold erhöhten, gehörten die Ereignisse in Kamputschea und Iran sowie die Entscheidung der OPEC von Mitte Dezember, die Ölpreise 1979 schrittweise anzuheben; diese Entscheidung ließ den Marktpreis in zwei Tagen von \$205 auf 220 klettern. Der Aufwärtstrend hielt auch 1979 an, als eine neuerliche Spekulationswelle den Goldpreis am 8. Februar auf einen neuen Gipfel von \$254 hochtrieb — ein Anstieg um 31% gegenüber Ende November; im selben Zeitraum stieg, wie die Graphik zeigt, der Preis in Schweizer Franken um etwa 25% und erreichte sein höchstes Niveau seit August 1975.

Die Februar-Höchststände konnten nicht gehalten werden, und in der darauffolgenden Gegenbewegung sanken die Notierungen bis zum 17. April auf knapp unter \$232 je Unze. Die Verlautbarung am nächsten Tag, das US-Schatzamt werde die bei seinen monatlichen Versteigerungen verkaufte Goldmenge halbieren, löste angesichts wachsender Sorge über die Ölsituation und die weltweite Inflation einen neuen Preisauftrieb aus. Als am 14. Mai die Verringerung der monatlichen Goldverkäufe des IWF von 14,6 auf 13,8 t bekanntgegeben wurde, ließ dies den Marktpreis über den Höhepunkt von Anfang Februar steigen, und am 25. Mai erreichten die Notierungen \$270 je Unze.

Währungsreserven und internationale Liquidität

Das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA bewirkte in Verbindung mit einer ansehnlichen Absatzbewegung offizieller und privater Gelder aus dem Dollar während des Jahres 1978 einen weiteren massiven Zuwachs der Weltwährungsreserven. Die gesamten erfaßten offiziellen Bestände an Gold (bewertet zu SZR 35 je Unze), Devisen, Sonderziehungsrechten und IWF-Reservepositionen vergrößerten sich, nach einer Erhöhung um \$60,5 Mrd. im Jahre 1977, im vergangenen Jahr um weitere \$44,4 Mrd. auf knapp \$363 Mrd. Ende Dezember. Das wiedererstarkende Vertrauen in den Dollar während der ersten Monate von 1979 hat anscheinend die Ausweitung der Weltwährungsreserven zum Stillstand gebracht. Die Umkehr früherer spekulativer Zuflüsse nach Deutschland, Japan und der Schweiz wirkte sich während der ersten vier Monate des Jahres in einem Abbau der zusammengefaßten Währungsreserven dieser Länder um über \$16 Mrd. aus. Hingegen fielen die Gesamtreserven der Zehnergruppe und der Schweiz während desselben Zeitraums um knapp über \$8 Mrd.

Die Verlangsamung des Reservenwachstums von 1977 auf 1978 muß vor dem Hintergrund zweier Faktoren gesehen werden, die, wenn auch in entgegengesetzten Richtungen, die Gesamtwerte für die beiden auf der nachfolgenden Tabelle angeführten Jahre erheblich bestimmten. Einerseits wird die Abschwächung im Jahre

Veränderung der Weltwährungsreserven 1976-78*

	Gold	Devisen	Reserve- position im IWF	SZR	Insgesamt
Millionen US-Dollar					
Zehnergruppe und Schweiz					
1976	— 260	5 870	4 345	15	9 970
1977	1 840	34 280	1 095	285	36 950
1978	2 715	34 890	— 2 590	50	34 965
Gesamtbetrag Ende 1978 . .	38 110	140 030	11 225	7 460	196 825
Übrige entwickelte Länder					
1976	— 240	550	400	125	585
1977	— 45	1 805	15	20	1 755
1978	225	10 980	320	275	11 800
Gesamtbetrag Ende 1978 . .	4 145	34 320	1 395	990	40 850
Entwicklungsländer (ohne Ölausfuhrländer)					
1976	— 90	11 025	— 135	110	10 690
1977	195	10 640	50	25	10 910
1978	285	11 710	395	260	12 670
Gesamtbetrag Ende 1978 . .	2 495	57 230	925	1 445	62 095
Öleinfuhrländer insgesamt					
1976	— 590	17 445	4 610	220	21 245
1977	1 990	46 725	1 160	260	49 615
1978	3 225	57 580	— 1 875	505	59 435
Gesamtbetrag Ende 1978 . .	44 750	231 580	13 545	9 895	299 770
Ölausfuhrländer					
1976	75	8 000	1 220	15	9 310
1977	— 40	10 595	205	85	10 845
1978	190	—14 615	— 770	185	—15 010
Gesamtbetrag Ende 1978 . .	1 680	55 030	5 785	670	63 165
Alle Länder					
1976	— 515	25 445	5 830	205	30 555
1977	1 950	57 320	1 365	175	60 460
1978	3 415	42 965	— 2 645	690	44 425
Gesamtbetrag Ende 1978 . .	46 430	286 610	19 330	10 565	362 935

* Einschließlich Bewertungsänderungen.

1978 durch eine buchhalterische Änderung in Saudi-Arabien überzeichnet, die sich in einer Verringerung der gemeldeten Reserven dieses Landes um \$5,3 Mrd. niederschlägt. Andererseits dürften Bewertungsänderungen infolge der Abwertung des US-Dollars die Zahlen für die Nichtdollarreserven 1978 um schätzungsweise \$10 Mrd. oder um nahezu 4 Mrd. mehr als im vorhergehenden Jahr überhöht haben. Bereinigt um die Effekte dieser beiden Faktoren hat sich der Zuwachs der Weltwährungsreserven schätzungsweise von \$54,2 Mrd. im Jahre 1977 auf \$34,4 Mrd. im Jahre 1978 bzw. von 21 auf 13% verlangsamt. Es darf hinzugefügt werden, daß diese bereinigten Zahlen das Ausmaß, in dem sich das Reservepolster sowohl 1977 wie 1978 erhöhte, zu niedrig angeben und auch den Gegensatz zwischen den beiden Jahren überzeichnen, da die Goldkomponente der Reserven auf der Basis eines konstanten SZR-Wertes bewertet wird. Eine Bewertung der Goldreserven zu Marktpreisen, die sich in beiden Jahren kräftig erhöhten, würde den Zuwachs der Weltwährungsreserven auf Dollarbasis 1977 um \$29,1 Mrd. und 1978 um nicht weniger als \$59,8 Mrd. erhöhen.

Bedeutsamer als das veränderte Tempo des Reservenwachstums waren die Verschiebungen seiner Verteilung unter den in der Tabelle angeführten Hauptländergruppen. Am auffallendsten bei dieser Entwicklung war vielleicht die Abnahme der Gesamtreserven der Ölausfuhrländer um \$ 15 Mrd. Selbst unter Berücksichtigung der obenerwähnten buchhalterischen Änderung in Saudi-Arabien stand dies im krassen Gegensatz zur Erhöhung der Währungsreserven dieser Länder um \$ 10,8 Mrd. im Jahre 1977.

Die Gesamtwährungsreserven der Öleinfuhrländer wuchsen, nach einer Erhöhung um \$ 49,6 Mrd. im Jahr 1977, mit \$ 59,4 Mrd. sogar rascher als zuvor. Diese Gewinne verteilten sich in mehrerer Hinsicht ganz unterschiedlich. Erstens konzentrierten sie sich viel stärker auf die drei Hauptüberschußländer. Deutschland, Japan und die Schweiz erhöhten ihre Währungsreserven um \$ 31,6 Mrd. und vereinigten so über die Hälfte der gesamten Reservengewinne der ölimportierenden Länder auf sich; 1977 hatten sich ihre zusammengefaßten Währungsreserven um \$ 12,4 Mrd. erhöht. Da die Reservenwachse dieser Länder in keiner Weise zahlungsbilanzbedingte Grenzen deren inneren Wirtschaftspolitik lockerten, sondern ihnen eher eine Geldpolitik aufdrängten, die sie aus rein binnenwirtschaftlichen Erwägungen nicht verfolgt hätten, dürfte die „unerwünschte“ Komponente des Wachstums der Weltwährungsreserven im letzten Jahr viel größer als 1977 gewesen sein.

Ein weiterer markanter Gegensatz zu 1977 trat in der Entwicklung der Reserven der übrigen Zehnergruppe auf. Sie stiegen um nur \$ 3,4 Mrd., das ist weniger als ein Siebtel des Wertes von 1977. Dies war im wesentlichen auf Großbritannien zurückzuführen, wo nach einer Zunahme um \$ 16,8 Mrd. im Jahre 1977 eine Abnahme der Währungsreserven um \$ 4 Mrd. im Jahre 1978 hingenommen wurde, eine Veränderung, die hauptsächlich durch die Rückzahlung von Auslandsschulden bedingt war. Andererseits konnten die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe ihre Reservepositionen zum ersten Mal seit der Ölkrise von 1973 aufgrund einer beträchtlich verbesserten Grundtendenz ihrer Zahlungsbilanzposition beachtlich aufstocken. Ihre offiziellen Währungsreserven, die Ende 1977 noch immer um \$ 2,6 Mrd. unter ihrem Niveau von Ende 1973 gelegen hatten, erhöhten sich um \$ 11,8 Mrd. oder 41%.

Kontinuität wies das Reservenwachstum der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer im Jahre 1978 auf. Ungeachtet einer erheblichen Verschlechterung ihrer zusammengefaßten Leistungsbilanz stiegen ihre offiziellen Reserven um \$ 12,7 Mrd. und damit deutlich stärker als in jedem der beiden vorhergehenden Jahre. So haben sich die Bruttowährungsreserven dieser Länder seit Ende 1975 mehr als verdoppelt. Die Hauptursache für den Anstieg im Jahre 1978 war die stärkere Inanspruchnahme internationaler Bankkredite; überdies hat die Kreditaufnahme dieser Länder insofern, als sie nicht in den USA erfolgte, dazu beigetragen, die Reservenwachse in den Industrieländern niedrig zu halten.

Was die Entwicklung in einzelnen Ländern angeht, so war die Abnahme der Reserven der Ölausfuhrländer ziemlich breit gestreut. Sogar die Bestände Saudi-Arabiens verzeichneten ohne die erwähnte buchhalterische Änderung einen Rückgang von \$ 5,3 Mrd. Die relativ stärksten Abgänge in dieser Gruppe traten bei Nigeria auf, dessen Währungsreserven von \$ 4,3 auf 1,9 Mrd. sanken, und bei Venezuela, dessen Bestände um etwa 20% zurückgingen. Die einzigen Ölausfuhrländer, deren

Währungsreserven einen beachtlichen Zuwachs erzielten, waren Algerien sowie Trinidad und Tobago.

Bei den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern entfielen auf die latein-amerikanischen Staaten, die auch die internationalen Banken am stärksten in Anspruch nahmen, \$7,6 Mrd. oder 60% des zusammengefaßten Reservenzugangs. Brasilien (\$3,9 Mrd.), Argentinien (\$1,8 Mrd.), Chile (\$0,7 Mrd.) und Kolumbien (\$0,6 Mrd.) verzeichneten die höchsten Reservengewinne. Die offiziellen Währungsreserven der asiatischen Entwicklungsländer wuchsen um \$4,1 Mrd., wobei Indien (\$1,6 Mrd.) und Singapur (\$1,3 Mrd.) am meisten von diesem Zuwachs profitierten.

Eine breite Streuung war auch bei den sehr beachtlichen Reservengewinnen der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz festzustellen. Spanien (\$4,2 Mrd.), Österreich (\$1,8 Mrd.), Dänemark (\$1,5 Mrd.), Israel (\$1,1 Mrd.) sowie Finnland und Norwegen (jeweils \$0,7 Mrd.) verbuchten die höchsten Zuwächse.

Innerhalb der Zehnergruppe wurden natürlich die stärksten Reservenzuwächse von Deutschland (\$13,7 Mrd.), Japan (\$10,2 Mrd.) und der Schweiz (\$7,7 Mrd.) registriert. Andererseits verzeichneten Großbritannien (vgl. S. 163) und die Niederlande (\$0,5 Mrd.) beachtliche Abnahmen ihrer offiziellen Währungsbestände. Der Dollarwert der offiziellen Währungsreserven der USA erhöhte sich geringfügig um \$0,2 Mrd. Deren IWF-Reserveposition und SZR-Bestände sanken um \$5 Mrd., aber dies wurde mehr als ausgeglichen durch den Zuwachs der Devisenreserven von nahezu Null auf \$4,4 Mrd., der auf offizielle Fremdwährungskreditaufnahmen und eine durch die Abwertung des Dollars gegenüber dem SZR bedingte Zunahme des Dollarwerts ihrer Goldreserven (bewertet zu SZR 35 je Unze) um \$0,8 Mrd. zurückging.

Was den Anteil der einzelnen Reservearten am Reservenwachstum im vergangenen Jahr betrifft, so nahm die Aufstockung der offiziellen Devisenbestände einen noch größeren Umfang an als in den vorangegangenen Jahren. Der erfaßte Zuwachs der Devisenbestände belief sich bei einem Wachstum der Weltwährungsreserven von \$44,4 auf knapp 43 Mrd. (einschließlich Bewertungsänderungen von \$4,6 Mrd.). Bezüglich der Anlageform zeigte der letztjährige Zuwachs der gesamten Devisenreserven zwei wesentliche Merkmale: Ein größerer Anteil wurde in den USA in Dollar angelegt, aber gleichzeitig wurde nahezu der gesamte Zuwachs an Reserven außerhalb der USA in Nichtdollarwährungen gehalten. Diese Trends treten am deutlichsten hervor, wenn man das Gesamtwachstum der Devisenreserven im Jahre 1978 auf \$48,3 Mrd. veranschlagt, d.h. unter Einbeziehung jenes Teils der offiziellen Währungsreserven von Saudi-Arabien, der wie gesagt in den erfaßten Währungsreserven dieses Landes infolge einer buchhalterischen Änderung nicht enthalten ist.

So gesehen wurden 1978 \$30,2 Mrd. des bereinigten Wachstums der gesamten Devisenreserven in Höhe von \$48,3 Mrd. in den USA in Dollar angelegt, gegenüber \$34,1 Mrd. der Zunahme von \$57,3 Mrd. im Jahre 1977. Außerhalb der USA stiegen die gemeldeten offiziellen Einlagen auf dem Eurowährungsmarkt mit \$10,3 Mrd. etwa ebenso stark wie 1977. Nach einem Zuwachs um \$2,6 Mrd. im Jahre 1977 erhöhten sich die erfaßten offiziellen Bestände an Nichtdollarwährungen auf ihren

nationalen Märkten um \$6,4 Mrd., wovon \$4,4 Mrd. auf die Aufstockung der Devisenreserven der USA entfielen. Beinahe der gesamte erfaßte Zuwachs von etwa \$10 Mrd. an offiziellen Eurowährungseinlagen im vergangenen Jahr entfiel überdies wohl auf Nichtdollarwährungen, vornehmlich D-Mark, Schweizer Franken und Yen, freilich mit einer geringeren Zunahme offizieller Bestände an einigen anderen Währungen. Anders ausgedrückt: nahezu der gesamte erfaßte Zuwachs der Devisenreserven außerhalb der USA in Höhe von \$16,7 Mrd. erfolgte offenbar in Nichtdollarwährungen. Läßt man den Anstieg der Devisenreserven der USA außer acht, so entfiel das verbleibende Wachstum der Nichtdollarreserven von \$12,3 Mrd. hauptsächlich auf die Länder außerhalb der Zehnergruppe und dürfte auch einen sehr großen Anteil an der Gesamtausweitung der offiziellen Devisenreserven dieser Länder von \$13,4 Mrd. gehabt haben. Gleichzeitig führte die Diversifizierung der Währungsreserven zur Erhöhung der Gesamtreserven, da die Überschußländer, die ihre Währung dem Ausland zuführten, dafür Zugänge bei ihren eigenen Dollarbeständen aufwiesen.

Was andere Arten von Reserveaktiva betrifft, so erhöhte sich ihr Gesamtumfang 1978 nur um \$1,5 Mrd. In der Tat kam es ohne Berücksichtigung von Bewertungsänderungen sogar zu einem Rückgang um \$4 Mrd. Die gesamten offiziellen Goldreserven erhöhten sich 1978 um \$3,4 Mrd., wovon Bewertungsänderungen \$3,1 Mrd. auf sich vereinigten. Der mengenmäßige Zuwachs belief sich auf 202 t oder \$0,3 Mrd. Die Hauptdeterminanten der Goldreserven der Länder im vergangenen Jahr waren: die Übertragung von 233 t des Internationalen Währungsfonds, wovon 190 t im Rahmen des Goldrestitutionsprogramms des Fonds und der Rest mittels Verkäufen an Entwicklungsländer erfolgten; ein Transfer von 65 t vorher nicht in Japans Goldreserven eingerechneten Goldes vom japanischen Finanzministerium an die Bank von Japan; sowie Marktverkäufe von 126 bzw. 62 t durch das US-Schatzamt und die Bank von Portugal.

Die gesamten IWF-Reservepositionen der Länder sanken im vergangenen Jahr um \$2,6 Mrd. und nahmen damit zum ersten Mal seit 1972 ab. Ohne Bewertungsänderungen stellte sich der Rückgang auf \$4,2 Mrd. Dieser Trend läßt sich zum Teil auf eine Verringerung der gesamten ausstehenden Fondskredite und teilweise auf die Tatsache zurückführen, daß ein beachtlicher Teil der letztjährigen Rückzahlungen an den Fonds die Nettoschuldnerpositionen der betreffenden Länder verringerte, womit sie aber noch nicht über eine Nettoforderungsposition beim Fonds verfügten.

Die Rückkäufe durch Mitglieder des Fonds beliefen sich 1978 auf SZR 4,8 Mrd. und die neuen Ziehungen auf SZR 3,7 Mrd. Die größten Einzelrückkäufe tätigten Großbritannien (SZR 1,5 Mrd.) sowie Italien (SZR 1 Mrd.), während nichtölproduzierende Entwicklungsländer darüber hinaus insgesamt SZR 1,6 Mrd. zurückkauften. Bei den Ziehungen war die größte Transaktion die der USA im November 1978 in Höhe von SZR 2,3 Mrd.; den Großteil des Restes vereinigten neue Ziehungen der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer im Gesamtwert von nahezu SZR 1 Mrd. auf sich.

Der Dollarwert der gesamten SZR-Bestände der Länder erhöhte sich im Jahresverlauf 1978 um \$0,7 Mrd.; bereinigt um Bewertungseffekte zeigten sie indessen keine Änderung. Es bleibt hinzuzufügen, daß sich der Gesamtbetrag der zwischen den

Fondsmitgliedern transferierten SZR, einschließlich der Übertragungen von den USA an Deutschland und Japan von SZR 0,6 bzw. 0,5 Mrd. im November 1978, von SZR 0,7 Mrd. 1977 auf SZR 1,8 Mrd. 1978 erhöhte.

Es sollten auch verschiedene Entwicklungen während der Berichtsperiode erwähnt werden, die die Mittel des Fonds sehr beträchtlich steigerten oder noch steigern werden. Die sechste allgemeine Quotenerhöhung, die deren Gesamtbetrag von SZR 29,2 auf 39 Mrd. an hob, trat im März 1978 in Kraft; die siebte allgemeine Quotenüberprüfung ging im Dezember 1978 mit einem nun den Mitgliedsregierungen zur Ratifizierung vorliegenden Beschluß zu Ende, die Quoten beim Fonds um weitere 50% auf SZR 58,6 Mrd. zu erhöhen; und im Februar 1979 trat die „Zusätzliche Finanzierungsvorkehrung“ in Höhe von SZR 7,8 Mrd. in Kraft. Sie wurde zum Nutzen jener Länder eingerichtet, deren Zahlungsbilanzungleichgewichte im Verhältnis zu ihren Quoten hoch sind und zu ihrer Korrektur eine relativ lange Zeit erfordern.

Schließlich beschlossen die Mitglieder des Fonds im Dezember 1978 die Zuteilung von Sonderziehungsrechten im Umfang von SZR 4 Mrd. pro Jahr für die Jahre 1979–81. Die erste Zuteilung erfolgte im Januar 1979.

In den ersten Monaten von 1979 scheint sich das Wachstum der Weltwährungsreserven beträchtlich abgeschwächt zu haben. Mit der Festigung des Vertrauens in den Dollar kehrten sich die Zuflüsse von Fluchtgeldern um, die die Währungsreserven von Deutschland, Japan und der Schweiz 1978 mehrmals hatten anschwellen lassen, und die zusammengefaßten Währungsreserven dieser drei Länder nahmen während der ersten vier Monate des Jahres 1979 um \$16,3 Mrd. ab. Bei den übrigen Zehnergruppenländern erhöhten sich die Währungsreserven um \$8,2 Mrd. Die Reserven der USA erhöhten sich größtenteils als Folge zusätzlicher Kreditaufnahmen des US-Schatzamtes auf den ausländischen Kapitalmärkten um \$2,8 Mrd. Auch Italien, Großbritannien und Frankreich verzeichneten ansehnliche Gewinne.

Die gegenwärtige internationale Liquiditätslage

Das rasche Wachstum der Weltwährungsreserven in den letzten Jahren hat Anlaß zur Besorgnis gegeben, das gegenwärtige Niveau der internationalen Liquidität könnte die Inflation in der Weltwirtschaft wieder anheizen. Auf den ersten Blick scheinen sich diese Befürchtungen durch das kräftige Anziehen der internationalen Rohstoffpreise und die erneute Verschärfung der binnenwirtschaftlichen Inflation schon bestätigt zu haben. Ist diese Beschleunigung des Preisauftriebs nur zufällig? Oder wirkt sich das gegenwärtige Niveau der Währungsreserven schon zu expansiv aus, was bei einer allgemeineren Rückkehr der Industriestaaten zu Vollbeschäftigungsbedingungen noch deutlicher werden könnte?

Der in der Tabelle auf Seite 162 angeführte Gesamtbetrag der Ende 1978 erfaßten Währungsreserven von \$363 Mrd. machte in der Tat etwa das Doppelte der entsprechenden Zahl von \$183 Mrd. für Ende 1973 aus. Es gibt zwei Gründe, die zur Beunruhigung über das Wachstum der Weltwährungsreserven seit Ende 1973 Anlaß gaben: Erstens folgte dieses Wachstum auf eine mit 133% sogar noch kräftigere Ausweitung der Gesamtreserven in den vier vorhergehenden Jahren; zweitens beschleunigte sich das Wachstum der Währungsreserven im Verlauf der letzten fünf

Jahre von jahresdurchschnittlich etwa \$25 Mrd. (1974-76) auf über \$50 Mrd. (1977/78).

Die Angaben über die globalen Reserven allein geben indessen noch nicht den ganzen Sachverhalt wieder. Sie können nur vor dem Hintergrund bestimmter anderer Faktoren beurteilt werden, wozu die länderweise Aufteilung des Zuwachses und dessen Entstehungsquellen gehören. Was den ersten dieser Faktoren angeht, so zeigt die Tabelle auf Seite 162, daß die Bruttoreserven der ölimportierenden Länder in den vergangenen drei Jahren von \$130 auf knapp 300 Mrd. zunahmen, während das Reservenwachstum von 1974 auf 1975 im wesentlichen auf den Zahlungsbilanzüberschuß der Ölausfuhrländer zurückging. Was die Herkunft des Reservenwachstums betrifft, so belief sich nach einem geringen Überschuß während der Jahre 1974-76 das Leistungsbilanzdefizit der USA 1977/78 zuzüglich ihrer gesamten Nettodirektinvestitionen in der übrigen Welt auf etwa \$50 Mrd. Das heißt, daß im Gegensatz zu 1974-76 etwa die Hälfte des Reservenzuwachses von 1977 und 1978 aus Quellen stammte, die die Nettoliquidität der übrigen Welt ohne einen Gegenposten beim Zuwachs der Auslandsverschuldung erhöhten. Vor allem dieser Zuwachs bei den Reserven der ölimportierenden Länder und das Ausmaß, in dem er aus dem Grundbilanzdefizit der amerikanischen Zahlungsbilanz gespeist wurde, liegen im Brennpunkt der gegenwärtigen Besorgnis. Wie sehen diese Zuwächse nach einzelnen Gruppen von Öleinfuhrländern betrachtet aus?

Jene Gruppe, die während der letzten drei Jahre mit 123% den stärksten relativen Zuwachs an Bruttoreserven erzielt hat, ist die der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer. Indessen folgte dies auf zwei einer Stagnation gleichkommende Jahre, so daß die Währungsreserven dieser Länder von Ende 1973 bis Ende 1978 von 37 auf 34% ihrer gesamten Einfuhren zurückgingen. Gleichzeitig stieg ihre Auslandsverschuldung rasch an. Die identifizierten Bruttoverbindlichkeiten der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer erhöhten sich allein gegenüber dem internationalen Bankensektor um \$85 Mrd. Infolgedessen nahm der Schuldendienst, ob nun gemessen an den Exporten, am Bruttosozialprodukt oder an den Währungsreserven, deutlich zu. Anders ausgedrückt: Wenn sich auch die Reserveposition dieser Ländergruppe seit 1975 sicherlich entspannt hat, so doch von einer niedrigen Ausgangsbasis aus und weit weniger, als die Auslandsverschuldung seit Ende 1973 zugenommen hat.

Das gleiche wie für die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer gilt auch für die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe. Das Verhältnis der Gesamtwährungsreserven dieser Länder zu den Einfuhren war Ende vergangenen Jahres nicht höher als bei den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern und 14 Prozentpunkte niedriger als Ende 1973. Überdies war die Zunahme der Bruttoreservepositionen dieser Länder im vergangenen Jahr um \$11,8 Mrd. die erste nennenswerte seit den Ölpreiserhöhungen von 1973 und viel geringer als der Anstieg ihrer Auslandsverschuldung im Verlauf der vergangenen fünf Jahre.

Zu betrachten ist noch die Zehnergruppe einschließlich der Schweiz, aber ohne die USA, die wegen der Reserverolle des Dollars einen Sonderfall darstellen. In dieser Gruppe muß man zwischen den drei Ländern mit sehr starken Zahlungsbilanzpositionen, d.h. Deutschland, Japan und der Schweiz, sowie den übrigen sieben unterscheiden. Die Lage der letzteren Länder gleicht jener der

entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe. Das einzige Jahr seit 1973, in dem deren zusammengefaßte Reserven erheblich stiegen, war 1977, als sie einen Zuwachs von etwa \$ 23 Mrd. verzeichneten; infolgedessen nahm der Anteil ihrer Reserven gemessen an den Einfuhren im Verlauf der vergangenen fünf Jahre von 22 auf unter 18% ab, den bei weitem niedrigsten Wert für eine Ländergruppe. Auch bei ihnen ging mit Ausnahme Belgien-Luxemburgs und der Niederlande der Zuwachs der offiziellen Währungsreserven mit einer gleich großen oder manchmal viel stärkeren Erhöhung der Auslandsverschuldung einher.

Was die drei hauptsächlich Leistungsbilanzüberschußländer der ölexportierenden Welt — Deutschland, Japan und die Schweiz — betrifft, so sind sie die einzige Gruppe, die eindeutig über reichliche Währungsreserven verfügt und im Hinblick auf das binnenwirtschaftliche Wachstum weder tatsächlichen noch möglichen außenwirtschaftlichen Zwängen unterworfen ist. Ein sehr beträchtlicher Anteil der Reservenzuwächse dieser Länder in den Jahren 1977/78 stammte indessen nicht aus Überschüssen ihrer Grundbilanzen, sondern war insofern „geborgt“ und „vorübergehend“, als den Gegenposten hierzu kurzfristige, aus dem mangelnden Vertrauen in den Dollar rührende Kapitalzuflüsse bildeten. In letzter Zeit kehrten sich diese Zuflüsse und die damit verbundenen Reservenzuwächse zum Teil um, so daß während der ersten vier Monate 1979 die zusammengefaßten Währungsreserven dieser drei Länder um über \$ 16 Mrd. zurückgingen.

Welche Schlüsse lassen sich aus diesem Überblick über die Entwicklung der Weltwährungsreserven in den letzten Jahren ziehen? Erstens, daß die Beschleunigung des globalen Reservenwachstums in den Jahren 1977 und 1978 sicherlich mit einem ziemlich weit gestreuten Zuwachs des Reservenpolsters der ölexportierenden Länder außerhalb der USA verknüpft war. Zweitens, daß diese größere Entspannung der Reserveposition größtenteils aus dem Grundbilanzdefizit der amerikanischen Zahlungsbilanz resultierte. Drittens, daß diese Entwicklungen die ölexportierenden Länder mit wenigen Ausnahmen sowohl gemessen an den Importen wie an der Auslandsverschuldung in einer unbehaglicheren Reserveposition als Ende 1973 gelassen haben. Wie steht es aber mit den wenigen Ländern — im wesentlichen den drei Zehnergruppenmitgliedern, die hohe und hartnäckige Zahlungsüberschüsse aufweisen —, die die Ausnahme zu dieser allgemeinen Feststellung bilden? Stellen ihre Reserven eine inflationäre Gefahr für das Währungssystem dar? In diesem Zusammenhang sind besonders zwei Gesichtspunkte entscheidend: Erstens bedeutet die ständige Aufforderung an diese Länder, ihre Importausgaben zu erhöhen, nicht, daß sich die übrige Welt durch eine von daher kommende Inflation bedroht fühlt; zweitens versetzte — wie schon erwähnt — die jüngste Festigung des Dollars diese Länder in die Lage, sowohl das Wachstum ihrer Währungsreserven als auch ihrer inländischen Geldmenge zu verlangsamen, das aus spekulativen Kapitalzuflüssen gespeist wurde und Ende vergangenen Jahres zeitweilig als mögliche Inflationsgefahr für ihre Wirtschaft erschien.

Der rasche Anstieg der Währungsreserven der ölexportierenden Länder seit 1975 hat daher anscheinend im allgemeinen nicht zu einem übermäßigen Reserveangebot in diesen Ländern geführt. Zusätzlich erwähnenswert ist freilich, daß sich das Reservepolster um mehr als das in den Reservestatistiken erscheinende Ausmaß vergrößert hat. Zum Teil ist dies durch den raschen Anstieg des Marktpreises von

Gold bedingt, was sich gewiß auf die Reserveposition der Länder mit den größten Goldbeständen ausgewirkt hat. Die der inländischen Wirtschaftspolitik von der Zahlungsbilanz gesetzten Grenzen hängen daneben vom Umfang der verfügbaren Kredite wie vom Bestand an Währungsreserven ab. Die Konditionen für Kreditnehmer haben sich auf dem internationalen Markt für Bankkredite während der vergangenen zwei Jahre infolge des Zusammentreffens des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits mit schrumpfenden öleinfuhrbedingten Zahlungsbilanzdefiziten außerhalb der USA und einer in mehreren Industrieländern relativ flauen inländischen Kreditnachfrage sehr vorteilhaft entwickelt. Überdies könnte in der Tat bei Betrachtung der zukünftigen Entwicklung Anlaß zur Besorgnis über das Niveau der internationalen Liquidität entstehen, wenn das Reservenwachstum weiter die Zuwachsraten der Jahre 1977 und 1978 erreichen und — aus denselben Gründen — der Käufermarkt für Bankkredite anhalten sollte. Die Rückkehr des Vertrauens in den Dollar hat bereits über ihre Wirkungen auf die internationalen Kapitalströme das Wachstum der Weltwährungsreserven verlangsamt. Die wichtigste Voraussetzung zur zukünftigen Vermeidung einer Überliquidität besteht sicherlich in der Aufrechterhaltung eines auf eine stärkere amerikanische Zahlungsbilanzposition gestützten Vertrauens in den Dollar.

Probleme könnten auch auftauchen, wenn die Anlagestruktur der Reserven bedeutend von den Präferenzen der Anleger abweichen würde. Wenn z.B., wie im Vorjahr in gewissem Umfang geschehen, einige Länder plötzlich den Dollaranteil ihrer Währungsreserven abbauen wollten, würde dies zusätzliche Kapitalabflüsse aus den USA nach sich ziehen, und es würden entsprechende liquiditätsschöpfende Wirkungen in der übrigen Welt und destabilisierende Effekte bei den Wechselkursen eintreten. Solche Verschiebungen der Präferenzen sind nicht zu trennen von der amerikanischen Wirtschaftspolitik und der Verfassung der amerikanischen Zahlungsbilanz. Mit anderen Worten: die Stabilität der Anlagestruktur der Weltwährungsreserven wird ebenso wie ihr Gesamtwachstum stark von der Politik der amerikanischen Regierung bestimmt.

VIII. 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 Zehnergruppe 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.

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 monatlichen Sitzungen der Zentralbankpräsidenten vorbereitet; eine Gruppe von Spezialisten für Fragen in bezug auf die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten (diese Gruppe, die seit Anfang 1976 in ihrer Zusammensetzung gelegentlich auf Vertreter aus den EG-Ländern beschränkt ist und zu anderen Zeiten um Teilnehmer aus anderen Industrieländern erweitert wird, die im allgemeinen Mitglieder der Zehnergruppe sind, überprüft insbesondere monatlich den Ablauf des Konzertierungsverfahrens unter den Zentralbanken); eine Gruppe, die beauftragt ist, mindestens zweimal im Jahr 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 EG-Staaten eingesetzten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß der EWG als auch dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich).

Diese Ausschüsse und Gruppen waren 1978/79 besonders aktiv, was auf die umfangreichen Arbeiten in Verbindung mit der Errichtung des Europäischen Währungssystems zurückzuführen war. Im Anschluß an die Entscheidung der Staats- und Regierungschefs der EG-Länder von Anfang Juli 1978, ein Währungssystem zu

schaffen, das zu einer Zone der Stabilität in Europa führen soll, verstärkten der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten und der Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit, deren Zuständigkeiten und Funktionen eng ineinander verzahnt sind und sich ergänzen, ihre Beratungen mit dem Ziel, die Vereinbarungen und Beschlüsse über die Arbeitsweise des Europäischen Währungssystems und die notwendigen Anpassungen des kurzfristigen gegenseitigen Währungsbeistands innerhalb weniger Monate zum Abschluß zu bringen. Für die Vorarbeiten, die in der Hauptsache von den Stellvertretern der Zentralbankpräsidenten und der im vorangehenden Absatz genannten Gruppe der Devisenmarktexperten geleistet wurden, waren eine Vielzahl von Sitzungen notwendig, von denen die meisten in Basel abgehalten wurden.

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. Sie nahm auch als Beobachter an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe und der Schweiz sowie deren Stellvertreter teil. Darüber hinaus erfüllt sie nach wie vor den Auftrag der Minister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe 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 stellt sie das Sekretariat des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe im Dezember 1974 eingesetzt haben. Darüber hinaus hat die Bank auf Ersuchen der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe und der Schweiz ein Handbuch mit dem Titel „Manual on Statistics compiled by International Organisations on Countries' External Indebtedness“ unter Mitwirkung der anderen beteiligten Organisationen verfaßt.

Schließlich stellte die Bank nach wie vor das Sekretariat für den Ausschuß der EDV-Fachleute der Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz. Die Gruppe untersuchte im Verlauf des Jahres die Anwendung der elektronischen Datenverarbeitung eines jeden Mitglieds und nahm eine Bestandsaufnahme der eingesetzten Hard- und Software vor. Der Schwerpunkt ihrer Bemühungen lag freilich in einer allgemeinen Analyse der in den größeren Ländern bestehenden Systeme der elektronischen Zahlungsabwicklung und dem Versuch, deren wahrscheinliche Entwicklung im Lichte des neuesten technologischen Fortschritts und der Beurteilung des gegenwärtigen Standes durch den Finanzsektor abzuschätzen. In diesem Zusammenhang wurden nach wie vor die Arbeiten der International Standards Organisation auf dem Gebiet der Informationsübertragung mit Interesse verfolgt. Die Planung und Entwicklung der Datenbank für die BIZ und die Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz lief weiter, so daß mit der Inbetriebnahme der EDV-Anlage im Gebäude der Bank im Schlußquartal 1979 die Voraussetzungen für den raschen Austausch monetärer und ökonomischer Zeitreihen zwischen den beteiligten Institutionen gegeben sein werden.

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1979 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

* * *

Die Bilanzsumme per 31. März 1979 übertraf erstmals die 70-Milliarden-Marke und erreichte
 gegenüber einer Vorjahressumme von
 Der Zuwachs von
 (18,7%) ist absolut etwas größer als der des vorangegangenen Geschäftsjahres (Fr. 10 488 Mio.), liegt relativ jedoch darunter (21,5%).

Fr. 70 408 614 197

Fr. 59 334 066 542

Fr. 11 074 547 655

Der Anstieg des Goldfrankenwerts einiger Währungen trug nur geringfügig zur Zunahme der Bilanzsumme bei; im wesentlichen handelte es sich dabei um die Deutsche Mark, als Folge der Anhebung ihres Leitkurses innerhalb des Europäischen Wechselkursverbands im Oktober 1978, und den Schweizer Franken.

Die Summe des Monatsausweises erhöhte sich von April bis Ende November 1978 insgesamt nur wenig mit recht starken Schwankungen in beiden Richtungen; danach war die Zunahme stetiger und deutlich stärker ausgeprägt.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme		Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent	
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	
1979	70 409	+ 11 075	+ 19	

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;
- Buchungsvorgänge, die sich aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit im Zusammenhang mit der Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen sowie dem Europäischen Währungssystem ergeben;
- das für Rechnung von Einlegern verwahrte Gold (am Ende des Geschäftsjahres Fr. 1020 Mio., verglichen mit Fr. 1018 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
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	556	43 426
1977*	1 373	46 934	539	48 846
1978*	1 493	57 150	691	59 334
1979*	1 634	67 967	808	70 409

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

A. Kapital, Reserven 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.

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. 56,4 Mio. aus dem Reingewinn von 1978/79 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) Fr. 576 247 193
verglichen mit vorher Fr. 519,8 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 8 Mio. aus dem Reingewinn von 1978/79 Fr. 83 175 781

verglichen mit vorher Fr. 75,2 Mio. Der Betrag dieses Reservefonds wird demnach ein wenig höher sein als der Goldfrankenwert einer Dividende von sfr 110 je Aktie (vgl. Position d) unten) auf der Basis des Wertes des Schweizer Frankens am 31. März 1979.

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 76,6 Mio. aus dem Reingewinn von 1978/79 Fr. 643 718 200
verglichen mit vorher Fr. 567,1 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1978/79 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 1 333 211 487
verglichen mit vorher Fr. 1 192,2 Mio. (Erhöhung: Fr. 141 Mio. gegenüber Fr. 120 Mio. in jedem der zwei vorangegangenen Geschäftsjahre 1976/77 und 1977/78).

c) Verschiedenes Fr. 728 127 378

verglichen mit vorher Fr. 595,4 Mio. (Erhöhung: Fr. 132,7 Mio.). Diese Position enthält jetzt die Rückstellung für Gebäudezwecke, die seit 31. März 1967 gesondert ausgewiesen worden war.

d) Gewinn- und Verlustrechnung (vor Gewinnverwendung) Fr. 220 576 151

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1978/79. Er liegt um Fr. 29,5 Mio. über dem des vorangegangenen Geschäftsjahres, der mit 191,1 Mio. bereits um 23,2 Mio. höher war als der Reingewinn des Geschäftsjahres 1976/77. Die detaillierten Vorschläge gemäß Artikel 51 der Statuten zur Verwendung des Reingewinns von 1978/79 sind in Abschnitt 7 dieses Kapitels enthalten; diese Vorschläge, auf die bereits mehrfach im Zusammenhang mit den Reserven Bezug genommen worden ist, sehen insbesondere die Verwendung von Fr. 79 576 151 (Vorjahr: Fr. 71 050 134) für die am 1. Juli 1979 zu zahlende Dividende von sfr 110 je Aktie vor; die Dividende je Aktie in Schweizer Franken ist ebenso hoch wie im vorangegangenen Geschäftsjahr, während sie in Goldfranken gerechnet um 12% höher ist.

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
	1978	1979	
Millionen Franken			
Einlagen von Zentralbanken	56 360	65 790	+ 9 430
Einlagen von anderen Einlegern	790	2 177	+ 1 387
Zusammen	57 150	67 967	+ 10 817

Die Erhöhung der „Einlagen von Zentralbanken“ war wiederum sehr ausgeprägt, wenn sie auch prozentual merklich geringer war als im vorangegangenen Geschäftsjahr (9 430 Mio. und 16,7% gegenüber 10 466 Mio. und 22,8%); der Zuwachs bestand auch diesmal wieder hauptsächlich aus US-Dollar, wovon ein geringer Teil an das Sonderziehungsrecht indexgebunden war, jedoch verzeichneten auch Einlagen in Deutscher Mark eine beträchtliche weitere Zunahme; die Einlagen in Schweizer Franken gingen demgegenüber trotz des obenerwähnten höheren Goldfrankenwerts des Schweizer Frankens zurück. Die Bewegungen der Einlagen in anderen Währungen waren vergleichsweise gering und glichen einander völlig aus.

Während die „Einlagen von anderen Einlegern“ im vorangegangenen Geschäftsjahr leicht zurückgegangen waren, nahmen sie im vergangenen Jahr sehr stark zu, wobei sich der Einlagenbestand fast verdreifachte. In dieser Veränderung schlägt sich der Zugang neuer an das Sonderziehungsrecht indexgebundener Einlagen in US-Dollar von internationalen Institutionen nieder; demgegenüber verringerte sich die Höhe der Einlagen in Schweizer Franken etwas, da die Erhöhung ihres Wertes in Goldfranken unter dem Betrag der Nettorückzahlungen lag.

Zum ersten Mal seit mehreren Jahren verringerte sich der dominierende Anteil der „Einlagen von Zentralbanken“ an den gesamten Fremdmitteln — wenn auch nur geringfügig — von 98,6 auf 96,8%, während sich jener der „Einlagen von anderen Einlegern“ entsprechend 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
	1978	1979		1978	1979		1978	1979	
Millionen Franken									
Auf Sicht	3 708	3 941	+ 233	1 235	928	— 307	4 943	4 869	— 74
Bis zu 3 Monaten . . .	159	49	— 110	37 918	48 797	+ 10 879	38 077	48 846	+ 10 769
Mehr als 3 Monate . . .	91	9	— 82	14 039	14 243	+ 204	14 130	14 252	+ 122
Zusammen	3 958	3 999	+ 41	53 192	63 968	+ 10 776	67 150	67 967	+ 10 817

Der Anteil der Währungseinlagen an den gesamten Fremdmitteln erhöhte sich weiter von 93,1 auf 94,1%, während jener der Goldeinlagen entsprechend zurückging.

Was die Laufzeit betrifft, so erhöhte sich der Anteil der Termineinlagen an den Gesamteinlagen von 91,4 auf 92,8%, während jener der Sichteinlagen sich entsprechend verringerte.

a) Goldeinlagen

Fr. 3 998 764 421

verglichen mit vorher Fr. 3 958 Mio.; der Zuwachs beträgt Fr. 41 Mio., womit er recht beträchtlich unter der Zunahme im vorangegangenen Geschäftsjahr liegt (Fr. 393 Mio.); die Erhöhung der Sichteinlagen war teilweise auf den Zugang neuer derartiger Einlagen zurückzuführen und teilweise auf eine Verringerung der mit Zentralbanken gegen Währungen abgeschlossenen Goldswaps (per Kassa erhalten), wobei die Zentralbanken das zurückerhaltene Gold auf Sichtkonten bei der Bank beließen; der insbesondere prozentual ausgeprägte Rückgang bei den Einlagen bis zu drei Monaten war auf die Rückzahlung fällig werdender Termineinlagen zurückzuführen, wobei sich die Möglichkeit der Bank für eine Verwendung von Gold in dieser Form weiter verringerte. Die Position der Einlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten wurde mit der Rückzahlung einer fällig werdenden Einlage, die für eine recht lange Zeit bei der Bank gehalten worden war, praktisch liquidiert.

b) Währungseinlagen

Fr. 63 968 231 635

verglichen mit vorher Fr. 53 192 Mio. Diese Position, die bei weitem bedeutendste auf der Passivseite, verzeichnete demnach mit 10 776 Mio. oder 20,3% eine sehr beträchtliche Zunahme, die in etwa mit jener im vorangegangenen Geschäftsjahr vergleichbar ist (9 823 Mio. oder 22,7%); der Zuwachs entspricht dem der Mittel bis zu drei Monaten, während die Abnahme der Sichteinlagen von etwa derselben Größenordnung war wie die Erhöhung der Einlagen von mehr als drei Monaten.

AKTIVA (MITTELVЕРWENDUNG)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1978	1979	
Millionen Franken			
Kassenmittel			
Gold	5 069	4 987	— 82
Währungen	329 5 398	93 5 080	— 236 — 318
Schatzwechsel (Währungen)	288	1 284	+ 996
Terminguthaben und Kredite			
Währungen	50 253	58 677	+ 8 424
Sonstige Wertpapiere (Währungen)	2 456	4 258	+ 1 802
Zusammen			
Gold	5 069	4 987	— 82
Währungen	53 326 58 395	64 312 69 299	+ 10 986 10 904

a) Gold Fr. 4 986 630 778

verglichen mit vorher Fr. 5 069 Mio. Die leichte Abnahme der Goldbestände um Fr. 82 Mio. war weitgehend auf die Rückzahlung verschiedener bei der Bank gehaltener Termineinlagen sowie auf Verkäufe der Bank am Markt zurückzuführen; diese Verkäufe erfolgten im Anschluß an Käufe der Bank von Gold entsprechenden Gewichts durch Belastung des entsprechenden Sichtkontos für Gold.

Andererseits sind seit Juni 1978 keine Goldbestände der Bank mehr verpfändet, während am 31. März 1978 — wie damals in Anmerkung 3 zur Bilanz angegeben — ein Teil ihrer Bestände (129 Mio.) noch verpfändet war.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 93 013 952

verglichen mit vorher Fr. 329 Mio.; die Abnahme um Fr. 236 Mio. beruhte auf dem Abzug von Mitteln, die der Bank kurzfristig zuzugingen und von ihr als Kassenbestand zu halten waren.

c) Schatzwechsel Fr. 1 284 678 208

verglichen mit vorher Fr. 288 Mio.; die Zunahme um Fr. 996 Mio. war absolut wie relativ sehr ausgeprägt und ist darauf zurückzuführen, daß die Bank im September und Oktober auf US-Dollar lautende Inhaber-Schatzwechsel einer ausländischen Regierung erwarb.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 58 676 870 060

verglichen mit vorher Fr. 50 253 Mio.; diese Position, die ausschließlich aus Währungen besteht und die bei weitem wichtigste auf der Aktivseite ist, erhöhte sich demnach um Fr. 8 424 Mio. oder 16,8% gegenüber einem Zuwachs um Fr. 9 457 Mio. oder 23,2% im vorangegangenen Geschäftsjahr; wie bei den obenerwähnten Fremdmitteln in Währungen bestand der Zuwachs vorwiegend aus US-Dollar, jedoch auch

aus Deutscher Mark, während sich die Aktiva in Schweizer Franken trotz eines Anstiegs ihres Goldfrankenwerts verringerten. Im Unterschied zu den Bewegungen auf der Passivseite sind indessen die auf der Aktivseite in anderen Währungen ausstehenden Beträge größer und umfassen mehr Währungen; dies liegt daran, daß die Bank bei Erhalt der obenerwähnten an das Sonderziehungsrecht indexgebundenen Einlagen in US-Dollar Deckungsgeschäfte — gewöhnlich per Kasse — abschloß und anschließend die verschiedenen Währungen anlegte.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 4 257 798 035

verglichen mit vorher Fr. 2 456 Mio. Die deutliche Zunahme um Fr. 1 802 Mio. oder fast drei Viertel geht auf am US-Markt erworbene, auf US-Dollar lautende Einlagenzertifikate zurück.

Diese Position, auf die zu Beginn des Geschäftsjahres nur 4,1% der Gesamtaktiva entfielen, hatte am Ende des Geschäftsjahres einen Anteil von 6%; umgekehrt ist der Anteil der „Terminguthaben und Kredite“ leicht von 84,7 auf 83,3% zurückgegangen.

In der nachstehenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“ nach Restlaufzeiten zusammengestellt.

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

Restlaufzeiten	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1978	1979	
	Millionen Franken		
Bis zu 3 Monaten	33 663	36 208	+ 2 545
Mehr als 3 Monate	19 046	26 727	+ 7 681
Zusammen	52 709	62 935	+ 10 226

f) Verschiedenes Fr. 1 109 621 163

verglichen mit vorher Fr. 939 Mio. Wie in den vorangegangenen Geschäftsjahren hat die Zunahme — um Fr. 171 Mio. — buchungstechnische Gründe; sie stand diesmal in Zusammenhang mit den bereits erwähnten Kurssicherungsgeschäften für die erhaltenen SZR-indexgebundenen Mittel in US-Dollar; einige der im Rahmen dieser Geschäfte gegen US-Dollar erworbenen Währungen wurden in Goldfranken auf der Basis ihrer Leitkurse umgerechnet, was vorübergehende Buchverluste zur Folge hatte; Zweck der obenerwähnten buchungstechnischen Anpassung war die Beseitigung dieser „Verluste“, die automatisch mit der Auflösung der an das SZR gekoppelten Einlagen getilgt werden.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte, auf die in Anmerkung 2 zur Bilanz Bezug genommen wird, ergaben einen negativen Saldo (zu lieferndes Gold) von Fr. 325 834 663 verglichen mit einem negativen Saldo von Fr. 449 Mio. am Anfang des Geschäftsjahres; die Abnahme — um 123 Mio. — des zu liefernden Goldes war auf ein geringeres Goldgewicht bei den mit Zentralbanken abgeschlossenen Swapgeschäften in Gold gegen verschiedene Währungen zurückzuführen.

Die Bank hat überdies ihre traditionelle Tätigkeit im Bereich des Gold- und Devisengeschäfts fortgesetzt.

* * *

Insgesamt gesehen expandierten die Geschäfte der Bank im Verlauf des Geschäftsjahres 1978/79 weiter, wenn auch in einem etwas geringeren Ausmaß als im vorangegangenen Geschäftsjahr.

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 Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig.

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

Ausgabe	Währung	Einlösungswert*			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1977/78	1978/79	
Amerikanische . .	\$	91 525 000	31 235 000	2 476 000	57 814 000
Belgische	bfr	202 894 000	66 498 000	5 026 000	131 370 000
Britische	£	41 345 000	13 459 000	1 018 000	26 868 000
Deutsche	DM	14 509 000	4 567 000	350 000	9 592 000
Französische . . .	ffr	633 024 000	208 703 000	15 744 000	408 577 000
Niederländische . .	hfl	52 581 000	16 904 000	1 286 000	34 391 000
Schwedische . . .	skr	126 666 000	41 979 000	3 155 000	81 532 000
Schweizerische . .	sfr	58 393 000	18 719 000	1 428 000	38 246 000

* Auf der Grundlage der von der deutschen Bundesschuldenverwaltung für die Fälligkeit am 1. Dezember 1978 ermittelten Einlösungswerte im Anschluß an die am 1. April 1978 in Kraft getretene zweite Änderung des Übereinkommens über den Internationalen Währungsfonds, mit der die Paritäten aufgehoben wurden. In diesen Werten sind nicht enthalten die Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969, die späteren Änderungen der Wechselkurse der Ausgabewährungen bis 31. März 1978, soweit mit ihnen nicht eine formelle Änderung ihrer Parität verbunden war, sowie danach die Höherbewertung der Deutschen Mark, des holländischen Guldens und des Schweizer Frankens gegenüber den übrigen Ausgabewährungen.

Das Finanzjahr 1978/79 der Young-Anleihe ging am 1. Juni 1979 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 1978/79 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 künftig 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. Ab dem Einlösungstermin vom 1. Juni 1978 werden demnach die Einlösungswerte der Konversionsschuldverschreibungen

und der dazugehörigen Zinsscheine durch die Bundesschuldenverwaltung jeweils auf der Grundlage des an jedem Einlösungstermin für die verschiedenen Emissionswährungen der Young-Anleihe bestehenden Wechselkurses festgesetzt. Maßgebend ist der Wechselkurs der Emissionswährung mit der „geringsten Abwertung“ im Sinne von Ziffer 2(e) von Abschnitt A der Anlage I zum Londoner Abkommen. 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 den Einlösungsterminen für die Anleihe am 1. Juni und 1. Dezember 1978 war der belgische Franken nach Auffassung der deutschen Bundesschuldenverwaltung die „Währung mit der geringsten Abwertung“; entsprechend wurden die den Inhabern der amerikanischen, britischen, französischen und schwedischen Ausgabe am 1. Juni 1978 geschuldeten Beträge erheblich und jene den Inhabern der amerikanischen Ausgabe am 1. Dezember 1978 zu zahlenden Beträge geringfügig nach oben angepaßt.

Der Treuhänder begrüßt zwar die Entscheidung der Bundesschuldenverwaltung, die den Anleiheinhabern geschuldeten Einlösungsbeträge ab 1. Juni 1978 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, wurde im Mai 1971 dem im Abkommen vorgesehenen Schiedsgerichtshof unterbreitet. Die Schlußanhörung in diesem Verfahren fand im März 1979 statt, und die Entscheidung des Schiedsgerichts wird vor Ablauf dieses Jahres erwartet. Der Treuhänder hofft, daß die Entscheidung eine Klärung der noch offenen Fragen bringen wird.

Die Bank ist auch Treuhänder für die anerkannten Schuldverschreibungen der Internationalen Bundesanleihe der Republik Österreich 1930, deren Bedienung in Übereinstimmung mit den getroffenen Vereinbarungen erfolgte.

Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959-77	1978	
Amerikanische	\$	1 667 000	1 524 000	143 000	—
Britisch-niederländische	£	956 600	801 700	54 900	—
Schweizerische	sfr	7 102 000	6 034 000	457 000	611 000

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 1979 noch nicht getilgt		
1	1954	USA	US-Regierung	\$ 100 000 000	6 600 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Épargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	45 600 000	3½	1982
3	1955	Deutschland (BR)	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50 000 000	3 970 050	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Épargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	4 560 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	lfr 6 000 000	—	3½	1961
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 ²	—	4%	1977
7	1957	USA	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	—	4%	1974
8			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	—	5½	1975
9			Kapitalmarktemission	\$ 7 000 000	—	5	1962
10	1957	Luxemburg	Verschiedene Banken	\$ 3 000 000	—	5	1962
			Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	28 329 938	5%	1982
11	1958	USA	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	—	5	1978
12			Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4½	1963
13			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	3 550 000	5%	1980
14	1960	USA	Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1963
			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1964
			Kapitalmarktemission	\$ 3 400 000	—	5	1965
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	45 714 770	5½	1986
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	9 800 000	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 1978/79 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 4 Mio. für Zinsen und von rund Fr. 35 Mio. für Tilgungen entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 46 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 Institution wurde am 6. April 1973 von den Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft für Zwecke der Verwaltung

des im April 1972 in Kraft gesetzten gemeinschaftlichen Wechselkursverbunds („Schlange“) und der bereits bestehenden oder im Zusammenhang mit der „Schlange“ eingerichteten gegenseitigen Kreditfazilitäten errichtet. Der Aufgabenkreis erweiterte sich im März und April 1976 mit dem Abschluß der ersten Anleihetransaktion der Gemeinschaft, mit deren Abwicklung der Fonds betraut wurde, und insbesondere mit der Einführung des die Währungsschlange am 13. März 1979 ersetzenden Europäischen Währungssystems (EWS). Eine detaillierte Beschreibung des EWS wird in Kapitel VII, Seite 151-156 gegeben.

Als technischer Agent des Fonds hat die Bank im wesentlichen Aufgaben zweierlei Art: einmal Aufgaben im Zusammenhang mit den Transaktionen im Rahmen der „Schlange“, des kurzfristigen Währungsbeistands und, seit März 1979, des Europäischen Währungssystems; zum anderen besorgt sie die finanzielle Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen.

Bezüglich des ersten Punktes hat die Bank im wesentlichen die folgenden Funktionen:

1. Sie führt die Konten des Fonds und verbucht auf ihnen:

- die — dem Agenten mitgeteilten — Verbindlichkeiten und Forderungen der am Europäischen Wechselkursverbund und, seit dem 13. März 1979, am EWS beteiligten EG-Zentralbanken gegenüber dem Fonds aus ihren Interventionen in Währungen von Mitgliedsländern;
- die sofortige oder periodische Abrechnung dieser sehr kurzfristigen Verbindlichkeiten und Forderungen.

Anzahl und Umfang der Buchungen schwankten im Geschäftsjahr 1978/79 recht beträchtlich, je nachdem, in welcher Verfassung sich die Devisenmärkte der an der Währungsschlange teilnehmenden EG-Länder befanden. Die letzten Forderungen und Verbindlichkeiten, die innerhalb dieses Wechselkursverbunds eingegangen worden waren, wurden Ende Mai 1979 ausgeglichen.

Auch die Transaktionen im Rahmen des kurzfristigen Währungsbeistands werden beim Fonds verbucht; zu derartigen Transaktionen kam es im Zusammenhang mit dem der Bank von Italien zwischen März und Dezember 1974 gewährten Währungsbeistand; die Buchungen wurden später gelöscht, als dieser kurzfristige Kredit in einen mittelfristigen — im Herbst 1978 voll zurückgezahlt — Beistand umgewandelt wurde.

2. Im Rahmen des EWS hat die Bank im Zusammenhang mit der Schaffung, Verwendung und Verzinsung von Europäischen Währungseinheiten (ECU)

- im Namen und für Rechnung des Fonds Swapgeschäfte mit jeder am neuen Wechselkursmechanismus teilnehmenden EG-Zentralbank abzuschließen, wobei den betreffenden Notenbanken per Kasse ECU im Austausch gegen 20% ihrer Bruttoreerven in Gold und Dollar überlassen werden. Diese Swapgeschäfte sind alle drei Monate verlängerbar, wobei die notwendigen Anpassungen erfolgen, einmal um sicherzustellen, daß die Einzahlung einer jeden Zentralbank beim Fonds mindestens 20% ihrer jeweiligen unmittelbar vor dem Verlängerungstichtag vorhandenen Bruttoreerven in Gold und Dollar entspricht, und zweitens, um Preis- und Wechselkursänderungen bei Gold und beim Dollar zu berücksichtigen;

- die betreffenden Zentralbanken im Namen des Fonds mit der Verwaltung der von ihnen auf den Fonds übertragenen Gold- und Dollaraktiva zu betrauen;
- Überweisungen zwischen den ECU-Reservekonten der Zentralbanken insbesondere zum Ausgleich der Forderungen und Verbindlichkeiten aus den Interventionen im Rahmen des EWS-Wechselkursmechanismus sowie der Zinsen auf den Nettopositionen der Zentralbanken in ECU vorzunehmen.

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 1975 beschloß, 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 EG 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 Kreditnehmerlandes benennt.

Während des Geschäftsjahres 1978/79 hat die Bank in ihrer Funktion als Agent des Fonds lediglich Zins- und Provisionszahlungen abgewickelt. Am 31. März 1979 verwaltete sie insgesamt sieben Anleihen in Höhe von US-\$ 1,6 Mrd. und DM 0,5 Mrd.; von dem Erlös waren etwa fünf Sechstel an Italien und der Restbetrag an Irland ausgeliehen. Für sämtliche Anleihen und Darlehen sind feste Zinssätze vereinbart, die je nach Laufzeit (durchschnittlich mehr als fünf Jahre), Emissionswährung und Zeitpunkt des Vertragsabschlusses zwischen $7\frac{1}{4}$ und $8\frac{1}{4}$ % liegen.

6. Die Beendigung des OECD-Währungsgarantieabkommens

Das Währungsgarantieabkommen, an dem achtzehn Zentralbanken von Mitgliedsländern der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung teilnahmen, trat am 1. Januar 1973 unmittelbar nach Beendigung des Europäischen Währungsabkommens in Kraft. Der Zweck dieses Abkommens war, eine Wechselkursgarantie für die Guthaben zu geben, die eine Zentralbank bei einer anderen Teilnehmerzentralbank in deren Landeswährung für Bedürfnisse des laufenden Zahlungsverkehrs unterhält. Das Abkommen wurde zunächst für drei Jahre abgeschlossen und von der OECD getragen. Für die Überwachung seiner Durchführung wurde ein Währungs- und Devisenausschuß eingesetzt, und die Bank stellte sich als Agent für die Durchführung des Abkommens zur Verfügung.

Während der ersten drei Jahre der Geltungsdauer des Abkommens kam es nur einmal zu Kompensationszahlungen aufgrund der Abwertung einiger Währungen im Februar 1973. Die allgemeine Überprüfung des Abkommens im Jahre 1975 führte

zu der Schlußfolgerung, daß die Vereinbarung in einem System floatender Wechselkurse nur von geringem praktischen Wert war; dennoch wurde beschlossen, das Abkommen für weitere drei Jahre (1. Januar 1976–31. Dezember 1978) zu verlängern. Die Sitzungen des Währungs- und Devisenausschusses wurden auf Ad-hoc-Basis abgehalten.

Das Abkommen wurde während dieser Zeit niemals angewandt, und es wurde beschlossen, es am 31. Dezember 1978 zu beenden. Die teilnehmenden Zentralbanken kamen überein, die im Rahmen dieses Abkommens noch ausstehenden Beträge ohne Kompensation zu begleichen.

Mit der Beendigung des Währungsgarantieabkommens endete auch die Funktion der Bank als Agent.

7. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1979 abgelaufene neunundvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 222 292 209 (im Vorjahr: Fr. 204 477 506; 1976/77: Fr. 175 776 466). Die Zunahme im Berichtsjahr ist auf den wesentlich größeren Umfang der Bankgeschäfte in dieser Periode zurückzuführen; dem standen zum Teil die höheren Verwaltungskosten der Bank gegenüber.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 1 716 058 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von Fr. 220 576 151 (im Vorjahr: Fr. 191 050 134; 1976/77: Fr. 167 920 050). Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 220 576 151 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 79 576 151 zur Zahlung der Dividende von sfr 110 je Aktie;
2. Fr. 56 400 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. Fr. 8 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
4. Fr. 76 600 000 — 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 das Ergebnis der Wertsteigerung des Schweizer Frankens im Vergleich zum Goldfranken.

Bei Annahme dieser Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1979 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1979 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 diesbezüglichen Anmerkungen eine,

auf der Grundlage der Angaben in Anmerkung 1, angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1979 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

8. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Am 16. Januar 1979 erlitt die Bank durch das Ableben von Herrn Henri Deroy einen schmerzlichen Verlust. Herr Deroy gehörte dem Verwaltungsrat nahezu einunddreißig Jahre an und war seit 1. November 1970 dessen Stellvertretender Vorsitzender. In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 13. Februar 1979 erinnerte der Vorsitzende an Herrn Deroy's große fachliche Kompetenz und bedeutenden menschlichen Qualitäten sowie seinen hervorragenden Beitrag zur Tätigkeit der Bank während einer außergewöhnlich langen Amtszeit.

* * *

Baron Ansiaux wurde in der Sitzung des Verwaltungsrats vom 11. Juli 1978 vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 7. August 1978 gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn de Strycker, Gouverneur der Belgischen Nationalbank, wiederernannt.

In derselben Sitzung gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Mario Ercolani in Kürze sein Amt als Stellvertreter von Herrn Prof. Baffi niederlegen werde. Der Vorsitzende sprach Herrn Dr. Ercolani die Anerkennung der Bank für seine wertvolle Tätigkeit aus.

Das Mandat von Herrn Dr. Antonino Occhiuto als Mitglied des Verwaltungsrats lief am 7. November 1978 ab; gemäß Artikel 27(2) der Statuten wurde er von Herrn Prof. Baffi, Gouverneur der Bank von Italien, in der Sitzung des Verwaltungsrats vom 12. September 1978 wiederernannt.

In derselben Sitzung teilte der Vorsitzende dem Verwaltungsrat mit, daß Herr Prof. Baffi Herrn Dr. Mario Sarcinelli als Nachfolger von Herrn Dr. Ercolani zu seinem Stellvertreter bestellt hatte.

Im Dezember 1978 wurde Herr Dr. Johann Schöllhorn, dessen Mandat als Mitglied des Verwaltungsrats am 31. Dezember 1978 ablief, gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Dr. Emminger, Präsident der Deutschen Bundesbank, wiederernannt.

Herr Dr. Jelle Zijlstra, der aufgrund von Artikel 27(3) der Statuten in den Verwaltungsrat gewählt worden war, wurde vor Ablauf seines am 31. März 1979 endenden Mandats in der Verwaltungsratssitzung vom 13. März 1979 wiedergewählt.

In derselben Sitzung wurde Lord O'Brien of Lothbury zum Stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats für eine Periode von drei Jahren vom 1. März 1979 bis Ende Februar 1982 gewählt.

* * *

Mit dem plötzlichen Ableben von Herrn Dennis H. Stapleton am 11. Oktober 1978 erlitt die Bank einen schweren Verlust. Herr Stapleton war im Juli 1950 in die Rechtsabteilung der Bank eingetreten und am 1. Dezember 1968 zum Stellvertretenden Direktor befördert und mit Verwaltungsaufgaben in der Bank betraut worden. Am 1. Januar 1973 wurde ihm zudem der persönliche Titel eines Stellvertretenden Generalsekretärs verliehen. In der Verwaltungsratssitzung vom 14. November 1978 würdigte der Vorsitzende Herrn Stapletons außerordentlich wertvolles und aufopferndes Wirken im Dienste der Bank.

Herr Dr. Antonio d'Arma, vom 1. Januar 1962 bis 31. Dezember 1974 Generalsekretär der Bank und vom 1. Januar 1975 bis 31. Dezember 1977 Beigeordneter Generaldirektor sowie Sonderberater seit dem 1. Januar 1978, trat Ende September 1978 in den Ruhestand. In der Verwaltungsratssitzung vom 12. September 1978 brachte der Vorsitzende Herrn Dr. d'Arma den Dank des Verwaltungsrats und die Anerkennung seiner außerordentlichen Fähigkeiten, die er bei der Erfüllung seiner wichtigen Funktionen bewiesen hatte, zum Ausdruck.

Am 30. Juni 1978 trat Herr Charles Altenhoff, Beigeordneter Direktor in der Bankabteilung, nach nahezu vierundzwanzigjähriger wertvoller und von großem Einsatz getragener Tätigkeit in den Ruhestand.

In der Verwaltungsratssitzung vom 13. März 1979 brachte der Vorsitzende den Beschluß der Bank zur Kenntnis, die Herren J. Mix und Dr. H. W. Mayer mit Wirkung vom 1. April 1979 zu Beigeordneten Direktoren zu befördern.

* * *

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank die Nachricht vom Ableben von Herrn Dr. Antonio Rainoni am 7. Dezember 1978 auf. Herr Dr. Rainoni, der 1946 in den Dienst der Bank eintrat, war von 1965 bis zu seiner Pensionierung im Jahre 1976 Direktor in der Währungs- und Wirtschaftsabteilung.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Historische Analogien können sich in der Diskussion wirtschaftspolitischer Probleme als recht nützlich erweisen, vorausgesetzt, sie werden nicht so weit getrieben, daß sie in die Irre führen. Diesen Grundsatz sollte man beachten, wenn man versucht ist, Vergleiche zwischen dem Frühjahr 1979 und dem Winter 1973/74 zu ziehen. Der Ölpreis ist beträchtlich erhöht worden; die Preise für industrielle Rohstoffe sind auf Dollarbasis im Zeitraum eines Jahres um mehr als ein Drittel gestiegen; infolgedessen haben sich die Terms of trade der Industrieländer verschlechtert und der inländische Preisauftrieb hat sich verstärkt; schließlich und nicht zuletzt liegt gerade eine Phase akuter Währungsunruhen hinter uns.

Dennoch bleiben beachtliche Unterschiede: Die westlichen Industrieländer stehen 1979 nicht am Ende eines langen Zeitraums rascher Expansion, die in einem gleichzeitigen Konjunkturboom kulminiert; im Gegenteil sehen sich viele Länder dem Problem einer ernststen Arbeitslosigkeit gegenüber. Was die Weltwirtschaft betrifft, so begann sich das Zahlungsbilanzgefüge vor kurzem in die erwünschte Richtung zu entwickeln, und manche großen Industriestaaten befinden sich gegenwärtig in einer viel besseren Position als 1974, um die Auswirkungen eines OPEC-Überschusses auf ihre Zahlungsbilanzen zu bewältigen. Zudem wissen wir heute aus Erfahrung, daß selbst gravierende Leistungsbilanzungleichgewichte ohne allzu große Schwierigkeiten durch das internationale Bankensystem finanziert werden können. Hingegen ist die Zahlungsbilanzsituation der USA 1979 prekärer als 1973/74.

Trotz dieser deutlichen Unterschiede zwischen 1979 und 1973/74 ist ein Vergleich allerdings durch die Tatsache gerechtfertigt, daß in beiden Zeiträumen der rasche Anstieg der Einfuhrpreise und die Verschlechterung der Terms of trade die Industriestaaten gleichzeitig einem Kosten- und damit auch Inflationsdruck, deflationären Nachfrageimpulsen und realen Einkommensverlusten unterwarfen, wenn auch 1979 alle diese Einflüsse ebenso wie die „hausgemachte“ Inflation bisher viel schwächer als 1973/74 ausgefallen sind — allerdings mit der wichtigen Ausnahme der USA. Der Preisauftrieb bei Rohstoffen ist anscheinend auf das beschleunigte Wachstum in einigen europäischen Ländern zu einer Zeit zurückzuführen, in der eine Hochkonjunktur in den USA bereits die Nachfrage nach industriellen Rohstoffen in die Höhe getrieben hat. Der Ölpreisanstieg ist natürlich größtenteils den von den iranischen Lieferbeschränkungen und dem strengen Winter ausgehenden „exogenen Schocks“ zuzuschreiben, die erneut demonstrieren, wie verwundbar die Industriestaaten dadurch geworden sind, daß sie sich in so starkem Maße auf Öleinfuhren für ihre Energieversorgung verlassen.

Das sich auf dem konjunkturellen Höhepunkt in Nordamerika und Japan wiederbelebende Wachstum in Europa ist immer noch weit entfernt von dem zeitlich gleichlaufenden Boom, der 1972/73 auftrat. Dennoch sieht sich die westliche Welt gegenwärtig wirtschaftspolitischen Problemen gegenüber, die — wenn auch in kleinerem Maßstab — den aus der Ölkrise 1973/74 erwachsenen Schwierigkeiten nicht

unähnlich sind, und dies in einer Umwelt, in der Inflationserwartungen einen langwierigen Zeitraum der Unterbeschäftigung überlebt haben, in der sich erst in jüngster Zeit das Wachstum in Europa verstärkt und damit noch nicht voll gefestigt hat und in der die Leistungsbilanz des wichtigsten Reservewährungslandes immer noch defizitär ist.

Der vielleicht beste Weg zur Veranschaulichung des Dilemmas der Weltwirtschaftspolitik besteht darin, zwei extreme Szenarios möglicher Entwicklungen der nahen Zukunft zu umreißen.

Im optimistischen Szenario stirbt der Konjunkturaufschwung in den USA einen natürlichen und sanften Tod — hier wird also eine „weiche Landung“ unterstellt. Wir können sogar realitätsnäher annehmen, daß die Wirtschaftslage der USA in eine milde Rezession umschlägt. Die Auswirkungen einer derartigen Entwicklung auf das inländische Preisniveau würden sich erst allmählich bemerkbar machen; dagegen würde ihr Einfluß auf die Handelsbilanz der USA und auf die internationalen Rohstoffpreise fast unmittelbar wirksam. Der Abschwung könnte sich sogar dämpfend auf den effektiven Ölpreis auswirken. Diese äußeren Einflüsse hätten wahrscheinlich ihrerseits zwei wichtige Konsequenzen: Einerseits würden sie die Erholung des Dollars festigen und sicherlich auf absehbare Zeit Bestrebungen zu einer Flucht aus dem Dollar beenden. Andererseits würde die Drosselung des Rohstoff- und Ölbooms den „importierten“ Inflationsdruck für die übrige westliche Welt und, wie zu hoffen ist, insbesondere für Deutschland und Japan verringern — wenn auch diese dämpfende Wirkung auf die Einfuhrpreise zum Teil durch die anhaltende Stärke des Dollars zunichte gemacht werden könnte. Im Endeffekt dürften sich dann diese beiden wichtigen Länder, die einen streng antiinflationären Kurs verfolgt haben, weniger gehemmt fühlen, die Inlandsnachfrage weiter expandieren zu lassen. Stark vereinfachend ausgedrückt würde dann nicht eine von den USA ausgehende weltweite Inflation das Wachstum in Japan und Deutschland „verdrängen“. Dafür müßten diese Länder aber auch ihrerseits insofern eine größere Verantwortung übernehmen, als sie sich für eine Fortdauer ihres wirtschaftlichen Wachstums verbürgen. Dies wäre die beste aller möglichen Welten: Die weltweite Inflation würde abebben, die Anpassung der Zahlungsbilanzen würde nicht aufs Spiel gesetzt, die Devisenmärkte blieben ruhig und das Wachstum in den westlichen Industrieländern insgesamt würde sich in gemäßigttem Tempo fortsetzen.

Im pessimistischen Szenario besteht die zentrale Annahme darin, daß der Konjunkturaufschwung in den USA in einen echt „überhitzten“ inflationären Boom ausartet. Unter dieser Annahme würden die Preise aller Voraussicht nach weiter in raschem Tempo steigen, der internationale Rohstoff- und Ölpreisboom würde andauern und die Verbesserung der US-Leistungsbilanz würde zu einem Stillstand kommen oder sogar einer umgekehrten Entwicklung weichen. Die erneute Dollarschwäche könnte bis zu einem gewissen Grad die Aufwertungsländer von den steigenden Dollarpreisen für Rohstoffe abschirmen. Es spricht jedoch wenig dafür, daß dies in einem Klima weltweiter Inflation in vollem Umfang gelingen würde. Deshalb würden diese Länder — insbesondere Japan und Deutschland — ihre restriktiven Maßnahmen verstärken, um ein Übergreifen der äußeren Inflationsimpulse auf das inländische Preisgefüge zu vermeiden. Sie würden damit aber zugleich ihr eigenes Wachstum im Inland abschwächen. Das Wachstum in Japan und Deutschland würde

auf diese Weise durch die Inflation der USA „verdrängt“, so daß der vor etwa einem Jahr begonnene außenwirtschaftliche Anpassungsprozeß sich in sein Gegenteil verkehren könnte. Dies wäre die schlimmste aller möglichen Welten: erneute Währungsunruhen und weltweite Inflation, die mit dem Zusammenbrechen des schon lang währenden inflationären Booms in den USA in einer tiefgreifenden Weltrezession kulminieren würden.

Es erübrigt sich wohl, darauf hinzuweisen, daß vermutlich keines dieser extremen Szenarios eintreten wird; und in Anbetracht der Unvorhersehbarkeit kurzfristiger Konjunkturverläufe in einer Welt, die in zunehmendem Maße „exogenen Schocks“ ausgesetzt ist, wäre es sogar schwierig, darüber zu spekulieren, ob das tatsächliche Ergebnis mehr dem ersten oder dem zweiten Szenario ähneln oder ob es einfach Elemente beider in sich vereinigen wird. Das Entwerfen von Szenarios hat lediglich den Vorzug, daß es die Aufmerksamkeit der Politiker auf die Vorteile des optimistischen Szenarios sowie auf die Gefahren der pessimistischen Variante lenkt. Was sollte man tun, um zu verhindern, daß die Welt zum letzteren abdriftet, statt sich dem ersteren anzunähern?

Erstens sollten die westlichen Länder eine radikale Strategie zur Verringerung ihrer Öleinfuhren verfolgen. Wie im letzten Jahresbericht bereits hervorgehoben wurde, könnte dies durch umfassende Energiesparmaßnahmen, den Ausbau der inländischen Ölförderung oder die Substitution von Öl durch andere Energieträger geschehen. Im Hinblick auf Ausmaß und Dringlichkeit des Problems wird man wahrscheinlich alle drei Wege gleichzeitig einschlagen müssen. Dabei wäre es nicht so tragisch, wenn die Ergebnisse erst mittel- oder langfristige eintreten würden. Die bloße Tatsache, daß politisch sofort gehandelt wird und daß dieses Handeln *sichtbar* wird, könnte das Ölangebot und daher auch den Ölpreis kurzfristig beeinflussen.

Zweitens ist es von entscheidender Bedeutung, daß für den Fall des Ausbleibens eindeutiger Zeichen einer konjunkturellen Abkühlung in den USA und damit des oben beschworenen „natürlichen Todes“ die Last restriktiver Maßnahmen sehr viel stärker den USA als den traditionellen Überschußländern aufgebürdet werden müßte. Zwar trifft es zu, daß die Geldpolitik in den USA seit letztem Herbst einen restriktiveren Kurs eingeschlagen hat, und vermutlich hat dies zu der Stärke des Dollars seit der Jahreswende beigetragen. Aber ist dieser Kurs ausreichend restriktiv in einer Wirtschaft, in der sich der inländische Preisauftrieb weiter beschleunigt? Schließlich sind die Realzinsen in den USA kaum positiv, während sie in einer Vielzahl anderer Industrieländer recht hoch sind. Kann zudem die Finanzpolitik der USA als ausreichend restriktiv gewertet werden, wenn die Zentralregierung auf dem Höhepunkt eines Konjunkturbooms immer noch ein — wenn auch zugegebenermaßen stark reduziertes — Defizit aufweist?

Wenn sich die Welt durch ein Zusammenwirken günstiger Umstände und richtiger politischer Strategien eher dem optimistischen als dem pessimistischen Szenario annähern sollte, so würde dies den erwünschten Rahmen für eine Bewältigung der meisten im Hauptteil dieses Berichts aufgeworfenen Weltwährungsprobleme schaffen: für die ineinander verzahnten Probleme eines raschen Wachstums der offiziellen Devisenreserven und eines Käufermarkts für internationale Bankkredite; für die Festigung und Weiterentwicklung des EWS; für die Probleme „Dollarüberhang“

und Diversifizierung der offiziellen Währungsreserven. Andererseits könnten sich alle diese Probleme als unlösbar erweisen, wenn sich die Welt einer Situation nähern würde, die die wichtigsten Merkmale des pessimistischen Szenarios in sich vereinigt.

Greifen wir zuallererst die zusammenhängenden Probleme des internationalen Reservenwachstums und des Käufermarkts für internationale Bankkredite auf, so dürfte, wie in Kapitel VII angedeutet wurde, eine radikale Verbesserung der US-Zahlungsbilanz, wie sie im optimistischen Szenario impliziert ist, aller Wahrscheinlichkeit nach eine notwendige, weitgehend hinreichende Bedingung für deren Lösung sein. Wenn sich die Leistungsbilanz der USA so weit verbessern sollte, daß sie einen Überschuß aufweist, der groß genug ist, um die Abflüsse aus Nettodirektinvestitionen zu kompensieren, würde sich die Nettoreserveposition der übrigen Welt nicht mehr weiter verbessern — abgesehen von einem geringen Zuwachs aufgrund der Zuteilung von SZR. Blicke überdies die Geldpolitik der USA genügend restriktiv, um die US-Banken von einer Kreditgewährung an das Ausland abzuhalten, so würde sich vermutlich auch die Bruttoreservenschöpfung beträchtlich vermindern. In der Tat würde zudem die gleichzeitige Verbesserung der Leistungs- wie auch Kapitalbilanz der USA die einseitige Begünstigung der Kreditnehmer im Eurodollarbereich der internationalen Bankausleihungen mildern. Und dies aus zwei Gründen: Erstens würde der Umschwung der US-Leistungsbilanz unter sonst unveränderten Bedingungen den Finanzierungsbedarf der übrigen Welt vergrößern, und zweitens würden die außerhalb der USA entstehenden Reservenverluste die Überliquidität tendenziell abschöpfen und für die Banken der Überschußländer den Anreiz mindern, Kredite an das Ausland zu vergeben.

Was das EWS betrifft, so wurden die ersten Monate nach seinem Inkrafttreten zweifellos durch die größere Ruhe an den Devisenmärkten und insbesondere durch die Umkehr spekulativer Kapitalströme aus den Hartwährungen zurück in den Dollar erleichtert. Jede Annäherung an das optimistische Szenario würde günstige Rahmenbedingungen für weitere Fortschritte schaffen, während eine erneute Dollarkrise höchstwahrscheinlich das Wechselkursgefüge innerhalb Europas einer Belastungsprobe aussetzen würde.

Eine Festigung und weitere Fortschritte des EWS erfordern allerdings mehr als das bloße Ausbleiben einer neuen Dollarkrise. Sie verlangen erstens, daß Änderungen der Leitkurse, die sich als Folge auseinanderlaufender Trends in den am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern als unvermeidlich erweisen sollten, schnell beschlossen und rasch wie auch reibungslos ausgeführt werden, möglichst ohne einseitige Spekulationschancen zu eröffnen. Das jüngste Beispiel der inzwischen gestorbenen Schlange bietet in dieser Hinsicht eine ermutigende Lektüre. Es muß jedoch bedacht werden, daß es Hindernisse auf dem Weg zu solchen Entscheidungen gibt, die nur mit einer Kombination von politischem Willen, technischem Geschick und einer Portion Glück überwunden werden können.

Die Funktionsfähigkeit des EWS erfordert zweitens die Verfolgung wirtschaftspolitischer Strategien, die auf eine Stabilisierung der Wechselkurse hinwirken. Kurzfristig kann die Geldpolitik in dieser Hinsicht sicherlich eine nützliche Rolle spielen, da Zinsdifferenzen sich als durchaus wirksames Mittel zur Neutralisierung der Wirkungen eines Inflationsgefälles auf die Wechselkurse erwiesen haben. Es wäre

jedoch eine Illusion, anzunehmen, daß Zinsunterschiede die Wechselkurse auf längere Sicht stabilisieren könnten. Zudem zeigen die jüngsten Erfahrungen bei der Festlegung monetärer Ziele in Ländern mit einer hochentwickelten und komplexen Finanzstruktur wie der in den USA, daß es ebenso gefährlich wäre zu glauben, die Festlegung vergleichbarer Ziele für die monetären Gesamtgrößen — selbst wenn dies politisch machbar wäre — sei an sich schon hinreichend, um eine angemessene Konvergenz der Inflationsraten zu bewirken und gleichzeitig stabile Wechselkurse zu ermöglichen. Die internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik sollte sich in der Tat auf sehr viel weitere Gebiete als nur den begrenzten Bereich der Geldpolitik erstrecken.

Schließlich und nicht zuletzt bedarf die Welt der Ansätze einer Annäherung an das optimistische Szenario, will man schrittweise Lösungen für die Probleme finden, die durch den Dollarüberhang und insbesondere durch den Trend zu einer Diversifizierung der offiziellen Währungsreserven weg vom Dollar aufgeworfen wurden.

In seiner breitestmöglichen Definition reflektiert der Dollarüberhang den Wunsch amerikanischer und ausländischer Inhaber von auf Dollar lautenden Forderungen, ihre Portefeuilles auf Forderungen in anderen Währungen zu verlagern. Dieses Bedürfnis entstand zum Teil als natürliche Folge des allmählich abnehmenden relativen Gewichts der USA in der Weltwirtschaft, wie es sich im Bruttosozialprodukt, im Welthandel und auf den Finanzmärkten niederschlägt — eines relativen Rückgangs, der einfach das Gegenstück zu der relativ zunehmenden Bedeutung Japans, Deutschlands und anderer wichtiger Länder darstellt. Das Bedürfnis zu diversifizieren verstärkte sich noch durch die Währungsunruhen und die Abwertung des Dollars gegenüber anderen Reservewährungen. Die Diversifizierung offizieller Währungsreserven ist nur ein Sonderfall dieses allgemeineren Problems. Die Zentralbanken haben die währungsmäßige Zusammensetzung ihrer Devisenbestände der Struktur der Auslandsverschuldung ihres Landes und der währungsmäßigen Struktur ihres Außenhandels wie auch den Motivationen einer umsichtigen Vermögensverwaltung angepaßt. Es gibt klare Anzeichen für einen derartigen Trend, zumindest bei jenen Zentralbanken, die nicht Dollarguthaben als Teil einer bewußten Politik zur Stützung des Dollarkurses erwarben. Der Trend könnte sich noch verstärken, sollten die US-Behörden eine Aufstockung ihrer eigenen Devisenreserven beschließen, da sie definitionsgemäß diese Reserven in Nichtdollarwährungen halten müßten.

Diese Entwicklung wirft langfristig einige heikle Streitfragen im Hinblick auf das weitere Schicksal unserer internationalen währungspolitischen Vereinbarungen auf. Die wichtigste Streitfrage besteht darin, ob die natürliche Drift zu einem multiplen Reservewährungssystem wünschenswert ist oder ob die Substitution offizieller Dollarbestände durch SZR vorzuziehen wäre. Es gibt auf diese Frage keine einfache Antwort. Denn erstens hängt diese offenkundig nicht allein davon ab, was erwünscht, sondern auch was durchführbar ist; zweitens schließt eine Lösung nicht zwangsläufig die andere aus; und drittens bildet bei der Abschätzung der jeweiligen Vorzüge beider Marschrouten die Vergleichsgrundlage nicht ein gut funktionierendes System mit einer einzigen Reservewährung, sondern ein schlecht funktionierendes, das de facto bereits Elemente eines multiplen Reservewährungssystems wie auch Sonderziehungsrechte enthält.

Wie auch immer die Antwort ausfallen mag, eines wird an dieser Stelle ganz deutlich: Weder das allgemeine Problem des Dollarüberhangs noch das engere Tendenz zur Diversifizierung der offiziellen Reserven läßt sich befriedigend lösen, wenn nicht das Vertrauen in den Dollar auf Dauer wiederhergestellt wird. Diese Feststellung enthält zwei Implikationen: Erstens würde eine im Vergleich zu den anderen wichtigen Industrieländern merklich höhere Inflation in den USA zwangsläufig den langfristigen Trend zu einer Diversifizierung weg vom Dollar beschleunigen. Zweitens würde ein beträchtliches und dauerhaftes US-Leistungsbilanzdefizit, das durch Kapitalabflüsse noch verschlimmert würde, dem „Stock“-Problem der Dollarbestände in den Händen Gebietsfremder noch ein „Flow“-Problem hinzufügen. Eine derart rasche und starke Reserve- und Anlagestreuung ließe sich nicht bewältigen. Es ließen sich auch keine institutionellen Kunstgriffe denken, mit denen man eine derartige Situation meistern könnte, und es bliebe einfach keine andere Wahl, als die anarchische Entwicklung neuer Reservezentren in Kauf zu nehmen, die niemandem nützen würde.

Jede weitere Verbesserung der US-Zahlungsbilanz würde zweifellos wirtschaftspolitische Probleme für andere westliche Länder aufwerfen. Diese könnten dann die Inflation nicht einfach dadurch bekämpfen, daß sie sich auf die Aufwertung ihrer eigenen Währungen gegenüber dem Dollar verlassen; gleichzeitig müßten sie eine Politik verfolgen, die den internationalen Anpassungsprozeß erleichtern statt behindern würde. Dies könnte sich angesichts eines sich verstärkenden OPEC-Überschusses als eine schwierige Aufgabe erweisen. Indessen hätte, insgesamt betrachtet, eine Wiederholung der Dollarkrise von 1978 sehr schnell verheerende Wirkungen. Diese würden weit über die Schwierigkeiten hinausgehen, denen man sich als Ergebnis eines erneuerten Vertrauens in den Dollar gegenüber sähe.

Das allgemeine Fazit dieses Berichts läßt sich deshalb in zwei Punkten zusammenfassen: Erstens benötigt die Welt für ein weniger inflationäres Wachstum wie auch zur Lösung einiger der dringlichsten Probleme des Weltwährungssystems eine weitere Verbesserung der US-Zahlungsbilanz. Zweitens erwächst den Hartwährungsländern aus einer solchen Verbesserung, falls und sobald sie sichtbar wird, die Pflicht, eine Politik zu verfolgen, die den Umschwung der US-Zahlungsbilanz und die damit verbundene Abkühlung der Konjunktur in den USA erträglich macht, und zwar für sie selbst wie auch für die übrige Welt. Dies ist eine Herausforderung zur Abstimmung der Wirtschaftspolitik unter den westlichen Industrieländern, und die Chancen hierfür mögen eingedenk früherer Erfahrungen düster erscheinen. Aber was ist die Alternative?

RENÉ LARRE
Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1979

AKTIVA

BILANZ VOM
(vor und nach Verwendung)

	<u>Goldfranken</u>
Gold	4 986 630 778
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ...	93 015 952
Schatzwechsel	1 284 678 208
Terminguthaben und Kredite	
bis zu 3 Monaten	34 434 042 155
von mehr als 3 Monaten	<u>24 242 827 905</u>
	58 676 870 060
Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	1 773 808 116
von mehr als 3 Monaten	<u>2 483 989 919</u>
	4 257 798 035
Verschiedenes	1 109 621 183
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	<u>1</u>
	<u><u>70 408 614 197</u></u>

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.
Anmerkung 2:	Zu Lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1979: 325 834 663 Goldfranken.

31. MÄRZ 1979

des Reingewinns)

PASSIVA

	<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
	<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
Stammkapital		
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	
Begeben: 481 125 Aktien	1 202 812 600	
mit 25%iger Einzahlung	300 703 125	300 703 125
Reserven		
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	519 847 193	576 247 193
Besonderer Dividenden-Reservefonds	75 175 781	83 175 781
Freier Reservefonds	567 118 200	643 718 200
	1 192 211 487	1 333 211 487
Einlagen (Gold)		
Zentralbanken		
auf Sicht	3 907 620 845	
bis zu 3 Monaten	49 449 781	
von mehr als 3 Monaten	8 611 110	
Andere Einleger		
auf Sicht	33 082 685	
	3 998 764 421	3 998 764 421
Einlagen (Währungen)		
Zentralbanken		
auf Sicht	855 352 936	
bis zu 3 Monaten	48 412 926 736	
von mehr als 3 Monaten	12 555 564 510	
Andere Einleger		
auf Sicht	72 359 383	
bis zu 3 Monaten	384 774 237	
von mehr als 3 Monaten	1 687 253 833	
	63 968 231 635	63 968 231 635
Verschiedenes	728 127 378	728 127 378
Gewinn- und Verlustrechnung	220 576 151	-
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1979</i>	-	79 576 151
	<u>70 408 614 197</u>	<u>70 408 614 197</u>

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

Nach unserer Ansicht geben die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der darauf bezüglichen Anmerkungen eine, auf der Grundlage der Angaben in Anmerkung 1, angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1979 und ihres Gewinnes 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, 30. April 1979

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1979 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	297 388 044
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	843 503
Direktion und Personal	53 069 564
Geschäfts- und Bürokosten	<u>21 182 768</u>
75 095 835	
Geschäftsertrag	222 292 209
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ...	<u>1 716 058</u>
Reingewinn für das am 31. März 1979 abgeschlossene Geschäftsjahr	220 576 151
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	79 576 151
	<u>141 000 000</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	56 400 000
	<u>84 600 000</u>
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	8 000 000
	<u>76 600 000</u>
Zuweisung an den Freien Reservefonds	76 600 000
	<u>76 600 000</u>
	<u> </u>

Veränderung der Rückstellung für Gebäudezwecke in dem am 31. März 1979 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Stand am 1. April 1978	24 932 478
Dazu: Kursdifferenz	2 843 833
	<u>27 776 311</u>
Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen	<u>18 755 841</u>
Stand am 31. März 1979, enthalten in Verschiedenes (Passiva)	<u>9 020 470</u>

VERWALTUNGSRAT

Dr. J. Zijlstra, Amsterdam	Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, London	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
Dr. Antonino Occhiuto, Rom
The Rt. Hon. Gordon Richardson, London
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel
Cecil de Strycker, Brüssel

Stellvertreter

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.
Dr. Mario Sarcinelli, Rom, oder
Dr. Giovanni Magnifico, Rom
Marcel Théron, Paris, oder
Gabriel Lefort, Paris

DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Günther Schleiminger	Beigeordneter Generaldirektor
R. T. P. Hall	Chef der Bankabteilung
Prof. 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
<hr/>	
Robert Chaptinel	Stellvertretender Direktor
Dr. Warren D. McClam	Stellvertretender Direktor
M. G. Dealtry	Stellvertretender Direktor
R. G. Stevenson	Beigeordneter Direktor
Rémi Gros	Beigeordneter Direktor
André Bascoul	Beigeordneter Direktor
Paul A. Hauser	Beigeordneter Direktor
Joachim Mix	Beigeordneter Direktor
Dr. H.W. Mayer	Beigeordneter Direktor