

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

EINUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1980 – 31. MÄRZ 1981

BASEL

15. Juni 1981

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	1
I. Nachwirkungen des zweiten Erdölschocks	3
Überblick über den Bericht (S. 6)	
II. Inflation und binnenwirtschaftliche Anpassung	9
Aktuelle Preisentwicklung (S. 9); Weltmarktpreise: Rohstoffe und Öl (S. 12); Wechselkurse und äußere Preisimpulse (S. 14); „importierte“ und „hausgemachte“ Inflation (S. 16); binnenwirtschaftlicher Inflationsprozeß (S. 18); genügen monetäre und finanzpolitische Maßnahmen? (S. 22); Inflation und Wirtschaftswachstum: Öffentlicher Sektor aus neuer Sicht (S. 25)	
III. Produktion, Beschäftigung und die Energieknappheit	29
Produktion (S. 29); Entwicklung am Arbeitsmarkt (S. 33); Finanzpolitik (S. 37); die zweite Ölpreiswelle: Reaktion und Anpassung (S. 43); privater Sektor (S. 44); relative Veränderung der Binnennachfrage nach den beiden Ölpreisschüben (S. 48); Energiebereich (S. 50); Aussichten auf Besserung (S. 53)	
IV. Geldpolitik und Finanzmärkte	54
Zinssätze (S. 55); Indikatoren für den Härtegrad der Geldpolitik (S. 58): <i>Geldmengenzuwachstum</i> (S. 58), <i>inländische Kreditexpansion</i> (S. 59), <i>reale Geldmenge</i> (S. 60), <i>Realzinssätze</i> (S. 62), <i>Kreditverknappung und Kreditrationierung</i> (S. 64), <i>Wechselkurse</i> (S. 65), <i>Reaktion der Wirtschaft</i> (S. 65); Finanzierungspositionen des privaten Sektors und Kreditmärkte (S. 66): <i>Unternehmenssektor</i> (S. 66), <i>privater Haushaltssektor</i> (S. 69), <i>Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor</i> (S. 69); Staatsfinanzen (S. 71); Probleme der Geldpolitik (S. 74): <i>Zwischenziele der Geldpolitik und tatsächliche Ergebnisse</i> (S. 74), <i>neue geldpolitische Techniken</i> (S. 77), <i>ist die Abstimmung der wirtschaftspolitischen Maßnahmen besser geworden?</i> (S. 80)	
V. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr	82
Welthandel (S. 82); internationale Zahlungsbilanzentwicklung (S. 84); Zahlungsbilanzen der entwickelten Länder (S. 87): <i>Vereinigte Staaten</i> (S. 87), <i>Großbritannien</i> (S. 90), <i>Japan</i> (S. 92), <i>Deutschland</i> (S. 94), <i>Italien</i> (S. 97), <i>Frankreich</i> (S. 99), <i>Niederlande</i> (S. 100), <i>Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion</i> (S. 100), <i>Schweden</i> (S. 101), <i>Schweiz</i> (S. 101), <i>Kanada</i> (S. 102), <i>entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe</i>	

und der Schweiz (S. 103); Zahlungsbilanzentwicklungen bei den öleinführenden Entwicklungsländern (S. 104); die Zahlungsbilanzen der OPEC-Länder und die Anlage des OPEC-Überschusses (S. 105)

VI. Internationale Kredit- und Anleihemärkte 107

Gesamteindruck (S. 107); wesentliche Einflüsse (S. 109); gesamte internationale Bankmittel: Herkunft und Verwendung (S. 112); die Rolle der internationalen Finanzmärkte im Recyclingprozeß: Rückblick und Ausblick (S. 116); Entwicklung in den europäischen Marktzentren (S. 121); Entwicklung in anderen Ländern (S. 128); internationale Anleihemärkte (S. 129)

VII. Internationale Währungslage 133

Entwicklung der Wechselkurse (S. 133); Veränderungen der internationalen Wettbewerbspositionen (S. 141); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 149); Währungsreserven und internationale Liquidität (S. 153)

VIII. Die Tätigkeit der Bank 160

*Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 160); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 162): *Passiva (Mittelaufkommen) (S. 164), Aktiva (Mittelverwendung) (S. 167), Goldtermingeschäfte (S. 168); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 169); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 170); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 171); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 173)**

Schlußbemerkungen 175

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1981

VERZEICHNIS DER GRAFIKEN (★) UND TABELLEN

	Seite
Inflation und binnenwirtschaftliche Anpassung	
Entwicklung der Verbraucherpreise	10
Weltmarktpreise: Öl und übrige Rohstoffe ★	13
Einfuhrpreise ★	15
Beitrag von „importierter“ sowie „hausgemachter“ Inflation zur Gesamtinflation . . .	17
Lohnstückkosten ★	19
Stundenverdienste und Produktivität im verarbeitenden Gewerbe	20
Öffentliche Haushalte: Ausgaben und Einnahmen	26
 Produktion, Beschäftigung und die Energieknappheit	
Größere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	30
Industrieproduktion in zwei Perioden externer Preisschübe ★	31
Andere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	32
Arbeitslosenquote in zwei Perioden äußerer Preisschübe ★	34
Beschäftigung, Arbeitslosigkeit und Arbeitskräftepotential 1970–80	36
Gesamtwirtschaftliche Produktivitätstrends	37
Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte	39
Anteil der Einkommen aus unselbständiger Arbeit am Volkseinkommen	44
Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte	45
Finanzersparnis des privaten Sektors: Reaktionen auf beide Ölkrisen	46
Verbrauch und Investitionen 1974/75 und 1979/80	47
Veränderung der relativen Nachfragedynamik im Inland und realer Außenbeitrag ★ .	49
Ölabhängigkeit in der OECD	51
 Geldpolitik und Finanzmärkte	
Kurz- und langfristige Zinssätze ★	56
Zinshöchststände	57
Geldmengenwachstum	58
Kreditgewährung der Banken und Nettoauslandsposition des Bankensystems	60

	Seite
Reale Geldmenge und reales Bruttosozialprodukt ★	61
Kurzfristige Realzinssätze ★	63
Eigenmittel und Bilanzkennzahlen der Unternehmen (ohne Kreditinstitute)	67
USA: Kreditaufnahme der inländischen nichtfinanziellen Sektoren	68
USA: Entwicklung der Bankkreditgewährung	70
Kreditgewährung der Banken an Unternehmen und Privatpersonen	70
Staatsfinanzierung	72
Staatsverschuldung, Produktion und Preise	73
Monetäre Gesamtgröße und Kreditaggregate: Ziele und Wachstum	76

Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel 1979/80	83
Leistungsbilanzsalden 1978-80	86
USA: Kapitalverkehr mit dem Ausland 1979/80	90
Deutschland: Privater Kapitalverkehr mit dem Ausland 1979/80	96
Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden 1979/80	98
Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der OPEC-Länder 1974/75 und 1979/80 (Schätzung)	106

Internationale Kredit- und Anleihemärkte

Kreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Auslandsforderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen sowie internationale Anleiheemissionen	108
Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und ihr Abstand zu den Inlandszinsen ★	110
Regionale Verteilung der Auslandspositionen der Banken im Berichtsgebiet sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken	114
Mittelflüsse zwischen den an die BIZ berichtenden Banken und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets 1974-80 (Schätzung)	117
Währungsstruktur des Euromarkts: Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken in Fremdwährungen ★	122
Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken untergliedert nach Währungen	123
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken	125/126
Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)	127
Internationale Anleihen	130
Eurogeldmarktsätze, US-Prime rate und Renditen internationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ★	131

Internationale Währungslage

Bilaterale Wechselkurse: Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1980/81 ★	134
Effektive Wechselkurse 1977-81 ★	136
Kassakurse innerhalb des Wechselkursverbunds des EWS 1980/81 ★	139
Länder der Zehnergruppe und Schweiz: Effektive Wechselkurse sowie relative Preise und Kosten 1977-81 ★	142/143
Deutschland und Großbritannien: Veränderungen der Kassakurse gegenüber dem Dollar sowie der Zinsdifferenzen auf der Basis der Sätze für Dreimonatsgelder in Landeswährung und in US-Dollar ★	147
Ausgewählte Industrieländer: Reale effektive Wechselkurse auf der Basis der relativen Lohnstückkosten 1973-80 ★	149
Weltgoldgewinnung (Schätzung)	150
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	151
Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1979-81 ★	152
Veränderung der Weltwährungsreserven 1978-80	154
Erfasste offizielle Einlagen bei Geschäftsbanken außerhalb der USA	159

Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren	163
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren	164
Fremdmittel (Herkunft)	165
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)	166
Aktiva (Sachkategorien)	167
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“	168
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl	170

EINUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 15. Juni 1981 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 51. Geschäftsjahr (1. April 1980–31. März 1981) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 1 057 331 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 67 004 609 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er — einschließlich des Nettoerlöses aus dem Verkauf des alten Bankgebäudes in Höhe von 2 630 695 Goldfranken — 50 977 378 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 17 004 609 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 135 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 20 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 2 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den Rest von 28 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1980/81 den Aktionären am 1. Juli 1981 gezahlt.

I. NACHWIRKUNGEN DES ZWEITEN ERDÖLSCHOCKS

Seit mehr als zwei Jahren ringt die Weltwirtschaft um die Korrektur der ihr durch die zweite Ölkrise erneut aufgezwungenen Ungleichgewichte: binnenwirtschaftlich mit der Beschleunigung der Inflation und der stagnierenden Produktion sowie außenwirtschaftlich mit den beträchtlichen Zahlungsbilanzungleichgewichten. Je weiter die Zeit voranschreitet, desto schärfer treten die Gegensätze zur Entwicklung nach dem ersten Erdölpreisanstieg hervor, während sich die Ähnlichkeiten abschwächen. Heilmittel, die nun für die alten Probleme energischer verabreicht werden, lassen neue Probleme entstehen. Insofern waren die Heilerfolge unterschiedlich, und es wäre übertrieben, den Anspruch zu erheben, daß die Entwicklung in der jüngsten Vergangenheit im großen und ganzen in die richtige Richtung zeigte. Es wäre aber ebenso falsch, wollte man nicht anerkennen, daß zumindest in zwei Schlüsselbereichen — der Inflationsbekämpfung und der Einsparung von Erdöl — viele Länder der industrialisierten Welt auf den zweiten Ölschock positiver reagierten, als es nach dem ersten der Fall war. So gesehen wiederholt sich die Geschichte nicht. Wie im Zeitraum 1974/75 bereitete die Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bis jetzt weniger Schwierigkeiten, als zunächst befürchtet worden war, obgleich die Verteilung der Zahlungsbilanzungleichgewichte, die bislang den Recyclingprozeß erleichtert hat, in anderer Hinsicht neue Schwierigkeiten schuf, nämlich starke Wechselkursschwankungen und in einigen Ländern außergewöhnlich hohe Realzinsen.

Drei Tatbestände dürften für diese Entwicklungen entscheidend gewesen sein. Alle drei stehen im Widerspruch zu dem, was sich sechs Jahre zuvor ereignet hatte, und verdienen es daher, zu Beginn dieses Berichts behandelt zu werden.

Der erste und wichtigste Tatbestand: Es ist ein grundlegender Wandel in der wirtschaftspolitischen Haltung gegenüber dem Inflationsproblem eingetreten. Die Bekämpfung der Inflation spielte zwar schon seit langem unter den wirtschaftspolitischen Zielen der Behörden eine wichtige Rolle, aber in vielen Fällen folgten den Absichtserklärungen keine wirkungsvollen Taten. Vielmehr entschieden sich nach der ersten Ölkrise mehrere Staaten bewußt für nachfragestimulierende Maßnahmen, in dem Glauben, daß tatsächlich eine Wahlmöglichkeit zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit besteht. Es wird nun weitgehend anerkannt, daß außer für eine relativ kurze Periode ein Rückgang der Arbeitslosenquote durch die Hinnahme einer höheren Inflation nicht gesichert werden kann. Im Gegenteil werden stetige Steigerungen der Produktion und damit der Beschäftigung langfristig nur aufrechterhalten werden können, wenn der Inflationsprozeß unter Kontrolle gebracht wird. Die Inflationsbekämpfung ist deshalb zusehends zu einem wirtschaftspolitischen Ziel von höchster Priorität geworden; antiinflationäre Maßnahmen sind daher in der Tat in vielen Ländern angewandt worden, wobei das Hauptgewicht der Geldpolitik zukam.

Diese Verlagerung der wirtschaftspolitischen Schwerpunkte, vor allem das große Vertrauen, das man in die Geldpolitik setzte, sowie die Experimente mit neuen monetären Steuerungsmechanismen, die unausweichlich mit einem strengeren Gebrauch der Geldpolitik verbunden waren, haben Probleme eigener Art geschaffen, die eingehender in den Schlußbemerkungen behandelt werden. Zunächst führten sie aber zu einigen, wenn auch bescheidenen positiven Ergebnissen. Der preistreibende Impuls der höheren Ölkosten hat sich nicht auf die ganze Wirtschaft in dem gleichen Ausmaß ausgebreitet wie sechs Jahre zuvor; und noch wichtiger war, daß die Nominal- wie die Reallöhne schwächer gestiegen sind als damals, mit dem Ergebnis, daß in einer Anzahl von Ländern die Gewinne der Unternehmen und die Anlageinvestitionen trotz einer gewissen Abschwächung sich besser entwickelten als nach der ersten Ölkrise. Leider gilt diese Entwicklung nicht generell, und wo sie vorhanden ist, könnte sie sich als kurzlebig erweisen. Es besteht von daher aber ein Hoffnungsschimmer, daß eine Antiinflationspolitik auch betrieben werden kann, ohne daß der Außenwert einer Währung in die Höhe getrieben wird — eine wirtschaftspolitische Strategie, die ohnehin nicht von allen Industrieländern gleichzeitig verfolgt werden kann.

Der zweite bedeutsame Tatbestand ist die von den privaten Haushalten wie von den industriellen Ölverbrauchern und den Regierungen der ölimportierenden Länder gewonnene Überzeugung, daß der höhere reale Preis für Energie, und besonders für Erdöl, von Dauer sein wird. Trotz einer in jüngster Zeit eingetretenen gewissen Entspannung auf der Angebotsseite werden hier und da sogar weitere reale Preisanstiege oder Lieferstörungen befürchtet, was zwei Jahre nach dem ersten Ölschock im allgemeinen kaum der Fall gewesen war. Die Gründe für diese Änderung in den Preiserwartungen sind leicht zu finden: Der jüngste Ölpreisanstieg war der zweite, nicht der erste; er ging von einem viel höheren Niveau aus; zwar entsprach die absolute Höhe des Preisanstiegs weitgehend dem ersten, doch war sein Zeitprofil unterschiedlich, da der Preisanstieg allmählicher erfolgte; schließlich hat er den Endverbraucher unmittelbarer getroffen, weil er schneller auf das gesamte Wirtschaftssystem durchwirkte. Ferner haben nicht zuletzt die Ereignisse im Iran und der darauffolgende Krieg zwischen Iran und Irak die Aufmerksamkeit auf die Verwundbarkeit der Erdölversorgung gelenkt.

So wie die Wende zu einer wieder mehr konservativen Geldpolitik neue Probleme schafft, gerade als sie beginnt, alte zu lösen, so ist auch die Erkenntnis, daß hohe — und gar steigende — Erdölpreise durchaus ein bleibendes Phänomen sein dürften, kaum eine erfreuliche Angelegenheit. In der Tat, sollte sich erweisen, daß diese Ölpreiserhöhungen von Dauer sind, werden sich enorme Anpassungsprobleme binnen- wie außenwirtschaftlich ergeben. Die Furcht ist daher durchaus berechtigt, daß sie langanhaltende und ernste depressive Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit haben werden. Aber diese pessimistischen Erwartungen haben zumindest den Vorteil, daß sie energisches Handeln hervorrufen. Die Regierungen haben positive, echte Anpassungsmaßnahmen ergriffen, indem sie die inländische Erdölförderung begünstigen oder die Substitution von Öl durch andere Energiequellen unterstützen. Die Unternehmen bemühen sich intensiv um eine allgemeine Energieeinsparung und insbesondere um Sparmaßnahmen bei Erdöl, und gleiches gilt für die privaten Haushalte. Das führte zu dem Ergebnis, daß sich der Rückgang des Ölver-

brauchs, gemessen je Einheit des Bruttosozialprodukts, beschleunigt hat. Auch hier sind die Fortschritte nicht überall zu verzeichnen und erfolgen noch nicht schnell genug; außerdem ist es eine offene Frage, wie weit sie noch gehen werden. Aber zumindest finden sie statt.

Der dritte Tatbestand, der erwähnt werden sollte, ist bereits im Bericht des vergangenen Jahres angesprochen worden. Dies ist die Tatsache, daß ein unerwartet großer Teil des enormen weltweiten ölbedingten Zahlungsdefizits auf die Gruppe der relativ reichen Industrieländer entfiel und darunter auf die Volkswirtschaften mit niedrigeren Inflationsraten. Stellt man einmal die analytisch fesselnde Frage zurück, wieso dies so ist, so bleibt festzustellen, daß dieses Zahlungsbilanzgefüge die Rückschleusung der Ölgelder sicherlich erleichtert hat, da es für die meisten der betroffenen Länder relativ einfach war, sich an den internationalen Finanzmärkten zu verschulden, und einige von ihnen auch über beachtliche Devisenreserven verfügten, auf die sie zurückgreifen konnten.

Gleichzeitig hat diese gewandelte Zahlungsbilanzkonstellation zusammen mit einem konservativeren Zug der amerikanischen Geldpolitik sowie der Anwendung einer neuen Steuerungstechnik durch die amerikanische Notenbank eine Fülle zusätzlicher Probleme geschaffen. Das Ergebnis waren starke Wechselkursbewegungen, die sich aber von jenen Ende der siebziger Jahre („Tugend-“ und „Teufelskreise“) völlig unterschieden: Nun waren die Länder mit niedrigerer Inflationsrate an der Reihe, Kursrückgänge ihrer Währungen hinzunehmen, während die Währungen der Länder mit höherer Inflation stärker wurden.

In einem gewissen Sinn war dies natürlich eine willkommene Entwicklung: Niemandem konnte daran gelegen sein, eine Wiederholung der divergierenden Inflations- und Wechselkursentwicklung zu erleben, die die westlichen Industriestaaten nach dem ersten Ölschock in zwei so schroff einander gegenüberstehende Gruppen geteilt hatte. Man könnte auch argumentieren, daß die jüngsten Wechselkursbewegungen zum Teil einfach Unter- oder Überbewertungen korrigiert haben, die sich als Ergebnis des „Überschießens“ der Wechselkurse während der späten siebziger Jahre herausgebildet hatten. Aber es gibt auch eine andere Seite der Medaille. Zum einen sind die Wechselkurse außerhalb des Europäischen Währungssystems sehr unbeständig geworden. Zum anderen waren einige Wechselkurschwankungen während der ersten Monate von 1981 eindeutig übertrieben gewesen — namentlich die Verschlechterung des effektiven Wechselkurses der D-Mark. Einige der Länder mit niedrigerer Inflation waren dadurch gezwungen, ungewöhnlich hohe Realzinsen hinzunehmen. Dies war notwendig, weil zu einer Zeit, zu der Länder mit höherem Preisanstieg — an erster Stelle vor allem die USA — aus Gründen des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts einen geldpolitischen Kurs verfolgten, der ebenfalls zu hohen Zinsen führte, die Länder mit niedrigerer Inflation ihre eigene Zinspolitik darauf abstellen mußten, die Wechselkursverschlechterung in Grenzen zu halten und ihre Zahlungsbilanzströme insgesamt im Gleichgewicht zu bewahren. So hatten alle wichtigen Industrieländer ihre eigenen Gründe für das hohe Zinsniveau — einige, weil ihr Kampf gegen die Inflation unausweichlich höhere Zinsen erforderlich machte; andere, weil sie verhindern wollten, daß die Inflation durch eine Abwertung ihrer Währung neu angefacht werde, und andere schließlich, weil

sie einfach ihre Leistungsbilanzdefizite finanzieren mußten. Das ganze Problem wurde noch durch die empfindlichen Zinsreaktionen kompliziert, die sich durch die neuen geldpolitischen Techniken ergaben, die die USA im Oktober 1979 einführten.

Überblick über den Bericht

Kapitel II untersucht das Wiedererstarren der Inflation in den Jahren 1979/80 und die Beziehung zum zweiten Ölschock. Es vergleicht dieses Szenarium mit den Inflationserfahrungen von 1974/75 und versucht, eine Antwort auf zwei Fragen zu finden.

Die erste betrifft die jeweilige Bedeutung der außenwirtschaftlichen (d.h. durch die realen Austauschverhältnisse induzierten) und der binnenwirtschaftlichen Einflüsse auf die Beschleunigung des Preisanstiegs nach den zwei Ölkrisen. Die Antwort ist ziemlich eindeutig: Während 1974/75 die hausgemachte Inflation überall eine überwältigende Rolle spielte, ist diese Komponente der Inflation in vielen Ländern, in einigen Staaten sogar relativ deutlich, schwächer geworden, und zwar sowohl im Verhältnis zum gegenwärtigen Einfluß der Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse als auch verglichen mit den binnenwirtschaftlichen Inflationseinflüssen in den Jahren 1974/75. Besonders offenkundig war dieser Wandel in Japan, während die Erfolge in den USA, Kanada und Italien relativ enttäuschend geblieben sind.

Die zweite Frage macht es erforderlich, hinter den „Schleier“ der allgemeinen Preisindizes zu sehen, um den Grad und die Art der binnenwirtschaftlichen Anpassung an den jüngsten Ölpreisanstieg herauszufinden, d.h. die Änderungen zu untersuchen, die in der Verteilung der Einkommen zwischen privaten Haushalten und Unternehmen stattgefunden haben. Es scheint, daß zumindest bislang die Lohn- und Gehaltsempfänger ziemlich allgemein bereit sind, einen größeren Teil der Last zu tragen, die durch die Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse entstanden ist, als dies 1974/75 der Fall war. Mit Ausnahme Großbritanniens erfuhren die Unternehmensgewinne daher nicht den gleichen Rückgang wie zuvor. Der Unternehmenssektor ist nun in einer besseren Lage als damals, seine Investitionstätigkeit aufrechtzuerhalten.

Kapitel III stellt die güterwirtschaftlichen Reaktionen der Wirtschaft auf den zweiten Ölschock, nämlich die Entwicklung von Produktion, Ausgaben und Beschäftigung sowie die Öleinsparung, in den Mittelpunkt und schließt mit einer Analyse der Hemmnisse, die durch die Energiesituation noch immer einem erneuten Wachstum und einer höheren Beschäftigung entgegenstehen. Das Bild, das sich daraus ergibt, zeigt unterschiedliche Farben. Einerseits zeigten der Unternehmens- und der private Haushaltssektor in den meisten Ländern ein stabileres Verhalten als während der Jahre 1974/75: Die Anlageinvestitionen blieben ziemlich kräftig, und die Sparquoten sind nicht drastisch gestiegen. Entsprechend war die Rezession — Großbritannien erneut ausgenommen — bisher schwächer ausgeprägt. Gleichzeitig waren die relativen binnenwirtschaftlichen Nachfrageanpassungen weniger unterschiedlich als nach der ersten Ölkrise, mit dem Ergebnis, daß die Verteilung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Industrieländern nicht so untragbar war wie damals.

Andererseits hat die sehr wichtige „reale“ Anpassung — trotz eines erfreulichen Trends zu besserer Energieausnutzung und insbesondere zur Erdöleinsparung — kaum mehr vermocht, als den starken Anstieg bei der Abhängigkeit der Industrieländer von importiertem Erdöl zum Stillstand zu bringen. So bleibt deren Verwundbarkeit für von außen kommende Schocks — Preisanstiege oder Angebotsverknappungen — weiterhin sehr groß; und solange die OPEC-Länder mit geringer Absorptionsfähigkeit nicht in der Lage sind, ihre wachsenden Einnahmen für Importe wieder auszugeben, bleibt das ölbedingte Finanzierungsdefizit wahrscheinlich hoch. In dieser Situation sind die Aussichten auf ein wieder schnelleres Wachstumstempo und damit auf einen Rückgang der Arbeitslosenquote ziemlich düster.

Kapitel IV, das sich mit der Geldpolitik und den inländischen Finanzmärkten befaßt, hebt verschiedene wichtige Entwicklungen hervor; an erster Stelle das allgemeine und vielfach sogar dominierende Vertrauen in die Geldpolitik für den Kampf gegen die Inflation. Dies führte zu historisch gesehen hohen Nominalzinssätzen und, in starkem Gegensatz zu den Ereignissen von 1974/75, zu positiven Realzinssätzen. Unter dem Einfluß der neu verteilten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erreichten die Realzinsen in Deutschland und den Benelux-Ländern ein sehr hohes Niveau. Obgleich positive Realzinsen eindeutig als ein wesentlicher Bestandteil einer Antiinflationpolitik betrachtet werden müssen, dürfte ihr hohes Niveau auch ein Zeichen für das falsche Zusammenwirken der einzelnen Bereiche der Wirtschaftspolitik sein, d.h. eine übermäßige Belastung der Geldpolitik angesichts weiterbestehender, manchmal sehr hoher Defizite der öffentlichen Hand.

Die zweite wichtige Entwicklung ergibt sich aus den beträchtlichen Veränderungen, die in den geldpolitischen Steuerungstechniken eingetreten sind, besonders in den USA, in geringerem Ausmaß aber auch in einigen anderen Ländern. Das Experimentieren mit neuen Techniken hat auf dem US-Markt zu starken Zinsfluktuationen (und zu kurzfristigen erratischen Ausschlägen) geführt, die sich auf die übrige industrialisierte Welt übertrugen, wenngleich Großbritannien und Japan wegen der Stärke ihrer Währungen sich vor dieser Entwicklung abschirmen konnten.

Drittens waren die Zinsstrukturen in vielen Ländern durch außergewöhnlich langwährende inverse Renditenkurven gekennzeichnet. Welche Erklärung man auch für dieses Laufzeit/Rendite-Verhältnis anführt — Erwartung von rückläufigen Inflationsraten oder unerwartet lang andauernder Liquiditätsentzug —, es ist jedenfalls in der Lage, schwere Probleme für Finanzinstitute zu schaffen, deren normale Funktion es ist, eine Fristentransformation durchzuführen.

Kapitel V, Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr, folgt dem Beispiel der vorhergehenden Kapitel und vergleicht die neueren Entwicklungen mit denen der Jahre 1974/75. Es sieht den ersten wichtigen Unterschied zwischen beiden Perioden darin, daß die Leistungsbilanz der Zehnergruppenländer durch den zweiten Erdölchock sehr viel stärker betroffen wurde als durch den ersten, und deckt einen weiteren ins Auge fallenden Gegensatz auf, nämlich eine völlig unterschiedliche Verteilung der Leistungsbilanzdefizite innerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz, wobei eine viel größere Last auf die Länder mit niedrigerer Inflation entfällt.

In dem Kapitel wird ausgeführt, daß die Leistungsbilanzdefizite der ölimportierenden Länder trotz der weltweit hohen ölbedingten Ungleichgewichte bisher alles in allem ohne große Schwierigkeiten finanziert werden konnten. Als Gründe werden die oben erwähnte regionale Verteilung der Ungleichgewichte genannt, ferner die Tatsache, daß das Leistungsbilanzdefizit der öleinführenden Entwicklungsländer (in Prozent der Exporterlöse dieser Gruppe) niedriger war als in den Jahren 1974/75, und nicht zuletzt der weiterhin relativ hohe Liquiditätsgrad der internationalen Kreditmärkte.

Kapitel VI enthält die übliche Analyse der internationalen Kreditmärkte. Die traditionelle Besorgnis in bezug auf das internationale Bankwesen im allgemeinen und die Eurogeldmärkte im besonderen — daß ihre Entwicklung nämlich die internationale Inflation anheizen oder zu einem übertrieben schnellen Wachstum der internationalen Liquidität führen könnte, daß sie als Instrument für Währungsspekulationen dienen oder daß sie die beabsichtigte Wirkung der inländischen Geldpolitik stören könnten — trat diesmal in den Hintergrund gegenüber der wichtigen Rolle, die das internationale Bankensystem bei der Finanzierung der durch die zweite Ölpreiserhöhung entstandenen hohen Leistungsbilanzdefizite spielte. Dieses Kapitel enthält einige bislang nicht veröffentlichte Statistiken über die Teilnahme der Banken am Recycling der Ölgelder und bewertet die Probleme, die sich aus der weiteren Einschaltung der Banken in die in großem Maßstab erforderliche Zahlungsbilanzfinanzierung ergeben.

In Kapitel VII, das die internationale Währungslage untersucht, werden als zentrale Punkte die auffallenden Wechselkursentwicklungen erörtert, die in den letzten zwei Jahren stattgefunden haben. Es gab ausgeprägte Schwankungen bei den Kursen des US-Dollars, des Yen und der D-Mark, während das Pfund Sterling eine beträchtliche Höherbewertung verzeichnete. Nur das Europäische Währungssystem verschaffte den Währungen der Mitgliedsländer ein gewisses Maß an Stabilität, wenigstens bis zur Abwertung der Lira Ende März 1981, aber auch hier konnten relativ große Schwankungen der effektiven Wechselkurse, gewogen mit den Handelsanteilen, nicht verhindert werden.

Diese Wechselkursentwicklungen werfen verschiedene interessante Fragen auf, die das Kapitel zu beantworten sucht. Ist es richtig, daß sich in vielen Fällen die Wechselkurse nicht in Übereinstimmung mit den inländischen Kosten- und Preisentwicklungen bewegten? Wie wurden die Wettbewerbspositionen durch diese Bewegungen beeinflusst? Was läßt sich aus diesen Erfahrungen lernen, um zu einem besseren Verständnis der Bedeutung der verschiedenen Bestimmungsfaktoren der Wechselkurse zu kommen? Gibt es Anzeichen für ein erneutes „Überschießen“ der Wechselkurse — diesmal freilich in die entgegengesetzte Richtung?

II. INFLATION UND BINNENWIRTSCHAFTLICHE ANPASSUNG

In den vergangenen zwei Jahren geriet die Weltwirtschaft erneut in den Sog eines Inflationsschubes. Wieder einmal, wie bereits 1973–75, brachten eine drastische Verteuerung des Erdöls und ein nachfrageinduzierter Preisanstieg bei den übrigen Rohstoffen allen Industrieländern starke Inflationsimpulse. Da diesmal die Verschiebungen innerhalb des Wechselkursgefüges anders verliefen als in den frühen siebziger Jahren, wirkte sich in dieser neuen Inflationsrunde der von außen kommende Preisschub unterschiedlich auf die einzelnen Länder aus. Hinzu kam, daß zwar die volkswirtschaftlichen Belastungen aus dem Anfang 1979 einsetzenden Energiepreisanstieg mit denen des Ölchocks von 1973/74 vergleichbar waren, gleichzeitig jedoch die Preise für Erdöl und sonstige Rohstoffe schrittweise stiegen und die Gegenreaktionen entschiedener antiinflationär ausgerichtet waren. Infolgedessen divergierten die Preisbewegungen international weniger stark als im Gefolge der ersten Ölpreisschwellen. In jüngster Zeit scheint sich der Preisauftrieb in einigen Ländern abgeschwächt zu haben, besonders spektakulär in Großbritannien. Gleichwohl sind die Inflationsraten fast durchweg noch als zu hoch anzusehen.

Dieses Kapitel befaßt sich mit den Auswirkungen dieser Entwicklung, wobei der Zweijahreszeitraum 1979/80 mit dem von 1974/75 verglichen wird. Im wesentlichen werden zwei Fragen behandelt. Die eine betrifft die relative Bedeutung äußerer und inländischer Inflationsursachen und die Verbindung zwischen ihnen. Mit anderen Worten: Wie stark war der äußere Schock, und wie erfolgreich waren die Länder bei dem Versuch, seine Auswirkungen ebenso wie die binnenwirtschaftlichen Inflationsquellen gering zu halten? Die zweite Frage zielt darauf ab zu klären, wie sich die allgemeine Preisanpassung vollzog. Inwieweit ist es den einzelnen Ländern im Verlauf des zweiten Ölpreisschubs besser gelungen, die damit einhergehenden Realeinkommensverluste zu verkraften? Ist es mit anderen Worten gelungen, die preistreibenden Impulse aus dem Ausland reibungsloser durchwirken zu lassen, ohne daß es gleichzeitig zu einem Einbruch bei den Erträgen, den Investitionen und damit zu erheblich trüberen Aussichten in bezug auf das künftige Wachstum und die Beschäftigung kam?

Aktuelle Preisentwicklung

Der beschleunigte Anstieg der Verbraucherpreise in den späten siebziger Jahren ging mit einem neuerlichen Konjunkturaufschwung einher. In den USA und Kanada, wo die Erholung früh einsetzte, begann sich der Preisauftrieb Anfang 1977 zu verstärken. In den anderen Ländern hielt die Preisberuhigung im allgemeinen bis in das Jahr 1978 hinein an, wenn auch mancherorts die Preise bereits im zweiten Halbjahr 1977 mit zunehmender Wirtschaftstätigkeit wieder zu steigen begonnen hatten. Danach verstärkte sich 1979 und in den ersten Monaten des Jahres 1980 im Zuge anziehender Rohstoffpreise und der in mehreren, unregelmäßigen Schritten

vorgenommenen kräftigen Ölpreiserhöhung die Inflation in allen Ländern erheblich. Im zweiten Halbjahr 1980 und in den ersten Monaten von 1981 zeigten sich dann in einer Reihe von Ländern Anzeichen einer Preisberuhigung. In anderen hingegen war wenig von einem Rückgang der hohen Inflationsrate zu erkennen.

Im Frühjahr 1981 waren die Preisdisparitäten zwischen den einzelnen Ländern nach wie vor sehr groß, wenn auch geringer als fünf Jahre zuvor (s. Tabelle). Die niedrigsten Teuerungsraten, zwischen 5,5 und 7,5%, hatten Japan, die Bundesrepublik Deutschland sowie Volkswirtschaften, die mit dem letztgenannten Land kapital- und handelsmäßig eng verflochten sind, nämlich die Benelux-Staaten, Österreich und die Schweiz. Inflationsraten zwischen 10,0 und 14,5% verzeichneten die USA, Kanada, Großbritannien, die skandinavischen Länder sowie Spanien. In Italien schließlich verharrte die Preissteigerungsrate weiterhin nahe bei 20%, während die Griechenlands über 25% hinausging.

Entwicklung der Verbraucherpreise

	Veränderungen gegen Vorjahr									1981 letzterver- fügbarer Monat
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980		
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Juni	Dez.	
	Prozent									
USA	8,8	12,2	7,0	4,8	6,8	9,0	13,3	14,3	12,4	10,0 ²
Japan	19,0	22,0	7,7	10,4	4,8	3,5	5,8	8,4	7,1	6,2 ¹
Großbritannien ..	10,6	19,2	24,9	15,1	12,1	8,4	17,2	21,0	15,1	12,0 ²
Italien	12,3	25,3	11,1	21,8	14,9	11,9	19,8	20,7	21,1	19,9 ²
Kanada	9,1	12,5	9,5	5,8	9,5	8,4	9,8	10,1	11,2	12,6 ²
Frankreich	8,5	15,2	9,6	9,9	9,0	9,7	11,8	13,5	13,6	12,5 ¹
Schweden	7,5	11,6	8,9	9,6	12,7	7,4	9,8	13,1	14,1	12,9 ²
Deutschland (BR)	7,8	5,8	5,4	3,7	3,5	2,5	5,4	6,0	5,5	5,6 ²
Schweiz	11,9	7,6	3,4	1,3	1,1	0,7	5,1	3,3	4,4	5,6 ²
Belgien	7,3	15,7	11,0	7,6	6,3	3,9	5,1	6,2	7,5	7,4 ²
Niederlande	8,2	10,9	9,1	8,5	5,2	3,9	4,8	6,6	6,7	6,2 ²
Österreich	7,8	9,7	6,7	7,2	4,2	3,7	4,7	7,1	6,7	7,4 ²
Dänemark	12,6	15,5	4,3	13,1	12,2	7,1	11,8	13,3	10,9	11,3 ¹
Finnland	14,1	16,9	18,1	12,3	11,9	6,5	8,6	11,2	13,8	13,1 ¹
Griechenland ...	30,7	13,5	15,7	11,7	12,8	11,5	24,8	26,2	26,2	24,3 ²
Norwegen	7,6	10,5	11,0	8,0	9,1	8,1	4,7	10,8	13,7	14,6 ²
Irland	12,6	20,0	16,8	20,6	10,8	7,9	16,0	20,2	18,2	21,0 ³
Spanien	14,3	17,9	14,1	19,8	26,4	16,6	15,5	15,9	15,1	13,8 ³

¹März.

²April.

³Februar.

Betrachtet man die Entwicklung der Verbraucherpreise insgesamt, so war der Preisanstieg der Jahre 1979 und 1980 etwas niedriger als in den zwei Jahren nach dem ersten Ölchock. Während der früheren Phase stiegen die Verbraucherpreise in der Zehnergruppe und der Schweiz im ungewogenen Durchschnitt um insgesamt rund 24%, verglichen mit etwa 20,5% in der zweiten Periode. Auch das Verlaufsmuster des Preisanstiegs war unterschiedlich. In der ersten Phase gingen die Preise in der unmittelbar auf den Ölchock folgenden Periode von etwa zwölf Monaten

steil in die Höhe, während die Preise 1979/80 gleichmäßiger und über einen längeren Zeitraum hinweg anzogen.

Obwohl der zweite von außen kommende Preisschock von ähnlicher Art war wie der erste, wirkte er sich in den einzelnen Ländern in unterschiedlicher Weise aus. Hierbei kann man mehrere Ländergruppen unterscheiden. In der ersten Gruppe (USA, Kanada, Frankreich, Norwegen und Schweden) waren die Inflationsraten zu Beginn eines jeden Schocks (Ende 1973 und Ende 1978) etwa dieselben (7,5–9,5%). Während jedoch die Inflationsraten zwei Jahre nach dem ersten Preisschub fast wieder auf ihr Ausgangsniveau zurückgekehrt waren (7,0–11,0%), stiegen sie in dem vergleichbaren Zeitraum des zweiten Schocks auf ein merklich höheres Niveau (11,0–14,0%). Eine zweite Ländergruppe (Großbritannien, Italien und Spanien) hatte zu Beginn der beiden Phasen ebenfalls jeweils etwa dieselbe Inflationsrate, wenn auch auf einem im Vergleich zur ersten Gruppe höheren Niveau. Während jedoch in Großbritannien die Teuerung in der zweiten Periode weniger ausgeprägt war als in der ersten, verzeichnete Italien genau die umgekehrte Entwicklung.

Zahlreiche Länder hatten zu Beginn der zweiten Ölkrise eine deutlich niedrigere Inflationsrate als eingangs der ersten. Bei einer Gruppe (Japan, Deutschland, den Benelux-Ländern, Österreich und der Schweiz) bewirkte eine verschärfte Antiinflationpolitik, daß sich die Inflationsraten von 1973 (7,0–19,0%) bis 1975 (3,5–11,0%) in etwa halbierten. Während des zweiten Schocks erhöhten sich hingegen die Teuerungsraten dieser Länder, und zwar von einer Spanne zwischen 0,5 und 4,0% im Jahr 1978 auf 4,5–7,5% Ende 1980. In einer anderen Gruppe (Dänemark, Finnland, Griechenland und Irland) war in beiden Perioden derselbe Preisschub zu beobachten, freilich von einer im Vergleich zur vorgenannten Gruppe im Durchschnitt merklich höheren Basis aus.

Diese Unterschiede in den Verlaufsmustern sowohl zwischen den Ländern als auch den Zeiträumen der externen Preisschocks beruhten auf einer Reihe von in diesem Kapitel weiter unten erörterten Faktoren wie insbesondere Unterschieden in den Zeitprofilen der Schocks, der relativen Entwicklung der Wechselkurse sowie dem Grad der Antiinflationpolitik. Einige Faktoren, die die Preisentwicklung direkter beeinflusst hatten, können indes bereits an dieser Stelle genannt werden. Eine Ursache dürfte darin bestehen, daß man den Preisanstieg in der Zeit der zweiten Ölkrise rascher als in der ersten durchwirken ließ. Nach dem ersten Schock hatten zahlreiche Länder Maßnahmen ergriffen, mit denen die preistreibenden Folgen des Ölpreisschubs zurückgehalten oder verzögert werden sollten. Während des zweiten Ölschocks ließen die meisten Länder Preiserhöhungen zu, um dadurch den Energieverbrauch zu dämpfen. In den USA hob die neue Administration alle noch verbliebenen Preiskontrollen für im Inland gefördertes Öl auf, in Belgien wurde eine Sondersteuer auf den Energieverbrauch erhoben, und Frankreich und Italien setzten die Tarife der öffentlichen Versorgungsbetriebe stark herauf. In Kanada hingegen blieben aus Gründen der regionalen Einkommensverteilung die Preiskontrollen bei der inländischen Energieerzeugung weiter in Kraft.

Änderungen bei den administrierten Preisen und der Mehrwertsteuer hatten ebenfalls beträchtlichen Einfluß auf den Index der Verbraucherpreise einiger Länder. In Großbritannien etwa trug die Mehrwertsteuererhöhung von Juni 1979

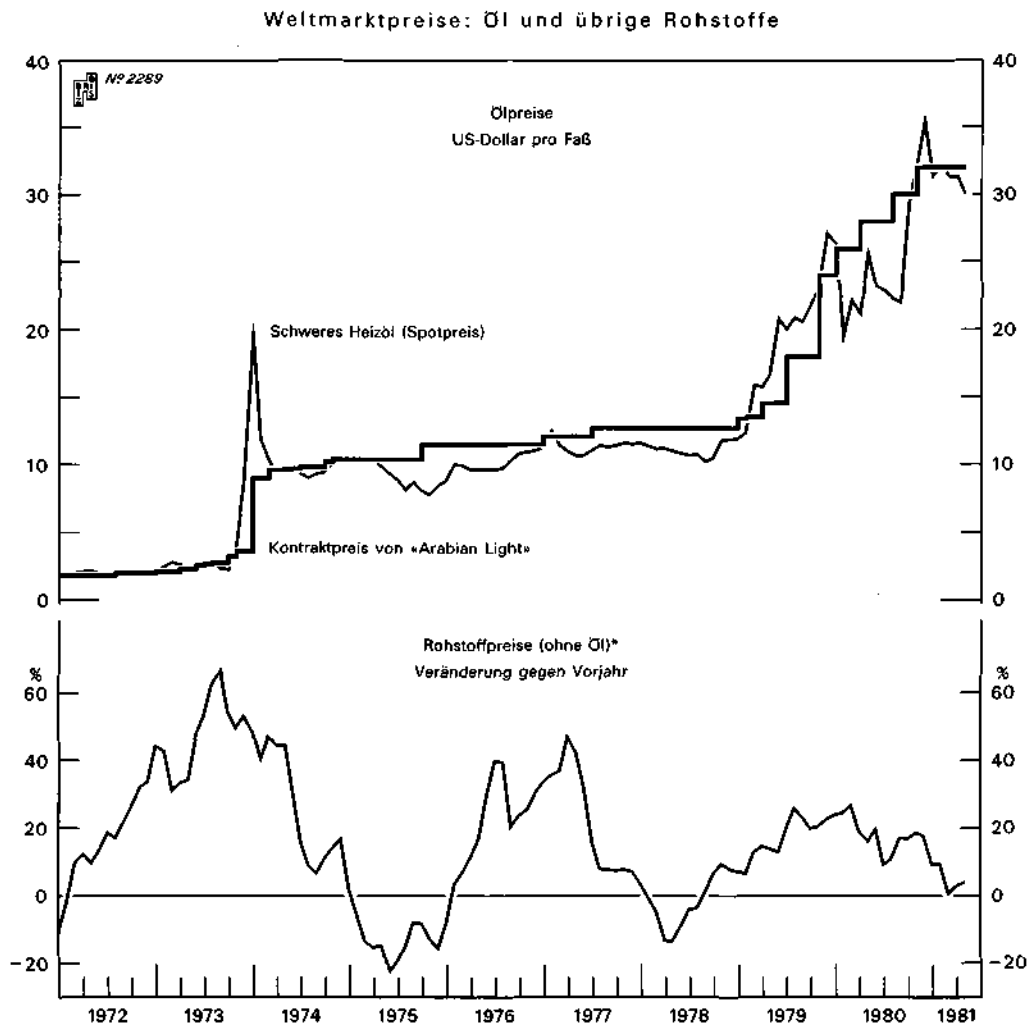
schätzungsweise 3 Prozentpunkte und eine weitere Erhöhung der indirekten Steuern im Budget vom März 1980 nochmals 2 Prozentpunkte zum Anstieg des Verbraucherpreisindex bei. Auch in Schweden wurde die Mehrwertsteuer im vergangenen Jahr stark erhöht. Was die administrierten Preise anbelangt, so führte in Großbritannien die Besorgnis über die Finanzlage der Staatsunternehmen und der Gemeinden dazu, daß die öffentlichen Tarife stark erhöht wurden. Die Mieten für in kommunalem Eigentum stehende Wohnungen, die einen großen Teil des Bestands an Mietwohnungen in Großbritannien ausmachen, sind in den vergangenen zwei Jahren beträchtlich gestiegen. In Italien wurden die scharfen Mietkontrollen aufgehoben und durch ein Indexierungssystem ersetzt, das die Mieten während des zweiten Ölshocks stark ansteigen ließ. In den USA bewirkte die teilweise Aufhebung von Regulierungen im Geld- und Kreditbereich einen starken Anstieg der Hypothekenzinsen, was sich 1979 und 1980 mit annähernd jeweils 1½ Prozentpunkten im Anstieg des Verbraucherpreisindex niederschlug.

Wenn man von den Energiepreisen und den Mieten absieht, stellt man fest, daß 1979/1980 andere Verbraucherpreise — für Nahrungsmittel, Dienstleistungen und Rohstoffe (ohne Energie) — in den meisten Ländern schwächer gestiegen sind als in der Zeit nach dem ersten Ölshock. Zum Teil kommen hierin die in der zweiten Periode relativ schwächere Verfassung der internationalen Rohstoffmärkte und die ungünstigere Arbeitsmarktsituation in den einzelnen Ländern zum Ausdruck.

Weltmarktpreise: Rohstoffe und Öl

Die Verschärfung des Inflationstempos an der Wende vom alten zum neuen Jahrzehnt stand in engem Zusammenhang mit der Entwicklung der Rohstoffpreise am Weltmarkt. Von Ende 1978 bis Anfang 1980 zogen die Rohstoffpreise mit steigender Gesamtnachfrage kräftig an. Freilich stellte die Verteuerung des Erdöls auf mehr als das Doppelte alle anderen Preisentwicklungen in den Schatten. Immerhin stiegen die Preise für Industrierohstoffe (ohne Öl) und Nahrungsmittel (gemessen am Economist-Index auf SZR-Basis) zwischen Juli 1978 und Februar 1980 um 44%. Danach sanken die Preise für Metalle und Spinnstoffe im Gefolge des konjunkturellen Einbruchs in den USA und des Einsetzens der Rezession in zahlreichen anderen Ländern, stiegen dann jedoch im Spätsommer erneut. Auch höhere Nahrungsmittelpreise als Folge abnehmender Vorräte wegen schlechter Ernten in mehreren Ländern trugen über das Jahr gesehen zum Anstieg des Gesamtindex der Rohstoffpreise bei. Allerdings war die Erhöhung der Nahrungsmittelpreise weitgehend auf einen Preissprung bei Zucker zurückzuführen. Jedenfalls erreichte der Gesamtindex im November 1980 einen Höchststand und schwächte sich daraufhin bis April 1981 um rund 7% ab.

Auch die Situation an den Weltölmärkten entspannte sich gegen Ende 1980 infolge eines rückläufigen Ölverbrauchs der Industrieländer. Die Produktion des Kartells der Organisation erdölexportierender Staaten (OPEC) erreichte in jüngster Zeit, teilweise als Folge einer bewußten Anpassung des Ölangebots, den niedrigsten Stand seit zehn Jahren. Angesichts möglicher weiterer derartiger Anpassungen, labiler politischer Verhältnisse in einigen Ölexportländern und des Anhaltens des



*Economist-Index auf SZR-Basis.

iranisch-irakischen Konflikts bleiben Ungewißheiten über eine ausreichende und kontinuierliche weltweite Erdölversorgung für die Zukunft bestehen.

Die Preisschübe an den internationalen Rohstoffmärkten von 1973/74 und 1978/79 weisen viele Parallelen auf. Im erstgenannten Zeitraum verfünffachte sich der Rohölpreis bei freilich sehr niedriger Ausgangsbasis. Die Preise der übrigen Rohstoffe hatten sich bereits vor der Ölkrise im Sog einer weltweit kräftigen Nachfrage in den Jahren 1972/73 nahezu verdoppelt. Die ungewöhnlich hohe Kapazitätsauslastung, Produktionsengpässe und eine weitverbreitete Rohstoffknappheit — alles Symptome einer überhitzten Weltwirtschaft — schufen ein spekulatives Klima, das die Rohstoffpreise hinauftrieb. Gleichzeitig ließen Ernteaufälle in vielen Ländern die Nahrungsmittelpreise explosionsartig ansteigen.

Der zweite Schub der Rohstoffpreise wies in dieser Hinsicht starke Ähnlichkeit mit dem ersten auf. Wiederum war der Hauptstörfaktor eine drastische Anhebung des Ölpreises ab Anfang 1979; allerdings hatten die Preise industrieller

Rohstoffe bereits ab der Jahresmitte 1978 als Reaktion auf eine allmähliche Kräftigung der weltweiten Konjunktur zu steigen begonnen. Es gab auch Elemente spekulativer Käufe sowie Versorgungsengpässe bei Agrarprodukten. Alles in allem war indes der Preisanstieg bei Rohstoffen (ohne Öl) nicht annähernd so stark wie während des ersten Schocks, was weitgehend darauf beruhte, daß die Konjunktur international besser im Gleichgewicht und die Kapazitätsauslastung weniger angespannt war. Wenn auch die letzte Ölverteuerung prozentual als weniger belastend erscheint als die von 1973/74, so ist dieser Vergleich doch irreführend, bedenkt man das niedrige Niveau, von dem aus der Ölpreis 1973 zu steigen begann. In der Zehnergruppe und der Schweiz war der Anstieg der Ölrechnung in Relation zum Volkseinkommen in beiden Perioden in etwa gleich.

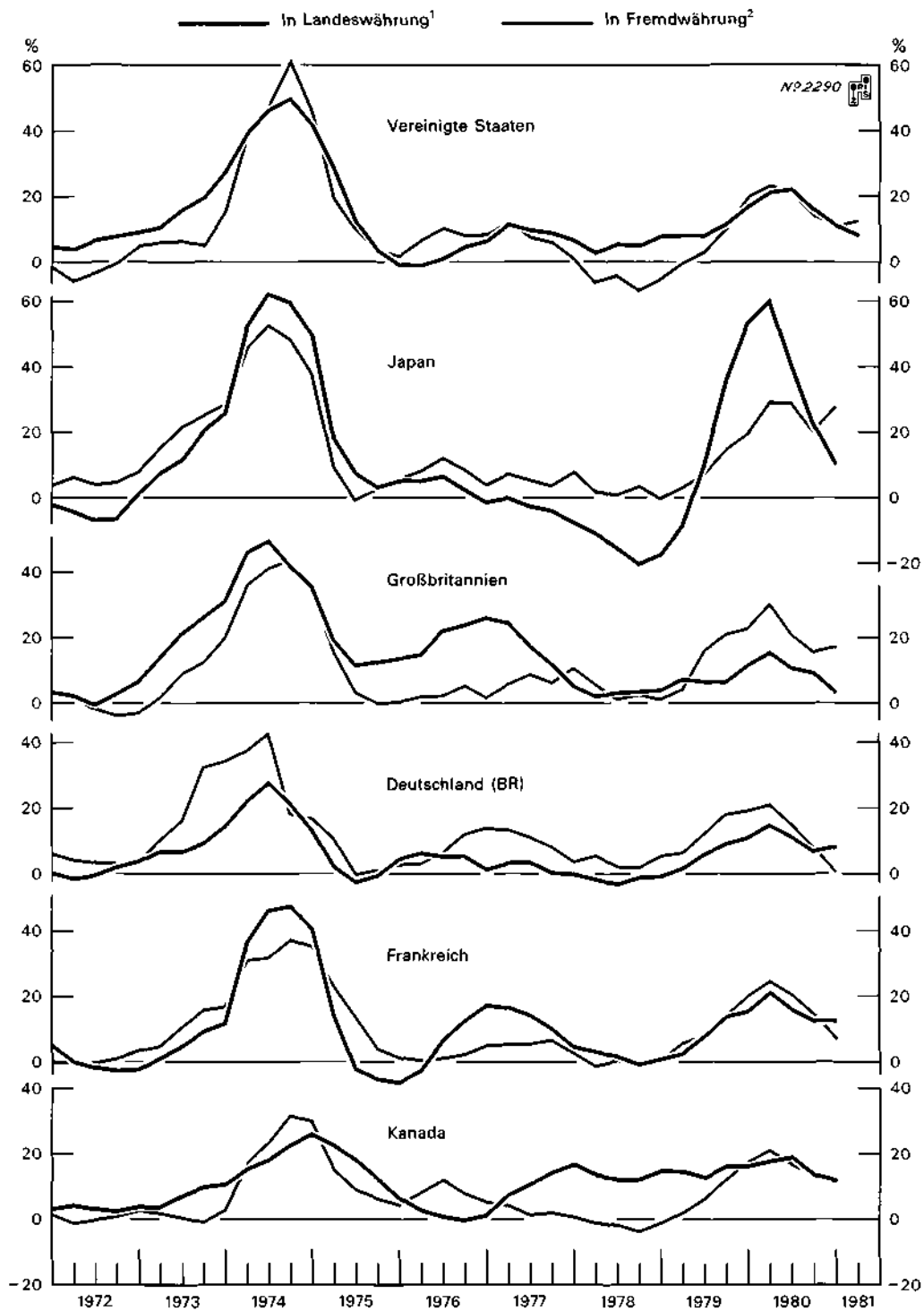
Wechselkurse und äußere Preisimpulse

Inwieweit sich Preissteigerungen an den internationalen Rohstoffmärkten auf die einzelnen Volkswirtschaften übertragen, hängt u. a. von der Wechselkursentwicklung ab. Diese Rolle der Wechselkurse wird für einige ausgewählte Länder anhand der nachfolgenden Grafik verdeutlicht. Die fettgedruckte Linie zeigt die vierteljährliche Veränderung der Einfuhrpreise gegenüber Vorjahr in Landeswährung gemessen am Deflator der Importe. Die dünne Linie kennzeichnet diese Preisentwicklung auf Fremdwährungsbasis, d.h. bereinigt um die binnen Jahresfrist eingetretene Veränderung des effektiven Wechselkurses. Erwartungsgemäß zeigt die gewogene Veränderung der Einfuhrpreise in Fremdwährungen bei allen Ländern ein ähnliches Verlaufsmuster, was darauf zurückzuführen ist, daß die Entwicklungen an den internationalen Rohstoffmärkten alle Länder berührten. Unterschiede zwischen den Ländern in bezug auf die Stärke dieses Einflusses beruhen daher weitgehend auf der unterschiedlichen Zusammensetzung der Importe sowie dem jeweiligen Grad der Abhängigkeit von Öl und anderen Rohstoffen.

Aus der Grafik geht hervor, daß die Importpreise in den siebziger Jahren in allen Ländern stark gestiegen sind, vor allem aber in Japan und den USA. Wie sich diese Verteuerung der Einfuhren auf den inländischen Preis-Lohn-Mechanismus übertrug, hing natürlich von der gleichzeitigen Veränderung des effektiven Wechselkurses ab. Gegen Ende 1973 und im Jahr 1974 verstärkte ein schwächerer effektiver Wechselkurs die tatsächliche Verteuerung der Einfuhren in Japan, Großbritannien und Frankreich erheblich. Demgegenüber milderten in den USA, Deutschland und Kanada die höheren Dollar- und DM-Kurse etwas die Importpreissteigerungen.

Die Bedeutung der Wechselkurse ist klar wahrnehmbar für die Zeit nach dem ersten Ölpreisschock und vor dem Anziehen der Rohstoffpreise 1978. Zwar gab es keinen allgemeinen Preisschub in diesem Zeitraum, gleichwohl stiegen die Rohstoffpreise tendenziell im Zuge einer sich erholenden Wirtschaftstätigkeit. Während dieser Zwischenperiode scheinen die relativen Wechselkursbewegungen entscheidend für die unterschiedlichen Auswirkungen des Geschehens an den Rohstoffmärkten auf die Einfuhrpreise in den einzelnen Ländern gewesen zu sein. Was die preislichen Wirkungen betrifft, so trugen der Rückgang des Dollarkurses von Ende 1977 an, der langanhaltende Kursanstieg des Yen von 1976 bis 1978, die Pfundkrise 1975/76,

Einfuhrpreise
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



¹ Deflator der Importe.

² Deflator der Importe bereinigt um Veränderungen des effektiven Wechselkurses.

die Aufwärtsbewegung der D-Mark zwischen 1976 und 1979, die Kursverluste des französischen Frankens im Anschluß an das Ausscheiden Frankreichs aus dem kleinen Währungsverbund 1976 und die Abwärtsbewegung des kanadischen Dollars 1977/78 sämtlich maßgeblich dazu bei, daß die Preisentwicklung am Weltmarkt in den einzelnen Ländern in recht unterschiedlicher Weise zur Geltung kam.

Der zweite Schub der internationalen Rohstoffpreise setzte um die Jahresmitte 1978 ein. Die Bedeutung, die den Wechselkursen bei der Übertragung des Ausmaßes dieser Preissteigerungen zukam, war eine ganz andere als 1973-75. In Japan verstärkte 1979 die Abwertung des Yen drastisch die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen des Preisanstiegs bei Rohstoffen, weshalb die zweite Ölpreisanhebung ebenso groß, wenn nicht größer als die erste ausfiel. In Großbritannien hingegen milderte die steile Aufwärtsbewegung des Pfundes den Einfluß des Anstiegs der Weltmarktpreise. Deutschland und Frankreich profitierten eine Zeitlang von höheren effektiven Wechselkursen, doch kehrte sich dieser Vorteil bald ins Gegenteil um, nachdem sich der Dollar gegenüber den europäischen Währungen gefestigt hatte.

„Importierte“ und „hausgemachte“ Inflation

Die Beschleunigung des Inflationstempos in den siebziger Jahren ist teilweise internationalen Ursprungs als Folge der wiederholten Preisschübe bei Rohstoffen sowie mancherorts auch der Wechselkursentwicklung. Theoretisch läßt sich zwar eine brauchbare Unterscheidung zwischen „importierter“ und „hausgemachter“ Inflation treffen, wenngleich diese Zuordnung keinesfalls exakt und eindeutig ist. Zum einen kann ein Inflationsschub, der sich einem einzelnen Land als exogen darstellt, ein indirekter Reflex von Vorgängen innerhalb der großen Industrieländer als Gruppe sein. Überdies ist die Inflation ein dynamischer Prozeß mit komplexen wechselseitigen Beziehungen und Rückwirkungen bei den tatsächlichen Kosten, Preisen und Erwartungen. In Zeiten lang anhaltender Teuerung können diese verschiedenen Aspekte derart ineinandergreifen, daß sie praktisch nicht mehr unterschieden werden können.

Mit diesen Vorbehalten wird in der gegenüberstehenden Tabelle zwischen der „importierten“ und der „hausgemachten“ Komponente der Inflation in der Zehnergruppe und der Schweiz während der beiden von außen kommenden Preisschübe unterschieden. Die „importierte Inflation“ wird anhand der jährlichen Veränderung der Terms of trade auf der Basis der impliziten Preisindizes für Aus- und Einfuhren und gewichtet mit der Größe des Sektors der Waren und Dienstleistungen bestimmt. Als Gradmesser für die „hausgemachte“ Inflation dient der Deflator des BSP/BIP, in dem der Anstieg der Einfuhrpreise nicht enthalten ist. Implizit wird davon ausgegangen, daß die inländischen Faktorpreise von Preisveränderungen der eingeführten Güter nicht direkt berührt werden. Beide Einflüsse summieren sich zur Gesamtinflation gemessen am Deflator der Inlandsnachfrage. Vor Beginn des zweiten Ölschocks war 1978 die auf binnenwirtschaftliche Einflüsse zurückzuführende Teuerung mancherorts bedeutend geringer als 1973 im Vorlauf zum ersten Ölpreisschub. Dies traf namentlich auf die im Wechselkursverbund zusammengeschlossenen EG-Länder Deutschland, Belgien und die Niederlande sowie auf Japan,

Beitrag von «importierter» sowie «hausgemachter»
Inflation zur Gesamtinflation¹

	Importierte Inflation			Hausgemachte Inflation			Gesamtinflation		
	1973 1978	1974 1979	1975 1980	1973 1978	1974 1979	1975 1980	1973 1978	1974 1979	1975 1980
	Veränderung im 4. Quartal gegen Vorjahr in Prozent								
Deutschland (BR)	1,1 - 0,5	- 0,9 1,3	0,9 0,5	6,7 3,8	8,6 4,0	3,8 5,4	7,8 3,3	7,7 5,3	4,7 5,9
Frankreich	0,0 - 1,5	3,2 0,1	- 1,3 1,7	8,0 9,8	12,2 9,8	10,3 10,7	8,0 8,3	15,4 9,9	9,0 12,4
Großbritannien	3,8 - 1,0	2,7 - 1,5	- 1,9 - 1,3	8,1 10,5	19,6 18,2	24,8 16,8	11,9 9,5	22,3 16,7	22,9 15,5
Italien ²	3,0 - 0,3	2,3 1,9	- 1,4 3,5	13,1 14,1	23,8 16,3	13,0 20,3	16,1 13,8	26,1 18,2	11,6 23,8
Japan	1,0 - 1,9	3,1 4,4	1,2 2,2	15,7 3,3	18,4 1,0	5,1 4,5	16,7 1,4	21,5 5,4	6,3 6,7
Kanada	- 2,1 1,3	- 0,1 - 1,0	- 0,1 - 0,2	11,6 6,6	15,1 11,9	10,2 9,9	9,5 7,9	15,0 10,9	10,1 9,7
USA	0,1 - 0,3	1,0 1,6	- 0,5 - 0,2	7,5 8,2	11,0 6,9	7,5 9,8	7,6 7,9	12,0 8,5	7,0 9,6
	Veränderung gegen Vorjahr in Prozent								
Belgien	- 0,7 0,1	1,4 - 0,3	0,7 1,5	6,9 4,2	12,2 4,2	12,6 5,0	6,2 4,3	13,6 3,9	13,3 6,5
Niederlande	0,3 - 0,3	2,6 1,5	- 0,2 1,2	8,4 5,1	9,3 3,9	11,2 5,9	8,7 4,8	11,9 5,4	11,0 7,1
Schweden	0,8 1,4	2,2 1,1	- 3,2 1,4	7,1 9,8	8,7 7,1	14,7 12,3	7,9 11,4	10,9 8,2	11,5 13,7
Schweiz	0,7 - 2,7	2,0 1,7	- 2,6 2,2	8,1 3,6	6,9 2,0	7,1 2,0	8,8 0,9	8,9 3,7	4,5 4,2

¹ Beitrag in Prozentpunkten von importierter Inflation (Veränderung der Terms of trade) und hausgemachter Inflation (BSP/BIP-Deflator) zur Gesamtinflation (Deflator der Inlandsnachfrage). ² Angaben für 1980 geschätzt.

Kanada und die Schweiz zu. Andererseits hatten zahlreiche Länder bei Einsetzen des zweiten Ölschocks beträchtlich höhere Inflationsraten als 1973. Zu diesen Ländern gehörten Frankreich, Großbritannien, Italien, Schweden und die USA.

In den Jahren 1979/80 war der Inflationsimport in einer Reihe von Ländern insgesamt stärker als 1974/75. Dies galt insbesondere für die Schweiz, Japan, Italien und Schweden, aber auch in Deutschland und den USA war der Unterschied deutlich. In Belgien und Frankreich war der von außen kommende Impuls in der zweiten Periode zwar schwächer als in der ersten, aber doch noch erheblich, während er in den Niederlanden in beiden Zeiträumen etwa dieselbe Bedeutung hatte.

Trotz dieser äußeren Schocks fiel 1979/80 der binnenwirtschaftlich erzeugte Preisauftrieb in den meisten Ländern geringer aus als 1974/75. In Japan schwächten sich sogar die heimischen preistreibenden Einflüsse trotz der ungewöhnlich heftigen äußeren Preiswelle ab. In Italien und den USA wiederum war der Preisanstieg 1979/80 so stark wie 1974/75, was teilweise darauf beruhte, daß die vom Ausland ausgehenden Preisimpulse in der zweiten Periode vergleichsweise kräftiger waren als in der ersten.

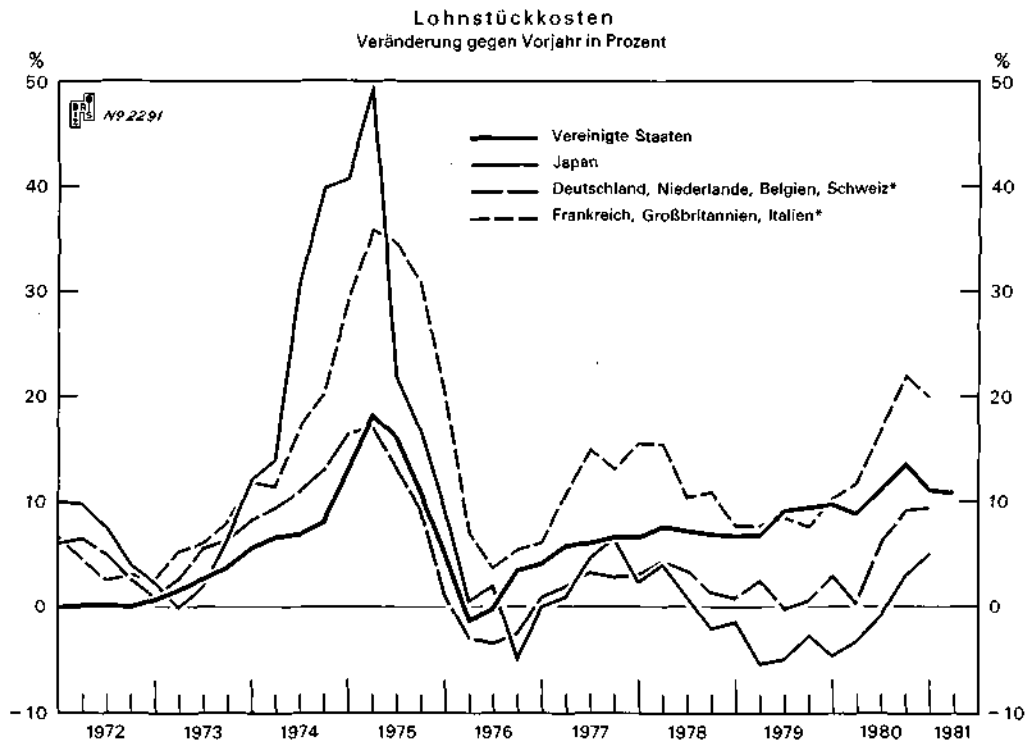
Diese Ergebnisse lassen mehrere vorläufige Schlußfolgerungen zu. Erstens hat es den Anschein, daß der Zusammenhang zwischen äußeren Preisschocks und dem inländischen Inflationsprozeß nicht so eng ist, wie zuweilen angenommen wird. Während der zweiten Ölpreiswelle traten fast alle Länder frühzeitig den Sekundärwirkungen dieses Preisschubs entschlossen entgegen. Im allgemeinen gelang es ihnen besser als 1974/75, den Transmissionsprozeß vor allem in der Anfangsphase zu unterbrechen oder abzuschwächen. Zweitens ist die Verbindung Ausland/Inland zwar keine sehr starre, gleichwohl sind Veränderungen der relativen effektiven Wechselkurse von Bedeutung dafür, wie stark die Preisbewegungen im Ausland auf die jeweilige Binnenwirtschaft durchschlagen. Einige Länder, Großbritannien und die Schweiz bilden hierbei die entgegengesetzten Extreme, befanden sich während des zweiten Ölschocks aufgrund der Wechselkursentwicklung in einer erheblich anderen Situation als während des ersten Ölpreisschubs. Drittens, und dies folgt aus dem zuvor genannten, dürften bei der Eindämmung des inländischen Preisauftriebs dank konzertierter und rechtzeitiger Bemühungen einige Erfolge erzielt worden sein. Gemessen an der Gesamtinflationsrate, wie sie im Deflator der Inlandsnachfrage zum Ausdruck kommt, war die Inflation in Deutschland, Italien, Schweden und den USA 1980 höher als 1975, während sie in anderen Ländern, so in Belgien, den Niederlanden und Großbritannien, erheblich niedriger lag. Die Entwicklung in Großbritannien macht deutlich, daß die Unterscheidung zwischen „äußeren“ und „inneren“ Inflationseinflüssen nicht überbeansprucht werden darf. Die infolge der Höherbewertung des Pfund Sterling zunehmende preisliche Wettbewerbsfähigkeit der nach Großbritannien eingeführten Güter hat den Preisanstieg der Inlandsgüter stark gebremst, was zu Lasten der Gewinnmargen ging.

Binnenwirtschaftlicher Inflationsprozeß

Auf der Endverbraucherstufe wies der Preisauftrieb von 1979/80 starke Ähnlichkeit mit dem von unmittelbar nach dem ersten Ölschock auf. Unter dem Blickwinkel der Einkommensverteilung dürfte sich indes die grundlegende Anpassung der Erlös-Kosten-Relation während der zweiten Ölschockphase in den meisten Ländern wesentlich günstiger entwickelt haben als während der ersten — jedenfalls bis jetzt. Zum Teil ist dies auf die vergleichsweise ungünstigere Arbeitsmarktsituation zurückzuführen. Auch war der Lernprozeß offenbar insofern hilfreich, als die Sozialpartner diesmal eher bereit waren, die negativen Folgen einer erneuten Verschlechterung der Terms of trade für die Realeinkommen hinzunehmen.

Naturgemäß sind für die meisten Industrieländer mit einem weltweiten Preisschub reale Einkommenseinbußen durch Verluste bei den Terms of trade verbunden. Diese Einbußen variieren natürlich in dem Ausmaß, wie ein Land von Öl- und Rohstoffimporten abhängig und in der Lage ist, den Verlust teilweise durch höhere Exportpreise auszugleichen. In dem Maß, wie der Transfer realer Kaufkraft von den Einfuhrländern auf die Ausfuhrländer nicht durch Produktivitätszuwächse wettgemacht wird, müssen die Realeinkommen zurückgehen. Aus binnenwirtschaftlicher Sicht sollte die Einkommensschmälerung eher zu Lasten der privaten Haushalte gehen. Diese Art der Anpassung trägt zu einer Wahrung oder sogar Verbesserung der Erlös-Kosten-Relation bei. Anderenfalls geraten die Unternehmenserträge zu

sehr unter Druck, mit all den negativen Folgen für Investitionen und künftige reale Einkommenssteigerungen.



* Gewogenes arithmetisches Mittel auf der Basis des Bruttosozialprodukts von 1978.

Auf der Kostenseite zeigt sich das bessere Abschneiden der Industrieländer in der Zeit des zweiten Ölschocks bei der Entwicklung der Lohnstückkosten (s. obenstehende Grafik). Anders als 1974/75, als die Lohnkosten je Produkteinheit in allen Ländern beträchtlich stiegen, blieb der Anstieg 1979/80 vergleichsweise begrenzt. Der mäßigen Zunahme standen jedoch starke Erhöhungen bei den Lohnnebenkosten gegenüber, insbesondere bei den Sozialabgaben der Arbeitgeber, die sich in den meisten Ländern erhöhten. Die günstigere Entwicklung der Lohnstückkosten in der zweiten Periode war zwar zum Teil auf eine mildere Rezession und in einigen Fällen auf weitere Produktivitätszuwächse zurückzuführen, doch diese wiederum waren selbst das Resultat bescheidenerer nominaler und realer Lohnzuwächse.

In der nachstehenden Tabelle werden Veränderungen der Nominalverdienste, der realen Arbeitsverdienste und der Produktivität für die Zeiträume der beiden Ölpreisschocks miteinander verglichen. Auffallend ist, daß die Nominalverdienste 1979/80 schwächer stiegen als 1974/75. Nur in den USA fiel während der zweiten Anpassungsperiode die jährliche Steigerungsrate der Arbeitsverdienste höher aus als in der ersten. In allen anderen Ländern erhöhten sich die Arbeitsverdienste weniger — mancherorts, so in Japan, Deutschland, den Benelux-Ländern, Österreich und der Schweiz, sogar beträchtlich weniger — als 1974/75. Allerdings stiegen die Einkommen aus unselbständiger Arbeit in vielen dieser Länder im Verlauf der zweiten Anpassungsperiode wieder erheblich stärker.

Stundenverdienste und Produktivität im verarbeitenden Gewerbe

	Einkommen aus unselbständiger Arbeit		real ²		Produktivität ³	
	nominal ¹					
	1973 1978	1974/75 1979/80	1973 1978	1974/75 1979/80	1973 1978	1974/75 1979/80
	Veränderung gegen Vorperiode in Prozent ⁴					
USA	6,6	7,4	- 0,8	- 1,5	- 1,6	2,9
	9,2	8,4	1,5	- 1,2	0,8	0,8
Kanada	9,5	15,0	0,4	3,7	2,9	2,7
	6,7	10,2	- 0,9	0,1	6,1	- 1,7
Japan	19,1	20,1	5,4	4,4	9,0	2,3
	5,0	6,5	- 0,4	1,3	10,2	9,2
Österreich	9,8	13,4	2,9	4,1	- 3,1	7,7
	6,7	7,4	1,4	2,1	13,7	8,0
Belgien	16,1	20,8	9,6	7,5	9,7	7,8
	6,6	9,0	2,3	3,4	13,2	3,0
Frankreich	15,9	17,6	7,6	4,9	0,3	3,7
	12,6	14,6	2,7	3,6	10,3	4,4
Deutschland (BR)	11,1	10,2	3,2	3,6	3,6	3,5
	5,7	6,1	3,1	1,0	3,8	0,2
Italien	25,4	22,2	10,5	5,6	11,1	1,5
	16,1	22,1	3,2	2,5	12,2	5,7
Niederlande	13,6	15,1	3,9	4,3	4,9	4,6
	5,0	4,2	0,7	- 1,4	11,7	- 0,3
Schweden	8,6	16,2	1,1	5,3	3,3	0,1
	6,1	10,2	- 4,6	1,5	14,3	3,2
Schweiz	9,2	9,7	0,2	1,3	5,4	4,4
	3,7	4,5	3,1	0,2	3,7	1,2
Großbritannien	13,0	24,4	3,0	2,3	2,6	0,7
	13,4	19,5	4,7	4,0	1,3	0,3
Ungewogenes Mittel	13,1	16,0	3,9	3,8	4,0	3,5
	8,0	10,2	1,4	1,4	8,4	2,8

Anmerkung: Die Zahlen für 1980 sind teilweise geschätzt.

¹Tariflöhne für Italien, Frankreich und Niederlande. ²Nominalverdienste deflationiert mit dem Preisindex des privaten Verbrauchs. ³Arbeitszeitbereinigt. ⁴Einkommen aus unselbständiger Arbeit: Veränderung im Dezember gegen Dezember; Produktivität: Veränderung 4. Quartal gegen 4. Quartal, soweit verfügbar.

Das Bild einer günstigeren Lohnanpassung wird bestätigt, wenn man die Veränderungsrate der realen Arbeitsverdienste mit der des Produktivitätszuwachses vergleicht. In den meisten Ländern stiegen die realen Arbeitsverdienste während des zweiten Ölpreisschubs relativ wenig oder gingen sogar zurück, während sich die Produktivität im Durchschnitt fast so günstig entwickelte wie 1974/75. Eine Ausnahme bildeten die USA, wo 1979/80 die Reallöhne fielen, während sich gleichzeitig die Produktivität nur geringfügig erhöhte. Eine andere Ausnahme war Deutschland, wo Reallöhne und Produktivität sehr viel schwächer stiegen als 1974/75.

Das bemerkenswerteste Beispiel binnenwirtschaftlicher Anpassung an den zweiten inflationären Schock bildete zweifellos Japan. Trotz eines harten Preisschocks von außen gelang es Japan, durch ein unverzügliches Umschwenken auf eine restriktive Geldpolitik den von den internationalen Märkten ausgehenden Preisdruck abzufangen, so daß von inländischen Einflüssen geringe inflationäre Im-

pulse ausgingen. Gleichzeitig wirkte die Tiefe der Rezession von 1974/75, als die Produktion steil zurückging, auf die Lohnverhandlungen nach. Die schmerzliche Erfahrung des ersten Schocks machte den engen Zusammenhang überdeutlich, der zwischen inländischen Arbeitskosten, Beschäftigung und Realeinkommen besteht. Hilfreich war auch das besondere Verhältnis zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern in Japan. Neben der Arbeitsplatzgarantie bestehen Lohnprämien, die rund ein Viertel der Arbeitnehmerinnen ausmachen und je nach Ertragslage der Unternehmen schwanken. Vor diesem Hintergrund beachteten die Sozialpartner die erklärte Absicht der Zentralbank, den äußeren inflationären Schock einzudämmen, indem sie neue übermäßige Lohnforderungen vermieden.

In Großbritannien hingegen wurden bis gegen Ende der siebziger Jahre nur geringe Fortschritte beim Abtragen des hohen Inflationssockels erzielt. In den vergangenen zwei Jahren verfolgte die Regierung eine stark restriktive Nachfragepolitik, mit der eine grundlegende Änderung der Inflationserwartungen insbesondere in Zusammenhang mit dem Lohnfindungsprozeß bewirkt werden soll. 1979 stiegen freilich die Arbeitsverdienste kräftig an, teilweise wegen einer starken Anpassung der Löhne und Gehälter im öffentlichen Sektor entsprechend den Vorschlägen der Clegg-Kommission, wodurch die Löhne und Gehälter im Staatsdienst wieder das Niveau der Arbeitsverdienste des privaten Sektors erreichen sollten. Die Höhe dieser Lohnanpassung, so berechtigt sie an sich auch gewesen sein mag, zog eine weitere Welle von Lohnforderungen nach sich. In jüngerer Zeit hat die Regierung diese Einkommensvergleiche aufgegeben und versucht, die Löhne und Gehälter im öffentlichen Sektor besser in den Griff zu bekommen. Im privaten Sektor lagen die jüngsten Lohnabschlüsse unter dem Eindruck einer weiteren dramatischen Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation deutlich niedriger als ein Jahr zuvor.

In den USA ist, verglichen mit den besseren Ergebnissen in Japan und den meisten europäischen Ländern, die jüngste Lohnentwicklung gemessen an der der Jahre 1974/75 nicht als günstig zu beurteilen. Zumindest zum Teil ist der verstärkte Anstieg der Arbeitskosten auf die allmähliche Lockerung der bestehenden Maßnahmen zur Begrenzung der Löhne und Preise zurückzuführen. Mit der vollständigen Beseitigung dieser Beschränkungen Anfang 1981 war zu erwarten, daß sich der Inflationsdruck in der Grundtendenz verstärken würde.

Unsicherheiten hinsichtlich der Inflationsrate und der Wunsch, sich vor den Folgen der Inflation zu schützen, haben dazu geführt, daß Lohnindexierungen de facto oder als formelle Einrichtung weitverbreitete Anwendung gefunden haben. Wenn diese Einrichtungen vernünftig konzipiert sind, können sie einen positiven Beitrag zur Entschärfung sozialer Konflikte bei der Einkommensverteilung leisten. Wird andererseits den erwiesenen realen Einkommensverlusten nicht Rechnung getragen, kann die Indexierung das Durchwirken externer Kostenschocks und damit den Inflationsdruck verstärken. Kommen zu den durch die Indexierung garantierten Einkommenssteigerungen noch Forderungen nach einer kräftigen Erhöhung der Realeinkommen hinzu, so ist die Gefahr eines Anheizens der Inflation groß. In der Schweiz, wo der Geldwertstabilität ein hoher Stellenwert zukommt und mäßige Erwartungen hinsichtlich realer Lohnzuwächse gehegt werden, hat die weitverbreitete De-facto-Indexierung im allgemeinen nicht zu einer Verstärkung des Preisauftriebs

geführt. In einem Land wie Italien hingegen scheint die Indexierung in Zusammenwirken mit gelegentlich großen realen Lohnsteigerungen die Lohn-Preis-Spirale verstärkt zu haben.

Genügen monetäre und finanzpolitische Maßnahmen?

Infolge der zunehmenden Inflation in den vergangenen zwei Jahren hatten die nationalen Behörden kaum eine andere Wahl, als ihre restriktive Nachfragepolitik fortzusetzen. Die Rahmenbedingungen für eine konsequente Betonung dieser Politik waren schwerlich günstig zu nennen. Die Arbeitslosigkeit war in vielen Ländern bereits hoch, und die Inflationserfahrung der Vergangenheit hatte Eingang in die Erwartungen und in den Lohnfindungsprozeß gefunden, so daß Löhne und Preise immer weniger auf Veränderungen der Nachfrage reagierten. Ausgehend von diesen Umständen lehrte die Erfahrung der Vergangenheit, daß die Kosten der Inflations-eindämmung in Form von Beschäftigungseinbußen und geringerer politischer und gesellschaftlicher Stabilität hoch werden dürften. Um diese Kosten so gering wie möglich zu halten, waren die nationalen Behörden allenthalben darum bemüht, die Erwartungen direkt zu beeinflussen, indem sie im vorhinein auf die allgemeinen Folgen ihrer Politik aufmerksam machten. Daran wurde die Hoffnung geknüpft, daß im Lohn- und Preisverhalten spontane Mäßigung geübt und der Anpassungsprozeß sich ohne allzu hohe soziale Kosten beschleunigen würde.

In einigen wenigen Ländern, insbesondere in Großbritannien und den USA, bedeutete die verstärkte Hinwendung zu einer restriktiven Nachfragepolitik die Abkehr von einer in der Vergangenheit über weite Strecken verfolgten Einkommenspolitik. Grundsätzlich sah man in der Einkommenspolitik, bestehend aus mehr oder weniger formellen Vorkehrungen zur direkten Beeinflussung der Lohn- und Preisentwicklung, vielerorts ein vergleichsweise geringe Kosten verursachendes Instrument zur Dämpfung der Lohn-Preis-Spirale. Die Durchsetzbarkeit und der Erfolg einer solchen Politik hängen indes von den institutionellen Gegebenheiten und dem sozialen Gefüge eines jeden Landes ab. Eine Einkommenspolitik ist in der ökonomischen Praxis schwer zu formulieren und durchzuführen. Einige Länder haben es vorgezogen, sie völlig zu ignorieren, jedenfalls in ihrer engeren Konzeption, während andere die Erfahrung machten, daß sie auf Dauer wenig bewirkte oder sogar die Lage noch verschlimmerte. In manchen Ländern dagegen wird die Preis- und Lohnpolitik noch positiv beurteilt und insgesamt als nützliche Einrichtung empfunden. Zudem kann die Einkommenspolitik, als ein vielfältiges Bündel wirtschafts- und sozialpolitischer Maßnahmen gesehen, über bloße Lohn- und Preiskontrollen weit hinausgehen. Ihr können die indirekten Wirkungen der Bekanntgabe von Geldmengenzielen ebenso zugerechnet werden wie steuerliche Maßnahmen und Subventionen, Wechselkursverpflichtungen, lohnwirksame Maßnahmen im öffentlichen Sektor und die Verbesserung der Leistungsfähigkeit der Arbeits- und Gütermärkte.

In den USA wurden in den späten siebziger Jahren Preis- und Lohnleitlinien erneut eingeführt, die wohl bis zu einem gewissen Grad erfolgreich waren. Ihre Wirkung hatte jedoch bereits nachgelassen, als die neue Administration 1981 ihre Amtsgeschäfte aufnahm; inzwischen sind diese Leitlinien aufgehoben worden.

Großbritannien, das sich seit langem wenig erfolgreich um eine wirksame Einkommenspolitik bemüht, hatte lange Zeit im zurückliegenden Jahrzehnt versucht, eine auf Dauer angelegte Einkommenspolitik zu betreiben. Die Indexierung wurde 1975 abgeschafft, doch wurden einkommenspolitische Initiativen weiter — auf Jahresbasis — bis 1978 ergriffen. Während des zweiten Ölpreisschocks wurde die Lohnpolitik als solche aufgegeben und die Preiskommission im Juli 1979 aufgelöst.

Frankreich besitzt zwar keine umfassende Einkommenspolitik, doch wurden einige Elemente einer solchen Politik, beispielsweise Preiskontrollen und Einflüsse auf die Löhne mittels Festsetzung der Arbeitsverdienste im öffentlichen Sektor, in den siebziger Jahren eingeführt. Im Rahmen des Barre-Plans wurden zur Förderung des Preiswettbewerbs die industriellen Preise liberalisiert, und daran schloß sich Anfang 1980 die Abschaffung der meisten Kontrollen bei den Einzelhandelspreisen an. Die Lohnpolitik war in der Hauptsache darauf ausgerichtet, die durchschnittlichen Lohnzuwächse etwa im Rahmen des Preisanstiegs, bei gleichzeitig leichter Verbesserung des realen Mindestlohns, zu halten.

Die Tatsache, daß die obengenannten drei Länder nunmehr stärkeren Nachdruck auf die Geldpolitik und auf monetäre Ziele legen, darf nicht zu dem Schluß verleiten, daß die Einkommenspolitik überall an Einfluß verliert. In Österreich wurden dank einer langen Tradition der Sozialpartnerschaft Abstriche bei den Nominallohnforderungen bewußt hingenommen, um mitzuhelfen, die mit den höheren Ölpreisen verbundenen realen Einkommensverluste abzufangen sowie das Investitionsklima und die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Eine andere Form restriktiver Einkommenspolitik verfolgten die Niederlande. Nach einem Anfang 1980 verfügten zweimonatigen Einfrieren der Löhne wurden Obergrenzen für weitere Lohnerhöhungen gesetzt, die Anpassungen an die Lebenshaltungskosten beschnitten und die Preiskontrollen beibehalten. Als teilweiser Ausgleich für die Anpassungslast wurden Vergünstigungen bei der Einkommensteuer gewährt. Der Regierung in Belgien gelang es im Februar 1981, eine auf zwei Jahre befristete freiwillige Lohnbeschränkung einzuführen, die die Lohnerhöhungen auf den Anstieg des Verbraucherpreisindex begrenzte.

In den skandinavischen Ländern besteht eine lange Tradition zentral geführter Tarifverhandlungen, in die sich die Regierungen gewöhnlich nicht direkt einschalten. Nachdem in Schweden diese zentral geführten Lohnverhandlungen im März 1980 gescheitert waren, verfügte die Regierung einen generellen Preisstopp mit Geltung bis Mai, um den Weg für neue Lohnverhandlungen freizumachen. Im Anschluß an Streikmaßnahmen kam eine neue Vereinbarung zustande, die den Anstieg der durchschnittlichen Arbeitskosten auf rund 10% unter Einbeziehung der Lohn-drift begrenzte. In Norwegen erhöhte sich nach Auslaufen der bestehenden Lohn-Preis-Kontrollen per Ende 1979 der inflationäre Druck beträchtlich. Dänemark entfernte die Energiekomponente aus dem lohnbestimmenden Preisindex, um den Druck auf die Gewinne zu mildern und die direkte Verbindung zwischen außen- und binnenwirtschaftlichen Kosten zu lockern.

Im weitesten Sinne kann man der Einkommenspolitik auch die günstigen Einflüsse zurechnen, die auf die Erwartungen als Folge der Bekanntgabe wirtschaftspolitischer Ziele ausgeübt werden. In zahlreichen Ländern verwenden die

Währungsbehörden öffentlich verkündete Zielgrößen, um die allgemeinen Erwartungen in bezug auf Löhne und Preise zu beeinflussen. In Deutschland etwa schaltet sich zwar die Bundesbank nicht direkt in den Lohnfindungsprozeß ein, doch setzt sie mit ihrer monetären Zielvorgabe einen Rahmen — auf der Basis einer Reihe von Annahmen in bezug auf die gesamtwirtschaftliche Lage und die wirtschaftspolitischen Erfordernisse —, der den Tarifpartnern bei den Lohnverhandlungen nützen kann. Geldmengenziele finden nunmehr in einer Vielzahl von Ländern Anwendung; inwieweit von diesen Zielgrößen ein Einfluß auf die Lohnverhandlungen erwartet werden kann, hängt weitgehend von den jeweiligen institutionellen Bedingungen ab. Allenthalben besteht indes die Gefahr, daß der Einfluß, den Zielvorgaben auf die Preiserwartungen haben, überschätzt wird. Zweifel an der Entschlossenheit oder dem Durchsetzungsvermögen der Währungsbehörden können die beabsichtigte Wirkung rasch zunichte machen.

Angesichts der von Inflation und Arbeitslosigkeit gekennzeichneten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der letzten Jahre haben sich überdies die nationalen Behörden einem breiten Fächer von im wesentlichen strukturellen Maßnahmen zugewandt. Dazu zählten Energieeinsparungs- und -substitutionsprogramme, Maßnahmen der beruflichen Aus- und Weiterbildung sowie andere Programme, die zu höherer Produktivität und schnellerem Wachstum beitragen könnten. Gleichzeitig wurden der privaten Wirtschaft mit dem mancherorts starken Anwachsen staatlicher Reglementierungen schwere Lasten aufgebürdet. Eine Verminderung dieser Lasten, wo sie als übermäßig angesehen werden, dürfte es den Unternehmen erleichtern, zu expandieren und auf Veränderungen der relativen Preise zu reagieren. Zu den eindrucksvollsten Beispielen, wie wirksam eine solche Politik sein kann, gehört die Aufhebung staatlicher Reglementierungen für die Fluggesellschaften in den USA.

Die Wirksamkeit einkommens- und strukturpolitischer Maßnahmen in der Vergangenheit bestimmt weitgehend deren relatives Gewicht im gegenwärtigen Maßnahmenkatalog. Eine Einkommenspolitik birgt zweifellos Risiken in sich. Kontrollen können, indem sie den Preisauftrieb vorübergehend zurückhalten, die dringend notwendige Einleitung restriktiver Maßnahmen verzögern. Überdies besteht besonders dort, wo die Indexierung eine Rolle spielt, das heikle Problem, die in einer dynamischen Wirtschaft notwendige Flexibilität der relativen Löhne und Preise zu gewährleisten.

Einige der Risiken einer unwirksamen Einkommenspolitik werden durch frühere Erfahrungen der USA und Westeuropas veranschaulicht. Andererseits werden in vielen Ländern auch die Kosten einer starken Nachfragedämpfung bei Fehlen einer solchen Politik sichtbar, besonders in Großbritannien. Die wiederholten äußeren Preisschocks des letzten Jahrzehnts deuten ebenso wie der hartnäckige Lohnkostendruck darauf hin, daß sich die gesamtwirtschaftlichen Probleme grundlegend verändert haben. Eine Politik der ständigen Nachfragedämpfung als Antwort auf diese wiederholten Preis- und Kostenschübe beinhaltet zahlreiche Risiken politischer, sozialer und wirtschaftlicher Natur. Die größten Risiken bestehen darin, daß ein hohes Niveau der Arbeitslosigkeit und der Unterauslastung der Produktionskapazitäten geschaffen wird, mit den Folgen einer schwächeren Wirtschaftstätigkeit und letztlich einer Auszehrung der Gewinne und einer Abschwächung der Investi-

tionsneigung. Grundsätzlich ist wohl unstrittig, daß eine direktere Form der Anti-inflationspolitik — sei es unter dem Namen konzertierte Aktion, sozialer Konsens oder Einkommenspolitik — zu weiter wachsenden Realeinkommen beitragen kann. In der Praxis ist es jedoch den Behörden vieler Länder trotz langjähriger angestrebter Bemühungen noch nicht gelungen, die als Basis einer solchen Politik notwendige Marktstruktur und den hierfür ebenfalls erforderlichen sozialen Zusammenhalt zu schaffen.

Inflation und Wirtschaftswachstum: Öffentlicher Sektor aus neuer Sicht

Im Zuge der gegenwärtigen Bemühungen zur Dämpfung des Preisauftriebs hat sich das reale Wachstum in den meisten Ländern abgeschwächt, und in anderen ist eine echte Rezession im Gang. Früher löste eine solche Situation konjunkturanregende, meist gezielte finanzpolitische Maßnahmen aus, die einen erneuten Aufschwung einleiten und die Arbeitslosigkeit verringern sollten. Diesmal ist eine deutlich andere Haltung festzustellen. Die Stützung der Gesamtnachfrage steht nicht im Zentrum der Bemühungen. Vielmehr wächst fast überall die Sorge über das zunehmende Ungleichgewicht zwischen dem Markt- und dem Nichtmarktsektor oder, allgemeiner gesehen, dem privaten und dem öffentlichen Sektor. Dieses Ungleichgewicht hemmt nach Meinung vieler die produktiven Investitionen und ein ausreichendes Wachstum des Produktionspotentials. Diese Ansicht stimmt weitgehend mit dem Konzept einer auf die „Angebotsseite“ abstellenden Wirtschaftspolitik überein. Einerseits wurden beträchtliche Zweifel an der Wirkung steuerlicher Anreize per se geäußert; andererseits besteht in vielen Ländern weitgehend Übereinstimmung darüber, daß das Wachstum des öffentlichen Sektors eingedämmt und mehr Raum für Anlageinvestitionen, Produktivitätswachstum und Beschäftigung im privaten Sektor geschaffen werden muß. Geringe Befürwortung gab es dagegen für finanzpolitische Maßnahmen, die allein über eine steigende Gesamtnachfrage die Produktion anregen sollen.

Die enorme Ausweitung der Ausgaben des öffentlichen Sektors ist in jedem Land offenkundig (s. Tabelle S. 26, die Werte für ausgewählte Jahre ab 1961 enthält). Im großen und ganzen trat der stärkste Ausgabenanstieg mit Ausbruch der ersten Ölkrise gegen Ende 1973 ein, doch gab es bereits in den Jahren davor beträchtliche Steigerungen sowohl bei den Transferzahlungen als auch beim Staatsverbrauch.

Langfristig kann man ohne weiteres erwarten, daß die öffentlichen Ausgaben im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt allmählich zunehmen. Mit anderen Worten: Mit Zunahme des realen Volkseinkommens wird ein wachsender Teil hiervon für öffentliche Dienstleistungen und für eine gerechtere Verteilung der sozialen Leistungen und Lasten verwendet werden. Das spektakuläre Ausmaß der Expansion der öffentlichen Ausgaben in den letzten zwei Jahrzehnten ist jedoch, ebenso wie die niedrige Investitionsquote und das verhaltenere Wachstum in den siebziger Jahren, zu einem akuten wirtschaftspolitischen Problem geworden. In Schweden beispielsweise stiegen die öffentlichen Ausgaben von 1961 bis 1980 gemessen am Bruttoinlandsprodukt von 31,0 auf 63,2%, während sie sich in den Niederlanden von 35,0 auf 60,4% erhöhten. Selbst in Ländern wie Japan und der Schweiz, wo

Öffentliche Haushalte: Ausgaben und Einnahmen

	Jahr	Ausgaben			Einnahmen			Überschuß oder Defizit (-)
		Staats- verbrauch	Transfer- zahlungen	Insgesamt*	Steuern	Transfer- einnahmen	Insgesamt	
		in Prozent des Bruttoinlandsprodukts						
Belgien	1961	12,2	15,5	29,8	19,9	7,4	28,4	- 1,4
	1967	13,8	17,6	34,5	22,8	9,5	33,2	- 1,3
	1973	14,8	21,0	39,1	24,9	11,4	36,4	- 2,7
	1979	18,2	28,0	49,9	30,5	12,7	43,2	- 6,7
	1980	18,3	29,5	51,8	30,0	12,9	43,0	- 8,8
Deutschland (BR)	1961	13,9	14,3	33,4	24,1	10,1	35,9	2,5
	1967	16,3	16,8	38,2	23,7	10,9	36,3	- 1,9
	1973	18,2	17,0	40,5	25,5	14,2	41,2	0,7
	1979	19,9	20,8	45,6	25,4	16,2	42,7	- 2,9
	1980	20,3	20,7	46,1	25,2	17,3	42,6	- 3,5
Frankreich	1961	13,1	18,7	35,7	22,5	13,3	36,2	0,5
	1967	13,0	21,1	39,0	22,6	15,3	38,2	- 0,8
	1973	13,2	21,6	38,5	21,8	16,6	38,6	0,1
	1979	14,9	27,4	45,4	22,5	20,2	44,8	- 0,6
	1980	15,3	27,9	46,3	23,3	21,3	46,6	0,3
Großbritannien	1961	16,7	13,7	33,3	24,6	6,0	31,4	- 1,9
	1967	18,0	15,2	38,6	28,2	7,3	36,5	- 2,1
	1973	18,4	16,0	41,1	27,3	8,4	36,5	- 4,6
	1979	20,1	19,1	42,4	29,1	10,0	39,1	- 3,3
	1980	21,6	19,6	44,3	30,4	10,2	40,6	- 3,7
Italien	1961	12,7	14,0	30,5	17,0	11,1	28,1	- 2,4
	1967	14,4	17,1	35,0	17,9	13,0	31,0	- 4,0
	1973	15,5	20,5	39,1	15,8	14,5	30,4	- 8,7
	1979	16,1	25,5	45,9	19,3	17,2	36,5	- 9,4
	1980	16,3	25,6	45,6	21,0	16,7	37,7	- 7,9
Japan	1961							
	1967	7,7	6,0	18,3	14,2	4,3	19,2	0,9
	1973	8,3	6,7	25,4	16,5	4,8	22,4	- 3,0
	1979	9,8	14,3	31,3	17,4	9,2	26,6	- 4,7
	1980	10,0	14,7	31,6	18,2	9,4	27,6	- 4,0
Kanada	1961	15,4	10,7	30,0	22,7	3,4	26,6	- 3,4
	1967	16,5	12,8	32,1	25,5	5,0	31,0	- 1,1
	1973	18,5	14,0	36,0	28,6	6,3	35,6	- 0,4
	1979	19,7	17,2	38,6	26,9	9,9	36,8	- 1,8
	1980	19,9	18,5	40,1	27,5	10,2	37,8	- 2,3
Niederlande	1961	14,0	15,4	35,0	23,6	9,2	35,0	0,0
	1967	16,2	20,7	42,0	24,9	13,8	40,7	- 1,3
	1973	16,3	27,4	48,1	27,2	19,5	49,2	1,1
	1979	18,9	36,2	58,8	28,8	21,8	55,8	- 3,0
	1980	18,7	37,0	60,4	29,4	21,8	57,1	- 3,3
Schweden	1961	15,9	11,0	31,0	26,3	6,1	33,6	2,6
	1967	19,6	13,7	39,7	31,0	10,2	42,3	2,6
	1973	23,3	18,0	46,1	34,1	13,6	49,0	2,9
	1979	29,1	29,2	62,7	36,5	19,5	59,9	- 2,8
	1980	29,7	29,6	63,2	36,7	20,0	59,7	- 3,5
Schweiz	1961	9,7	8,4	18,0	15,7	5,8	22,2	4,2
	1967	10,3	10,1	20,4	16,8	6,1	23,5	3,1
	1973	11,2	12,9	24,2	19,0	8,9	28,9	4,7
	1979	13,1	17,5	30,6	21,0	15,9	38,0	7,4
	1980	13,1	17,8	30,9	22,0	16,1	39,5	8,6
USA	1961	18,0	8,8	29,7	22,5	4,7	27,9	- 1,8
	1967	19,3	9,3	31,8	22,1	6,2	28,9	- 2,9
	1973	17,9	12,1	32,0	23,2	7,9	31,7	- 0,3
	1979	17,3	11,6	31,2	23,9	7,8	31,7	0,5
	1980	17,9	12,7	33,1	24,1	7,8	31,9	- 1,2

Anmerkung: Die Zahlen für 1980 sind teilweise geschätzt.

* Mit Ausnahme der Schweiz enthalten die Gesamtausgaben die öffentlichen Investitionen und Vermögensübertragungen; Gesamtausgaben bei Belgien ohne Vermögensübertragungen.

das Verhältnis der öffentlichen Ausgaben zum Bruttoinlandsprodukt relativ niedrig blieb, erhöhte sich die Staatsquote seit den frühen sechziger Jahren merklich.

Die Gründe für das rasche Wachstum der öffentlichen Ausgaben unterscheiden sich von Land zu Land. Eine gemeinsame Ursache war in den letzten Jahren, daß die Behörden dazu neigten, der Ausgabenplanung zu optimistische Schätzungen über das reale Wirtschaftswachstum und das Steueraufkommen zugrunde zu legen und mitunter die Ausgabenplanung in reale Größen zu fassen. Auch die relativ starke Zunahme der Personalaufwendungen hat mancherorts zu dem raschen Ausgabenwachstum beigetragen. Bei den Transferzahlungen sind die Leistungen häufig an den Anstieg der Lebenshaltungskosten gekoppelt und beinhalten zuweilen eine allmähliche reale Verbesserung. Neben diesen Entwicklungen trugen auf der Steueraufkommensseite — als Ausgleich zur Inflation gedachte — generelle oder auf den Einzelfall abstellende Steuererleichterungen in mehreren Ländern zu hohen Fehlbeiträgen bei.

Angesichts des beträchtlichen Umfangs der öffentlichen Ausgaben ist es nicht verwunderlich, daß die möglichen negativen Auswirkungen dieser Entwicklung — hohe Inflation, Verdrängung der Investitionen und die Gefahr eines anhaltend langsamen Wachstums — zunehmend Sorge bereiten. Ein Land nach dem anderen hat Maßnahmen bekanntgegeben oder formuliert sie gerade, die die öffentlichen Ausgaben eindämmen sollen (diese Vorgänge werden im einzelnen in Kapitel III erörtert). In Großbritannien waren Ausgabenkürzungen ein wesentlicher Bestandteil der von der Regierung in den vergangenen zwei Jahren verfolgten Politik. Die neue US-Regierung setzt stark auf den Anreiz von Steuersenkungen und hat gleichzeitig Ausgabenkürzungen bei allen Ressorts angekündigt. Zwar sind in den USA die Staatsausgaben im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt relativ niedrig, doch herrscht weithin die Überzeugung vor, daß die Ausgaben seit langem „außer Kontrolle“ geraten sind und die Defizite, indem sie die Zinsen hochtreiben, die Finanzierungsprobleme der Industrie vergrößert haben. In vielen kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften — insbesondere in Deutschland, Italien, den Benelux-Ländern und Skandinavien — wird der Begrenzung des öffentlichen Ausgabenwachstums nun offenbar ebenfalls hohe Priorität beigemessen.

Es ist kein Zufall, daß die Ausweitung des Staatssektors von einem langanhaltenden Trend zunehmender Geldentwertung begleitet war. Vollbeschäftigungspolitik und moderner Wohlfahrtsstaat haben zu veränderten Erwartungen geführt und den Volkswirtschaften ein inflationäres Bias vermittelt. Am Arbeitsmarkt haben die zunehmende Absicherung durch die Arbeitslosenversicherung, höhere Arbeitslosenunterstützung und die kontinuierliche Anhebung der Mindestlöhne tendenziell die Arbeitskosten hochgedrückt. Dieser inflationäre Druck wurde noch durch Anhebungen der Lohnsummensteuer verstärkt, die zur Finanzierung des wachsenden Wohlfahrtssystems notwendig waren.

Ein noch allgemeineres Problem, das durch die Ausweitung des Staatssektors und das hohe Volumen der Transferzahlungen entstand, stellt die damit einhergehende höhere Besteuerung der privaten Haushalte und der Unternehmen dar. Die Steuerlast hat den Leistungswillen und die Investitionsanreize weiter geschwächt und der sogenannten Steuer-Lohn-Spirale Auftrieb gegeben.

Ausgabenexpansion und hohe Defizite der öffentlichen Haushalte gehen häufig Hand in Hand, doch legt die Tabelle nahe, daß der Zusammenhang wohl kein sehr enger ist. In der Tat ist in Japan das Verhältnis der Staatsausgaben zum Bruttoinlandsprodukt vergleichsweise niedrig, das Defizit des Gesamthaushalts aber eines der höchsten. Eine entscheidende Trendwende für die öffentlichen Defizite stellte die erste Ölkrise dar, die 1974/75 einen starken Einbruch der Endnachfrage bewirkte. Damals waren die nationalen Behörden überwiegend bereit, hohe Defizite als notwendiges Mittel zur Stabilisierung ihrer Volkswirtschaft und zur Vermeidung einer übermäßig tiefen Rezession hinzunehmen. Einige gingen sogar weiter, indem sie gezielte finanzpolitische Maßnahmen ergriffen, mit denen eine weitere Sicherung gegen einen Konjunkturabschwung eingebaut werden sollte. Wie immer auch die Reaktion im einzelnen aussah: Die relative Größe des Defizits dürfte nach dem ersten Schock zugenommen haben. In der gegenwärtigen Situation könnten diese hohen Defizite, obwohl die Währungsbehörden die monetären Zielvorgaben einzuhalten bemüht sind, die Inflationserwartungen steigern.

Steuererhöhungen und inflationsbedingte Verunsicherung haben zu einem starken Einbruch bei den Investitionen geführt. Im abgelaufenen Jahrzehnt war die Wachstumsrate der Investitionen in den großen Industrieländern weniger als halb so groß wie in den 25 Jahren davor, wobei es freilich schwierig ist, zu beurteilen, welche Bedeutung hierbei konjunkturelle Einflüsse hatten. Dieser Investitionsrückgang ist um so bedenklicher, wenn man berücksichtigt, welch enorme industrielle Umstrukturierung zur Anpassung an die gestiegenen Energiepreise erforderlich ist. Trotz der Notwendigkeit, Investitionsanreize zu schaffen, um das Wachstumspotential der Wirtschaft wiederherzustellen, tragen angebotsorientierte Steuersenkungen das Risiko eines plötzlichen Inflationsschubs in sich. Mehr Investitionen werden zwar tendenziell die Produktivität erhöhen, doch wird diese Verbesserung erst mit einer Verzögerung eintreten, während die Ausgabensteigerungen sofort auf die Nachfrage wirken. Bei der Durchführung einer auf die Angebotsseite zielenden Politik ist also eine gewisse Vorsicht ratsam, damit die bei der Inflationseindämmung erzielten Fortschritte nicht ganz oder teilweise verlorengehen.

Die Abkehr von der Inflationsgewöhnung wird nicht leicht und schmerzlos sein. Das Bollwerk zur Abwehr jeder Inflationsattacke müssen die herkömmlichen Instrumente der Nachfragesteuerung bleiben, also die Geld- und Finanzpolitik. Zur Vergrößerung der Erfolgsaussichten im Kampf gegen die Inflation mögen jedoch auch andere Instrumente erforderlich sein: einkommenspolitische Maßnahmen, Energieeinsparung und -substitution sowie staatliche Eingriffe. Das radikale Umdenken in bezug auf die angemessene Rolle des Staates sollte hierbei hilfreich sein, letztlich kann jedoch nur dann, wenn die Kosten der Inflation allen bewußt werden, eine Rückkehr zur Preisstabilität allgemeine Unterstützung finden. Derzeit wird weithin erkannt, daß die Inflation durch Schmälerung des Produktivitätswachstums die Fähigkeit der Volkswirtschaften untergraben hat, die widerstreitenden Ansprüche sozialer Gruppen zu befriedigen. Für die achtziger Jahre stellt sich die kardinale Frage, ob die Antiinflationspolitik weiter auf Unterstützung zählen kann.

III. PRODUKTION, BESCHÄFTIGUNG UND DIE ENERGIEKNAPPHEIT

Der starke Preisanstieg bei Öl und sonstigen Rohstoffen seit Ende 1978 trug wesentlich zu der im vergangenen Jahr in den westlichen Industriestaaten erneut einsetzenden Rezession bei. In den meisten Ländern schwächte sich die Industrieproduktion im Jahresverlauf ab, und die Arbeitslosigkeit stieg im Durchschnitt an. Gleichwohl fiel die Rezession im allgemeinen milder aus als jene von 1974/75.

Die Nachfragepolitik steuerte vor diesem Hintergrund einen der Lage angemessenen, vergleichsweise restriktiven Kurs und tut dies auch weiterhin, wenn auch die Hauptlast der Stabilisierung der Geldpolitik zukam. Freilich wurde dieser Weg der kurzfristigen Anpassung an den neuen äußeren Preisschub rascher und entschlossener eingeschlagen als 1974/75. Wie in Kapitel II dargelegt, war er auch recht erfolgreich. Dieses Kapitel befaßt sich mit weiteren Reaktionen auf die beiden Ölkrisen und versucht herauszufinden, ob und inwieweit diese ebenfalls in die richtige Richtung gingen, vor allem was die längerfristigen Erfordernisse einer prosperierenden Wirtschaft anbelangt.

Nach einer Übersicht über Produktion und Arbeitsmarktentwicklungen werden die Reaktionen und Anpassungsmaßnahmen der Industrieländer auf den zweiten Ölpreisschock untersucht und miteinander verglichen. Zunächst wird das Reagieren der Finanzpolitik betrachtet und dann die gegenüber 1974/75 eher bessere Situation bei den Erträgen und Investitionen der privaten Wirtschaft. Nach einer kurzen Betrachtung über die relative Dynamik der Inlandsnachfrage in den einzelnen Ländern schließt das Kapitel mit einer Analyse der beträchtlichen, durch die Energiesituation entstandenen Hemmnisse, die noch immer die Aussichten auf weiteres Wirtschaftswachstum und geringere Arbeitslosigkeit beeinträchtigen.

Produktion

In den Industrieländern insgesamt schwächte sich das Produktionswachstum im vergangenen Jahr durch das Zusammentreffen der neuen Preisimpulse von außen mit der ziemlich einheitlich restriktiv reagierenden Nachfragesteuerung merklich ab. Die gesamtwirtschaftliche Produktion dürfte um wenig mehr als 1% gestiegen sein, verglichen mit 3,3% im Jahr 1979 und 3,9% im Jahr davor. Bis jetzt ist freilich die Antwort auf den zweiten Ölschock weniger heftig ausgefallen als 1974/75, als die Produktion im ersten Jahr lediglich um 0,6% zunahm und im zweiten sogar um 0,5% zurückging. Vor allem blieb diesmal eine deutliche Reaktion bei den privaten Anlage- und, noch wichtiger, den Vorratsinvestitionen aus. Anzeichen von Stabilität sind auch im Ausgabeverhalten der Verbraucher zu erkennen: Die Tabelle auf S. 45 zeigt beispielsweise, daß die Sparquote in den meisten Ländern zwar weiterhin sehr hoch ist, sich aber nicht wie nach 1973 abrupt erhöht hat.

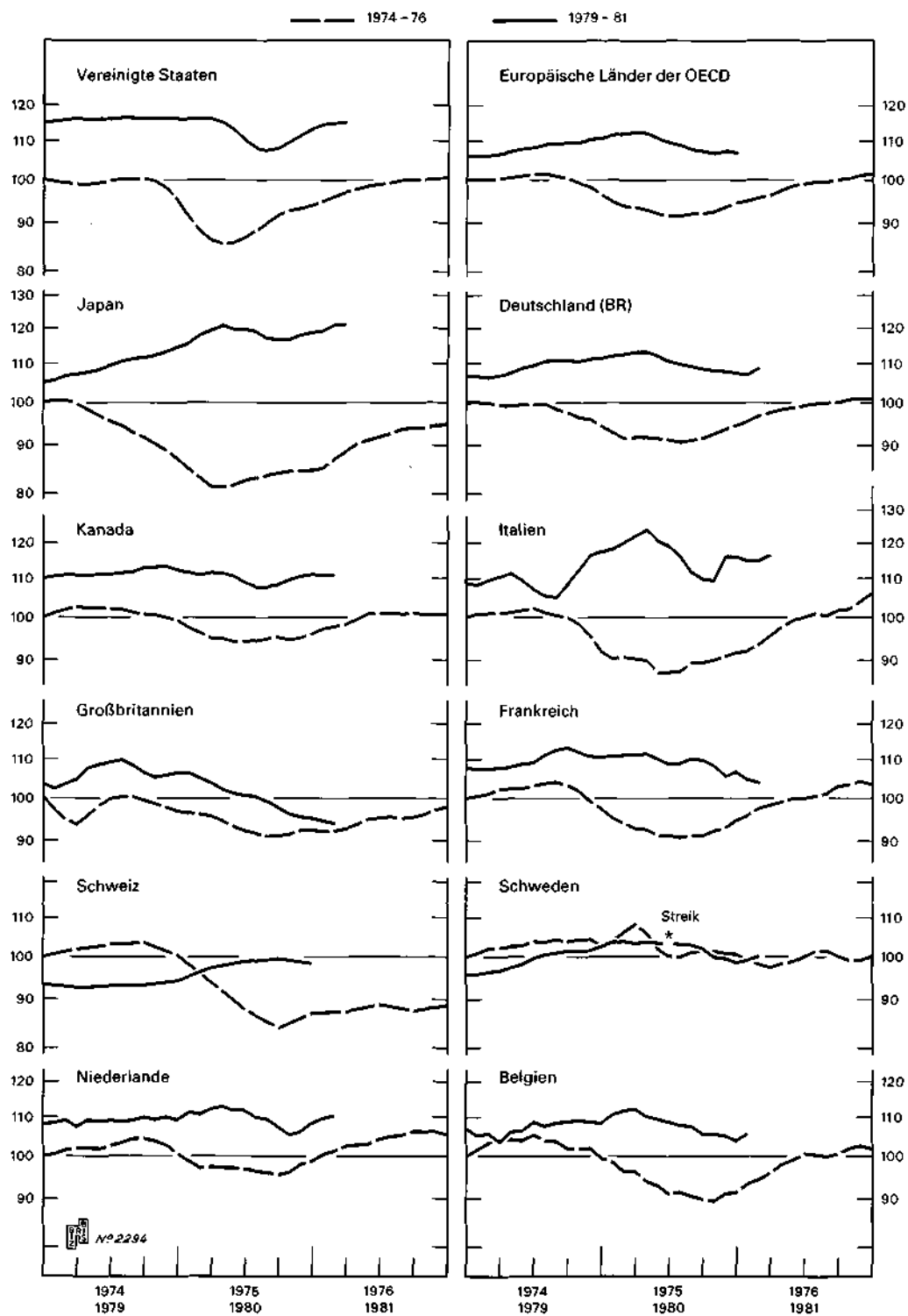
Gemessen an der Veränderung der industriellen Erzeugung setzte der Konjunkturabschwung in den Industrieländern auffällig synchron ein, nämlich etwa am Ende des ersten Quartals letzten Jahres. Das Verlaufsmuster in den USA unterschied sich jedoch in recht spektakulärer Weise von dem in den übrigen Ländern. In den USA konzentrierte sich der gesamte Produktionsrückgang auf das zweite Quartal, als sich das Brutto-sozialprodukt mit einer Jahresrate von fast 10% abschwächte. Im nachhinein dürfte klar sein, daß die im März verfügbaren Kreditbeschränkungen, als sich die Konjunktur wegen des ungewöhnlich hohen Zinsniveaus bereits abkühlte, eine wesentliche Ursache für diesen plötzlichen Einbruch gewesen sein müssen. Im Zeitraum April bis Juni sanken die realen Ausgaben für langlebige Konsumgüter mit einer Jahresrate von 13% und die für Wohnbauten um nicht

Größere Industrieländer:
Veränderung des realen Brutto-sozialprodukts und seiner Komponenten

	Jahr	Reales Brutto- sozial- produkt	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen privat			Export	Import	Vorrats- investi- tionen*
			privat	öffent- lich	ohne Wohn- nungs- bau	Wohn- nungs- bau	öffent- lich			
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
USA	1977	5,5	4,9	3,2	11,9	18,4	- 6,5	2,8	7,8	0,9
	1978	4,8	4,7	1,5	9,1	3,0	6,2	12,6	12,8	1,0
	1979	3,2	2,9	2,4	6,5	- 5,3	- 5,6	15,2	6,0	0,7
	1980	- 0,2	0,4	3,1	- 3,0	-18,6	1,3	9,7	- 0,1	- 0,2
	1980 IV	- 0,3	0,5	2,0	- 4,3	-12,9	- 1,6	1,7	- 3,3	- 0,5
Japan	1977	5,3	3,8	3,9	2,5	1,7	11,6	11,4	4,1	0,7
	1978	5,1	4,7	5,1	6,6	6,6	16,1	0,2	6,5	0,6
	1979	5,6	6,2	4,0	12,5	- 1,0	3,0	6,6	14,7	1,2
	1980	4,2	1,3	2,0	6,4	- 9,1	- 4,5	19,2	- 3,9	0,8
	1980 IV	3,5	1,2	2,8	5,7	-10,5	- 2,2	14,5	- 7,7	0,1
Deutschland (BR)	1977	2,8	3,5	0,5	7,1	2,8	- 4,8	4,3	4,7	1,2
	1978	3,6	4,0	4,2	5,5	4,0	5,0	4,1	5,2	0,8
	1979	4,5	3,3	3,3	10,0	6,3	6,1	5,4	11,2	2,3
	1980	1,8	1,5	2,4	4,0	3,1	3,7	5,5	5,9	1,9
	1980 IV	- 0,5	1,1	0,8		- 0,7		2,0	1,3	1,5
Frankreich	1977	3,0	3,2	1,4	1,6	- 2,9	- 6,3	8,5	2,2	1,0
	1978	3,7	4,7	4,3	3,7	- 1,7	- 3,0	6,6	6,1	0,7
	1979	3,5	3,5	1,6	6,0	- 0,5	1,7	6,7	11,3	1,7
	1980	1,2	2,1	2,5	3,4	- 1,0	1,4	3,4	8,4	1,8
	1980 IV	- 0,4	1,8	2,9	- 1,5		- 2,7	1,7	5,2	1,6
Großbritannien	1977	1,0	- 0,6	- 1,2	8,1	- 6,5	-13,1	6,7	1,2	1,2
	1978	3,6	6,0	2,1	10,3	14,3	- 8,6	1,8	3,9	0,8
	1979	1,1	4,7	2,0	2,7	-13,6	- 4,0	2,1	11,1	1,4
	1980	- 1,4	0,6	2,1	1,8	-14,2	- 5,6	0,4	- 3,5	- 1,6
	1980 IV	- 2,9	- 0,2	2,7	- 2,2	-32,8	-10,0	- 3,9	-11,7	- 3,3
Italien	1977	1,9	2,3	2,3	- 0,9	1,2	- 0,7	6,6	- 0,2	1,2
	1978	2,7	3,0	2,3	- 0,1	1,2	- 2,0	10,1	8,1	0,9
	1979	4,9	5,3	1,6	7,9	3,0	3,0	9,1	13,8	1,7
	1980	4,0	4,4	2,0	13,4	3,8	7,1	- 4,3	7,9	3,6
	1980 IV	0,5	1,6			5,7		- 9,5	- 2,4	.
Kanada	1977	2,2	2,8	3,4	1,1	- 5,1	0,0	6,9	2,1	0,1
	1978	3,4	3,0	0,9	2,2	- 3,8	- 2,1	9,9	4,4	0,1
	1979	2,7	1,9	- 1,0	9,4	- 7,5	- 0,8	2,3	5,9	1,6
	1980	0,1	0,6	0,6	8,6	- 9,8	1,3	1,0	- 2,8	- 0,6
	1980 IV	0,7	2,3	2,1	7,1	- 8,7	1,0	4,5	1,7	- 1,6

* In Prozent des Brutto-sozialprodukts des Vorjahrs.

Industrieproduktion in zwei Perioden externer Preisschübe*



* Nichtzentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte saisonbereinigter Zahlen. Viertes Quartal 1973 = 100.

weniger als 20%. Infolge eines gleichermaßen steilen Rückgangs der kurzfristigen Zinsen belebte sich dann die Wirtschaftstätigkeit im zweiten Halbjahr wieder unerwartet kräftig.

Demgegenüber verlief die Rezession in den anderen Ländern stetiger. Zudem war ihr mancherorts ein ziemlich kräftiges Wachstum unmittelbar vorhergegangen. In Japan etwa hatte die industrielle Produktion mit dem Näherrücken des konjunkturellen Höhepunkts sogar noch beschleunigt zugenommen. Und selbst nach Erreichen des Gipfels hatte sich diesmal die Wirtschaftstätigkeit absolut nicht nennenswert abgeschwächt. Die Grafik zeigt, daß sich diese Entwicklung stark vom

Andere Industrieländer:
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten

	Jahr	Reales Brutto- sozial- produkt	End- nach- frage ¹	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen privat			Export	Import
				privat	öffent- lich	ohne Woh- nungs- bau	Woh- nungs- bau	öffent- lich		
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
Belgien	1977	0,7	0,7	2,0	3,3	- 1,8	1,8	0,4	13,2	15,3
	1978	3,0	3,1	2,7	6,5	1,0	6,4	- 4,0	4,3	4,4
	1979	2,1	1,8	4,6	2,7	3,9	-12,5	13,4	10,4	13,9
	1980	1,7	1,3	1,6	1,0	10,8	- 0,9	11,7	8,5	8,4
Dänemark	1977	1,8	2,0	0,3	2,3	2,7	-13,3	²	4,7	- 1,1
	1978	1,3	1,6	- 0,7	5,5	0,0	3,6	²	3,8	1,6
	1979	3,5	3,3	3,0	5,4	- 2,5	- 4,2	²	9,3	6,0
	1980	- 1,0	0,2	- 4,0	5,5	-12,5	-25,0	²	6,0	7,5
Finnland	1977	0,4	1,8	- 1,4	4,1	-10,6	5,0	- 0,1	9,4	- 6,2
	1978	2,3	2,7	2,6	3,8	-14,1	- 1,7	0,8	8,1	- 3,1
	1979	7,2	2,1	5,0	3,3	9,8	- 3,5	0,8	8,6	16,4
	1980	4,9	7,1	2,6	3,5	17,9	3,1	3,8	9,0	11,6
Niederlande	1977	2,4	3,0	4,4	3,2	18,4	15,9	-11,6	- 1,8	2,9
	1978	2,5	2,1	3,9	3,6	6,2	2,7	- 2,5	3,1	6,4
	1979	2,2	2,8	2,2	2,9	3,8	- 5,2	- 5,7	7,7	5,8
	1980	- 0,3	0,0	0,0	1,0	- 1,5	3,3	- 1,3	- 0,5	- 0,3
Norwegen	1977	3,6	5,7	6,9	4,6	-10,1	2,9	31,2 ³	3,6	3,4
	1978	4,5	6,7	- 1,6	5,7	-23,0	9,1	- 3,5 ³	8,4	-13,5
	1979	4,5	1,7	2,3	3,9	- 8,6	3,0	- 6,0 ³	2,5	- 0,7
	1980	3,8	1,2	1,7	4,2	3,8	1,1	- 0,3 ³	1,4	4,0
Österreich	1977	4,4	4,3	6,8	3,7		4,7		5,2	8,8
	1978	1,0	0,9	- 2,2	3,5		- 4,7		6,1	- 1,4
	1979	5,1	3,6	4,7	3,0		4,2		9,1	11,1
	1980	3,6	3,1	1,6	2,0		4,4		9,3	7,9
Schweden	1977	- 2,4	1,0	- 0,9	2,9	- 7,3	- 2,1	- 0,3	2,1	- 3,2
	1978	1,4	2,7	- 0,8	3,1	-22,9	15,4	0,0	8,3	- 5,3
	1979	3,7	1,8	2,7	4,3	10,7	3,1	0,7	5,8	13,0
	1980	2,2	0,6	0,3	2,9	3,6	- 8,0	4,6	- 0,7	1,3
Schweiz	1977	2,8	3,0	3,0	0,5	0,3	7,5	²	9,3	8,5
	1978	0,3	0,0	2,2	1,0	4,3	13,7	²	4,1	11,4
	1979	2,5	0,7	1,1	1,3	3,5	12,0	²	3,8	6,9
	1980	2,8	3,3	2,2	1,0	11,5 ⁵	8,5 ⁵	²	5,0	7,0
Spanien	1977	2,6	3,6	1,9	3,7		- 1,2		14,4	10,3
	1978	2,7	4,0	1,5	5,5		- 4,0		10,6	- 1,1
	1979	0,8	1,0	2,1	3,8		- 0,4		5,7	11,7
	1980	1,3	1,2	0,8	2,5		1,0		3,4	3,5

¹ Geschätzt.

² Entspricht der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts abzüglich der Nettovorratsinvestitionen.
Sektor enthalten.

³ Einschließlich öffentlicher Unternehmen.

⁵ Im privaten

Geschehen der Jahre 1974/75 abhebt, als der Produktionsrückgang vom Konjunkturipfel bis zur Talsohle gemessen fast 20% betrug. Im März dieses Jahres lag die industrielle Erzeugung leicht über dem Niveau vom Vorjahr. Die japanischen Behörden haben sogar angesichts des diesmal sehr viel schwächeren Preisauftriebs erste konjunkturanregende Maßnahmen ergriffen, um den Produktionstrend wieder steigen zu lassen; bisher sind sie mit dieser Initiative praktisch allein geblieben.

Auch in Deutschland war dem konjunkturellen Höhepunkt des Frühjahrs ein relativ starkes Wirtschaftswachstum vorangegangen; unter dem Eindruck des hohen Leistungsbilanzdefizits schlossen die deutschen Behörden indes geldpolitische Maßnahmen zur Überwindung der Rezession aus. Die Niederlande und Belgien waren ebenfalls in ihrem Handlungsspielraum durch ihre außenwirtschaftliche Lage sowie aufgrund der angespannten öffentlichen Finanzen stark eingeengt. Italien, dessen Konjunktur den gesamten Herbst und Winter 1979/80 hindurch eine bemerkenswerte, wenn auch erratische Dynamik aufwies, ist es bis jetzt gelungen, die Produktion besser als 1974/75 auf einem hohen Niveau zu halten. Wegen des Drucks auf den Wechselkurs zu Beginn dieses Jahres sah sich indes die Regierung jüngst zu einer Reihe restriktiver Maßnahmen gezwungen. Die Schweiz verzeichnete im vergangenen Jahr als einziges Industrieland keine Verlangsamung im Wirtschaftswachstum: Das BSP stieg um rund 2¾% und damit etwas mehr als 1979 (2½%).

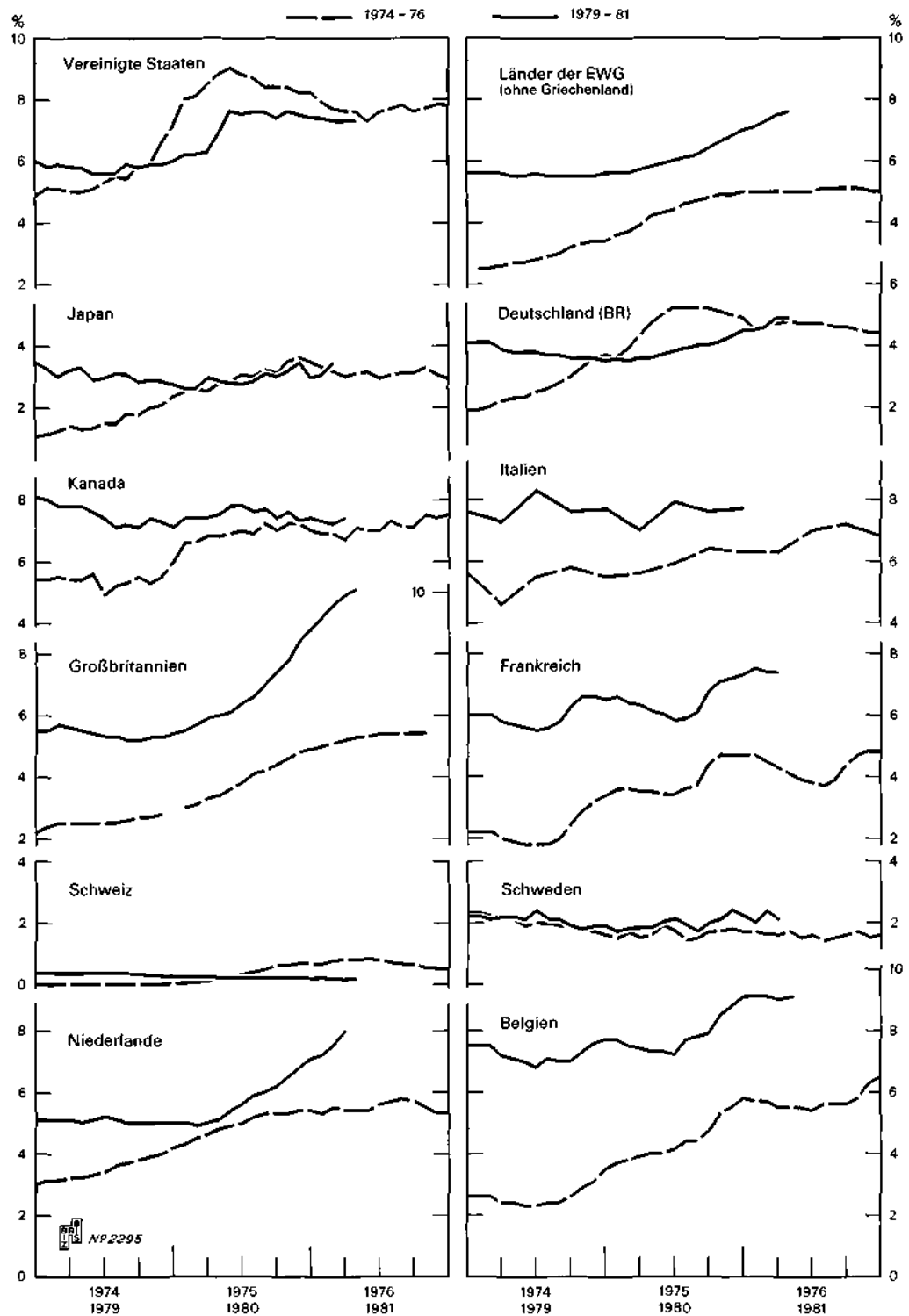
Großbritannien befindet sich in einer besonderen Lage. Obwohl das Land von den direkten Auswirkungen des neuen Ölpreisschocks als Selbstversorger mehr oder weniger unberührt blieb, erweist sich die Rezession als sehr viel schärfer als andernorts. Sie setzte auch früher ein: Die Grafik verdeutlicht die seit fast zwei Jahren anhaltend rückläufige Entwicklung der Industrieproduktion, die bereits die steigende Ölförderung in der Nordsee enthält. Im verarbeitenden Gewerbe allein war der Konjunktüreinbruch noch stärker. Im Februar lag die Erzeugung etwa 15% niedriger als vor Jahresfrist und rund 20% unter dem vorangegangenen Höchststand. Betrachtet man das Bruttosozialprodukt, so bedeutet der Rückgang von 1½% im gesamten letzten Jahr und von 3% im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal den stärksten Konjunktüreinbruch seit Kriegsende.

Entwicklung am Arbeitsmarkt

1980 begann die Arbeitslosigkeit fast überall anzusteigen. Die Beschäftigung erhöhte sich kaum mehr, aber nur in wenigen Fällen, so in Belgien, den Niederlanden und Großbritannien, lag sie im Jahresdurchschnitt niedriger als 1979. Gleichzeitig jedoch verlangsamte sich das Produktivitätswachstum weitgehend konjunkturbedingt, wobei vor allem Nordamerika und Großbritannien besonders schlechte Ergebnisse erzielten.

In den USA stieg die Arbeitslosigkeit im zweiten Quartal steil an und ging dann wieder allmählich zurück, erreichte jedoch zu keinem Zeitpunkt den hohen Stand von 1974/75. In Kanada, das zu Beginn der zweiten Ölkrise eine sehr viel höhere Arbeitslosenquote als eingangs der ersten aufwies, ging die Zahl der Stellenlosen während der vergangenen zwei Jahre insgesamt zurück. In Japan schlug sich

Arbeitslosenquote in zwei Perioden äußerer Preisschübe*



*In Japan wird die Zahl der Arbeitslosen in Relation zu den angebotenen Arbeitsplätzen dargestellt.

das während des ganzen Jahres 1979 bis Anfang 1980 anhaltende Produktionswachstum in einer leichten Verbesserung der Relation zwischen Arbeitskräfteangebot und -nachfrage nieder (dieses Maß sagt mehr über die Arbeitsmarktsituation aus als die japanische Arbeitslosenstatistik), wenngleich sich dieses Verhältnis um die Jahresmitte nach einer Änderung im Produktionstrend etwas zu verschlechtern begann.

In Europa ist das Bild insofern etwas anders, als der Anstieg der Arbeitslosigkeit in der Zeit zwischen den beiden Ölshocks im Durchschnitt angehalten hatte. In den EG-Ländern beispielsweise lag die durchschnittliche Arbeitslosenquote Anfang 1979 rund 3 Prozentpunkte höher als Ende 1973. Dieser Anstieg über einen längeren Zeitraum hinweg war besonders ausgeprägt in Belgien, Frankreich und Dänemark. In diesen Ländern, ebenso wie in Großbritannien, begann die Arbeitslosigkeit im Verlauf des vergangenen Jahres erneut zu steigen.

In Deutschland hingegen hat die Arbeitslosigkeit bisher noch nicht den Stand der ersten Ölkrise erreicht. Tatsächlich war die Arbeitslosigkeit das ganze Jahr 1979 hindurch und in den ersten Monaten des Jahres 1980 leicht rückläufig. Die Gründe hierfür sind zum Teil darin zu sehen, daß die deutsche Erwerbsbevölkerung im letzten Jahrzehnt sehr wenig zugenommen hat und gleichzeitig viele ausländische Arbeitskräfte während der ersten Ölkrise in ihre Heimat zurückkehrten. Um die Mitte des vergangenen Jahres setzte jedoch ein steigender Trend ein, der die Quote jetzt auf rund 5% steigen ließ, verglichen mit einem Tiefpunkt von 3,5% im Februar 1980. In der Schweiz ist die Zahl der erwerbsfähigen Personen ebenfalls zurückgegangen, wobei die Rückkehr ausländischer Arbeitskräfte in ihre Heimat vor allem 1974/75 relativ große Bedeutung hatte. Aber auch die wirtschaftliche Entwicklung verlief im vergangenen Jahr dynamisch, und am Arbeitsmarkt zeigten sich zum Jahresende erste Engpässe. Schweden ist ein weiteres Land, wo die Arbeitslosigkeit vergleichsweise gering blieb, wenn auch aus anderen Gründen. Während der ersten Ölkrise wurde die Wirtschaftstätigkeit auf einem hohen Stand gehalten, und seither hat die Regierung vielfach mit Maßnahmen der Berufsausbildung, Lohnkostenzuschüssen und anderen Beihilfen für die Industrie interveniert, um die Arbeitslosenquote niedrig zu halten. Die Regierungen europäischer Länder und Kanadas haben ihre Programme zur direkten Bekämpfung der Arbeitslosigkeit in unterschiedlichem Ausmaß fortgeführt und mitunter aufgestockt, häufig mit dem Ziel, das Los der jugendlichen Arbeitskräfte zu verbessern.

Im Unterschied jedoch zu der verbreiteten Bereitschaft zu direkter, wenn auch begrenzter Stützung der Beschäftigung sind die meisten Regierungen eindeutig nicht gewillt, dies mittels einer global ansetzenden Finanz- und Geldpolitik zu tun. Jedenfalls sind sie es nicht in dem Sinne, daß sie diese in herkömmlicher Weise expansiv ausrichten würden. Im Gegenteil: Viele, wenn nicht die meisten Regierungen sind jetzt wohl der Überzeugung, daß eine restriktive Nachfragesteuerung über eine Dämpfung der Inflation die größte — und vielleicht die einzige — Hoffnung dafür bietet, daß sich die Arbeitslosigkeit allmählich wieder auf ein annehmbareres Niveau zurückführen läßt.

Wie immer auch die Maßnahmen aussehen, die die Länder zur Bewältigung der Arbeitslosigkeit ergreifen, sie begegnen vielerorts dem Problem einer bereits

Beschäftigung, Arbeitslosigkeit und Arbeitskräftepotential 1970-80

	1970-75			1975-80			1970-80		
	Beschäftigung	Arbeitslosigkeit	Arbeitskräftepotential	Beschäftigung	Arbeitslosigkeit	Arbeitskräftepotential	Beschäftigung	Arbeitslosigkeit	Arbeitskräftepotential
	Veränderungen in Prozent*								
USA	+ 7,8	+ 3,6	+12,0	+14,7	- 1,4	+13,1	+23,7	+ 2,2	+26,6
Japan	+ 2,5	+ 0,7	+ 3,3	+ 6,0	+ 0,1	+ 6,1	+ 8,7	+ 0,8	+ 9,6
Deutschland (BR)	- 5,2	+ 4,0	- 1,7	+ 1,6	- 0,9	+ 0,8	- 3,8	+ 3,1	- 0,9
Frankreich	+ 1,7	+ 1,5	+ 3,6	+ 2,3	+ 2,6	+ 4,8	+ 4,1	+ 4,1	+ 8,5
Großbritannien	+ 0,9	+ 1,3	+ 2,1	- 0,9	+ 2,9	+ 2,3	+ 0,1	+ 4,2	+ 4,5
Italien	+ 2,4	+ 0,5	+ 2,5	+ 5,0	+ 1,7	+ 7,3	+ 7,5	+ 2,2	+10,0
Kanada	+17,2	+ 1,1	+18,8	+14,8	+ 0,5	+15,5	+34,6	+ 1,6	+37,3
Belgien	+ 2,2	+ 2,4	+ 4,9	+ 1,2	+ 4,2	+ 4,7	+ 3,5	+ 6,6	+ 9,8
Niederlande	- 0,7	+ 4,1	+ 2,5	+ 2,2	+ 0,6	+ 3,0	+ 1,4	+ 4,7	+ 5,6
Schweden	+ 5,4	+ 0,1	+ 5,5	+ 4,2	+ 0,4	+ 4,6	+ 9,8	+ 0,5	+10,4
Schweiz	- 3,4	+ 0,3	- 3,1	- 0,4	- 0,1	- 0,4	- 3,8	+ 0,2	- 3,5

* Beschäftigung und Arbeitskräftepotential: prozentuale Veränderung im Zeitraum; Arbeitslosigkeit: absolute Veränderung der Arbeitslosenquote.

eingetretenen oder zu erwartenden Zunahme der Anzahl der Erwerbspersonen (s. obenstehende Tabelle). Die USA und noch spektakulärer Kanada erlebten im abgelaufenen Jahrzehnt eine enorme Zunahme ihres Arbeitskräftepotentials. Entscheidend war in beiden Fällen die steigende Zahl der Schulabgänger und eine beispiellose Zunahme der Bereitschaft verheirateter Frauen, in den Arbeitsprozeß einzutreten. Die Fähigkeit der nordamerikanischen Volkswirtschaft, Arbeitsplätze zu schaffen, war demnach in den letzten zehn Jahren beachtlich. Selbst in Europa gibt es eine Reihe von Ländern, wo es die Wirtschaft trotz der Schwierigkeiten im letzten Jahrzehnt vermochte, die Zahl der Arbeitsplätze zu erhöhen. Die Tabelle zeigt ein besonders gutes Abschneiden Schwedens, Italiens und Frankreichs bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze. In Japan stieg die Beschäftigung von 1970 bis 1980 um fast 9%. Diese Fakten müssen bedacht werden, wenn man sich ein Urteil darüber bilden will, wie die einzelnen Volkswirtschaften im großen und ganzen die Arbeitslosigkeit bewältigt haben.

Beschäftigungsentwicklungen mögen auch einen gewissen Einfluß auf den jüngsten Trend der gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivität gehabt haben (s. nachstehende Tabelle), obwohl dieser hiermit natürlich nur zum Teil erklärt werden kann. Immerhin fällt auf, daß die Produktivitätsfortschritte in den USA und in Kanada in jüngster Zeit besonders gering waren. Gleichzeitig jedoch geben das zukünftig zu erwartende langsamere Wachstum des Erwerbspersonenpotentials in diesen beiden Ländern sowie die allmähliche Aneignung von Fähigkeiten und Erfahrungen seitens der Neuzugänger am Arbeitsmarkt Anlaß zu der Hoffnung, daß das Produktivitätswachstum tendenziell mit der Zeit wieder zunehmen wird.

Auch andernorts verringerte sich im vergangenen Jahr wegen des verhalteneren Wachstums der Produktion der gesamtwirtschaftliche Produktivitätsanstieg. In Japan und Italien, wo die Erzeugung — zumindest in den ersten Monaten des

Gesamtwirtschaftliche Produktivitätstrends*

	1960-73	1973-76	1977	1978	1979	1980
	Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent					
USA	2,1	0,0	1,9	0,1	0,5	-0,4
Japan	9,1	2,4	3,9	3,8	4,2	3,1
Deutschland (BR)	4,5	4,8	3,0	3,0	3,2	1,1
Frankreich	4,7	3,1	1,3	3,3	3,4	1,0
Großbritannien	3,0	1,0	0,7	2,0	-0,2	-0,3
Italien	5,7	0,7	0,8	2,2	3,7	2,6
Kanada	2,5	0,8	0,4	0,0	-1,2	-2,6
Belgien	4,3	2,8	0,9	3,0	1,0	0,6
Niederlande	4,0	2,8	2,2	2,1	1,3	-1,0
Schweden	3,3	0,9	-2,7	1,0	2,1	1,0
Schweiz	2,9	0,6	2,6	-0,3	1,8	1,3

* Reales Bruttoinlandsprodukt je zivilen Erwerbstätigen.

Jahres — auf einem recht hohen Niveau lag, stieg die Produktivität um 3,1 bzw. 2,6%; diese scheinbar hohen Raten stellen jedoch nur ein Drittel bzw. die Hälfte des durchschnittlichen Produktivitätsfortschritts der sechziger und der frühen siebziger Jahre dar. Auf der anderen Seite des Spektrums verzeichnete Großbritannien im letzten Jahr trotz zunehmender Ölförderung und einer um fast 2% geringeren Beschäftigung wegen der tiefgreifenden Rezession einen absoluten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts je Beschäftigten. Im verarbeitenden Gewerbe indes war der Druck auf die Gewinnmargen potentiell so stark, daß die durchschnittlich geleistete Arbeitszeit spürbar abnahm; je Erwerbstätigenstunde ergab sich demnach 1980 nur ein geringer Rückgang.

Die Aussichten für die weitere Produktivitätsentwicklung sind unterschiedlich. Einerseits sollte ein konjunktureller Aufschwung, auch wenn er langsam und flach verläuft, eine deutliche Besserung in den meisten Ländern bewirken. Auf der anderen Seite hat die in den letzten zehn Jahren allgemein geringere Investitionstätigkeit zweifellos zu einer Schmälerung des Produktionspotentials zahlreicher Volkswirtschaften geführt und die Gefahr eines besorgniserregenden Ungleichgewichts zwischen dem Angebot von Arbeit und dem von Kapital heraufbeschworen. Zahlreiche europäische Länder sehen sich dem zusätzlichen Problem gegenüber, daß ein weiteres Ansteigen des Anteils Jugendlicher an der erwerbstätigen Bevölkerung den Einfluß, den das langfristig niedrige Investitionswachstum, hohe Energiepreise und das zwangsläufig langsamere gesamtwirtschaftliche Wachstum auf die Produktivität haben, noch verstärken wird. Vor diesem Hintergrund widmen viele Länder den Problemen des öffentlichen Sektors und der Frage, wie die Finanzpolitik den Spielraum und die Anreize für private Investitionen vergrößern kann, vermehrte Aufmerksamkeit.

Finanzpolitik

In einer Welt der Stagflation, geprägt von hoher Geldentwertung und einer um einen flachen Wachstumstrend fluktuierenden Wirtschaftstätigkeit, fällt ein

Urteil über den Einsatz der Finanzpolitik ungewöhnlich schwer. Mitunter geht die private Wirtschaftstätigkeit derart zurück, beispielsweise zu Zeiten der beiden Ölkrisen, daß eine — zumindest befristete — Ausweitung des Deficit spending zur Gegensteuerung gerechtfertigt sein kann. Dies war eindeutig in der Zeit nach dem ersten Ölpreisschub der Fall, als die Tiefe des konjunkturellen Abschwungs eine drastische Verschlechterung der öffentlichen Haushaltssalden rechtfertigte. Paradoxerweise hat sich diese Verschlechterung, mit der wesentlichen Ausnahme der USA, im allgemeinen nicht umgekehrt, und in einigen Ländern, namentlich in Schweden, Dänemark, den Niederlanden, Belgien und Japan, weitete sich das Defizit der öffentlichen Haushalte im Verhältnis zum Volkseinkommen weiter aus. Deshalb war die Sorge aufgekommen, daß diese fortgesetzten Defizite die anhaltende Inflation zusätzlich angeheizt haben und/oder die Ursache für weitere Preissteigerungen werden könnten. Gleichzeitig wurde hie und da die Vermutung geäußert, daß hohe und langandauernde Haushaltsdefizite trotz erheblicher Arbeitslosigkeit und ungenügender Kapazitätsauslastung die private Wirtschaftstätigkeit mitunter verdrängen könnten. Schließlich waren zahlreiche Länder unmittelbar nach dem letzten Ölpreisschub darauf bedacht, die sich spiegelbildlich zum erneuten OPEC-Überschuß zwangsläufig einstellenden Leistungsbilanzdefizite in Grenzen zu halten.

Die anhaltend hohen Defizite der öffentlichen Haushalte erschweren es zunehmend, die tatsächlichen Wirkungen der Finanzpolitik zu bestimmen. So stellt sich etwa die Frage, inwieweit diese Defizite lediglich die inflationsbedingte Realwertminderung der privaten Geldvermögen kompensieren. Und inwieweit sollte ein solcher „Ausgleich“ davon abhängen, in welchem Ausmaß der private Sektor seine Sparquote erhöht, um den Realwert seines Finanzvermögens zu erhalten? Und wie weit sollte konjunkturellen Einflüssen entsprochen werden? Diese Frage mündet in zwei andere. Welche Arbeitslosenquote muß man nunmehr vernünftigerweise der Berechnung des Vollbeschäftigungskonzepts für das Budget zugrunde legen? Und kann man nach mehr als einem Jahrfünft hoher Defizite noch davon ausgehen, daß noch immer konjunkturelle Einflüsse und nicht langfristige Trendveränderungen wirksam sind? Kurz gesagt — nach so langer Zeit ist die Feststellung schwierig, inwieweit öffentliche Haushaltsdefizite lediglich die hohe Ersparnisbildung des privaten Sektors und „gerechtfertigte“ ölpreisbedingte Zahlungsbilanzdefizite kompensieren und inwieweit sie selbst die Ursache für eben diese Faktoren sind, zu denen sie ein Gegengewicht bilden sollten. Hohe nominelle Defizite komplizieren die Geldpolitik vor allem durch ihren störenden Einfluß auf Finanzmärkte und Zinsen, und es ist daher nicht überraschend, daß staatliche Defizite inzwischen noch argwöhnischer als bisher schon betrachtet werden.

Angesichts dieser Probleme spielen bei der Planung der Finanzpolitik in jüngster Zeit längerfristige Überlegungen eine sehr viel größere Rolle, wobei die Vorschläge der neuen US-Regierung hierfür bedeutsam sind. Der „neue Konservatismus“ ist nicht nur über die staatlichen Defizite besorgt; er widmet nunmehr auch der absoluten Größe beider Seiten des Budgets mehr Aufmerksamkeit. Diese Einstellung ist nicht etwas völlig Neues. So wird in den Niederlanden und anderswo seit Jahren über die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Steuerlast diskutiert. Bei dieser Debatte ging es insbesondere um die Frage, welchen Einfluß die Besteuerung

Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte¹

	1970-73	1974-76	1977	1978	1979	1980
Jahresdurchschnitte in Prozent des Bruttosozialprodukts						
USA	0,2	-1,5	-1,0	-0,0	0,5	-1,2
Japan	1,0	-2,0	-3,8	-5,5	-4,7	-4,0
Deutschland (BR)	0,2	-3,6	-2,4	-2,7	-2,9	-3,5
Frankreich	0,8	-0,7	-0,8	-1,8	-0,6	0,3
Großbritannien	-0,3	-4,6	-3,4	-4,3	-3,3	-3,7
Italien	-7,4	-9,6	-7,9	-9,7	-9,4	-7,9
Kanada	0,5	-0,8	-2,6	-3,1	-1,8	-2,3
Belgien	-2,2	-4,2	-5,7	-6,2	-6,7	-8,8
Niederlande	-0,1	-1,7	-1,5	-2,1	-3,0	-3,3
Schweden ²	4,9	3,0	2,0	-0,1	-2,8	-3,5
Dänemark	3,7	0,7	-1,7	-2,2	-3,3	-3,3
Norwegen	4,4	3,9	1,7	0,6	1,7	5,1

¹Eine negative Zahl bedeutet eine Nettokreditaufnahme, d.h. ein Defizit. Zu den öffentlichen Haushalten gehören die Gebietskörperschaften und die Sozialversicherungen, nicht jedoch die öffentlichen Unternehmen. Die Nettokreditaufnahme umfaßt nicht die rein finanziellen Transaktionen des öffentlichen Sektors und ist in manchen Ländern sehr viel niedriger als der (Brutto-)Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors. ²Einschließlich staatlicher Pensionsfonds.

auf die Lohnverhandlungen hat und ob es so etwas wie einen „steuerinduzierten“ Kostendruck gibt. Inzwischen ist die Diskussion jedoch auf eine breitere Basis gestellt worden und umfaßt allgemein die steuerlichen Auswirkungen auf Leistungsbereitschaft, Ersparnis und Investitionen. Und was auf der Ausgabenseite schließlich die hohen Ausgaben für Sozialprogramme und die laufenden staatlichen Aufwendungen allgemein betrifft, so besteht die Auffassung, daß sie so weit ausgebaut worden sind, daß sich die produktiven Effekte in das Gegenteil verkehren.

Auf den ersten Blick weisen der finanzpolitische Kurswechsel in Großbritannien 1979 und die neueren Vorschläge in den USA hier viele Gemeinsamkeiten auf. Die Schwerpunkte und die Gegebenheiten unterscheiden sich jedoch etwas. In Großbritannien wurde der Versuch, das Haushaltsvolumen zu reduzieren, mit einer vom Ansatz her scharfen Kontrolle nomineller Gesamtgrößen wie der Geldmenge und des öffentlichen Finanzierungsbedarfs verknüpft. Schwächt sich die virulente Inflation in Großbritannien nicht durch Einflüsse von Erwartungsänderungen und von der Angebotsseite her rasch ab, dann muß sie von der Nachfrage ausgehend verringert werden. In Amerika scheint man mehr auf die preisdämpfenden Wirkungen einer „Stimulierung der Angebotsseite“ zu vertrauen und setzt folglich auf die Effekte von Steuersenkungen. Während in Großbritannien das Risiko deflationärer Art ist, liegen in Amerika die Gefahren in umgekehrter Richtung, besonders wenn sich herausstellen sollte, daß sich die damit einhergehenden Ausgabenkürzungen nur schwer verwirklichen lassen. Trifft dies ein, könnte die der Geldpolitik aufgebürdete Last noch weiter zunehmen.

In den Vereinigten Staaten veranschlagte die vorherige Regierung in ihrem ursprünglichen Entwurf des Gesamtbudgets für das Haushaltsjahr 1980 (Oktober 1979 bis September 1980) ein Defizit in Höhe von \$ 29 Mrd. Dies bedeutete auf konstanter Beschäftigungsbasis eine Abnahme um etwa \$ 15 Mrd. gegenüber

dem vorangegangenen Haushaltsjahr. Das tatsächliche Defizit betrug dann jedoch \$ 59 Mrd. Da diese Überschreitung, die hauptsächlich auf die Ausgabenseite zurückgeht, nur zum Teil auf die wider Erwarten schwächere Konjunktur zurückzuführen war, erwies sich die Finanzpolitik im vergangenen Jahr letztlich als expansiv.

Im laufenden Haushaltsjahr, das im Oktober 1980 begann, dürfte es erneut zu Überschreitungen gegenüber den ursprünglichen Haushaltsansätzen kommen. Die Deckungslücke des Gesamtbudgets wird für dieses Jahr gegenwärtig auf \$ 55 Mrd. geschätzt und zeigt einmal mehr den Einfluß der automatischen Stabilisatoren in einer Zeit flauer Konjunktur. In ihr spiegeln sich aber auch Ausgabenüberschreitungen als Folge höherer Zinszahlungen und der Tatsache, daß die Leistungen der Sozialversicherung an einen Verbraucherpreisindex, der auch die Hypothekenzinsen enthält, gebunden sind. Schließlich haben auch die Verteidigungsausgaben erheblich zugenommen und sogar den Ausgabenvoranschlag etwas übertroffen. Im August freilich, nach dem ausgeprägten Produktionsrückgang im zweiten Quartal, schlug Präsident Carter ein umfangreiches Maßnahmenpaket zur Belebung der Wirtschaft vor, das dieses Jahr in Kraft treten sollte. Gleichwohl wurde für die Haushaltsjahre 1981 und 1982 auf konstanter Beschäftigungsbasis noch immer mit einem Anwachsen des Finanzierungsüberschusses gerechnet. Die finanzpolitische Grundtendenz, die die neue Administration erbt, war infolgedessen an den üblichen Kriterien gemessen und bezogen auf die konjunkturelle Entwicklung noch immer leicht restriktiv. Vor allem wurden die Sozialabgaben mit Wirkung von Anfang 1981 stark angehoben.

Die Administration Reagan nahm unverzüglich erhebliche Änderungen an diesem finanzpolitischen Konzept vor. Immerhin verwarf der Präsident die extremere Form einer auf die Angebotsbedingungen abstellenden Wirtschaftspolitik, indem er starke Budgetkürzungen sowohl bei den Einnahmen als auch den Ausgaben (\$ 54 bzw. über 41 Mrd. für das Fiskaljahr 1982) vorschlug. Gleichwohl dürfte der Voranschlag bei einem für das Fiskaljahr 1982 angenommenen Gesamthaushaltsdefizit von \$ 45 Mrd. von produktionswirksamen Impulsen zusätzlich zu den nachfragewirksamen ausgehen. Die Finanzplanung sieht für die späteren Jahre weitere hohe Ausgabenkürzungen und Steuersenkungen vor, bei einem angenommenen Wirtschaftswachstum zwischen 4 und 5% pro Jahr, sowie eine weitere Abschwächung des Preisauftriebs und ein ausgeglichenes Budget im Haushaltsjahr 1984.

Kritiker haben eingewandt, die neue Administration vertraue zu sehr auf wirtschaftspolitisches Neuland. Vielleicht sollte eher gesehen werden, daß das amerikanische Konzept ein weiterer Beleg für die Abkehr von einer zu starken Betonung des herkömmlichen Demand management ist. In Kapitel II wurde bereits auf die zunehmenden Kosten hingewiesen, die eine ausschließlich mit diesem Mittel vorgenommene Inflationsbekämpfung verursacht, und in diesem Kapitel wird weiter unten ausgeführt, daß das Gesagte auch für das Energieproblem gilt. In diesem Sinne ist das Reagan-Programm wegen seiner langfristigen Ausrichtung auf Investitionen, Produktivität und wirtschaftspolitische Anreize zu begrüßen. Ein größeres Dilemma wird freilich entstehen, sollte der Gesetzgeber auf die Steuerentlastungen positiver reagieren als auf die Ausgabenkürzungen. Trifft dies ein, wird entschieden werden müssen, ob man das Risiko eines höheren Haushaltsdefizits eingehen will oder ob

man die vorgeschlagenen Steuersenkungen, die die Speerspitze der auf die Angebotsseite zielenden Politik darstellen, teilweise oder ganz rückgängig macht.

Japan lockerte im vergangenen Jahr teilweise den während des zweiten Ölshocks eingeleiteten restriktiven finanzpolitischen Kurs. Vor dem Hintergrund einer konjunkturellen Verlangsamung und einer im Vergleich zur ersten Ölkrise besseren Anpassung der Wirtschaft an die neue Lage verabschiedete die Regierung im September ein Maßnahmenpaket, welches eine vorübergehende, starke Ausgabensteigerung für zuvor aufgeschobene öffentliche Bauprojekte beinhaltete. Für bestimmte Investitionen, insbesondere zur Energieeinsparung, wurden zudem Beihilfen gewährt. Gleichwohl blieb die Wirkung der Finanzpolitik insgesamt deflationär, und der ursprüngliche Budgetentwurf für das Haushaltsjahr 1981/82 (April bis März) sah einen weiteren, noch ausgeprägteren Rückgang des Haushaltsdefizits in Relation zum Bruttosozialprodukt vor. Dieser Kurs wurde jedoch im März dieses Jahres erneut gelockert, um das gesetzte Wachstumsziel von 5,3% zu erreichen. Neben einer weiteren Senkung des Diskontsatzes wurden die öffentlichen Bauausgaben an die Auflage gebunden, daß 70% der für das laufende Haushaltsjahr vorgesehenen Bauaufträge in den ersten sechs Monaten des am 1. April begonnenen Rechnungsjahres vergeben werden. Der Wohnungsbau wurde weiter gefördert, ebenso wie Stromversorgungsprojekte. Japan ist unter den großen Ländern derzeit wohl das einzige, das sich bemüht, ein quantitatives Wachstumsziel mittels diskretionärer finanzpolitischer Impulse zu erreichen; dabei ist bemerkenswert, daß der Schwerpunkt bei den Investitionen liegt.

In *Deutschland* erwies sich die Finanzpolitik im vergangenen Jahr in etwa als konjunkturneutral und nicht leicht restriktiv, wie ursprünglich vorgesehen. Das Haushaltsdefizit ist seit 1978 im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt gestiegen, und gleichzeitig ging die Arbeitslosigkeit leicht zurück. Dies läßt vermuten, daß die Finanzpolitik in Deutschland in der laufenden Ölchockperiode anders als in den meisten übrigen Ländern bisher leicht expansive Wirkung hatte. Teilweise ursächlich hierfür waren natürlich die bereits im Anschluß an den Weltwirtschaftsgipfel 1978 in Bonn und vor dem zweiten Ölpreisschub getroffenen expansiven Maßnahmen. Im letzten Jahr lagen die öffentlichen Ausgaben über den Ansätzen des Haushalts. Zudem stimmte das Parlament im Juli steuerlichen Erleichterungen zu, die ursprünglich bereits im Dezember 1979 vorgeschlagen worden waren. Die hiervon ausgehenden Wirkungen wurden jedoch in der Folge durch Ausgabenkürzungen und eine Erhöhung der indirekten Steuern auf Mineralölprodukte und alkoholische Getränke neutralisiert, so daß der gegenwärtige finanzpolitische Kurs in Deutschland ebenso wie in den meisten anderen Ländern als restriktiv bezeichnet werden kann.

In *Frankreich* hat die Regierung auf die jüngsten Ölpreissteigerungen mit einer eindeutig restriktiven Finanzpolitik reagiert. Der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte hat sich im Ausmaß von 1% des Bruttosozialprodukts verbessert, während die Arbeitslosigkeit zunahm. 1980 kam es jedoch im Jahresverlauf zu einer gewissen Lockerung. Im September wurden bestimmte Sozialversicherungsleistungen vorübergehend erhöht und steuerliche Erleichterungen bei den Investitionen eingeführt. Außerdem wurde im Februar wie vorgesehen die zeitlich befristete Anhebung der Sozialversicherungsbeiträge in Höhe von 1% aufgehoben. Der Haushalt

des laufenden Jahres zielt auf eine Rückführung des Defizits und Stabilisierung der Steuerlast. In jüngster Zeit haben die Regierungen Frankreichs und Deutschlands bekanntgegeben, daß sie beabsichtigen, an den internationalen Kapitalmärkten Kredite gemeinsam aufzunehmen, deren Mittel zur Vergabe für Investitionen im Energiebereich bestimmt sind. Die französische Regierung könnte zudem Ausgaben aus Mitteln eines Konjunkturausgleichsfonds bewilligen. Diese Maßnahmen sind gemessen an der vorherigen Finanzplanung im Ergebnis als eine leichte Lockerung der bisherigen Politik anzusehen, wenngleich hier durch die neue französische Regierung eine Änderung eintreten könnte.

Von den anderen größeren Ländern wiesen *Kanada* und *Italien* in den letzten beiden Jahren einen im Vergleich zu 1974/75 erheblich restriktiveren finanzpolitischen Kurs auf. In Kanada bringen das Oktober-Budget und das nationale Energieprogramm für dieses Jahr eine zusätzliche Verschärfung. In Italien dagegen ist vor dem Hintergrund des Abwertungsdrucks auf die Lira ein breit angelegtes Bündel restriktiver Maßnahmen im März d. J. in Kraft getreten. In den kleineren Industrieländern — vor allem in den Niederlanden und Belgien — tendierte die Finanzpolitik unter dem Einfluß einer Verschlechterung der Zahlungsbilanz- und öffentlichen Finanzierungssalden im allgemeinen in eine restriktive Richtung. In den Niederlanden wurde am 25. März d. J. ein Sofortprogramm ergänzender Maßnahmen eingeführt, mit dem das Haushaltsdefizit im Ausmaß von 0,75% des Bruttosozialprodukts verringert werden soll. In Belgien stieß ein ähnlich restriktives Maßnahmenpaket auf beträchtlichen politischen Widerstand und führte zum Sturz der Regierung. Auch Schweden und Dänemark haben kürzlich restriktive Maßnahmen ergriffen.

Großbritannien schließlich ist auch in diesem Zusammenhang ein interessanter Fall. Bekanntlich lag dem Haushaltsentwurf von März 1980 eine Finanzstrategie zugrunde, die auf eine mittelfristige Rückführung der Inflation abzielte; die schrittweise Verringerung der Zuwachsrate der weit definierten Geldmenge war das Kernstück dieser Strategie, während der Finanzpolitik eine flankierende Rolle zugeordnet war. Der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors sollte sich dementsprechend 1980/81 auf 3¼% und bis 1983/84 auf 1½% des Bruttoinlandsprodukts verringern.

Im weiteren Verlauf schossen jedoch sowohl die weit definierte Geldmenge als auch der öffentliche Finanzierungsbedarf weit über ihre Zielvorgabe hinaus. Die Geldmenge wuchs um 20%, und die Neuverschuldung betrug £ 12½ Mrd. oder 5½% des Bruttoinlandsprodukts. Dessenungeachtet nahm die Rezession ein seit den dreißiger Jahren nicht mehr gekanntes Ausmaß an.

Die Hauptursache für diesen Widerspruch zwischen einer vordergründig expansiv erscheinenden Wirtschaftspolitik und dem scharfen Konjunkturunbruch ist in der Kombination der ergriffenen Maßnahmen, der starken Pfundaufwertung und den nach unten starren Löhnen zu suchen. Was die Haushaltspolitik betrifft, so fiel das Finanzierungsdefizit weitgehend aufgrund von Ausgabenüberschreitungen, die etwa zur Hälfte rezessionsbedingt waren, rund £ 4 Mrd. höher aus als ursprünglich angenommen. Teilweise aus diesem Grund waren die Zinsen höher, als sie es sonst gewesen wären, und trugen zusammen mit anderen Faktoren zum Kursanstieg des Pfundes bei. Infolgedessen wurden starke Crowding-out-Effekte wirksam, wenngleich sich die Exporte mengenmäßig recht gut hielten. Bei anhaltend hohen Lohn-

steigerungen kam die Ertrags- und Finanzlage der Unternehmen zunehmend unter Druck. Als Reaktion hierauf bauten die Unternehmen drastisch Lagerbestände und Personal ab und kürzten zunehmend auch Investitionen; gleichzeitig trugen sie zu dem ungewöhnlich starken Anstieg von M3 bei, da sie ihren Finanzbedarf vornehmlich bei den Banken decken mußten. Das langsame Wachstum der eng definierten Geldmenge (M1) und die feste Haltung des Pfund Sterling dürften charakteristischer für das Ausmaß der wirtschaftspolitischen Belastung gewesen sein.

Zweifelsohne hat die Regierungspolitik zu einem deutlichen Rückgang der Inflationsrate geführt, wobei freilich den Unternehmen die Hauptlast aufgebürdet wurde. Nach einem Höchstwert von über 20% hat sich die Teuerungsrate auf gegenwärtig 12½% im Jahresabstand ermäßigt und sinkt noch weiter. Gleichwohl nahm die Regierung wegen der Haushaltsüberschreitungen und trotz der Rezession erstmals im November vorigen Jahres und dann erneut im März dieses Jahres weitere beträchtliche Steuererhöhungen und einige Abstriche bei den Ausgaben vor. Diese Maßnahmen wurden durch die mittelfristige Finanzstrategie erforderlich, die sehr wahrscheinlich auch weiterhin die gesetzten Ziele verfehlen wird.

Da es in den vergangenen zwei Jahren nicht gelang, die öffentlichen Ausgaben ausreichend zu kürzen, wurde der zur Lösung der britischen Probleme beschrittene Weg eines Abstellens der Wirtschaftspolitik auf die Angebotsseite fürs erste aufgegeben, mit dem vorrangigen Ziel, die Geldmenge und die öffentliche Verschuldung wieder auf den Zielpfad zurückzubringen. Vielmehr wurde der private Sektor übermäßig belastet. Das jüngste Budget, das mehr auf eine Planung der kassenmäßigen Ausgaben abstellt, wird es hoffentlich der Regierung erleichtern, die britische Volkswirtschaft auf einen stabilen Pfad zurückzuführen, der baldmöglichst zu neuerlichem Wachstum führt.

Die zweite Ölpreiswelle: Reaktion und Anpassung

Eingangs dieses Jahres lag der Basispreis für Rohöl etwa 175% über seinem Niveau von Ende 1978. Durch die jüngste Erhöhung, die von einem Basispreis erfolgte, der bereits das Ergebnis einer Verfünffachung während des ersten Ölschocks von 1973/74 darstellte, erlitten die Industrieländer Einbußen bei den Terms of trade und den Realeinkommen in derselben Größenordnung wie zuvor. Für gegenüber 1978 um rund 10% geringere mengenmäßige Ölimporte zahlten die OECD-Länder 1980 zusätzlich \$ 150 Mrd., eine Summe, die rund 2% des zusammengefaßten Volkseinkommens entspricht. Der Großteil dieses primären Einkommenstransfers von den Industrie- zu den Ölexportländern (über zwei Drittel davon) führte zu höheren Geldforderungen und nicht zu einem Transfer realer Ressourcen in Form entsprechend höherer Exporte von Gütern und Dienstleistungen seitens der Öleinfuhrländer. Der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder gegenüber der restlichen Welt hat sich infolgedessen um rund \$ 110 Mrd. erhöht. Dieser Betrag vermittelt einen Eindruck vom deflationären Ausmaß des Erstrundeneffekts, also von der unmittelbaren Nettowirkung, die von diesem Ölpreisanstieg auf die weltweite Nachfrage ausgeht.

Nach der ersten Ölpreiserhöhung wurde viel die Notwendigkeit erörtert, diesen Nachfrageausfall durch — steigende Haushalts- und Zahlungsbilanzdefizite

nach sich ziehende — expansive Maßnahmen auszugleichen. Bald wurde jedoch deutlich, daß diese Art kurzfristiger Anpassung schwerwiegende Inflationsprobleme heraufbeschwor. Deshalb sah man diesmal die angemessene kurzfristige Antwort in dem Bemühen, die inflationäre Auswirkung auf die Gesamtwirtschaft in Grenzen zu halten und auf eine angemessene Kosten-Erlös-Relation hinzuwirken. Andererseits reagierte das private Ausgabeverhalten nicht ganz zufällig weniger vorsichtig und kontraktiv als zuvor. Gleichwohl setzte sich während des zweiten Ölschocks immer mehr die Erkenntnis durch, daß die einzige echte Anpassung an das Energieproblem darin besteht, daß die Industrieländer ihre Abhängigkeit von Importöl sowohl durch Energieeinsparung als auch über eine Substitution von Öl durch alternative inländische Energieträger verringern. Den Investitionen kommt hierbei eine entscheidende Bedeutung zu, und in diesem Sinne kann eine gelungene kurzfristige Anpassung die langfristig erforderliche ergänzen. Die Erörterung des Anpassungsprozesses beginnt demnach mit einer vergleichenden Untersuchung über die Entwicklungen im privaten Sektor.

Privater Sektor

Im Vergleich zur ersten Ölkrise heben sich zwei allgemeine Entwicklungen im privatwirtschaftlichen Bereich ab. Erstens hat sich die Einkommensumverteilung wohl nicht so ausgeprägt zu Lasten der Unternehmenserträge ausgewirkt, so daß sich diesmal die Investitionsausgaben der Wirtschaft als robuster erwiesen. Zweitens hat der Privatsektor insgesamt nicht so defensiv wie vordem reagiert, mit dem Ergebnis, daß die gesamten privaten Ausgaben den kontraktiven Einfluß der zweiten Ölpreisverteuerung auf die Volkswirtschaften gemildert haben, während es zur Zeit der ersten Krise die öffentlichen Haushalte waren, welche die ölpreisinduzierte Deflation zur Gänze oder noch darüber hinaus auszugleichen hatten. Tatsächlich war 1980 das Defizit der öffentlichen Haushalte im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt in sechs von den sieben großen Ländern (die Ausnahme ist Japan) deutlich niedriger als 1975, dem Jahr der höchsten Defizite (s. oben S. 39). Diese allgemeine

Anteil der Einkommen aus unselbständiger Arbeit am Volkseinkommen

	1960-64	1965-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
	Prozent									
USA	72,5	73,2	77,3	79,3	78,7	78,4	78,0	78,0	79,1	79,6
Japan	52,2	53,4	56,6	63,0	65,9	66,8	67,9	66,7	65,3	.
Deutschland (BR)	62,9	65,5	69,2	72,4	72,3	71,4	71,5	71,0	70,8	71,8
Frankreich	60,4	62,0	63,9	67,5	70,1	71,5	71,3	71,3	71,1	73,0
Großbritannien	74,7	75,7	76,0	80,9	82,6	80,7	78,3	78,0	79,8	81,4
Italien	55,0	56,8	61,1	64,1	68,2	67,2	68,5	68,0	66,0	65,6
Kanada	68,5	70,5	72,6	70,6	72,1	72,7	73,5	72,1	69,5	68,8
Belgien	58,7	62,2	64,6	67,8	70,0	70,1	71,7	71,9	71,7	.
Niederlande	61,9	67,2	70,7	72,3	74,7	72,1	72,8	73,2	73,8	.
Schweden	69,6	74,8	77,4	76,7	77,9	80,8	85,0	83,5	80,9	.
Schweiz	63,8	65,6	68,4	70,7	72,5	71,7	72,0	72,8	73,2	.

Aussage trifft freilich nicht auf sämtliche kleineren Länder zu: in Belgien, den Niederlanden, Schweden und Dänemark verschlechterte sich der öffentliche Finanzierungssaldo weiter erheblich.

Entscheidend bei den Realeinkommen war, daß der Anteil der Gewinne an der gesamten Wertschöpfung nicht so stark zurückgegangen sein dürfte wie 1974/75. Die dazu vorliegenden Zahlen sind leider unvollständig. Die Betrachtung der Veränderung von Preisen und Kosten in Kapitel II führt indes zur selben Schlußfolgerung. Aus der vorstehenden Tabelle wird die 1974/75 starke Zunahme des Anteils der Bruttolohneinkommen am Volkseinkommen deutlich. Demgegenüber scheint diese Quote, von der wesentlichen Ausnahme Großbritannien abgesehen, 1979/80 stabiler geblieben zu sein.

Für dieses positivere Ergebnis dürfte es mehrere Gründe geben, und der augenscheinlichste unter ihnen, daß nämlich die Nominallöhne nicht die gleiche explosionsartige Steigerung aufwiesen, war zweifelsohne von großer Bedeutung. Eine Rolle mag jedoch auch gespielt haben, daß die Unternehmen eher in der Lage und willens waren, die Lohn- und Nichtlohnkosten schneller auf die Endproduktpreise weiterzuwälzen; zum Teil vielleicht deshalb, weil der Kostenanstieg bei Löhnen und Rohstoffen (ohne Öl) selbst geringer war. Möglicherweise waren sich die Unternehmen aber auch eingedenk früherer Erfahrung stärker der Gefahr einer Ertragsschmälerung bewußt. Schließlich fielen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Erzeugung in den Industrieländern nicht so steil ab, wie dies zuvor der Fall gewesen war. Zu beachten ist auch, wie aus der Tabelle hervorgeht, daß der 1974/75 bei der Lohnquote eingetretene Zuwachs nach dem ersten Ölschock nicht allgemein zurückgeführt wurde. Wenn demnach der langfristige Aufwärtstrend fürs erste gebrochen zu sein scheint, so liegt die Lohnquote doch nahezu überall noch immer beträchtlich höher als vor zehn oder fünfzehn Jahren.

Das herausragende Merkmal bei den privaten Haushalten war das fast völlige Ausbleiben einer nennenswerten Zunahme der Sparneigung (s. nachstehende Tabelle). In den meisten Ländern spiegelte sich dies auch in der reinen Finanzersparnis wider (d. h. der Bruttoersparnis des Sektors abzüglich eigener Sachinvestitionen), dem Äquivalent des privaten Sektors zum Überschuß oder Defizit der öffentlichen Haushalte. Zweifellos führten 1974/75 starke Nominallohnerhöhungen zu einer in ihrem Ausmaß nicht geplanten Zunahme der Ersparnis. Zudem verminderte

Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte

	1970/71	1972/73	1974/75	1976	1977	1978	1979	1980
	Prozent							
USA	8,1	7,6	8,6	6,9	5,6	5,2	5,3	5,6
Kanada	5,6	8,3	10,4	10,0	9,8	10,3	10,5	10,2
Japan	17,8	19,3	23,1	22,4	21,1	20,1	19,6	19,5
Frankreich	16,7	17,1	18,0	16,4	16,6	17,5	15,9	14,1
Deutschland (BR)	14,4	15,2	16,2	14,7	13,6	13,7	14,4	14,6
Italien	22,0	23,1	23,1	24,7	25,2	27,2	25,6	23,3
Großbritannien	8,5	10,7	13,1	11,9	10,8	12,7	14,1	15,3

die damals höhere Inflation den Realwert der bestehenden Finanzanlagen, ein Verlust, den die privaten Haushalte auszugleichen versuchten. Nicht zuletzt war die Schockwirkung der ersten Ölkrise vermutlich stärker als die der zweiten Ölpreisswelle.

Finanzersparnis des privaten Sektors:
Reaktionen auf beide Ölkrisen

		1973	1974	1975	1976	1978	1979	1980
		in Prozent des Bruttosozialprodukts						
USA	Private Haushalte	4,0	4,2	5,1	3,7	1,9	2,1	3,5
	Unternehmen	- 4,4	- 4,3	0,5	- 0,9	- 2,4	- 2,6	- 1,5
	Zusammen	- 0,4	- 0,1	5,6	2,8	- 0,5	- 0,5	2,0
Japan	Private Haushalte	8,8	10,3	10,5	11,5	11,1	9,2	8,4
	Unternehmen	- 7,6	- 8,5	- 4,1	- 4,0	- 1,0	- 3,1	- 3,5
	Zusammen	1,2	1,8	6,4	7,5	10,1	6,1	4,9
Deutschland (BR)	Private Haushalte	3,4	6,0	7,0	5,3	3,2	3,1	3,4
	Unternehmen	- 3,8	- 2,9	- 1,2	- 1,8	0,0	- 2,1	- 2,9
	Zusammen	- 0,4	3,1	5,8	3,5	3,2	1,0	0,5
Frankreich	Private Haushalte	3,5	3,7	5,7	3,8	5,5	4,3	3,6
	Unternehmen	- 5,1	- 6,9	- 3,7	- 4,9	- 3,6	- 4,0	- 4,6
	Zusammen	- 1,6	- 3,2	2,0	- 1,1	1,9	0,3	- 1,0
Großbritannien	Private Haushalte	3,6	6,7	6,0	5,1	5,7	6,3	8,7
	Unternehmen	- 2,5	- 5,3	0,1	- 0,2	- 0,3	- 2,4	- 1,0
	Zusammen	1,1	1,4	6,1	4,9	5,4	3,9	7,7
Italien	Private Haushalte	16,0	12,7	16,7	14,2	16,2	16,0	12,9
	Unternehmen	- 7,8	- 7,9	- 7,8	- 7,3	- 3,2	- 2,1	- 7,0
	Zusammen	8,2	4,8	8,9	6,9	13,0	13,9	5,9
Kanada	Private Haushalte	4,9	6,3	6,2	4,7	5,4	5,1	5,5
	Unternehmen	- 6,1	- 8,6	- 6,0	- 5,7	- 5,2	- 5,3	- 4,2
	Zusammen	- 1,2	- 2,3	0,2	- 1,0	0,2	- 0,2	1,3

Im Ergebnis gaben also die privaten Haushalte im Zeitraum 1973–75 netto weniger aus. Damit aber verstärkten sich noch — zumindest anfänglich — die rezessiven Einflüsse auf den Unternehmenssektor zusätzlich zu dem kontraktiven Effekt, der von der Ölpreisanhebung selbst ausging. Bedenkt man, daß der erste Schock zu Zeiten einer Hochkonjunktur hereinbrach, wenn die Unternehmen gewöhnlich ihre Finanzierungsanstrengungen für höhere Anlageinvestitionen verstärken, so überrascht es nicht, daß sie heftig reagierten und erhebliche Abstriche bei ihren Lager- und Anlageinvestitionen vornahmen.

Die zweite Ölschockperiode war demnach bisher in mehreren Ländern von einem Ausgabeverhalten des privaten Sektors geprägt, das im Vergleich zur ersten Ölpreisverteuerung in die entgegengesetzte Richtung ging. Eine wichtige Begleiterscheinung war, daß die automatischen Konjunkturstabilisatoren des Budgets zur Stützung der Nachfrage und Produktion nicht in dem Ausmaß beansprucht worden waren, wie dies 1975 der Fall war.

Obwohl somit diesmal die Finanz- und die Geldpolitik einen leicht restriktiveren Kurs verfolgten, verlangsamte sich das Wachstum von Nachfrage und Pro-

duktion bis jetzt insgesamt weniger stark als 1974/75. Manche könnten in dieser relativen Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ein teilweises Ausbleiben der notwendigen Anpassung an die höheren Ölpreise und an das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht sehen. Mit Blick auf die Allokation der Ressourcen scheint freilich der Anpassungsprozeß ungefähr in die richtige Richtung zu gehen. 1979/80 expandierten der Staatsverbrauch und zumeist auch die öffentlichen Investitionen weniger stark als 1974/75, und 1980 nahm mit Ausnahme Italiens der private Konsum bedeutend langsamer zu als in dem vergleichbaren Jahr 1975.

Gemessen an der Zusammensetzung der Nachfrage und angesichts der bereits erwähnten Veränderung der Einkommensverteilung verharteten die privaten Anlageinvestitionen 1979/80 auf einem relativ hohen Niveau. Die Tabelle zeigt, daß dies insbesondere auf Japan, Frankreich, Deutschland und Italien zutrifft. Eine bessere Investitionskonjunktur verzeichneten auch die kleineren Länder, namentlich die Schweiz, Belgien und Finnland. Bedenkt man freilich, daß die Gewinne historisch gesehen noch immer niedrig sind, so könnten andere Faktoren ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Vor allem ist es gut möglich, daß ein erheblicher Teil der Investitionen der Energieeinsparung dient und eine verzögerte Antwort auf die relativen Energiepreisänderungen der siebziger Jahre darstellt. Die Anzeichen mehren sich, die darauf hindeuten, daß der Trend in diese Richtung bereits recht stark sein könnte. Zweitens ereignete sich der jüngste Ölschock in einer anderen konjunkturellen Phase und nicht auf dem Höhepunkt eines synchron verlaufenden Konjunkturbooms.

Das bisherige Reagieren des privaten Sektors läßt sich so zusammenfassen: Die beiden wohl bedeutsamsten Vorgänge waren, daß erstens das gesamtwirtschaftliche Nachfragewachstum 1979 und 1980 weniger stark beeinträchtigt war als 1974/75 und daß sich zweitens innerhalb dieser Gesamtnachfrage die private Investitionstätigkeit

Verbrauch und Investitionen 1974/75 und 1979/80

	Privater Verbrauch		Staatsverbrauch		Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)		Öffentliche Investitionen	
	1974 1979	1975 1980	1974 1979	1975 1980	1974 1979	1975 1980	1974 1979	1975 1980
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent, in konstanten Preisen								
USA	- 0,6 2,9	2,2 0,4	3,3 2,4	3,3 3,1	- 1,7 6,5	-12,1 - 3,0	1,7 - 5,6	- 5,4 1,3
Japan	0,9 6,2	4,3 1,3	3,3 4,0	6,3 2,0	- 6,1 12,5	- 6,9 6,4	-13,8 3,0	5,2 - 4,5
Deutschland (BR)	0,3 3,3	3,1 1,5	4,3 3,3	4,5 2,4	-10,9 10,0	- 1,5 4,0	7,5 6,1	- 2,7 3,7
Frankreich	3,2 3,5	3,2 2,1	1,3 1,6	4,6 2,5	- 1,1 6,0	- 6,8 3,4	1,4 1,7	9,7 1,4
Großbritannien	- 2,2 4,7	- 0,7 0,6	1,4 2,0	6,0 2,1	- 1,8 2,7	- 3,0 1,8	0,5 - 4,0	- 1,0 - 5,6
Italien	2,7 5,3	- 1,4 4,4	2,9 1,6	2,9 2,0	2,9 7,9	-19,9 13,4	7,1 3,0	17,9 7,1
Kanada	5,1 1,9	5,2 0,6	4,0 - 1,0	4,0 0,6	7,7 9,4	7,8 8,6	5,5 - 0,8	4,3 1,3

in vielen Ländern als recht robust erwies. Inwieweit hierin eine grundlegende Anpassung zu sehen ist, kann nicht genau gesagt werden. Aber höhere Anlageinvestitionen, auch wenn sie nicht direkt mit Energieeinsparung als erste Priorität zu tun haben, werden gleichwohl auch neuere und geeignetere Technologien zur Energieeinsparung oder -substitution miteingeschlossen haben. Gleichzeitig bedeutet die Verbesserung des Kapitalstocks, daß die Zukunftsaussichten hinsichtlich Produktion und Beschäftigung nicht so stark gefährdet sind, wie dies sonst der Fall gewesen wäre.

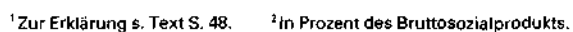
Relative Veränderung der Binnennachfrage nach den beiden Ölpreisschüben

Nach dem ersten Ölschock bestand vielerorts die Befürchtung, daß das ungünstige Zahlungsbilanzgefüge innerhalb der Gruppe der Industriestaaten die Erholung in einigen Ländern erschweren könnte. Vor allem Länder wie Deutschland, die Schweiz und in der Folge Japan, die stark auf Öleinfuhren angewiesen sind, verzeichneten sämtlich nennenswerte Leistungsbilanzüberschüsse. Da auch die USA bis 1977 einen Überschuß hatten, entfiel auf einige wenige Länder, nämlich auf Italien und Großbritannien sowie einige kleinere europäische Länder wie Spanien, Griechenland, Finnland und Schweden, ein überproportional hoher Teil des „Öldefizits“.

Abhilfe in dieser Situation versprach eine Anpassung der Wechselkurse, die im weiteren Verlauf auch stattfand. Eine andere Therapie, die man den stärkeren Ländern nahelegte, bestand darin, daß diese ihre Inlandsnachfrage vergleichsweise stärker wachsen ließen, um damit ihren Nettoexport von Gütern und Dienstleistungen zu verringern und es somit anderen zu ermöglichen, das Umgekehrte zu tun. Auf der Gipfelkonferenz 1978 in Bonn willigten Deutschland und Japan ein, konjunkturanregende Maßnahmen zu ergreifen.

Die Grafik veranschaulicht die daraus resultierenden Kontraste der Nachfrageanpassung an die beiden Ölschubphasen. Für jedes Land wurde ein gleitender Zehnjahresdurchschnitt der Wachstumsrate der Inlandsnachfrage errechnet, und dasselbe wurde für alle anderen OECD-Länder insgesamt getan. Die relative Dynamik der Inlandsnachfrage eines jeden Landes wurde für jedes dargestellte Jahr folgendermaßen errechnet: Die Differenz zwischen dem aktuellen und dem gleitenden Durchschnitt des Nachfragewachstums des betreffenden Landes wurde derselben Differenz aller anderen Länder gegenübergestellt. Die so errechneten Werte wurden über den jährlichen, realen Außenbeitrag gezeichnet. Die Grafik bestätigt den Eindruck, daß diesmal die relative Nachfrageentwicklung ganz anders verlief. Deutschland liegt deutlich über dem Durchschnitt, während sich in der Schweiz der starke Nachfragerückgang von 1975 nicht wiederholt hat. Auch Italien verzeichnete, möglicherweise im Schlepptau seines wichtigen deutschen Handelspartners, ein überdurchschnittliches Nachfragewachstum. In Japan war die Inlandsnachfrage dynamischer als 1974/75. Schweden, Belgien und die Niederlande hingegen mußten in den vergangenen zwei Jahren einen restriktiveren Kurs verfolgen, weitgehend deshalb, weil alle drei Länder im Unterschied zu 1973 bereits ungünstige Zahlungsbilanzpositionen bei Beginn der zweiten Ölkrise aufwiesen. Dasselbe galt für Kanada.

Das Verlaufsmuster des relativen Nachfragewachstums ist diesmal also bis zu einem gewissen Grad die Folge wirtschaftspolitischer Neuorientierungen vor dem



¹ Zur Erklärung s. Text S. 48.

² in Prozent des Bruttonsozialprodukts.

Schock und auch das Ergebnis unterschiedlicher Reaktionen auf die neue Ölpreisverteuerung selbst. Bei Deutschland ging die Positionsumkehr in der Form eines hohen, störenden Leistungsbilanzdefizits in der Tat zu weit. Hinzu kam jedoch noch, daß das „Planspiel“ des Bonner Wirtschaftsgipfels von den Ereignissen überrollt wurde. Der Abbau außenwirtschaftlicher Zwänge, den man sich von den deutschen und japanischen Maßnahmen versprach, wurde in zahlreichen Ländern durch den neuen Ölpreisschub durchkreuzt. In der Tat mußten einige Länder, vor allem Großbritannien, entschlossen einen Kurs in die entgegengesetzte Richtung einschlagen. Während man demnach zunächst davon ausging, eine leicht steigende Flut werde alle Schiffe unter Einschluß auch der am Ufer gestrandeten flott machen, entschieden einige angesichts der neuen Ölpreiswoge, daß der Strand letztlich sicherer sei. Betrachtet man indes das Gesamtbild, dann zeigt sich, daß die Anpassung der relativen Nachfrage diesmal weniger divergierte als Mitte der siebziger Jahre, mit dem Ergebnis, daß diesmal das Zahlungsbilanzgefüge innerhalb der Gruppe der Industrieländer weniger unerträglich war als damals.

Energiebereich

1980 erzielten die Industrieländer bei der Einsparung von Energie weitere und zunehmende Fortschritte. Diesen Erfolgen stand jedoch gegenüber, daß es am Ölmarkt weitere Anzeichen für unstete Öllieferungen aus der Golfregion gab.

Der gesamte Energieverbrauch der Industrieländer dürfte im vergangenen Jahr um beachtliche $3\frac{1}{2}\%$ gesunken sein, und die Ölnachfrage allein ging möglicherweise mehr als doppelt so stark zurück, wenn dies auch teilweise auf einen Rückgang der vorsorglichen Bevorratung gegenüber dem hohen Stand von 1979 zurückzuführen ist. Im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt fiel die Abnahme mit $4\frac{1}{2}\%$ bzw. $8\frac{1}{2}\%$ noch deutlicher aus. Diese Veränderungen bewirkten, daß der Energieeinsatz je Einheit des Bruttosozialprodukts seit 1973 insgesamt um etwa 11–12% und allein bei der Ölkomponente um 16–17% zurückgegangen ist. Besonders deutlich fiel der Ölverbrauch in Frankreich, während in den USA nach einem zögernden Beginn die Öleinsparungen in den letzten beiden Jahren größere Fortschritte machten.

Zweifelloos war die Veränderung der relativen Energiepreise seit 1973 hauptsächlich für die Entwicklung hin zu einem effizienteren Energieeinsatz. OECD-Schätzungen zufolge erhöhten sich die realen Energiepreise für den Endverbraucher im Gefolge der ersten Ölkrise um rund 25%. Diesmal könnte der Anstieg trotz des vergleichbaren Umfangs der realen Veränderung des Rohölpreises letztlich sogar noch größer ausfallen. Die Unternehmen scheinen sich mehr der Notwendigkeit bewußt zu sein, die gestiegenen Energiekosten vollständiger und rascher weiterzugeben. Und auch die Regierungen sind diesmal insgesamt eher bereit, die von Preiserhöhungen ausgehenden Anreize zur Energieeinsparung durch steuerliche Maßnahmen noch zu verstärken.

Die Veränderung der relativen Energiepreise seit 1973 scheint sich bisher mehr im Sinne einer Drosselung des Verbrauchs denn in einer verstärkten Energiepro-

duktion ausgewirkt zu haben. Schätzungen zufolge ist die inländische Energiegewinnung der Industrieländer von 1973 bis 1979 nur um 5% gestiegen. Beim Öl allein erhöhte sich die Produktion der fünf großen nicht der OPEC angehörenden Erdölproduzenten — USA, Mexiko, Kanada, Großbritannien und Norwegen — durchschnittlich nur um insgesamt 2¼ Mio. Faß pro Tag von 1973 bis 1980. Im gleichen Zeitraum ging die OPEC-Produktion um durchschnittlich 4 Mio. Faß pro Tag zurück. Inzwischen gibt es zwar Anzeichen dafür, daß beispielsweise die Bohrtätigkeit in den USA nach dem zweiten Ölschock beträchtlich zugenommen hat, doch mag es noch einige Zeit dauern, bevor sich hieraus ein nennenswerter Beitrag zur Ölproduktion ergibt. Auch in Europa liegt nach Schätzungen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften der Anteil der im Energiesektor getätigten Investitionen eher etwas unter 1½% des EG-Bruttosozialprodukts und hat sich gegenüber der Quote von vor 1973 nicht erhöht. Ein offensichtlicher Grund hierfür ist in dem Umstand zu sehen, daß beispielsweise in Deutschland das Atomenergieprogramm aufgrund weitverbreiteter Befürchtungen in bezug auf Sicherheit und Umwelt blockiert wurde. Demgegenüber konnte die Regierung in Frankreich ihr umfassendes Nuklearprogramm seit der ersten Ölkrise vorantreiben. Entsprechend verringerte sich in Frankreich der Ölverbrauch im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt um rund 30%, eine Quote, die etwa das Doppelte der Einsparung im gesamten Energieverbrauch ausmacht. Obwohl das Sozialprodukt seit 1973 um 22% zugenommen hat, lag die Nettoöleinfuhr im letzten Jahr real um etwas mehr als 15% niedriger als 1973. Demgegenüber war in Italien im selben Zeitraum keine Veränderung zu verzeichnen, und in Deutschland betrug der Rückgang nur 7%.

Ölabhängigkeit in der OECD

	1960	1965	1973	1980*
	Prozent			
Anteil des Ölverbrauchs am gesamten Energieverbrauch	38,6	44,6	53,1	50,2
Anteil der Nettoölimporte am gesamten Ölverbrauch	45,2	55,8	66,3	64,0
Anteil der Nettoölimporte am gesamten Energieverbrauch	17,4	24,9	35,2	32,0

* Geschätzt.

Die Substitution durch inländische Energievorkommen, bei Öl wie bei anderen Energieträgern, ist in den meisten Industrieländern demnach noch nicht sehr weit gediehen, wenngleich eine erhebliche Anpassung durch Energiesparen stattfand. Die OECD-Länder als Ganzes verbrauchten im vergangenen Jahr etwa 13% weniger Energie gemessen an der Menge, die sie verbraucht hätten, wenn der Energiekonsum weiterhin parallel zum Wachstum des Bruttosozialprodukts seit 1973 zugenommen hätte. Diese Ersparnis entsprach rund 10 Mio. Faß Öl pro Tag. Da Öl die aus Kostengründen marginal eingesetzte Energie ist, könnte man mit hoher Wahrscheinlichkeit die gesamte Einsparung fast völlig dem Öl zurechnen.

Darüber hinaus muß aber auch ein Teil der Anpassung durch langsames Wachstum zustande gekommen sein. Das genaue Ausmaß läßt sich nicht sagen, denn dies hängt davon ab, welche Wachstumsrate bei Ausbleiben beider Ölkrisen eingetreten wäre.

Jedenfalls steht fest, daß Sparen, Wachstumsabschwächung und Substitution zusammen eine sehr starke Anpassung des gesamten Energieverbrauchs bewirkt haben. Die vorstehende Tabelle zeigt freilich, daß mit dieser Anpassung die rasch zunehmende Abhängigkeit der Industrieländer von Öleinfuhren nur zum Stillstand gekommen ist. Als Öl billig war, erhöhte sich der Anteil des eingeführten Öls am gesamten Bedarf sehr schnell; die OECD als Ganzes verdoppelte von 1960 bis 1973 den Anteil des auf diesem Wege befriedigten Energiebedarfs. Die seit 1973 insgesamt eingetretene Anpassung hat demnach den Anteil des eingeführten Öls am gesamten Energieverbrauch nur um 3 Prozentpunkte reduziert. Die Industrieländer mußten ihren Energiebedarf im letzten Jahr noch zu nahezu einem Drittel durch Öleinfuhren decken, und sie importierten täglich noch immer etwa 24 Mio. Faß, verglichen mit 27 Mio. im Jahr 1973.

Die Hemmnisse, die angesichts dieser Situation einer günstigeren wirtschaftlichen Entwicklung in den Ölverbraucherländern entgegenstehen, kann man von zwei Seiten betrachten. Erstens erhöht eine so starke Einfuhrabhängigkeit bei einer so lebenswichtigen Ressource die Anfälligkeit gegenüber Krisen, die von den Verbraucherländern kaum beeinflussbar sind. Wie unsicher eine reibungslose Versorgung ist, wurde 1979 durch die Vorgänge im Anschluß an die iranische Revolution deutlich. Die Marktanspannung, die für den hohen Preisanstieg verantwortlich war, beruhte in der Hauptsache auf einer hektischen vorsorglichen Aufstockung der Lagerbestände angesichts der unsicheren Situation. Der Ölverbrauch der Industrieländer blieb von 1978 auf 1979 praktisch unverändert. Und trotz rückläufiger iranischer Förderung stieg die Ölproduktion der OPEC sogar um 2½ %.

Der zweite Aspekt der Lage betrifft das Unvermögen und/oder die Abneigung der OPEC-Länder als Gruppe, ihre gestiegenen Einnahmen zur Gänze für Einfuhren aus den Ölimportländern wieder auszugeben. Dies hat bekanntlich neue hohe Leistungsbilanzüberschüsse entstehen lassen, was, wie später in diesem Bericht erörtert wird, für sich allein schon erhebliche internationale Finanzierungsprobleme aufwirft. An dieser Stelle ist es wichtiger, darauf hinzuweisen, daß das Wiederausgabeproblem die OPEC-Staaten verständlicherweise zögern läßt, Öl in jeder verlangten Menge zu liefern.

Eine baldige und befriedigende Lösung dieses Problems ist nur schwer vorherzusehen. Es ist wahrscheinlich, daß sich in den Industrieländern als Reaktion auf den bereits eingetretenen realen Energiepreisanstieg weitere, verzögerte Spareffekte einstellen könnten. Berechnungen der OECD zufolge kann es sechs Jahre dauern, bis die volle Reaktion auf Preisveränderungen eintritt. Immerhin bedeuten sechs Jahre eine lange Wartezeit, zumal man davon ausgehen kann, daß je mehr Einsparung bereits erreicht ist, desto schwieriger weitere Fortschritte zu erzielen sein werden. Was die Substitution angeht, so sind erste, bedeutende Ansätze erkennbar, doch sind bisher die Fortschritte noch gering, und es wird noch mehrere Jahre dauern, bis sich die Neuinvestitionen in einer spürbaren Zunahme der nicht aus der OPEC kommenden Energielieferungen niederschlagen. Das Fazit kann daher nur lauten, daß jeder Versuch, in den Industrieländern bald wieder zu einem befriedigenderen Niveau von Beschäftigung und Wachstum zurückzukehren, mit ziemlicher Sicherheit eine höhere Ölproduktion der OPEC-Staaten voraussetzt, mit all den damit einhergehenden Risiken in bezug auf Preise und Lieferungen.

Aussichten auf Besserung

Dieses Kapitel und das vorangegangene haben gezeigt, daß die Industrieländer von Inflation und Energieengpaß in die Zange genommen sind. Zum Inflationsproblem warf Kapitel II die Frage auf, ob geld- und finanzpolitische Maßnahmen ausreichen. Diese Frage hat auch für den Energiebereich Bedeutung. Die mancherorts verstärkte Hinwendung zu einer angebotsorientierten Wirtschaftspolitik, weg von einer alleinigen Betonung der herkömmlichen Nachfragesteuerung, ist insofern zu begrüßen, als gesehen wird, daß letzterer Weg in der Lage, der sich die Weltwirtschaft jetzt gegenüber sieht, nicht genügen könnte. Möglicherweise müßten diese neuen wirtschaftspolitischen Konzepte auf eine breitere Basis gestellt werden und die Kosten miteinbeziehen, zu denen Arbeit und Produktion im Inland sowie die internationale Energieversorgung verfügbar sind.

Anders ausgedrückt: In einer vollkommenen Welt wäre es denkbar, daß die Antiinflationspolitik durch einen wirksameren Konsens der — wie es die Europäer häufig nennen — Sozialpartner ergänzt werden könnte. Und im Energiebereich könnte man gleichfalls auf so viel Kooperation und Einigkeit zwischen Ölproduzenten und -verbrauchern setzen, daß vorübergehend eine höhere Ölversorgung gewährleistet ist, die erneutes Wirtschaftswachstum möglich macht, während gleichzeitig verstärkt Maßnahmen zur Einsparung und insbesondere zur Substitution ergriffen werden.

So wie die Dinge liegen, sind Fortschritte auf politisch so heiklen Gebieten wohl nur schwer zu erreichen. Wenn dem so ist, wird die restriktive Ausrichtung von Finanz- und Geldpolitik, die kurzfristig angezeigt war, noch für längere Zeit erforderlich sein.

IV. GELDPOLITIK UND FINANZMÄRKTE

Während des vergangenen Jahres herrschten auf den Finanzmärkten besonders turbulente Verhältnisse. Die Zinsen schwankten innerhalb einer beträchtlichen Spannweite, wobei sie bislang noch nicht dagewesene Höhen erreichten, und für längere Zeit befanden sich die kurzfristigen Zinsen verglichen mit den langfristigen Renditen auf einem ungewöhnlich hohen Niveau. Zum Zinsauftrieb trugen die im Gefolge der zweiten Erdölkrise gestiegenen Inflationsraten ebenso bei wie die Bemühungen der Länder, eine Gewöhnung an diese Teuerungstendenzen zu verhindern. Es wurden daher jene Maßnahmen beibehalten, die das Tempo der monetären Expansion abschwächen sollen, und viele Länder leiteten entschiedene geldpolitische Schritte ein, um die Abwertung ihrer Währung in engeren Grenzen zu halten und dadurch eine mögliche Verschärfung der inländischen Kosten-Preis-Spirale zu vermeiden.

Die eindeutig restriktive geldpolitische Grundhaltung in vielen Ländern kommt in dem nominal wie real niedrigeren Geldmengenwachstum ebenso zum Ausdruck wie in den hohen Realzinsen und der konjunkturellen Schwäche der Wirtschaft. In einigen Fällen, nicht zuletzt in den USA, dürften allerdings die ungebrochen anhaltenden Inflationserwartungen der Geldpolitik zumindest vorübergehend die Schärfe genommen haben.

Die Finanzlage im Unternehmensbereich und im öffentlichen Sektor wurde im vergangenen Jahr vor allem aus konjunkturellen Gründen zusätzlich angespannt. Die Finanzierungsposition der Unternehmen, die nur in Japan günstig war, hat sich vielfach deutlich verschlechtert; dies führte dazu, daß die Abhängigkeit von einer häufig auch kurzfristigen Außenfinanzierung stark zunahm. Der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors blieb bislang mäßig, doch dürfte er in einigen Ländern sowohl zu den außenwirtschaftlichen Problemen wie zu dem hohen Realzinsniveau beigetragen haben.

In den USA und anderen wichtigen Industriestaaten sind in den letzten ein bis zwei Jahren wesentliche Änderungen in den monetären Steuerungstechniken eingeführt worden. Daraus ergeben sich vor allem Folgerungen für die wirksame Kontrolle der verschiedenen Geldmengengrößen und Konsequenzen bezüglich der Zeiträume, die zum Erreichen von Zwischenzielen als angemessen angesehen werden müssen, sowie für die Auswirkungen auf Zinsen und Wechselkurse. Da die Inflationsbekämpfung vordringlich in den Verantwortungsbereich der Geldpolitik fallen dürfte, ist die Verbesserung der Steuerungstechniken wichtig. Gleichermassen erheblich sind jedoch die Risiken, die mit einer nicht ausreichenden Abstimmung der wirtschaftspolitischen Instrumente verbunden sein können. Das Zinsniveau könnte höher sein als notwendig, wenn die restriktive Geldpolitik nicht durch eine angemessene Finanzpolitik sowie — wo dies möglich ist — durch einkommenspolitische Maßnahmen unterstützt wird.

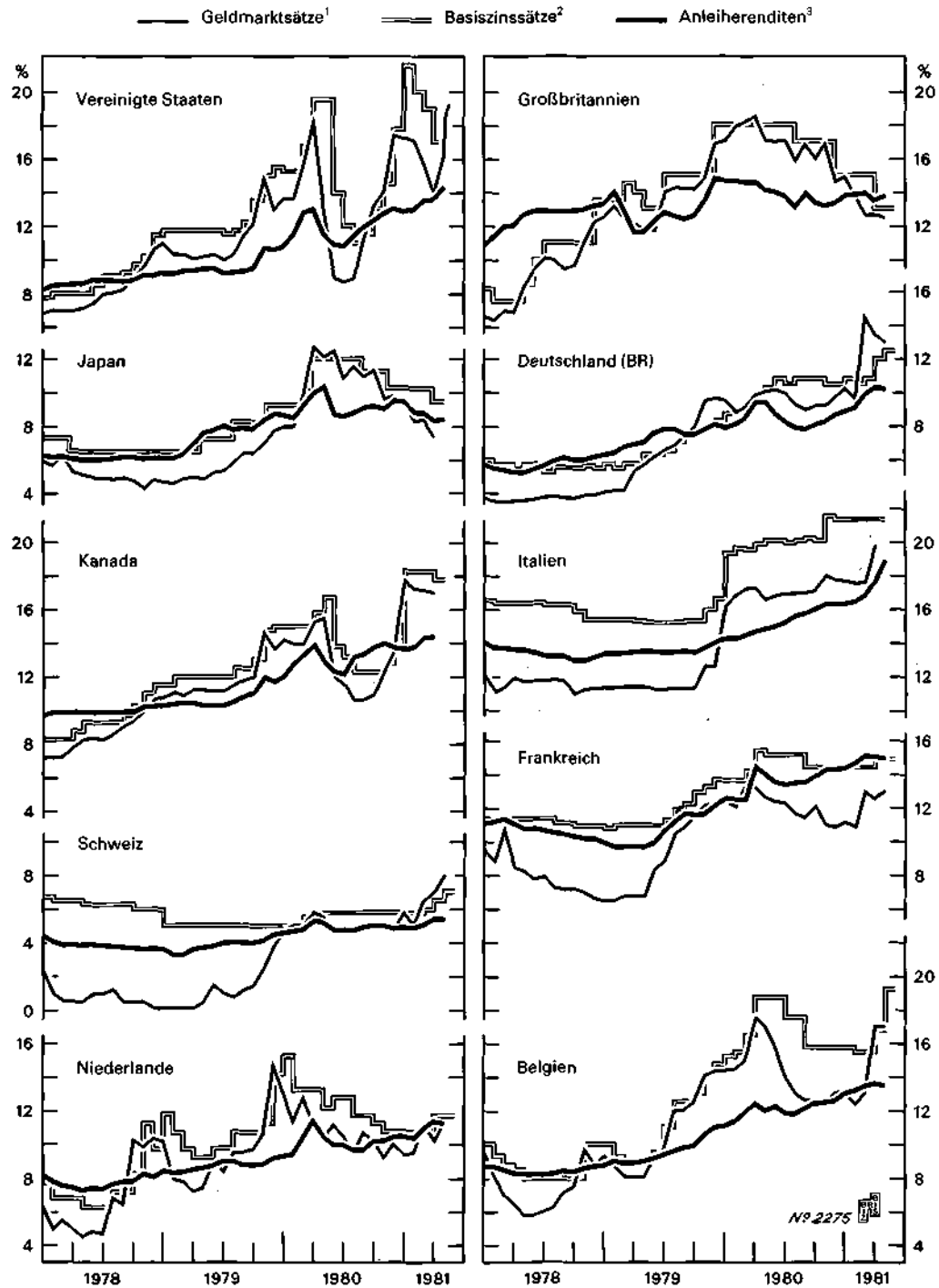
Zinssätze

Die Entwicklung der Zinsen veranschaulicht deutlich, welchen unterschiedlichen Einflüssen die Finanzmärkte während des vergangenen Jahres unterworfen waren.

In den USA wiesen sowohl die kurz- wie die langfristigen Zinsen Ausschläge von noch nie dagewesener Stärke auf. Nach einem steilen, aber unregelmäßigen Anstieg, der im Sommer 1979 begann, erreichten die Geldmarktzinsen im Frühjahr 1980 ein hohes Niveau. Noch aufsehenerregender war der folgende Zinsrückgang, der innerhalb von drei Monaten die Federal-funds-Rate von 20 auf 8½% und den Geldmarktsatz im Dreimonatsbereich (Commercial papers) von 18 auf 8% sinken ließ. Bald darauf setzte jedoch wieder eine Zinswende ein, und Mitte Dezember hatten der Zins für Federal funds mit mehr als 20% und der Zinssatz für Commercial papers mit fast demselben Niveau neue Höchststände erreicht, die sogar noch etwas über denen des vergangenen Frühjahrs lagen. Einem Rückgang von rund 7 Prozentpunkten bei diesen Sätzen zu Jahresbeginn 1981 folgte ein neuerlicher scharfer Anstieg im April und Mai. Die Prime rate der Banken, die im April 1980 auf 20% geklettert war, sank auf 11% im August, stieg wieder auf 21½% im Dezember und erholte sich, nach einem Rückgang auf 17% Anfang April 1981, Mitte Mai wieder auf 20%. Die Anleiherenditen, die in den USA traditionell auch auf erhebliche Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze nur schwach zu reagieren pflegten, wiesen im vergangenen Jahr ebenfalls starke Ausschläge auf und stiegen alles in allem beachtlich an.

In den meisten anderen Industrieländern waren die kurz- wie die langfristigen Zinssätze gegen Ende 1979 und in den ersten Monaten von 1980 ungefähr parallel zu den US-Zinsen auf ein Niveau geklettert, das verglichen mit früheren Verhältnissen allgemein hoch war. In Deutschland bewirkte die ungünstige außenwirtschaftliche Lage, daß die Zinssätze im letzten Jahr außergewöhnlich empfindlich auf die Dollarzinsentwicklung reagierten. Wenn auch ein Teil der Last durch Schwankungen des DM/Dollar-Wechselkurses aufgefangen wurde, so verharrten gleichwohl die lang- wie die kurzfristigen Zinsen in Deutschland auf dem höchsten Niveau seit 1973/74, obgleich sie beträchtlich niedriger waren als die Dollarzinsen. Überdies stiegen die Zinssätze in den ersten Monaten von 1981, als die D-Mark einen erneuten Schwächeanfall erlitt, weiter an. Die Zinssätze in der Schweiz nahmen in etwa einen ähnlichen Verlauf. In Frankreich und den Niederlanden, deren Währungen 1980 sehr lange eine relativ starke Position im Europäischen Währungssystem hatten, bildeten sich die kurzfristigen Zinsen allmählich von dem hohen Niveau, das sie zu Anfang des Jahres erreicht hatten, wieder zurück. Einen ähnlichen Verlauf nahmen 1980 die Geldmarktsätze in Belgien; allerdings erhöhten sie sich scharf im März 1981, als Maßnahmen zur Stützung des belgischen Frankens ergriffen wurden. In Frankreich trat Anfang Mai ein beträchtlicher Anstieg bei den Geldmarktzinsen ein. In Italien wurden die kurzfristigen Zinsen gegen Ende 1979 drastisch heraufgesetzt; zwischen Herbst 1980 und Frühjahr 1981, als die Geldpolitik schrittweise verschärft wurde, stiegen sie weiter an. Die Anleiherenditen in den Niederlanden, Frankreich, Belgien und Italien erhöhten sich während des vergangenen Jahres in unterschiedlichem Ausmaß.

Kurz- und langfristige Zinssätze



¹ Ausgewählte typische Zinssätze (Italien: Sichteinlagen zwischen Banken; Frankreich: Einmonatseinlagen zwischen Banken; Belgien: viermonatige Zertifikate; übrige Länder: dreimonatige Geldmarktpapiere). ² Von Geschäftsbanken für Kassenkredite an erstklassige Kunden geforderte Mindestsätze (Deutschland: unteres Ende der Spannweite für große Kontokorrentkredite). ³ Ausgewählte typische Zinssätze (USA: sämtliche Unternehmensschuldverschreibungen; Großbritannien und Niederlande: Staatsschuldverschreibungen; Kanada: Industrieobligationen; übrige Länder: verschiedene andere öffentliche Anleihen).

In Großbritannien blieben die Zinssätze wegen der Stärke des Pfund Sterling aufgrund der britischen Öl- und Erdgasgewinnung in der Nordsee weitgehend von den Entwicklungen auf den ausländischen Finanzmärkten abgeschirmt. Sie wurden jedoch auf einem hohen Niveau gehalten, weil die Behörden sich bemühten, den schnellen Anstieg der Geldmenge Sterling-M3 zu bremsen. Gegen Ende des vergangenen Jahres und in den ersten Monaten von 1981, als die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft durch den hohen Pfundkurs gefährdet war, wurden Schritte unternommen, um einen Rückgang der Zinsen am kurzen Ende des Marktes einzuleiten.

In Japan begünstigte die Bank von Japan einen ausgeprägten Rückgang der Geldmarktzinsen, als sich vom Frühjahr 1980 an der Kurs des Yen kräftigte. Geldpolitische Maßnahmen, die darauf abzielten, die monetäre Expansion in engeren Grenzen zu halten, hatten dazu beigetragen, daß die binnenwirtschaftlichen Inflationsanstöße der zweiten Erdölkrise eingedämmt wurden. Die schnellere reale Anpassung an den zweiten Ölschock kam zunehmend in der Leistungsbilanzposition Japans zum Ausdruck. Auch die Anleiherenditen schwächten sich leicht ab.

Die neue Zinssituation war durch eine ungewöhnlich ausgeprägte und vielerorts länger anhaltende inverse Renditenstruktur gekennzeichnet. So lag in den USA der Zinssatz für Geldmarktpapiere des Dreimonatsbereichs bei jedem Zinsgipfel im Jahr 1980 und zu Jahresbeginn 1981 mehr als 5 Prozentpunkte über den Renditen der Unternehmensschuldverschreibungen erstklassiger Adressen. Diese Entwicklung war sowohl das Ergebnis von Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität als auch die Folge der empfindlichen Reaktion der kurzfristigen Zinsen auf die Änderung der Steuerungstechnik in Richtung auf eine Kontrolle der Liquiditätsreserven der Banken. In Japan und in den meisten westlichen Industrieländern bewegten sich manchmal die Geldmarktzinsen deutlich über den langfristigen Zinssätzen. In Deutschland, Großbritannien, Belgien und den Niederlanden lagen die Geldmarktzinsen in den vergangenen zwei Jahren für den beispiellos langen Zeitraum von etwa 18 Monaten über den Renditen der Staatsanleihen oder anderer festverzinslicher Papiere der öffentlichen Hand. Zinsrelationen dieser Art dürften auf der Erwartung gründen, daß die Inflationsrate sich bald abschwächen werde. Sie scheinen jedoch auch auf einen starken Liquiditätsentzug hinzudeuten, der weit über das hinausging, was viele Marktteilnehmer erwartet hatten.

Zinshöchststände¹

Zinssätze	Jahr	USA	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Belgien	Niederlande	Schweiz
		Rate im jeweiligen Monat des höchsten Zinsniveaus, in Prozent pro Jahr								
kurzfristige	1973–75	11,9	16,9	14,8	14,8	16,3	18,0	12,0	14,0	6,0
	1976–78	11,0	7,7	5,1	11,0	15,4	20,5	13,8	14,8	3,5
	1979–81 ²	18,2	12,7	14,5	13,3	18,6	19,7	17,5	14,8	8,0
langfristige	1973–75	9,3	10,9	10,7	11,5	17,4	12,7 ³	9,3 ³	10,5	7,9
	1980–81 ²	14,3	10,3	10,3	15,0	14,7	18,9	13,6	11,5	5,5

¹Ausgewählte typische Zinssätze (s. Grafik auf S. 56; Japan: Industrieobligationen). Auf der Basis von Monatsdurchschnitten für die langfristigen Zinssätze in Deutschland, Japan, den Niederlanden und den USA und Monatsendständen für die anderen Zeitreihen. ²Auf der Basis von Angaben bis April. ³Höhere Zinsgipfel wurden 1978/77 erreicht (14,9% für Italien und 9,4% für Belgien).

Bei leicht unterschiedlichen Entwicklungen von Land zu Land lagen die Zinssätze während des größten Teils des vergangenen Jahres überall auf einem Niveau, das nahe bei oder in einigen Fällen sogar über den absoluten Höchstständen der Vergangenheit lag. Eine vergleichbare Periode gab es in den USA, Deutschland und Japan nur zur Zeit des ersten Ölshocks und während des diesem vorangegangenen starken Anstiegs der Weltmarktpreise. In Großbritannien, Italien, Belgien, den Niederlanden und — in einem geringeren Ausmaß — in Frankreich hatten die Zinsen 1976 im Zuge der Bestrebungen, der Schwäche der jeweiligen Landeswährung an den Devisenmärkten entgegenzuwirken, ein beachtliches Niveau erreicht. Im Anschluß an die erste Erdölkrise hatten die einzelnen Länder ihrer außenwirtschaftlichen Flanke eine unterschiedliche Aufmerksamkeit geschenkt, mit dem Ergebnis, daß die Inflationsraten stark voneinander abwichen. In Anbetracht dieser Erfahrungen scheinen die hohen Zinssätze, die im vergangenen Jahr in fast allen Staaten zu verzeichnen waren, wesentlich von außenwirtschaftlichen Umständen beeinflusst worden zu sein. Es scheint ganz allgemein die Grundüberlegung eine Rolle gespielt zu haben, daß von einer wesentlichen Verschlechterung des Außenwerts der Währung ungünstige Impulse auf die inländische Lohn-Preis-Spirale ausgehen.

Indikatoren für den Härtegrad der Geldpolitik

Die Zinsentwicklung legt die Vermutung nahe, daß die monetäre Lage in den Industrieländern im vergangenen Jahr relativ angespannt war. Unter inflationären Bedingungen kann jedoch der Eindruck, den die Höhe der Nominalzinssätze vermittelt, irreführend sein, und es ist oftmals recht schwierig, die tatsächliche Wirkung der Geldpolitik exakt zu erfassen. Immerhin dürfte hierbei hilfreich sein, eine Reihe von monetären Indikatoren genauer zu untersuchen.

Geldmengenwachstum. Analysen über die Entwicklung der Geldpolitik gründen sich oftmals vor allem auf Entwicklungen der monetären Gesamtgrößen. In einem gewissen Umfang ist es möglich, anhand der Veränderungen der Gesamtgrößen die getroffenen Maßnahmen der Behörden nach ihren eigenen Kriterien zu beurteilen, bedenkt man die zentrale Rolle, die in vielen Ländern amtliche Zielvorgaben für Geldaggregate inzwischen haben.

Geldmengenwachstum

Geldmenge	Jahr	USA		Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Kanada
		A	B						
		Viertes Quartal gegen Vorjahr in Prozent							
In weiter Abgrenzung ¹	1971-75 Durchschnitt	9,6	10,9	17,1	10,3	16,8	17,7	19,7	17,3
	1976-80 Durchschnitt	9,7	10,9	10,3	8,3	12,4	13,0	18,9	14,7
	1975	12,3	9,4	14,5	9,1	17,7	8,6	22,3	17,5
	1980	9,8	9,9	7,7	5,9	10,4	18,5	11,4	10,9
In enger Abgrenzung ²	1971-75 Durchschnitt	5,9	6,0	16,2	10,2	12,4	12,2	15,7	13,4
	1976-80 Durchschnitt	6,3	7,8	5,4	8,1	10,2	12,2	20,5	8,8
	1975	4,8	5,0	10,9	15,4	15,3	22,0	10,3	21,1
	1980	5,0	7,3	~ 1,8	4,5	8,7	4,0	11,9	9,5

¹ USA: M₂ (Spalte A) und M₃ (Spalte B); Japan: M₂ + CDs; Deutschland: M₃; Frankreich, Italien und Kanada: M₂; Großbritannien: Sterling-M₃. ² USA: M_{1A} (Spalte A) und M_{1B} (Spalte B); andere Länder: M₁.

Wie die Tabelle zeigt, war das Tempo der monetären Expansion in den meisten Ländern während der letzten Jahre durchschnittlich langsamer als in den Jahren vor und unmittelbar nach dem ersten Ölpreisschock. Die Wachstumsraten der Geldmenge waren in der jüngsten Periode auch stetiger als in der ersten Hälfte der siebziger Jahre, als die Geldbestände zunächst abrupt answollen und sich dann die Wachstumsraten konjunkturbedingt stark abschwächten. Eine nennenswerte Ausnahme hiervon ist jedoch für die USA zu registrieren, wo die eng definierten Gesamtgrößen und M2 in den letzten Jahren ebenso kräftig expandierten wie zuvor. In den meisten übrigen Ländern weiteten sich im letzten Jahr sowohl die eng als auch die weit definierten Gesamtgrößen allgemein weniger aus als im Durchschnitt der letzten vier Jahre. In Großbritannien expandierte die Geldmenge Sterling-M3 sehr schnell, aber M1 verzeichnete ein langsames Wachstum, vergleichbar mit dem in vielen anderen Ländern.

Da die gegebenen Zinsrelationen dazu anregten, niedrig verzinsliche Transaktionsguthaben und Spareinlagen möglichst klein zu halten, wurde die Verlangsamung des Wachstums der eng definierten Gesamtgrößen noch gefördert; dies galt oft auch für die Geldaggregate in weiter Abgrenzung. In Großbritannien erhöhte sich hingegen die durchschnittliche Verzinsung von Sterling-M3-Anlagen im Verhältnis zu den Renditen, die bei alternativen Anlagemöglichkeiten wie etwa Anleihen zu erzielen waren, nicht unbeträchtlich. In Italien war das in den letzten Jahren langsamere Wachstum von M2 mit einer starken Zunahme des Bestandes an Schatzwechseln bei Privaten verbunden. Das Wachstum von M3, das diese Schatzwechsel einschließt, belief sich 1980 auf 17%.

Inländische Kreditexpansion. Angesichts erheblicher Ungleichgewichte in den externen Zahlungsströmen, wie sie nach beiden Erdölkrisen auftraten, kann sich das Wachstum der Geldmenge als ein unzuverlässiger Maßstab für den Härtegrad wirtschaftspolitischer Maßnahmen in den einzelnen Ländern erweisen. Insbesondere in Situationen, in denen große Zahlungsbilanzdefizite Liquidität in beträchtlichem Umfang entziehen, muß das Wachstum der Bankausleihungen oder des gesamten inländischen Kreditvolumens beachtet werden, um den monetären Impuls in einer offenen Volkswirtschaft bestimmen zu können.

In Deutschland, Frankreich, Belgien und den Niederlanden expandierte im letzten Jahr die Kreditgewährung der Banken an die inländische Wirtschaft schneller als das Geldangebot in weiter Abgrenzung, was sich in den meisten Fällen in der Zunahme der Kreditgewährung an den inländischen Nichtbankenbereich sowie in der Verschlechterung der Auslandsposition des Bankensystems widerspiegelte. Wie jedoch die nachfolgende Tabelle zeigt, war die Ausweitung der Bankkredite in der Mehrzahl dieser Länder gleichwohl ziemlich gering und im allgemeinen schwächer als in der Periode nach der ersten drastischen Erhöhung der Erdölpreise. Besonders deutlich war die Abschwächung in den letzten Jahren in Japan. Die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor war in allen Ländern tendenziell abwärtsgerichtet; auch die Darlehensgewährung an den öffentlichen Sektor stieg nicht in dem Maße wie in der vorhergehenden Rezession, als sich die private Kreditnachfrage abschwächte. Gleichwohl blieb die Kreditgewährung an die öffentliche Hand ein wichtiger Faktor der Kreditexpansion in Belgien und den Niederlanden. Betrachtet man das Gesamtbild der Kreditgewährung, so muß berücksichtigt werden,

Kreditgewährung der Banken und Nettoauslandsposition des Bankensystems¹
Veränderung im Dezember gegen Vorjahr

	Gesamte Inlandskredite ²					Nettoauslandsforderungen ³				
	1973	1974	1975	1979	1980	1973	1974	1975	1979	1980
	Prozent ⁴					Beitrag zum Wachstum der Geldmenge ⁵				
Japan	17,1	15,1	16,7	8,4	8,4	-3,7	-2,1	-0,8	-2,3	-1,0
Deutschland (BR)	11,0	7,7	10,5	11,5	9,3	5,4	0,7	4,5	-3,8	-1,5
Frankreich	15,5	20,1	15,2	15,2	11,1	-1,5	-0,4	1,9	0,6	2,0
Großbritannien	31,1	20,7	12,9	19,7	21,7	-3,5	-9,3	-3,7	-5,4	-5,7
Italien	22,6	22,6	22,6	20,0	21,2	-3,8	-5,6	-0,8	1,7	-2,2
Belgien	17,1	10,1	13,6	15,8	12,1	0,4	-2,2	2,8	-7,8	-1,2
Niederlande	18,7	15,3	14,1	16,7	10,5	3,6	5,7	4,3	-3,6	-3,6
Schweden	10,8	13,5	13,3	19,2	19,7	4,4	-1,2	2,6	-4,3	-2,7
Dänemark	12,6	13,4	28,8	14,3	16,7	2,4	-1,4	-2,4	-2,8	-6,5
Kanada	19,5	19,6	13,2	18,4	11,1	.	.	.	.	.
Schweiz	10,0	7,0	6,8	15,5	14,2	.	.	.	.	.
Spanien	24,9	24,8	22,5	17,2	20,3	1,7	-3,4	-2,6	0,5	-3,1

¹Vorwiegend auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder; Schweiz: IWF International Financial Statistics. ²Großbritannien: einschließlich Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland. ³Frankreich: nur Bank von Frankreich; Großbritannien: einschließlich Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland (-). ⁴Großbritannien und Dänemark: Zunahme in Prozent der Geldmenge in weiter Abgrenzung zu Beginn der Periode. ⁵Zunahme in Prozent der Geldmenge in weiter Abgrenzung zu Beginn der Periode. (Deutschland und Schweden: M; Großbritannien: Sterling-M; übrige Länder: Mz.)

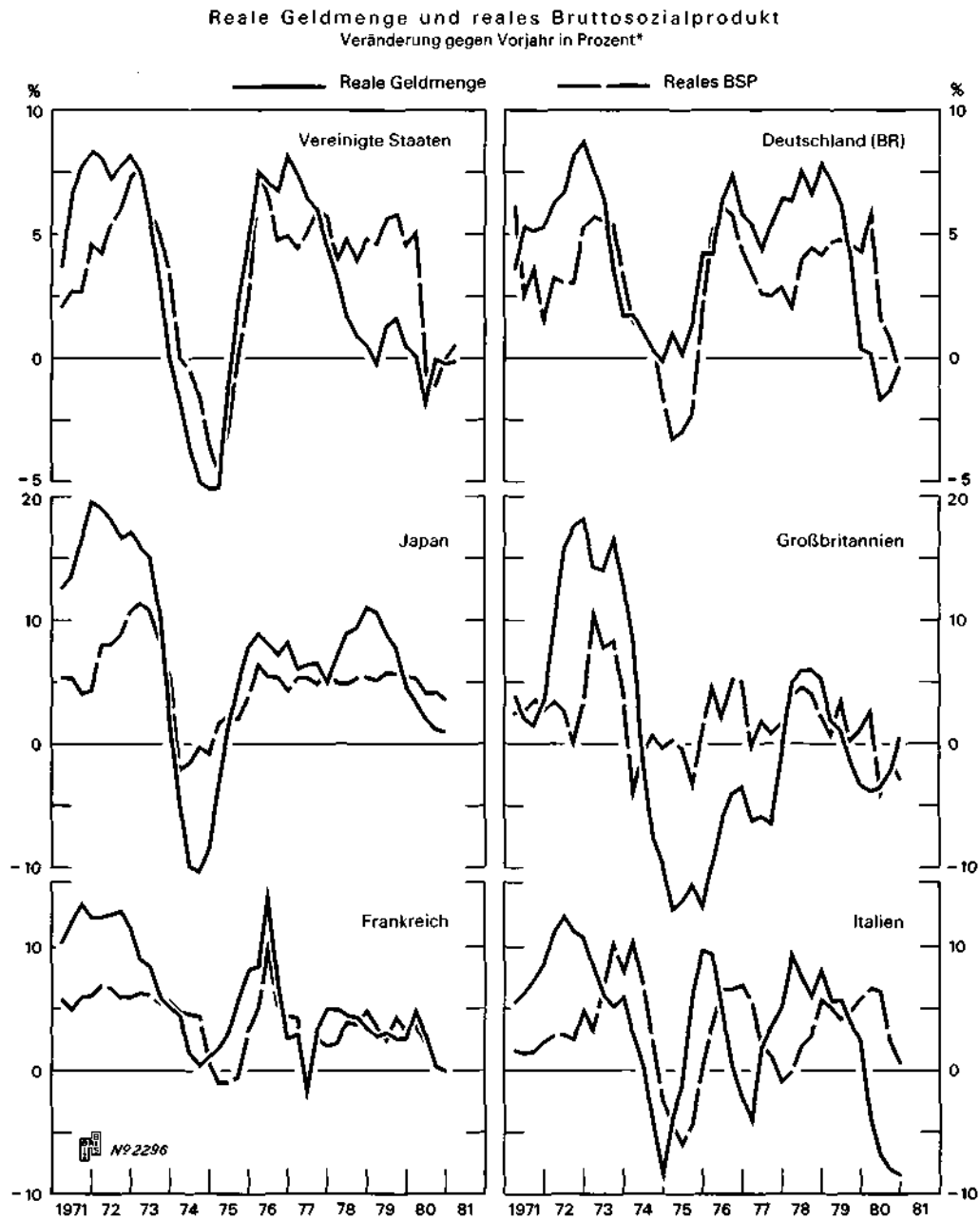
daß die belgische und die deutsche Regierung im letzten Jahr in großem Umfang Kredite im Ausland aufgenommen haben und daß in Deutschland auch der Unternehmenssektor in erheblichem Ausmaß auf kurzfristige Auslandskredite zurückgriff. Transaktionen dieser Art kommen in der Zunahme der Bankkreditgewährung, wie sie in der Tabelle dargestellt wird, nicht zum Ausdruck, sondern tragen vielmehr dazu bei, die Verschlechterung der Auslandsposition des Bankensystems zu begrenzen.

In Großbritannien, Italien, Schweden, Dänemark und der Schweiz war im vergangenen Jahr die Ausweitung der inländischen Kreditgewährung der Banken erheblich; dies gilt sowohl im Verhältnis zum Anstieg der Geldmenge in weiter Abgrenzung als auch absolut gesehen. In der Mehrzahl dieser Länder mußten sich die Banken zudem, um diese Kreditausweitung zu finanzieren, in beträchtlichem Ausmaß im Ausland netto verschulden, oder sie griffen auf Gelder in fremder Währung zurück, die im Geldvolumen nicht eingeschlossen sind. In der Schweiz und Italien stiegen die Bankausleihungen an den privaten Sektor vor dem Hintergrund einer relativ lebhaften wirtschaftlichen Entwicklung beträchtlich — ebenso in Großbritannien unter deutlich anderen Verhältnissen. Gleichwohl bestimmte die Kreditgewährung an die Zentralregierung bzw. den öffentlichen Sektor in Italien und Großbritannien einen großen Teil der gesamten Kreditexpansion der Banken; in Schweden und Dänemark machte sie sogar den Löwenanteil aus.

Reale Geldmenge. Die größeren Länder leiteten ihre Maßnahmen zur Drosselung des Geldmengenwachstums natürlich in der Erwartung ein, daß sich früher oder später niedrigere Inflationsraten ergeben würden. Häufig trog allerdings die Hoffnung, daß bereits durch entschiedene restriktive geldpolitische Maßnahmen oder allein durch deren Ankündigung von seiten der Behörden eine schnelle Revision der Inflationserwartungen und der Lohnabschlüsse nach unten einsetzen würde. Im vergangenen Jahr hatten diese Maßnahmen bereits seit einiger Zeit Geltung. Wegen der abrupt eingetretenen Preisschocks mußte jedoch mit negativen

Einflüssen auf Produktion und Beschäftigung auch unter einer weitgehend unverändert gebliebenen gradualistischen Geldpolitik gerechnet werden.

In dem Ausmaß, in dem sich die Inflationsraten und die Wachstumsraten der Geldmenge unterschiedlich entwickeln, können bei der Veränderung der realen Geldgrößen beträchtliche Schwankungen auftreten. Wenngleich die Bedeutung kurzfristiger Veränderungen der realen Geldbestände häufig umstritten ist, dürfte



* Auf der Basis von Quartalsdurchschnitten. Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung, deflationiert mit der Veränderung des Preisindex der inländischen Verwendung. USA und Deutschland: Maßstab verdoppelt.

doch in vielen Ländern eine enge Beziehung zu den Produktionsschwankungen bestehen. Dies zeigt die Grafik auf S. 61, in der die Zuwachsraten des Brutto-sozialprodukts und der realen Geldmenge in weiter Abgrenzung, im Vorjahresabstand gemessen, miteinander verglichen werden. Die Veränderung der Geldmenge wurde deflationiert mit der Veränderung des Preisindex der inländischen Verwendung.

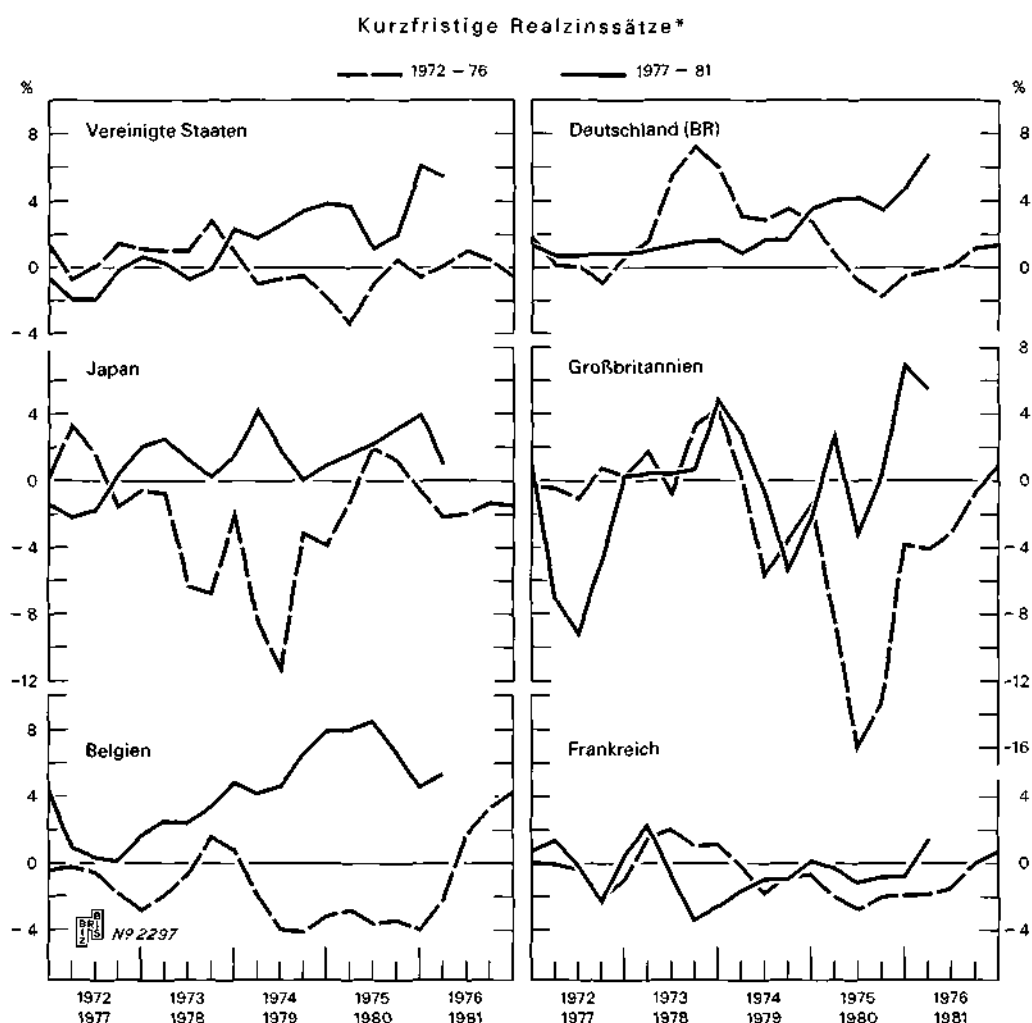
In den meisten Ländern besteht die Tendenz, daß die Schwankungen der realen Geldbestände den Schwankungen des Brutto-sozialprodukts vorauseilen. Während der siebziger Jahre ergab sich dieses Bild für die USA, Deutschland und Frankreich, und auch in Japan und Italien war es während des größten Teils dieser Periode vorherrschend. In einigen Ländern — Großbritannien eingeschlossen — ist eine solche Relation zum Brutto-sozialprodukt auch für die eng definierten Geldaggregate vorhanden.

Die realen Wachstumsraten der monetären Gesamtgrößen in weiter Abgrenzung haben sich während der vergangenen zwei Jahre in nahezu allen wichtigen Ländern deutlich abgeschwächt; in einigen Staaten wurden sie sogar negativ. Auch in Deutschland dürften die Zuwächse der realen Geldmenge in weiter Abgrenzung in jüngster Zeit niedriger gewesen sein als im Jahr 1974. Das gleiche gilt im Falle von Japan und Großbritannien für das reale Wachstum von M1 — allerdings nicht für die Zuwachsraten der weit definierten Geldaggregate. In den Vereinigten Staaten waren jedoch die Jahreszuwachsrate bei M1 und M2 real gesehen (deflationiert mit dem Preisindex der inländischen Verwendung) selbst 1980 höher als in den letzten Monaten von 1974 und Anfang 1975.

Realzinssätze. Da es Schwierigkeiten bereitet, die oftmals divergierenden kurzfristigen Schwankungen der verschiedenen monetären Gesamtgrößen zu interpretieren, hat die Betrachtungsweise an Boden gewonnen, auch die um die erwartete Inflationsrate bereinigten Zinssätze als einen sinnvollen Indikator der Geld- und Kapitalmarktsituation heranzuziehen. Die Realzinssätze scheinen vielfach einen direkten Einfluß auf die Verschuldungsbereitschaft und die Investitionsentscheidungen zu haben; sie spielen in mancher Hinsicht auch eine wichtige Rolle für den Übertragungsmechanismus wirtschaftlicher Maßnahmen.

Nur für wenige Länder sind direkte Angaben über die Preiserwartungen vorhanden. Über längere Perioden betrachtet dürfte jedoch die aktuelle Preisentwicklung in etwa den Preiserwartungen entsprechen. Die nachfolgende Grafik zeigt die kurzfristigen Realzinssätze berechnet anhand der Entwicklung des Verbraucherpreisindex (USA: Preisindex der inländischen Verwendung) im jeweils laufenden und vorangegangenen Quartal.

In den zwei Jahren nach der ersten Erdölkrise dürften die realen Geldmarktzinsen wohl in allen Ländern der Grafik mit der Beschleunigung des Inflationstempos negativ geworden sein, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß. Im Zeitraum 1978–80 waren jedoch diese realen Zinssätze in den USA, Japan, Deutschland und Belgien positiv. In Frankreich und Großbritannien blieben die realen Geldmarktzinssätze 1979/80 allgemein höher als in der Periode 1974/75; gegen Ende des vergangenen Jahres waren sie sogar eindeutig positiv. In den USA, Japan, Frankreich, Großbritannien und Belgien lagen die Anleiherenditen 1974/75 deutlich unter der jeweiligen Inflationsrate, gegen Ende 1980 aber merklich darüber. In Deutschland dürften



* Ausgewählte typische Geldmarktsätze (Belgien: viermonatige Zertifikate; Frankreich: Einmonatseinzinsen zwischen Banken; übrige Länder: dreimonatige Geldmarktpapiere), deflationiert mit der auf Jahresrate hochgerechneten, durchschnittlichen Veränderung der Verbraucherpreise (USA: Preise für die inländische Verwendung) im jeweils laufenden und vorangegangenen Quartal.

die so berechneten „realen“ Anleiherenditen während der ganzen siebziger Jahre positiv geblieben sein und sich in den ersten Monaten von 1981 weiter erhöht haben. Besonders bemerkenswert ist das hohe Niveau, das die Zinssätze im Verhältnis zu den Inflationsraten in Belgien erreichten, wo die Geldpolitik weitgehend darauf ausgerichtet war, den Wechselkurs des belgischen Francs angesichts des Ungleichgewichts in den öffentlichen Haushalten und der erheblich defizitären Leistungsbilanz zu stabilisieren. Die realen Anleiherenditen dürften auch in Dänemark und — in einem geringeren Ausmaß — in Frankreich relativ hoch gewesen sein.

Berechnungen dieser Art können nur der Tendenz nach interpretiert werden. Bei hohen Inflationsraten dürften schwankende und verbreitet auftretende Zinserhöhungen einiges von ihrer bremsenden Wirkung auf das Ausgabeverhalten

verlieren. Es scheint auch im Laufe der Jahre die Geldillusion geringer geworden zu sein. Wenn dies zutrifft, werden sowohl die Kreditnehmer wie die Kreditgeber in wachsendem Ausmaß ihre Investitionspläne wie ihre Anlageüberlegungen an den realen Renditen orientieren und sich daran gewöhnen, daß die Nominalzinssätze mit den Erträgen der realen Vermögenswerte in Zusammenhang stehen. Auch zeigt die Praxis, daß die Kosten und Erträge nach Abzug der Steuern für die Finanzpläne entscheidend sind. Beispielsweise dürften in den USA mancher Kreditnehmer aus dem Unternehmenssektor und mancher Kreditgeber aus dem Bereich der privaten Haushalte aus steuerlichen Überlegungen erst einmal etwa die Hälfte der Höhe des nominalen Zinssatzes abrechnen, bevor er die Anpassung an die Inflation vornimmt. Eine solche Anpassung dürfte allerdings nicht vorgenommen werden, wenn die zu versteuernden Einkommen der Unternehmen stark unter Druck geraten sind und die Firmen sich einfach deshalb verschulden müssen, um die Liquidation abzuwenden. Auch bloße Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Preisniveaus oder der relativen Preise könnte potentielle Darlehensnehmer davon abhalten, finanzielle Verpflichtungen zu hohen Nominalzinssätzen einzugehen.

Kreditverknappung und Kreditrationierung. Die Entwicklung der Geldmenge und der Zinssätze kann den Einfluß der Geldpolitik dann nicht vollständig wiedergeben, wenn es zur Rationierung von Krediten kommt. In den letzten Jahren setzten die Behörden der USA und Großbritanniens weniger auf quantitative Kreditzuwachsbeschränkungen, während in vielen Ländern die von den Banken angewandten Rationierungsmechanismen durch die Beseitigung der Zinskontrollen und den wachsenden Zinswettbewerb im Finanzsystem unterlaufen wurden. In den USA haben die Zinsobergrenzen inzwischen an Bedeutung verloren. Das Programm zur Kreditzuwachsbeschränkung war eine Form direkter Marktintervention, aber seine Wirkungen blieben, wenngleich sie beträchtlich waren, von begrenzter Dauer. In Großbritannien wurden die „korsettmäßigen“ Einlagenbeschränkungen im Juni 1980 aufgehoben, worauf die Kredite der Banken stark expandierten. Dies scheint jedoch weniger ein Hinweis auf einen Stau zu sein, der sich vorher in der Zeit der Einlagenkontrollen herausgebildet hatte, als vielmehr die Folge einer Umschichtung von Mitteln nach Aufhebung der Einlagenzuwachsbeschränkungen sowie einer Verschlechterung der Finanzierungsposition der Unternehmen.

Kreditnormen oder -plafonds gelten noch in Japan, Frankreich, Italien, den Niederlanden und in einer Anzahl kleinerer Industrieländer. Die Richtlinienplafonds („window guidance“) der Bank von Japan wurden im Laufe des Jahres stetig gelockert und wirken nicht länger restriktiv. In Frankreich und Italien wurden jedoch die Kreditbeschränkungen verschärft, und eine starke Erhöhung der Kredite bei der Außenhandelsfinanzierung dürfte darauf hindeuten, daß die Begrenzungen bei anderen Krediten einschneidend waren. In den Niederlanden und Frankreich waren die Banken in der Ausweitung ihrer Kreditgewährung nicht eingeengt, soweit sie sich die Mittel dafür aus Quellen außerhalb des Bereichs der Kreditinstitute beschafften. Dies dürfte die Verknappungseffekte der Kreditbeschränkung gemildert haben, scheint andererseits aber zum Anstieg der Zinssätze auf den Kapitalmärkten beigetragen zu haben.

Hohe und weitgehend unvorhergesehene Teuerungsraten haben mancherorts die Märkte für langfristige festverzinsliche Wertpapiere praktisch lahmgelegt. Kurz-

fristige oder variabel verzinsliche Papiere dürften teilweise ein Ersatz gewesen sein, doch wurde offenbar manche Kreditaufnahme zur Finanzierung langfristig produktiver Investitionen oder für den Wohnungsbau zurückgestellt. In den USA nahm die Anleihe- und Hypothekenfinanzierung bei jedem Zinsgipfel ab; allerdings ist es durchaus möglich, daß es nur zu einer zeitlichen Verschiebung der Kreditengagements kam.

Die Wechselkurse werden nunmehr in vielen Ländern als ein Zwischenziel oder ein Indikator für die Geldpolitik betrachtet, und ihre Schwankungen sind manchmal ein Indiz dafür, daß die Erfolgsaussichten von Maßnahmen, die in erster Linie auf die Begrenzung der Geldmenge abgestimmt waren, einer sich ändernden Beurteilung unterlagen. Devisenmärkte reagieren aber auch auf viele nichtmonetäre Einflüsse; überhaupt sind die Beziehungen zwischen den Wechselkursen und der monetären Lage außergewöhnlich vielfältig. Im vergangenen Jahr scheinen die Märkte vorweggenommen zu haben, daß die Behörden zur Begrenzung von Wechselkursschwankungen intervenieren würden, so daß den rein nominalen Zinsdifferenzen ein größeres Gewicht als üblich beigemessen wurde. Unter diesen Umständen mußte die monetäre Gesamtlage in einigen Ländern mit vergleichsweise niedrigen Inflationsraten relativ restriktiver gestaltet werden als zuvor. Ein weiteres Problem ergibt sich daraus, daß der Einfluß, den der Kursverfall einer Währung auf die Entwicklung der Inflation eines Landes hat, zwar nahezu unmittelbar zum Ausdruck kommt, die Aufwertungseffekte aber Zeit brauchen, um voll durchzuwirken. Die Stärke des Pfund Sterling trug dazu bei, die Inflation in Großbritannien zu dämpfen, allerdings teilweise auf Kosten einer starken Gewinnkompression bei den Exportindustrien.

Reaktion der Wirtschaft. Die monetären Maßnahmen der letzten Jahre waren hauptsächlich zur Inflationsbekämpfung bestimmt, aber sie hatten natürlich auch erhebliche Auswirkungen auf die Produktionsentwicklung. Der Einfluß der Geldpolitik auf zinsreagible Ausgabenbereiche konnte im vergangenen Jahr in einigen Ländern an der Lagerbestandsentwicklung und beim Wohnungsbau beobachtet werden. Die Anlageinvestitionen erwiesen sich im allgemeinen als zinsunelastisch, vielleicht aufgrund von langfristigen Inflationserwartungen, aber auch wegen der wachsenden Bedeutung der energiesparenden Investitionen. Daß in den USA die Erholung in den letzten Monaten von 1980 schnell einsetzte, während die Produktion in anderen Ländern stark abfiel, bekräftigt in etwa den Eindruck, den die Indikatoren über die finanzielle Lage vermitteln.

In einigen Ländern läßt die Preis- und Produktionsentwicklung darauf schließen, daß die monetäre Lage restriktiver war, als es das Verhalten der monetären Zwischengrößen im letzten Jahr anzeigte. Besonders in Großbritannien hielt sich das Wachstum der weit definierten Geldmenge nicht innerhalb der von den Behörden aufgestellten Zielsetzung, aber gleichwohl glitt die Wirtschaft in die schwerste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg, vor allem aufgrund des gemeinsamen Einflusses, den Lohnkostendruck und Wechselkursanstieg auf die finanzielle Lage des Unternehmenssektors hatten. Auch in anderen Ländern geriet die Finanzierungsposition des Privatsektors unter Druck, wenngleich die Auswirkungen bisher weniger schwerwiegend waren. Vor allem in Japan dürften die Unternehmen durchaus in

der Lage gewesen sein, diesem Druck zu widerstehen; in vielen Ländern führte aber die Entwicklung in den letzten Jahren zu einer starken Abhängigkeit des Unternehmensbereichs von der Außenfinanzierung.

Es erhebt sich die Frage, ob beim unerwarteten Auftauchen wirtschaftlicher Probleme ein Abweichen von einer veröffentlichten Zielvorgabe für die Geldmenge oder den Wechselkurs gerechtfertigt ist und ob diese Ziele in gewissem Umfang modifiziert werden sollten. Wo veröffentlichte Geldmengenziele als Ecksteine einer Strategie zur Eindämmung der Inflation angesehen werden, besteht die Gefahr, daß bei einer Zielverfehlung der Glaube an die Entschlossenheit der Behörden geschwächt wird. Doch ist hierbei zu beachten, daß die Geldnachfrage und die Verhältnisse auf den Devisenmärkten oft wenig stabil sind und überdies in vielen Ländern diese Ziele auf der Basis recht einfacher Überlegungen festgelegt wurden, die sich als unzutreffend erweisen können. Es wird nun allgemein anerkannt, daß die Wirkungen von Schocks, die von der Angebotsseite ausgehen, nicht einfach durch eine expansive Kreditpolitik überwunden werden können; auch eine Feinsteuerung findet in diesem Fall wenig Fürsprecher. Zwar spricht dies für eine stärkere Betonung einer mittelfristig orientierten Stabilisierungsstrategie, aber das Vertrauen in einen solchen wirtschaftspolitischen Ansatz ist nicht immer leicht herzustellen. In Fällen, in denen die Erfolge der bisherigen Maßnahmen nicht ermutigend sind, bliebe den Behörden somit nur die Feststellung, daß sie in Hinblick auf ihre erklärten kurzfristigen Ziele wenig Spielraum haben.

Finanzierungspositionen des privaten Sektors und Kreditmärkte

Der Einfluß der Geldpolitik auf den Wirtschaftsablauf kann nicht allein anhand der Entwicklung der monetären Gesamtgrößen beurteilt werden. Um ein umfassendes Bild von den Wechselbeziehungen zwischen den Finanz- und den Güterströmen der Wirtschaft zu erhalten, ist es notwendig, die sektoralen Finanzierungspositionen im weiteren Sinne zu untersuchen.

Unternehmenssektor. Die Finanzierungspositionen im Unternehmenssektor verschlechterten sich im letzten Jahr in vielen Industriestaaten aus konjunkturellen Gründen. Im allgemeinen war jedoch der Einfluß der Rezession diesmal schwächer ausgeprägt als beim letzten Mal; vielfach blieb aber die in der Folge einsetzende konjunkturelle Erholung unvollständig und hat bisher nicht zu einer völligen Wiederherstellung der früheren Bilanzverhältnisse geführt. Die Situation, wie sie z.B. im Verhältnis der Eigenmittel zu den Bruttoinvestitionen zum Ausdruck kommt, unterscheidet sich jedoch von Land zu Land beträchtlich. In den USA hat sich die Selbstfinanzierungsquote bei den Kapitalgesellschaften (ohne Kreditinstitute), die 1979 stark zurückgegangen war, im letzten Jahr wieder etwas erhöht, da die Unternehmen ihre Ausgaben für Sach- und Lagerinvestitionen anpaßten. Zwar war sie in keinem Jahr so niedrig wie 1974, aber im allgemeinen waren die Kapitalgesellschaften in den letzten Jahren in einem sehr viel größeren Ausmaß auf die Außenfinanzierung angewiesen als in den sechziger Jahren. In Großbritannien war die im letzten Jahr eingetretene Verschlechterung der Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen, die nicht zum Erdölbereich zählen, in ihrem Ausmaß durchaus mit derjenigen von 1974 vergleichbar; da aber die Unternehmen offensichtlich aus früheren

Erfahrungen gelernt hatten, reduzierten sie ihre Investitionsausgaben deutlich. Demgegenüber hatte sich in Japan und Deutschland in den Jahren 1975–79 die Selbstfinanzierungsquote der Unternehmen beträchtlich verbessert, teilweise als Ergebnis verstärkter Rationalisierung und relativ mäßiger Lohnerhöhungen, teilweise aber auch aufgrund niedrigerer Investitionssteigerungen als in früheren Jahren. In beiden Ländern blieb die neuerliche konjunkturelle Abschwächung bis jetzt in engeren Grenzen. Die Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen in Frankreich, Italien und Belgien hatte sich im Zeitraum 1976–79 erhöht. Sie ließ im vergangenen Jahr wieder nach, obgleich weniger stark als 1974.

Eigenmittel und Bilanzkennzahlen der Unternehmen (ohne Kreditinstitute)¹

Finanzierungsquoten		Durchschnitt		1973	1974	1975	1978	1979	1980
		1960– 69 ²	1970– 79 ³						
Prozent									
USA	Selbstfinanzierungsquote ...	89	83	74	61	109	84	83	87
	Liquide Mittel/ kurzfristige Verschuldung ..	92	54	55	46	58	50	46	48
	Langfristige Verschuldung/ Gesamtverschuldung ⁴	69	65	65	62	66	64	62	61
	Eigenkapital ⁵ / Gesamtverschuldung ⁴	296	167	173	107	135	124	124	145
	Finanzierungsdefizit/Investitionen ⁶	31	27	38	41	25	7	19	21
Japan	Liquide Mittel/Kreditaufnahme	44	48	48	46	46	49	49	47
Deutschland (BR)	Selbstfinanzierungsquote ...	77	80	71	75	88	100	85	80
	Liquide Mittel/ kurzfristige Verschuldung ..	92	113	107	97	113	136	124	114
	Langfristige Verschuldung/ Gesamtverschuldung ⁴	61	66	64	64	67	68	66	65
	Eigenkapital ⁵ / Gesamtverschuldung ⁴	85	49	47	43	50	47	41	39
Frankreich	Selbstfinanzierungsquote ...	.	61	59	47	62	67	67	56
	Liquide Mittel/gesamte Kredite	.	26	24	24	27	28	30	29
Groß- britannien	Selbstfinanzierungsquote ...	99	97	99	52	112	101	71	75
	Liquide Mittel/ Kreditaufnahme bei Banken ..	94	64	64	50	61	67	59	58
Belgien	Selbstfinanzierungsquote ...	.	69	75	52	55	83	73	66

¹Angaben für Periodenende; eigene Schätzung auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder (mit Ausnahme der Verhältniszahlen für die Selbstfinanzierung und das Finanzierungsdefizit). Die Angaben beziehen sich für die USA, Frankreich und Belgien auf die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften; für Japan auf die Kapitalgesellschaften; für Großbritannien auf Industrie- und Handelsunternehmen; für Deutschland auf den Unternehmensbereich (ohne Wohnungsbau). Die Selbstfinanzierungsquote ist in der Regel das Verhältnis der Bruttoersparnis und der empfangenen Kapitalübertragungen (netto) zu den Bruttoinvestitionen. (Für Großbritannien und die USA sind Ersparnis und Investition abzüglich der Abschreibungen auf die Lagerbestände berechnet.) Die liquiden Mittel bestehen vor allem aus Bankeinlagen, umfassen aber manchmal auch Staatspapiere und andere Wertpapiere. ²Großbritannien: 1963–69. ³Belgien: 1972–79. ⁴Kreditmarktverschuldung. ⁵Zu Marktwerten. ⁶Näherungsindikator. Der Nenner enthält nicht die Bruttoinvestitionen der Kapitalgesellschaften des öffentlichen Sektors.

Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich in vielen Ländern beim Rückgang der Liquiditätslage der Unternehmen und beim Anstieg der kurzfristigen Unternehmensverschuldung. In Großbritannien fiel bei Industrie- und Handelsunternehmen das Verhältnis der liquiden Mittel zur Verschuldung bei Banken bis Juni 1980 auf ein Niveau, das bisher nur 1974 zu verzeichnen war. Bei den Kapitalgesellschaften (ohne Kreditinstitute) in den USA verschlechterten sich das Verhältnis der flüssigen

Mittel zu den laufenden Verbindlichkeiten sowie die Relation der langfristigen Verschuldung zur Gesamtverschuldung seit Mitte der sechziger Jahre stetig, um im vergangenen Jahr den Tiefpunkt zu erreichen. Zwar griffen die Unternehmen im Frühjahr und Sommer 1980 in beträchtlichem Umfang wieder auf die Anleihefinanzierung zurück, aber der erneute Zinsanstieg beendete bald diesen Umstrukturierungsprozeß. In Japan und Deutschland verschlechterte sich im letzten Jahr die Liquiditätslage der Unternehmen in gewissem Umfang, dies jedoch nach einer erheblichen Verbesserung, die über mehrere Jahre hin angehalten hatte. Die Verfügbarkeit langfristiger Bankkredite ermöglichte es den Unternehmen in Deutschland und offenbar auch in Japan, ihren Rückgriff auf kurzfristige Finanzierungen während der vergangenen zehn Jahre einzuschränken. In den USA führte im vergangenen Jahr die relativ günstige Lage an den Aktienmärkten zu einem beträchtlichen Anstieg der Emissionstätigkeit. Das Verhältnis von Aktienkapital zum Fremdkapital verbesserte sich erheblich, ohne jedoch den für die sechziger Jahre charakteristischen Stand zu erreichen. Zum Kurswert berechnet hat sich dieses Verhältnis in den meisten Industrieländern in den letzten Jahren erheblich verringert.

Angesichts der knappen Eigenmittel und des Mangels an Risikokapital sowie wegen der ungewissen Zinsentwicklung auf dem Anleihemarkt haben sich die Unternehmen in vielen Ländern verstärkt dem zu variablem Zinssatz angebotenen Bankkredit und kurzfristigen Finanzierungsinstrumenten wie Wechseln, Akkreditiven oder Geldmarktpapieren zugewendet. Dies zeigt einmal, welche Anstrengungen die Wirtschaft unternimmt, die Kassenbestände niedrig zu halten und die Techniken der Kapitalbeschaffung an die sich ändernden Kostenrelationen anzupassen, zum anderen spiegelt es aber auch Rahmenbedingungen wider, die sich dem Einfluß der Unternehmen entziehen, wie die wachsenden Steuerbelastungen und die Inflation. Dies hat zusätzlich dazu beigetragen, daß die Unternehmen in ungünstigen wirtschaftlichen und finanziellen Lagen verwundbarer wurden.

USA: Kreditaufnahme der
inländischen nichtfinanziellen Sektoren

	1973	1974	1975	1978	1979	1980				1981
						1. Quartal	2. Quartal	2. Halbjahr	Jahr	1. Quartal
	in Prozent des Bruttosozialprodukts									
Unternehmen (ohne Kreditinstitute)	7,2	6,9	3,2	6,0	6,5	6,6	3,2	5,1	5,0	5,0
Aktien	0,6	0,3	0,7	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	0,4	0,5
Anleihen	0,8	1,5	1,9	1,1	1,0	1,0	1,8	0,9	1,2	1,0
Offenmarktpapiere	0,1	0,4	- 0,2	0,2	0,4	1,2	0,8	- 0,6	0,2	0,4
Darlehen von Banken u.a.	5,7	4,7	0,8	4,6	4,9	4,0	0,4	4,2	3,2	3,1
Private Haushalte	6,0	3,6	3,3	7,5	6,8	5,3	1,6	4,2	3,8	4,5
Hypotheken	3,6	2,6	2,6	4,9	4,6	4,0	2,2	3,3	3,2	2,8
Konsumentenkredite	2,0	0,7	0,6	2,3	1,8	0,9	- 1,3	0,4	0,1	1,0
Darlehen von Banken u.a.	0,4	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,7
Staat*	1,7	2,3	6,3	3,4	2,2	3,5	3,6	4,6	4,1	4,1
Insgesamt*	14,9	12,8	12,8	16,9	15,5	15,4	8,4	13,9	12,9	13,6

* Bereinigt um Veränderungen der Kassenmittel des Zentralhaushalts.

Privater Haushaltssektor. Die privaten Haushalte paßten ihre Finanzierungspositionen im vergangenen Jahr sehr flexibel an die Veränderungen der wirtschaftlichen Perspektiven und der Renditenstruktur an. Wohnungsbau- und Konsumentenkredite hatten sich 1979 in vielen Ländern stark erhöht; in den USA erreichte die Teilzahlungsverschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen ein noch nicht dagewesenes Niveau. Allgemein nahm jedoch das Tempo der Verschuldung der privaten Haushalte im vergangenen Jahr ab und die Geldvermögensbildung zu, wenngleich weniger spektakulär, als man aufgrund der Erfahrungen von 1974 hätte erwarten können.

In den USA ging die Konsumentenverschuldung in der Zeit nach der Ankündigung des Programms zur Kreditbegrenzung von März 1980 stark zurück. Die Teilzahlungsverschuldung privater Haushalte sank im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen erheblich, ohne dabei einem erneuten Anstieg der Konsumausgaben im Wege zu stehen. Da sich für die Sparkassen Schwierigkeiten ergaben, mit dem Anstieg der Zinsen mitzuhalten, sank die Verfügbarkeit von Hypothekendarlehen, wenngleich nicht so stark wie in früheren Phasen der Kreditrestriktion, weil den Sparkassen aufgrund regulativer Änderungen die Ausgabe attraktiverer Papiere ermöglicht war. Die Verschuldung in Form von festverzinslichen Hypothekendarlehen wurde im allgemeinen dadurch entmutigt, daß man das Zinsniveau als zu hoch ansah, um längere Zeit Bestand haben zu können. Gegen Ende des Jahres schwand aber die Hoffnung auf einen baldigen Zinsrückgang, und die Darlehensnehmer maßten der Aussicht auf stetige kräftige Erhöhungen bei den Baukosten und den Immobilienpreisen wieder mehr Bedeutung zu. Eine verbreitete Verwendung fanden in den USA neue Hypothekenpfandbriefe, die mit variablen Zinssätzen ausgestattet waren und die es in einigen Fällen dem Kreditgeber ermöglichten, aus der Wertsteigerung des Immobilienvermögens Nutzen zu ziehen. So konnte das Hypothekenkreditgeschäft ganz beträchtlich expandieren, auch noch als die Zinsen nach oben in Bewegung kamen. In den ersten Monaten von 1981 machten sich bei den Preisen für Wohnbauten bereits erste Zeichen einer Beruhigung bemerkbar.

Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte nahm im vergangenen Jahr in den meisten Ländern nur mäßig zu. Die Umschichtung der Bankeinlagen der privaten Haushalte von Sicht- und Sparguthaben zu Termineinlagen war allgemein ausgeprägt und vielfach sehr viel stärker als in der früheren Hochzinsperiode. Der Erwerb längerfristiger Finanzanlagen, Anleihen eingeschlossen, durch private Haushalte war in einigen Ländern beträchtlich, doch konzentrierten sich die Käufe im wesentlichen auf relativ kurze Perioden, als die Zinssätze deutlich rückläufig waren. Im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern erhöhte sich in Großbritannien der Finanzierungsüberschuß des privaten Haushaltssektors beträchtlich, womit er zum starken Wachstum der Geldmenge in weiter Abgrenzung beitrug. Außer dem Zinsgefälle könnte dabei eine Rolle gespielt haben, daß gewinnbringende Alternativen zu den Bankeinlagen als Anlageform des Vermögens der privaten Haushalte nur begrenzt vorhanden waren; eine neue Art von Staatspapieren für die privaten Haushalte ist mittlerweile geplant.

Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor. Vor dem Hintergrund wachsenden finanziellen Drucks und veränderter Zinsrelationen entwickelte sich die Kreditgewährung der Banken an den Privatsektor auf eine von Land zu Land oft

sehr unterschiedliche Art und Weise. In den USA expandierte das Aktivgeschäft der Banken in den ersten Monaten von 1980 erheblich, unmittelbar bevor es zur Einführung der Kreditbeschränkungen kam. Es schrumpfte kurzfristig im zweiten Quartal — allerdings weniger stark als im Jahr 1974 —, um sich bald darauf wieder zu erholen, wobei sich das Wachstumstempo im vierten Quartal beschleunigte. Dies gilt für die Kredite an Unternehmen wie an Verbraucher; aber die Schwankungen bei den Krediten an die Wirtschaft wurden durch Verschiebungen in der Struktur der Unternehmensfinanzierung noch verschärft als Folge eines geänderten Verhältnisses zwischen der Prime rate der Banken und den Kosten für die Emission kurzfristiger Finanzierungsinstrumente. Anfang 1981 paßten sich die Banken dem Wettbewerbsdruck an, indem sie einen wachsenden Teil ihrer Kredite zu anderen Sätzen als ihren Basiszinsen gewährten.

USA: Entwicklung der Bankkreditgewährung¹

	1974	1975	1976	1979	1980				Aus- stehender Betrag Dezember 1980 ²
					1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
					Prozent				
Papiere des Schatzamtes	- 8,5	52,9	22,5	0,4	3,0	10,6	39,6	11,3	109,6
Andere Darlehen und Kapitalanlagen	12,0	0,3	6,1	12,6	12,2	~ 5,7	11,2	14,7	1 127,3
Kredite an Unternehmen ³	19,3	- 3,8	1,3	17,5	16,7	~ 9,6	14,4	22,3	325,3
Nachrichtlich: Kurzfristige Unter- nehmenskredite ⁴	23,6	- 4,0	4,5	20,0	22,0	0,6	8,0	16,5	476,3

¹Veränderungsraten gegen Vorjahr bzw. Quartalsveränderungen auf Jahresrate hochgerechnet auf der Basis des letzten Monatswertes der jeweiligen Periode. ²In Milliarden US-Dollar. ³Kredite an Handels- und Industrieunternehmen. ⁴Kredite von Geschäftsbanken an Handels- und Industrieunternehmen zuzüglich kurzfristiger Geldmarktpapiere nichtfinanzieller Unternehmen, Darlehen von Finanzierungsgesellschaften an Unternehmen sowie Bankakzepte, die sich außerhalb der Banken im Umlauf befinden.

In Japan, wo die finanzielle Lage der Unternehmen relativ stark blieb, stiegen die Bankausleihungen im vergangenen Jahr nur mäßig, während sie in vielen kontinentaleuropäischen Ländern bis gegen Ende des Jahres stetig zurückgingen, was offensichtlich mit Vorsichtsmaßnahmen der Unternehmen und privaten Haushalte angesichts der konjunkturellen Abschwächung zusammenhing. Allerdings trat in einigen dieser Länder Ende 1980 und in den ersten Monaten von 1981 eine erneute Beschleunigung bei der Kreditgewährung der Banken ein. Ähnlich wie in den USA

Kreditgewährung der Banken an Unternehmen und Privatpersonen*
Dezember gegen Vorjahr

	Japan	Deutsch- land (BR)	Frank- reich	Groß- britan- nien	Italien	Kanada	Belgien	Nieder- lande	Schweden	Dänemark
	Prozent									
1973	18,4	10,9	19,6	33,9	17,6	23,4	15,5	27,8	12,1	15,4
1974	12,5	6,4	18,1	16,3	20,3	20,8	13,0	20,5	11,8	7,0
1975	12,0	5,2	12,1	- 5,0	15,0	16,2	14,3	12,2	12,4	16,3
1979	7,9	12,1	15,3	23,2	20,6	20,6	13,7	15,9	13,4	3,9
1980	8,3	9,8	14,3	21,2	17,7	12,5	8,7	10,2	11,6	7,1

* Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder. Frankreich, Kanada und Dänemark: einschließlich Kreditgewährung an öffentliche Stellen (ohne Zentralregierung).

dürfte in einigen Ländern die verzögerte Anpassung der Basiszinssätze an die veränderten Finanzierungsbedingungen das Bild beeinflusst haben. In Deutschland nahmen die Unternehmen zwischen Mai und September in starkem Maße kurzfristige Kredite an den Euromärkten auf. In einigen Ländern dürfte jedoch die zusätzliche Verschuldung das unvermeidbare Ergebnis der Verschlechterung des Cash flows gewesen sein. Das außergewöhnlich starke Wachstum der Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor in Großbritannien war im letzten Jahr weitgehend der schlechten Finanzlage der Unternehmen zuzuschreiben, obgleich auch die Rückführung des Wechselkreditgeschäfts, das sich in Zusammenhang mit der Einführung der Beschränkung des Einlagenzuwachses der Geschäftsbanken (Korsett) ausgeweitet hatte, ein Einflußfaktor war.

Staatsfinanzen

Teilweise wegen der in Kapitel III erörterten finanzpolitischen Entwicklungen dürfte sich bis jetzt die Zunahme des Finanzierungsbedarfs der zentralen Haushalte und des gesamten öffentlichen Sektors in der gegenwärtigen Anpassungsphase allgemein in engen Grenzen gehalten haben. Im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt war der Kreditbedarf im zurückliegenden Jahr in der Regel höher als 1979, aber mit Ausnahme Belgiens und der Niederlande lag er unter den letzten Höchstwerten von 1975 und 1978.

Viele Regierungen hatten Mühe, ihre Defizite durch stetiges Mittelaufkommen über den Nichtbankenbereich zu finanzieren. In Großbritannien wurden zuweilen während des Jahres hohe Beträge an Staatstiteln an den privaten Nichtbankensektor abgegeben, deren Nominalrenditen angesichts rückläufiger Inflationserwartungen real betrachtet als zunehmend hoch erschienen. Auch in Frankreich zeigte sich der Staat entschlossen, sein Defizit zum größten Teil durch Anleiheemissionen zu finanzieren. Die Erwartung steigender Zinsen und eine inverse Renditenstruktur, die fast das ganze Jahr über vorherrschte, begünstigten nicht den Erwerb langfristiger festverzinslicher Wertpapiere durch Nichtbanken, so daß viele Regierungen für ihre Mittelaufnahme aus diesem Bereich in erheblichem Umfang auf kurzfristige Papiere zurückgriffen, beispielsweise die USA und Italien auf Schatzwechsel und Japan auf mittelfristige Schuldverschreibungen. Großbritannien und Italien begaben Wertpapiere mit variablem Zinssatz oder Preisindexbindung; neue Papiere dieser Art wurden in Großbritannien Anfang 1981 vorgestellt.

In den USA und in Japan erwarben die Banken recht hohe Beträge an öffentlichen Anleihen, während in Deutschland die öffentliche Hand in erheblichem Umfang Bankkredite in Anspruch nahm. Beachtliche Bedeutung hatte die Finanzierung durch den Bankensektor in der einen oder anderen Form auch in Belgien und den Niederlanden.

Neu war, daß die deutschen Behörden beträchtlich auf Mittel aus dem Ausland zurückgriffen, die direkt oder über die Banken aus Ölförder- und Industrieländern kamen. Auch Belgien nahm in erheblichem Umfang Auslandsgelder auf. Die Kreditaufnahme im Ausland zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben kann dann eine brauchbare Zwischenlösung sein, wenn eine kurzfristige Anspannung bei den inländischen Zinsen und ein Druck auf den Wechselkurs abgeschwächt werden

Staatsfinanzierung¹

	Jahr	Belgien	Deutsch- land (BR)	Frank- reich	Groß- britan- nien	Italien	Japan	Nieder- lande	USA
		in Prozent des Bruttosozialprodukts							
<i>Finanzierungsbedarf: des öffentlichen Sektors²</i>	1975	5,9	6,6	0,8	10,1	14,6	7,0	4,8	6,7
	1978	8,1	3,1	1,8	5,1	15,0	10,7	4,0	2,7
	1979	9,4	3,4	0,8	6,6	11,6	10,2	5,1	2,0
	1980	12,1	3,8	0,8	5,6	10,6	9,8	6,8	3,6
<i>der Zentralregierung³</i>	1975	5,6	6,2	3,0	8,0	11,3	2,7	3,0	5,9
	1978	6,3	3,3	1,3	5,1	14,4	5,7	3,3	2,7
	1979	7,4	3,1	1,2	5,5	11,1	5,2	4,4	1,9
	1980	9,0	3,7	1,3	5,1	10,3	5,6	4,8	3,6
<i>gedeckt durch: Bankensystem</i>	1975	0,7	4,9	2,2	2,3	8,1	2,1	0,9	2,3
	1978	2,8	2,7	- 0,3	- 0,3	7,7	4,0	0,7	- 0,1
	1979	3,6	2,3	0,2	0,1	2,6	3,6	1,8	0,4
	1980	3,3	1,8	- 0,5	0,1	3,8	2,8	0,5	1,0
<i>Andere inländische Quellen</i>	1975	4,9	1,0		5,5	3,2		2,1	3,1
	1978	2,6	0,5		4,5	6,6		2,6	1,4
	1979	2,2	0,6	0,8	5,5	8,3	0,6	2,6	2,1
	1980	1,3	0,4	1,6	4,5	6,3	1,7	4,3	2,4
<i>Ausländische Quellen⁴</i>	1975	0,0	0,3	1,0	0,2	0,0	1,6	-	0,5
	1978	0,9	0,1	1,8	0,9	0,1	2,8	-	1,4
	1979	1,6	0,2		- 0,1	0,2		-	- 0,5
	1980	4,4	1,5		0,5	0,2		-	0,2

¹ Nettoveränderung der Verschuldung und der Kassenmittel, einschließlich Verschuldung für Darlehensgewährungen. Zum Teil eigene Schätzungen. ² Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen auf Kassenbasis (Frankreich: Nettokredite I-III). Italien: öffentlicher Sektor im weiteren Sinne (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); Großbritannien: einschließlich Kreditbedarf der öffentlichen Unternehmen. ³ Deutschland: öffentliche Haushalte (ohne Sozialversicherung); Italien: öffentliche Haushalte; Großbritannien: einschließlich Darlehen der Zentralregierung an die öffentlichen Unternehmen. ⁴ Großbritannien und USA: einschließlich Zunahme (-) der offiziellen Devisenreserven.

sollen. Freilich kann damit die inländische Liquidität unter Umständen in unwillkommener Weise indirekt aufgebläht werden, wenn der Erlös in Landeswährung umgetauscht wird.

Ein steigender öffentlicher Kreditbedarf ist nunmehr in vielen Ländern zu erwarten. Vielfach werden die dadurch entstehenden Finanzierungsschwierigkeiten noch verschärft durch die Auswirkungen, die eine Kumulierung hoher Defizite in den letzten Jahren auf die Vermögenspositionen und Markterwartungen gehabt hat. Einige der Probleme können anhand der Entwicklung der Verschuldung der öffentlichen Haushalte im Verhältnis zu den Preis- und Produktionsveränderungen veranschaulicht werden.

In allen in der Tabelle auf Seite 73 aufgeführten Ländern wuchs 1974-79 die Verschuldung der Zentralregierung und des öffentlichen Sektors schneller als 1969-74, was im allgemeinen auf seit der ersten Ölkrise fortlaufend höhere jährliche Defizite zurückzuführen war. Das Wirtschaftswachstum hatte sich in der Zeit zwischen den beiden Perioden abgeschwächt, und die Verschuldung, die 1969-74 in einigen Ländern insgesamt nicht nennenswert stärker zunahm als das reale Bruttosozialprodukt, wuchs 1974-79 in allen Ländern sehr viel schneller als die Produk-

tion. Bezogen auf das Bruttosozialprodukt verringerte sich im Zeitraum 1969–74 in vielen Ländern die öffentliche Verschuldung beachtlich, erhöhte sich aber nahezu überall in den Jahren 1974–79, wobei Großbritannien eine bemerkenswerte Ausnahme bildete. Die Meßwerte sind von Land zu Land konzeptmäßig verschieden und sagen nichts genaues über die relative Verschuldungsquote aus. Es steht jedoch fest, daß ein gemessen am Bruttosozialprodukt hoher Finanzierungsbedarf häufig mit einer beträchtlichen Erhöhung der Verschuldungsquote einherging. Diese stieg beispielsweise besonders kräftig in Japan, aber eher schwach in Frankreich. Gleichzeitig wurde die Verschuldungsquote durch die hohe Inflation, die den Realwert der ausstehenden Verschuldung aushöhlte, tendenziell verringert; dies war insbesondere in Ländern wie Großbritannien und Italien der Fall, wo die öffentliche Verschuldung bereits in den frühen siebziger Jahren gemessen am Bruttosozialprodukt hoch war.

Nachdem ein Aufschlag für das Risiko anhaltend hoher Inflationsraten in die Zinssätze Eingang gefunden hatte, begann der Zinsendienst, die laufenden Defizite des öffentlichen Sektors aufzublähen. Die staatliche Kreditaufnahme, die unter inflationären Bedingungen in Relation zur bestehenden Verschuldung erwartungsgemäß hoch war, wurde zu Festzinsen langfristig nur zu Konditionen möglich, die sich real als sehr kostspielig für den Fall herausstellen werden, daß die Inflationsraten sinken. Da die Inflationsprämie auch für die Kreditaufnahme des privaten Sektors galt, trug sie in einigen Ländern dazu bei, daß die Unternehmen (ohne Kreditinstitute) aus dem Anleihemarkt gedrängt wurden. Selbstverständlich müssen auch

Staatsverschuldung, Produktion und Preise¹

Verschuldung der:	Jahr oder Zeitraum	USA	Deutschland (BR)	Japan	Frankreich	Großbritannien	Italien	Belgien	Niederlande
		in Prozent des Bruttosozialprodukts							
Öffentlichen Haushalte ²	1969	42	20	22	.	105	47	78	56
	1974	35	19	29	.	71	57	68	39
	1979	36	30	55	.	65	68	76 ³	43
Zentralregierung	1969	31	8	5	23	80	38	52	29
	1974	25	7	7	16	52	45	39	18
	1979	27	15	24	17	51	63	50	27
		gesamte prozentuale Zunahme im Zeitraum							
Öffentlichen Haushalte	1969–74	26	63	188	.	26	159	58	31
	1974–79	73	115	212	.	103	189	63 ⁴	73
Zentralregierung	1969–74	26	59	233	26	22	157	37	16
	1974–79	82	181	447	91	118	236	100	135
Reale Erzeugung ⁵	1969–74	13	20	41	28	14	23	29	26
	1974–79	18	15	28	16	9	12	10	12
Preisniveau ⁶	1969–74	33	38	56	42	56	61	41	49
	1974–79	42	23	28	64	110	117	41	41

¹ Eigene Schätzungen auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. Für Großbritannien öffentliche Verschuldung per Ende März, für die übrigen Länder per Jahresende. Deutschland: Bruttoverschuldung; Japan: inländische Schuldverschreibungen der Zentralregierung zuzüglich, bei den öffentlichen Haushalten, Schuldverschreibungen und Kreditaufnahmen der Kommunen und öffentlichen Unternehmen; andere Länder: ausstehende Verschuldung abzüglich liquider finanzieller Aktiva und innersektoreller Schuldtitel. ² Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen. Deutschland: öffentliche Haushalte ohne Sozialversicherung; Japan und Großbritannien: einschließlich Verschuldung der öffentlichen Unternehmen; Italien: öffentlicher Sektor in weiter Abgrenzung einschließlich einiger öffentlicher Unternehmen. ³ 1978. ⁴ 1974–78. ⁵ Bruttoinlandsprodukt. ⁶ Deflator des BIP.

Länder mit verhältnismäßig niedriger Inflationsrate die Gefahr einkalkulieren, daß eine zusätzliche Kreditaufnahme den Zinsauftrieb verstärkt und private Schuldner vom Markt verdrängt.

Es ist nicht leicht, im Nachhinein einen engen statistischen Zusammenhang zwischen dem staatlichen Kreditbedarf und der Wachstumsrate der Geldmenge oder den Zinssätzen herzustellen. Ein hoher Kreditbedarf als Begleiterscheinung von Kriegen war in vielen Ländern mit hohem Geldmengenwachstum und Preisauftrieb verbunden, doch haben sich häufig hohe Haushaltsungleichgewichte hauptsächlich in liquiditätsentziehenden Zahlungsbilanzdefiziten niedergeschlagen. Die Wachstumsraten der monetären Gesamtgrößen stehen in vielen Ländern in engem Zusammenhang mit der Kreditvergabe an den privaten Sektor und mit der konjunkturellen Entwicklung. Zinssätze reagieren — direkt oder als Folge behördlicher Maßnahmen — auf außenwirtschaftliche Vorgänge, und die stärksten Ausschläge spiegeln veränderte inflationäre Erwartungen wider, die mit der monetären Wachstumsrate positiv korreliert sein können. Gegenwärtig jedoch werden die Kredit- und Kapitalmärkte in vielen Ländern von der Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors beherrscht. Bis zu einem gewissen Grad wird hierdurch zweifellos nur die konjunkturell bedingte geringe Kreditnachfrage des privaten Sektors kompensiert, doch gibt es gute Gründe, das derzeit hohe reale Zinsniveau in vielen Ländern — zumindest teilweise — darauf zurückzuführen, daß der Finanzierungsbedarf des Staates bereits hoch ist und wohl noch weiter steigen wird.

Probleme der Geldpolitik

Die Geldpolitik und vor allem die Bemühungen um Verstetigung des Wachstums der Geldmengengrößen sind vielerorts zum Kernstück der globalen Wirtschaftspolitik geworden. Es überrascht daher nicht, daß man angestrengt bemüht ist, die monetäre Kontrolle zu verbessern. Die Zentralbanken sind deshalb zunehmend bereit, eine größere Flexibilität der Zinsen hinzunehmen, und fördern sie sogar. Dies stimmt völlig mit ihrer Sicht überein, daß die Zinsen nicht nur eine wichtige Komponente des monetären Steuerungsmechanismus sind, sondern auch für den Transmissionsprozeß Bedeutung haben, durch den die Geldmenge die Wirtschaft beeinflusst.

Zwischenziele der Geldpolitik und tatsächliche Ergebnisse. Ziele oder Normen für monetäre Aggregate werden in allen Zehnergruppenländern und der Schweiz mit Ausnahme Italiens, Belgiens und Schwedens als Orientierungsgrößen der Geldpolitik veröffentlicht. In Italien findet eine öffentlich verkündete Obergrenze für die Ausweitung der gesamten inländischen Kreditgewährung Verwendung. Auch der Beschränkung des Wachstums der monetären Basis wird Bedeutung beigemessen, doch wird für diese Gesamtgröße keine Zielvorgabe veröffentlicht. In Belgien ist der Wechselkurs ein wichtiges Zwischenziel der Geldpolitik. Dies trifft auch in unterschiedlichem Ausmaß auf Dänemark, die Niederlande, Frankreich und Deutschland zu. In der Tat läuft der EWS-Verbund auf eine veröffentlichte Zielspanne für den Wechselkurs als Zwischenvariable hinaus, wenn auch bekanntlich einzelne Änderungen im Wechselkursgefüge möglich sind; zudem ist der Anteil der gesamten Außenhandelstransaktionen, der von diesem System erfaßt wird, von Land zu Land

unterschiedlich. Zwar ergänzen sich beide Konzepte vielfach, doch können sich Währungsbehörden in schwierigen Situationen außerstande sehen, die Zielvorgaben der monetären Gesamtgrößen einzuhalten und gleichzeitig unerwünschte Entwicklungen des Wechselkurses zu vermeiden. In den USA ist die Notenbank zu Interventionen am Devisenmarkt zur Glättung kurzfristiger Fluktuationen bereit, räumt jedoch gewöhnlich der Steuerung des Geldmengenwachstums eindeutig Priorität ein.

Da die veröffentlichten monetären Wachstumsziele mithelfen sollen, die Inflationserwartungen zu dämpfen, wurden sie von Zeit zu Zeit herabgesetzt. Anpassungen dieser Art wurden Ende 1980 oder Anfang 1981 in Frankreich, Deutschland und Kanada und — für M1A und M1B — in den USA verkündet. In Japan wurden die Normen, die die Form von Voraussagen der Wachstumsrate im Jahresabstand haben, schrittweise gesenkt. In Großbritannien bestätigte der Schatzkanzler im März 1981, daß der Zielkorridor für Sterling-M3 für den Zeitraum ab Februar nach Maßgabe des im Vorjahr veröffentlichten mittelfristigen Plans herabgesetzt werden würde. In den USA hat das Federal Reserve System den Vorschlag des neuen Präsidenten gutgeheißen, das monetäre Wachstum innerhalb von fünf Jahren auf die Hälfte der derzeitigen Rate zu verringern.

Was die Einhaltung der Zielvorgaben betrifft, so waren die Ergebnisse im vergangenen Jahr — allein unter dem Blickwinkel der Wachstumsraten einzelner Aggregate gesehen — in den meisten Ländern insgesamt recht gut. In Japan, Deutschland, Frankreich und der Schweiz unterschritt das Wachstum der Zielgröße geringfügig die betreffende Norm oder Zielspanne, und in Kanada lag sie innerhalb des Zielkorridors. In Deutschland war die Unterschreitung minimal, insbesondere wenn man bedenkt, daß die Währungsbehörden den unteren Rand des Zielkorridors anvisierten. In den Niederlanden hielt sich 1980 die Liquiditätsschöpfung aus inländischen Quellen in etwa innerhalb der offiziellen Norm. In den USA stiegen M1A und M1B, bereinigt um die unerwartet starke Inanspruchnahme der automatischen Überweisungsmöglichkeiten, in die Nähe des oberen Randes der Zielmarge. In Italien weitete sich die gesamte Kreditgewährung stärker aus, als die Behörden beabsichtigt hatten, wenngleich das geringe Ausmaß der Überschreitung nicht erkennen läßt, wie weit die einzelnen Komponenten vom anvisierten Pfad abwichen. Nur in Großbritannien ergab sich eine ausgeprägte Diskrepanz zwischen Zielvorgabe und Ergebnis. Obwohl sich die Behörden bewußt waren, daß die Aufgabe des „Korsetts“ es erschweren würde, die Geldmengenexpansion innerhalb des Zielbandes zu halten, entsprach das gesetzte Ziel nicht der Vielschichtigkeit der tatsächlich eingetretenen Lage.

Anders stellt sich freilich das Bild dar, wenn man die Veränderungen innerhalb eines Jahres betrachtet. In den USA erhöhten sich M1A und M1B im ersten Quartal 1980 nur mäßig, sanken sogar im zweiten Quartal, um dann während des restlichen Jahres sehr rasch zu expandieren. Die tiefgreifenden Änderungen des regulativen Rahmens traten im Laufe des Jahres nach Verabschiedung des „Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act“ von März 1980 in Kraft. Den Banken wurde gestattet, ihren Kunden automatische Überweisungsmöglichkeiten (automatic transfer services: ATS) zur Verlagerung von Sparguthaben auf Sichtkonten anzubieten, und zum Jahresanfang 1981 wurden NOW (negotiable order of

Monetäre Gesamtgrößen und Kreditaggregate: Ziele und Wachstum

	Geld- oder Kredit- aggregat	Zielvor- gabe für 1980	Auswei- tung der Geld- oder Kredit- aggregate 1980 ¹	Zielvor- gabe für 1981 ¹	Ausweitung der Geld- oder Kreditaggregate Quartalsdurchschnitte auf Jahresrate hochgerechnet ²				
					1980				1981 1. Quartal
					1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
Prozent									
USA	M1A	3,5–6,0	6,25	3,0–5,5	5,0	– 4,7	12,0	8,3	–17,4
	M1a	4,0–6,5	6,75	3,5–6,0	6,8	– 2,8	14,7	11,3	6,7
	M2	6,0–9,0	9,8	6,0–9,0	8,2	5,5	16,7	8,4	8,6
	M3	6,5–9,5	9,9	6,5–9,5	8,4	6,1	13,7	10,7	12,5
	Gesamte Kredit- gewährung der Banken	6,0–9,0 ³	7,9	6,0–9,0 ³	9,8	– 0,5	7,0	15,8	12,6
Japan	M2 + CDs	8,0 ⁴	7,8	>7,0 ⁴	9,6	8,1	6,0	7,0	8,2
Deutschland (BR)	Zentralbank- geldmenge	5,0–8,0	4,9	4,0–7,0	6,1	4,3	3,8	5,8	5,9
Frankreich	M2	11,0	9,8	10,0	13,0	9,8	9,3	9,6	.
Großbritannien ..	Sterling-M3	7,0–11,0	19,4	6,0–10,0	7,4	10,7	39,0	20,7	10,2
Kanada	M1	5,0–9,0 ⁵	6,5 ⁵	4,0–8,0 ⁵	9,0	– 1,8	13,6	18,1	– 2,4
Schweiz	Notenbankgeld- menge	4,0	2,2	4,0	– 8,9	0,9	– 0,2	– 0,5	.
Italien	Gesamte Kredit- gewährung	17,5 ⁶	18,0 ⁶	16,0 ⁶	18,3	18,4	16,8	17,6	.

¹ USA und Deutschland: viertes Quartal bis viertes Quartal; Japan: viertes Quartal bis viertes Quartal für 1980 und zweites Quartal bis zweites Quartal für 1981; Frankreich und Italien: Dezember bis Dezember; Großbritannien: Zeiträume beginnend im Februar 1980 und Februar 1981; Schweiz: November 1979–November 1980 und Jahresdurchschnitt für 1981; Kanada: Zeiträume beginnend im zweiten Quartal 1979 und August bis Oktober 1980. Für die USA ist das Wachstum von M1A und M1B 1980 bereinigt um Schätzbeträge von Überweisungen auf zinslose Sichtkonten. Nach Berücksichtigung dieses Faktors beträgt die Zielspanne für 1981 0–3% bei M1A und 5–7% bei M1B. ² Schweiz und Italien: Veränderung unbereinigter Monatsendstände gegen Vorjahr. ³ Schätzung in Anlehnung an die Zielwerte der monetären Aggregate. ⁴ Voraussage, die zwei oder drei Monate vor dem Ende des betreffenden Zeitraums erfolgt. ⁵ Jahresrate. ⁶ Obergrenze in absoluten Beträgen: 1980 Lit 59 000 Mrd. und 1981 Lit 64 500 Mrd.

withdrawal)-Konten landesweit zugelassen. Die Plafonds für Einlagenzinsen im Rahmen der „Regulation Q“ sollen schrittweise aufgehoben werden. Das Miteinbeziehen von NOW-Konten in M1B, aber nicht in M1A erklärt weitgehend die unterschiedliche Entwicklung dieser Größen Anfang 1981. Zinsbewegungen und Änderungen in den Zinserwartungen müssen ebenfalls zu den starken Schwankungen der Nachfrage nach Transaktionsguthaben beigetragen haben. Vor allem in einer solchen Situation müssen sich kurzfristige Veränderungen im Geldmengenwachstum nicht zwangsläufig auf die Realwirtschaft auswirken. Andere Bestimmungen des „Monetary Control Act“ sollten letztlich dem Federal Reserve System die Kontrolle der monetären Gesamtgrößen erleichtern. In dem Gesetz sind eine weitreichende Revision der Pflichtreserven ebenso vorgesehen wie die Ausdehnung der Mindestreserveverpflichtung und der Möglichkeit der Inanspruchnahme der Diskontfazilität auf 35 000 Geschäftsbanken und Sparkassen; beide Einrichtungen galten zuvor nur für die dem Federal Reserve System angehörenden 5 400 Banken.

Aber auch bei andersgearteten monetären Steuerungsmechanismen wurden starke Quartalsschwankungen im monetären Wachstum in Ländern verzeichnet, wo es keine größeren institutionellen Änderungen gab. Viele von ihnen versuchen nicht, das monetäre Ziel innerhalb eines Zeitraums von unter einem Jahr einzuhalten. Selbst mit verbesserten Verfahren dürfte es in der Praxis für die Notenbanken unmöglich sein, kurzfristige Schwankungen der monetären Wachstumsraten zu glätten.

Ein derartiges Unterfangen könnte zu einem unnötigen Druck auf Zinsen und Wechselkurse führen. Kurzfristige Schwankungen der monetären Wachstumsraten sollten nicht als störend empfunden werden, und die Währungsbehörden selbst bemühen sich gewöhnlich um eine längerfristige Betrachtungsweise. Mit der Zeit, so ist zu hoffen, werden die Marktteilnehmer dies honorieren und ihr Verhalten entsprechend anpassen.

Neue geldpolitische Techniken. Ein Steuerungsproblem der Behörden besteht in der Schwierigkeit, zwischen vorübergehenden Abweichungen einerseits und längerfristigen Änderungen der Indikatorvariablen andererseits, auf die ein Reagieren angezeigt wäre, zu unterscheiden. Eine weitere Schwierigkeit besteht darin, ein angemessenes Reagieren zum richtigen Zeitpunkt sicherzustellen.

Es ist häufig argumentiert worden, daß eine Verstetigung der Geldexpansion und des Wirtschaftswachstums durch auf die Geldbasis abstellende Maßnahmen eher erreicht werden könnte als über den Zinsmechanismus. In den USA wurden im Oktober 1979 Verfahren zur kurzfristigen monetären Steuerung geschaffen, die weitgehend auf eine Beeinflussung der Liquiditätsreserven der Banken zielten. Gleichwohl behielten die Zinsen ihre Bedeutung für die Transaktionen, mit denen Banken wie Nichtbanken ihre Portefeuilles an die behördlichen Maßnahmen anpassen. Mit dieser Problematik beschäftigten sich auch die Währungsbehörden in anderen Ländern, darunter auch Großbritannien, wo die monetären Steuerungsmechanismen im letzten Jahr erheblich geändert wurden. Bisher verwendeten nur Italien, die Schweiz und Spanien die monetäre Basis als Indikator oder Kontrollvariable, und in keinem dieser Länder versuchen die Behörden eine Feinsteuerung dieser Basis auf kurze Sicht. Eine Reihe von Währungsbehörden haben in jüngster Zeit bei der Steuerung des Geldmarktes und der Bankenliquidität den Weg mehr quantitativer Zielvorgaben beschritten, die es zulassen, daß die Geldmarktzinsen und selbst die Notenbankzinsen dem Einfluß der Marktkräfte ausgesetzt sind. Dabei stellt sich u. a. die Frage, welche Folgen ein derartiges Verfahren für Zinsen und Wechselkurse hat.

In den *Vereinigten Staaten* verliefen Geldmengenwachstum, Zins- und Wechselkursentwicklung seit Oktober 1979 erratischer als zuvor. Einige Kritiker des neuen Kurses behaupten, daß das unbeständige monetäre Wachstum nach wie vor zu den übertrieben großen Zinsschwankungen beiträgt. Es gibt jedoch wenig Anzeichen dafür, daß ein Ziel für die monetäre Basis im gegenwärtigen institutionellen Rahmen die Präzision der Geldmengensteuerung erhöhen würde, jedenfalls nicht, ohne die Zinsentwicklung weiter zu verunstetigen. Andere sind der Ansicht, daß die neuen Verfahren die Geldmarktsätze ganz kurzfristig sehr empfindlich reagieren lassen — wenn auch wohl weniger, als es eine voll ausgebaute Kontrolle der monetären Basis getan hätte —, selbst aber nicht die Ursache für die weiten Pendelausschläge der Zinsen von Quartal zu Quartal sind, die aber relativ zu früheren konjunkturellen Schwankungen nicht aus dem Rahmen fielen.

Im letzten Jahr wiesen die vierteljährlichen Wachstumsraten des Bruttosozialprodukts der USA sehr starke Unterschiede auf. Die Erwartung direkter Kreditrestriktionen, die Einführung des Kreditbeschränkungsprogramms und dessen spätere Aufhebung wirkten sich deutlich auf die Kreditnachfrage im Jahresverlauf aus. Die Inflationserwartungen waren höchst unsicher, und der Markt scheint auf verzerrte Signale des Verbraucherpreisindex reagiert zu haben. Im Zusammenhang

mit der Änderung der Verfahren erweiterten die Behörden kurz vor Oktober 1979 die Toleranzmargen für die Schwankungen der Federal-funds-Rate von 50–100 Basispunkten auf 400–600 Basispunkte. Infolgedessen konnte es zu starken Zinsauschlägen nach oben und unten kommen, ohne daß es hierzu der ausdrücklichen Billigung des Federal Reserve Board bedurfte. Die Einstellung, die den Verfahrensänderungen zugrunde lag, nämlich Unzufriedenheit mit den Ergebnissen früherer Versuche, mehr Verstetigung zu erzielen, schien zudem die Behörden geneigter zu machen, starke Zinsschwankungen hinzunehmen.

Im Vergleich zu den Pendelausschlägen der Marktzinsen fielen die Diskontsatzänderungen im vergangenen Jahr bescheiden aus, wenn auch ein Zuschlag von 2–3 Prozentpunkten von März bis Mai und ab November in Kraft war. Als der Diskontsatz im Mai 1981 von 13 auf 14% erhöht wurde, hob man den Zuschlag auf 4 Prozentpunkte an. Gegenwärtig prüft die Notenbank im Lichte der Erfahrung weitere Änderungen ihrer Techniken, so eine häufigere Anpassung des Diskontsatzes, eine stärkere Beeinflussung der Liquiditätsreserven bei Abweichung der Geldmenge vom vorgegebenen Pfad sowie eine Rückkehr zur Berechnung der Mindestreserven auf aktueller Basis. In jedem einzelnen Fall muß der mögliche Vorteil einer Feinsteuerung der Liquiditätsreserven und der Geldmenge gegen die Risiken unnötig stark schwankender Zinsen abgewogen werden.

In *Großbritannien* hatte ein behördlicherseits im März 1980 veröffentlichtes Grünbuch zur monetären Steuerung verschiedene Alternativen zu den bestehenden Verfahren der Kontrolle von Sterling-M3 aufgezeigt, nämlich über Änderungen in der Haushaltspolitik, durch Umstrukturieren der Staatsschulden sowie durch die Anpassung der Zinsen. Die Ereignisse in der Folgezeit veranschaulichten einige Probleme, die bei einem solchen System auftreten können, ohne freilich eindeutig Aufschluß darüber zu geben, ob tiefgreifende Änderungen durchführbar und angezeigt wären. Angesichts der Tatsache, daß die Banken starke Ungleichgewichte zwischen den Finanzierungspositionen der Unternehmen und der privaten Haushalte ausgleichen mußten, und wegen der gewöhnlich abrupten Schwankungen des Kreditbedarfs der öffentlichen Haushalte kam es zeitweise zu einer erheblichen Einengung der Bankenliquidität. Die Behörden ergriffen Maßnahmen, um die Anspannung am Geldmarkt zu mildern, indem sie eine neue Art von Wertpapierpensionsgeschäften einführten und nicht das Risiko eines zunehmenden Aufwärtsdrucks auf Zinsen und Wechselkurs eingingen.

In einer Ausarbeitung über monetäre Kontrollverfahren vom November 1980 gelangten die Behörden zu der Überzeugung, daß die gegenwärtigen Vorkehrungen kein kategorisches Urteil darüber erlaubten, wie effizient die Geldmengensteuerung bei einem System obligatorischer oder freiwilliger Mindestreserven wäre. Um jedoch beide Optionen offenzulassen, beschloß man, den Marktkräften einen größeren Einfluß auf die Zinsen am kurzen Ende einzuräumen. Beim Spitzenausgleich wurde Offenmarktgeschäften der Notenbank mit Wechseln stärkeres Gewicht beigemessen als dem Diskontkredit, und die Praxis des Überangebots an Schatzwechseln beim Tenderverfahren, die eine Liquiditätsverknappung bewirkte, der die Bank von England anschließend entgegenwirkte, wurde aufgegeben. Das neue operationelle Ziel bestand darin, die kurzfristigen Zinsen innerhalb einer nicht veröffentlichten Spanne zu halten, die so bemessen war, daß das Geldmengenziel erreicht wer-

den konnte. Der Mindestausleihesatz sollte über den vergleichbaren Marktsätzen, aber innerhalb dieser Spanne liegen. Die Bank von England stellte auch die Notierung der Geldkurse für Wechsel mit einer Laufzeit von mehr als einem Monat ein und reagierte statt dessen auf Angebote.

Der Bericht vom November kündigte an, daß die Praxis einer Bekanntgabe des Mindestausleihesatzes aufgegeben und auch die Liquiditätsvorschriften (liquid asset ratio) abgeschafft würden, sobald geeignete alternative Vorsorgevorkehrungen für die Bankenliquidität geschaffen worden seien. Im Januar und Februar 1981 wurde die Barreservehaltung gesenkt. In einem neuen Papier — „Monetary control: next steps“ — vom März wurde verkündet, daß das von den Londoner Clearingbanken in Höhe von 1½% zu haltende Bardepot durch ein für alle Banken und Einlagen entgegennehmende Institutionen einheitlich geltendes Mindestreservesoll ersetzt werden würde. Daneben wurde vorgeschlagen, die Liste der reservepflichtigen Akzeptbanken zu erweitern und diese zu verpflichten, Mindesteinlagen bei den Diskontbanken zu halten; das Ziel war, sicherzustellen, daß der Wechselmarkt genügend Volumen und Tiefe behielt, um bei Aufhebung der Liquiditätsreservehaltung die Maßnahmen der Behörden flankieren zu können. Beabsichtigt war, den Großteil des Wechselgeschäfts der Behörden mit den Diskontbanken fortzusetzen und die Diskontmöglichkeit auf diese Institute zu beschränken.

Da Sterling-M3 als monetärer Indikator zunehmend umstritten ist, deutete der Schatzkanzler in seiner Budgetrede vom März 1981 die mögliche Einführung eines neuen Geldaggregats, nämlich der monetären Basis und der Kundeneinlagen, unter der Bezeichnung M2 an. Gleichwohl wurde das weit gefaßte Aggregat aufgrund seines engen Bezugs zu Ausgabeverhalten und Kreditaufnahme als das geeignetste angesehen, um die Strategien der Behörden zum Ausdruck zu bringen.

In *Deutschland* sieht die Deutsche Bundesbank in der Zentralbankgeldmenge nach wie vor einen Gradmesser für die Ergebnisse der Geldpolitik und betrachtet allein die freien Liquiditätsreserven der Banken — und nicht die Geldbasis insgesamt — als eine Instrumentenvariable. Vor dem Hintergrund hoher Geldabflüsse ins Ausland wurde den Banken im letzten Jahr über eine Senkung der Mindestreserven und eine stufenweise Erhöhung der Rediskontkontingente Zentralbankgeld auf dauerhafte Weise zugeführt. Diese herkömmlichen Instrumente, denen häufig unerwünschte Signalwirkungen zugeschrieben werden, wurden durch neuere, reversible Feinsteuerungsinstrumente wie Devisenswap- sowie Offenmarktgeschäfte über Wechsel und Wertpapiere mit Rückkaufsvereinbarung ergänzt, die der Notenbank mehr Handlungsspielraum bei der „Akkommodierung“ der Bankenliquidität einräumen. Angesichts einer weiteren Kursabschwächung der D-Mark stellte die Bundesbank im Februar 1981 die Gewährung von „normalem“ Lombardkredit, der bis dahin zum Satz von 9% verfügbar war, bis auf weiteres völlig ein und verkündete, daß sie von nun an den Banken Sonderlombardkredit zu einem Satz einräumen werde, der täglich den wechselnden Umständen entsprechend geändert werden könne. Die Geldmarktsätze stabilisierten sich bald darauf auf einem neuen, höheren Niveau leicht über dem Sonderlombardsatz von 12%.

Auch in *Japan* wurde im März ein neues Refinanzierungsinstrument vorgeschlagen, mit dem Kreditlinien eingeräumt werden, und zwar zu einem jederzeit

von der Zentralbank anpaßbaren Zinssatz. Japan wies zu dieser Zeit eine günstige Zahlungsbilanzposition auf, und die Ankündigung ging mit einer Senkung der Mindestreserven und einer weiteren Herabsetzung des Diskontsatzes einher — der dritten seit August 1980. Es wurde jedoch für ratsam gehalten, über ein Instrument zu verfügen, das flexibler als der Diskontsatz auf unstete Kapitalströme, sollten diese zu einem Problem werden, reagieren könnte. In Japan hatten sich die Geldmarktzinsen in den letzten Jahren im Zuge der Lockerung der Kontrollen und des raschen Wachstums des Marktes für Wertpapier- und Wechselpensionsgeschäfte sowie Einlagenzertifikate vermehrt auf Wettbewerbsbasis gebildet. In vielen Kreditverträgen ist indes, wie in Deutschland, der Zinssatz in mannigfacher Weise an den Diskontsatz gekoppelt.

In einer Reihe von Ländern wurde in den letzten Jahren die Festsetzung der Notenbankzinsen flexibler gestaltet. In *Kanada* wird der Diskontsatz seit März 1980 der Tenderrate dreimonatiger Schatzwechsel angepaßt. *Frankreich* änderte seine Refinanzierungsinstrumente im März 1980 in einer Weise, daß sie flexibler an veränderte Umstände und die Marktsätze angepaßt werden konnten. Zu diesen Änderungen kam im November ergänzend eine herkömmliche Maßnahme in der Form einer Anhebung der Mindestreserven. Auch in *Italien* haben die Behörden Neuerungen an ihrem Steuerungsverfahren vorgenommen, insbesondere bei den Schatzwechseloperationen und bei Pensionsgeschäften zu veränderbaren Konditionen, waren aber auch bereit, bei Bedarf das traditionelle Instrumentarium zielstrebig einzusetzen. Im März 1981 wurden der Diskontsatz von 16½ auf 19% heraufgesetzt, die Zuwachsmindestreserven erhöht und Obergrenzen für die Ausgabe von Akzepten eingeführt. In *Belgien* und den *Niederlanden* ist eine hohe und rasche Anpassung der Kosten des Notenbankkredits, besonders bei zusätzlicher Inanspruchnahme, bekanntlich keine Neuerung; in Belgien gab die Notenbank im März bekannt, daß sie ihren Ausleihesatz der Entwicklung der Geldmarktsätze anpassen werde.

Bis zu einem gewissen Grad stellt die größere Beweglichkeit bei der Festsetzung der Leitzinsen eine Reaktion auf die größere Flexibilität des Marktes dar. In dem Bemühen, den Wechselkurs zu stabilisieren oder einer übermäßigen Inanspruchnahme des Zentralbankkredits entgegenzuwirken, sahen sich die Währungsbehörden häufig genötigt, ihre Ausleiheskonditionen rascher anzupassen, als es die herkömmlichen Verfahren und institutionellen Einrichtungen erlaubten. In einigen Ländern freilich wird durch diese Neuerungen der offizielle Einfluß auf die kurzfristigen Geldmarktsätze bewußt zurückgedrängt.

Ist die Abstimmung der wirtschaftspolitischen Maßnahmen besser geworden? Gegenwärtig spiegeln sich in dem hohen Zinsniveau hohe Preissteigerungsraten, aber auch die ungünstige Kombination der einzelnen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, weshalb die Geldpolitik restriktiver sein muß, als sie es bei einer besseren Abstimmung mit den anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik sein könnte. Hohe Zinsen wiederum machen besonders die Unternehmen finanziell anfälliger und erhöhen die Risiken, denen diese und ihre Gläubiger in Zeiten einer Konjunkturflaute ausgesetzt sind.

Bei starker Beeinträchtigung ihres Cash flows und ihrer Liquidität können sich Unternehmen zur Kürzung ihrer Investitionsvorhaben und zum Abbau ihres Personalbestands veranlaßt sehen, wie dies vor allem Unternehmen in Großbritan-

nien im letzten Jahr getan haben dürften und Firmen in anderen Ländern es gegenwärtig vielleicht tun. Sollten sich die Gesellschaften außerstande sehen, ihre Rentabilität rechtzeitig zu verbessern, könnten noch einschneidendere kontraktive Kräfte freigesetzt werden. In Großbritannien, Frankreich, Deutschland und den USA nahmen die Konkurse im letzten Jahr stark zu. Einen ähnlichen Anstieg muß es auch in anderen Ländern gegeben haben. In Deutschland und Großbritannien blieb die Rate der Unternehmensinsolvenzen Ende 1980 unter dem Stand in der Zeit nach der ersten Ölkrise; in den USA hingegen erreichte die Anzahl der Konkurse in Industrie und Handel neue Höhen. Die meisten größeren Unternehmen vermochten bisher einigermaßen über die Runden zu kommen, doch eine Anzahl von ihnen mußte mit staatlicher Hilfe umstrukturiert werden.

In einigen Ländern gerieten auch die Gewinnspannen oder Bilanzpositionen einiger Kreditinstitute, die seit jeher Fristentransformation betreiben und zu Festzinsen ausleihen, unter Druck. In den USA hatten die Sparkassen, die Hypothekendarlehen zu festen, niedrigen Zinsen gewährt hatten, aber aus Konkurrenzgründen nun hohe geldmarktnahe Einlagenzinsen zahlen mußten, eine kritische Phase zu überwinden. Die Geschäftsbanken in den meisten Ländern gewährten hauptsächlich kurzfristige Kredite oder Darlehen zu veränderbaren oder neu auszuhandelnden Zinssätzen und konnten die Situation gut bewältigen. Wo solche Instrumente bisher nicht üblich waren, scheinen sie inzwischen vermehrt Verwendung zu finden. Aufgrund eines Zuflusses niedrig verzinsbarer Transaktionsguthaben oder Spareinlagen vermochten einige Banken sogar ihre Bruttozinsspannen bei anziehenden Marktrenditen zu steigern. Die diesbezüglich günstige Situation der Banken scheint sich jedoch — in einigen Ländern sehr rapide — verschlechtert zu haben, da hohe Zinsen auch die Einleger stark dazu motivieren, ihre Plazierungen renditenbewußter zu tätigen.

Eine scharf restriktive Geldpolitik kann, wenn sie nicht durch geeignete Maßnahmen in anderen Bereichen flankiert wird, das Produktionspotential einer Wirtschaft schmälern. Sie kann zum Beispiel zu Kapitalzuflüssen, einem steigenden Außenwert der Währung und einer Verschlechterung der Leistungsbilanz beitragen. Hohe Zinsen und eine schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage können, wenn sie längere Zeit anhalten, zu einem Einbruch bei den produktiven Investitionen führen. Die Bildung neuer Sachkapazitäten und der Erwerb neuen Fachwissens, die beide für eine Wiederankurbelung der Produktion erforderlich sind, können unterbleiben, und einzelne Firmen können sogar bestehende Produktionsanlagen schließen oder sich auf Dauer von angestammten Märkten zurückziehen. Die gegenwärtigen Anstrengungen um eine Rückführung oder Begrenzung der Inflationsraten sind von entscheidender Bedeutung, wobei auch weiterhin von der Geldpolitik ein großer Teil der Last zu tragen sein wird. Realwirtschaftlich gesehen können freilich die Kosten und die Gefahren einer einseitigen Ausrichtung auf eine restriktive Geldpolitik hoch sein. Die Kosten können gerechtfertigt, ja sogar unvermeidbar sein, wenn flankierende Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung aus den verschiedensten Gründen nicht in Frage kommen. Immerhin können sie häufig mit Hilfe eines mehr eklektischen Vorgehens erheblich reduziert werden, indem man insbesondere sicherstellt, daß die öffentlichen Haushalte so ausgerichtet werden, daß sie die Geldpolitik unterstützen, soweit dies die konjunkturelle Lage zuläßt.

V. INTERNATIONALER HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Das vorliegende Kapitel gibt einen Überblick über die Entwicklung des Welthandels und der Zahlungsbilanzen im Jahr 1980, die durch die Auswirkungen der kräftigen, Ende 1978 einsetzenden Ölpreiserhöhungen geprägt wurde. Der erste Abschnitt befaßt sich mit dem Welthandel, dessen Volumen 1980 insgesamt wenig höher war als 1979 und in der zweiten Jahreshälfte sogar abnahm, was auf den scharfen Rückgang der Öleinfuhren und die Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den entwickelten Ländern zurückzuführen war. Der zweite Abschnitt faßt die Zahlungsbilanzentwicklungen im vergangenen Jahr zusammen. Die wichtigsten Merkmale auf seiten der Leistungsbilanz waren die weitere Vergrößerung des Ungleichgewichts zwischen den OPEC-Ländern und den übrigen Staaten sowie, in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres, die Verlagerung des aggregierten Defizits der Nicht-OPEC-Länder weg von der Zehnergruppe und der Schweiz. Die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite bereitete 1980 insgesamt gesehen keine größeren Schwierigkeiten, was zum einen auf das Ausmaß zurückzuführen ist, in welchem sich diese auf die finanzstarken Länder der entwickelten Welt konzentrierten, und zum andern darauf zurückgeht, daß der internationale Bankensektor sein Recycling weiter verstärkt hat. Der Abschnitt vergleicht auch die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden der Länder der Zehnergruppe nach der ersten und zweiten Welle der kräftigen Ölpreiserhöhungen und untersucht die Gründe, die für die sehr starke Verschlechterung der gesamten Leistungsbilanzposition der Gruppe zwischen 1974/75 und 1979/80 verantwortlich waren. Der dritte Abschnitt befaßt sich detaillierter mit den Zahlungsbilanzentwicklungen der entwickelten Länder im vergangenen Jahr, vor allem der Zehnergruppe. Die Verringerung des aggregierten Leistungsbilanzdefizits der Zehnergruppe vom ersten zum zweiten Halbjahr 1980 war im wesentlichen das Ergebnis eines Umschwungs von einem Defizit zu einem Überschuß in den Leistungsbilanzsalden der USA und Großbritanniens sowie die Folge des faktischen Verschwindens des japanischen Defizits. Der vierte und fünfte Abschnitt befaßt sich kurz mit den Zahlungsbilanzentwicklungen der ölimportierenden Entwicklungsländer und der OPEC-Länder, wobei die Finanzierung des Defizits der ölimportierenden Entwicklungsländer und die Anlage der OPEC-Überschüsse besondere Beachtung finden.

Welthandel

Das Welthandelsvolumen wuchs 1980 nur um 1½%, nach einem Anstieg von 7% im Jahr 1979. Der durchschnittliche Anstieg der Welthandelspreise beschleunigte sich jedoch innerhalb der beiden Jahre von 18 auf 20%, so daß der wertmäßige Welthandel, zu laufenden Dollarpreisen gerechnet, mit etwa \$ 2 000 Mrd. um 21% höher war als 1979. Die Wachstumsrate des realen Welthandels war im vergangenen Jahr die niedrigste seit zwei Jahrzehnten, ausgenommen im Jahr 1975, als der Welt-

handel volumenmäßig um 5% sank. Darüber hinaus trat in der zweiten Hälfte von 1980 gegenüber der ersten ein Rückgang des Welthandelsvolumens um 3% ein.

Der bedeutendste Einflußfaktor beim Welthandel im letzten Jahr war die Ölpreiswelle von 1979/80, und zwar in zweifacher Weise: direkt durch den kontraktiven Effekt auf die Nachfrage und durch die inflationäre Wirkung auf die Kosten der Weltwirtschaft und indirekt durch die daraus resultierende restriktivere Wirtschaftspolitik, die in vielen Ländern eingeleitet wurde, um die inflationären Auswirkungen der Ölpreissteigerungen einzudämmen. Es überrascht nicht, dass die Veränderung des realen Welthandels auf dem Erdölsektor am ausgeprägtesten war, und zwar fand im letzten Jahr ein Umschwung von einem Wachstum von 3½% im Jahr 1979 zu einem Rückgang von 10% statt. Der Handel mit Industriewaren stieg um 3% gegenüber 5½% im Jahr 1979, während das Wachstum beim Handel mit Agrarprodukten Schätzungen zufolge im selben Zeitraum von 7 auf 4% zurückgegangen sein dürfte.

Welthandel 1979/80¹

	Exporte (fob)				Importe (cif)			
	1979	1980 ²			1979	1980 ²		
	Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr		Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	
Milliarden US-Dollar (Volumenindex 1978 = 100)								
Zehnergruppe und Schweiz ...	953 (106,6)	1 119 (111,0)	557 (112,5)	562 (109,5)	1 020 (108,4)	1 219 (107,5)	619 (111,2)	600 (103,8)
Sonstige entwickelte Länder ³	143 (109,0)	176 (114,2)	87 (115,1)	89 (113,3)	173 (108,2)	218 (110,1)	106 (109,9)	112 (110,3)
Entwickelte Länder insgesamt	1 096 (106,9)	1 295 (111,4)	644 (112,8)	651 (110,0)	1 193 (108,4)	1 437 (107,9)	725 (111,0)	712 (104,8)
Ölausfuhrländer ⁴	212 (103,0)	298 (89,4)	150 (93,9)	148 (84,9)	104 (88,2)	134 (102,3)	65 (99,8)	69 (104,8)
Sonstige Entwicklungsländer	175 (109,1)	216 (118,5)	105 (117,9)	111 (119,1)	223 (111,8)	286 (118,4)	137 (115,1)	149 (121,6)
Entwicklungsländer insgesamt	387 (105,7)	514 (101,6)	255 (103,8)	259 (99,5)	327 (104,3)	420 (113,3)	202 (110,2)	218 (116,3)
Staatshandelsländer ⁵	150	174	84	90	156	178	84	94
Insgesamt ⁶	1 633 (106,6)	1 983 (108,6)	983 (110,2)	1 000 (107,0)	1 676 (107,5)	2 035 (109,1)	1 011 (110,8)	1 024 (107,5)

¹ Auf zollstatistischer Basis. ² Teilweise geschätzt. ³ OECD-Länder (ohne Zehnergruppe und Schweiz) sowie Israel, Südafrika und Jugoslawien. ⁴ OPEC-Länder (Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate) und Oman. ⁵ Bulgarien, China, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, die UdSSR und Ungarn. ⁶ Volumenindex ohne Staatshandelsländer.

Nach Ländergruppen betrachtet war bei den Exporten die OPEC von dieser Verlangsamung am meisten betroffen. Da der rückläufige Weltölverbrauch mit einem weiteren Anwachsen des Anteils der Nicht-OPEC-Länder an der Ölproduktion insgesamt zusammenfiel, gingen 1980 die Ölexporte der OPEC mit real 14% beachtlich mehr als der gesamte Weltölhandel zurück. In den entwickelten Ländern lag der reale Exportzuwachs um rund 3% unter jenem von 1979, während die öleinführenden Entwicklungsländer fast dasselbe reale Exportwachstum verzeichneten wie im vorangegangenen Jahr.

Auf der Importseite war die reale Abschwächung am stärksten bei den Ländern der Zehnergruppe ausgeprägt, wo ein Zuwachs von 8% im Jahr 1979 von einem Rückgang um 1% im vergangenen Jahr abgelöst wurde. Das Importwachstum bei den übrigen entwickelten Ländern schwächte sich von 8 auf 2% ab, jenes bei den öleinführenden Entwicklungsländern von 12 auf 6%. Andererseits sind die Importe der OPEC, die 1979 um 12% zurückgegangen waren, im letzten Jahr dem Volumen nach um 16% gestiegen.

Der wesentlichste Gesichtspunkt bei den Veränderungen der Austauschrelationen im letzten Jahr war eine Verschlechterung der Terms of trade der Nicht-OPEC-Länder und eine weitere substantielle Verbesserung jener der OPEC-Länder. Die Austauschrelationen der entwickelten Länder verschlechterten sich um rund 6%, das ist doppelt soviel wie 1979. Die Terms of trade der öleinführenden Entwicklungsländer, die 1979 unverändert geblieben waren, verschlechterten sich im letzten Jahr in der Größenordnung von 6%. Die OPEC-Länder verzeichneten eine Verbesserung von 46%, nach einer von 25% im Jahr 1979.

Der Rückgang des Welthandelsvolumens im zweiten Halbjahr 1980 kam im Rückgang des Exportvolumens aller Ländergruppen mit Ausnahme der öleinführenden Entwicklungsländer zum Ausdruck. Der stärkste kontraktive Einfluß ging von den Ländern der Zehnergruppe aus, deren Importe vom ersten zum zweiten Halbjahr volumenmäßig um 6½% abnahmen. Dieser reale Rückgang im Halbjahresvergleich 1980 war von einer Abschwächung des Anstiegs der Weltmarktpreise von 12 auf 4% begleitet, was wiederum zu einem beträchtlichen Teil auf das Einpendeln der Erdölpreise auf dem neuen Preisniveau zurückzuführen war.

Die gemeinsame Wirkung dieser oben dargestellten Volumens- und Preisveränderungen war eine Zunahme des Handelsbilanzüberschusses der OPEC-Länder (auf der Basis der in der Tabelle auf Seite 83 dargestellten Welthandelsdaten) von \$ 56 auf 164 Mrd. und eine Ausweitung des Handelsbilanzdefizits fast aller anderen Ländergruppen. Absolut betrachtet verzeichneten die Zehnergruppe und die Schweiz zusammen mit \$ 33 Mrd. den höchsten Defizitanstieg, in Relation zu ihrer Wirtschaftsgröße war jedoch die Ausweitung des Handelsbilanzdefizits bei den öleinführenden Entwicklungsländern und den kleineren entwickelten Ländern mit \$ 22 bzw. 12 Mrd. größer. Lediglich die Staatshandelsländer, die als Gruppe in geringfügigem Ausmaß netto Erdöl exportieren, behaupteten ihre mehr oder weniger ausgeglichene Handelsbilanzposition. Im Zuge der wirtschaftlichen Abschwächung ging das gemeinsame Handelsbilanzdefizit der Zehnergruppe beträchtlich von \$ 62 Mrd. im ersten auf \$ 38 Mrd. im zweiten Halbjahr zurück, während die Defizite der anderen entwickelten Länder und der ölimportierenden Entwicklungsländer stiegen und der Überschuß der OPEC-Länder abnahm.

Internationale Zahlungsbilanzentwicklung

Die wachsenden Ungleichgewichte im Welthandel schlugen sich zwangsläufig im internationalen Leistungsbilanzgefüge nieder. Der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder ist schätzungsweise von 1979 auf 1980 von \$ 65 auf 108 Mrd. gestie-

gen, während sich das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der Zehnergruppe mehr als verdoppelt hat und von \$ 22 auf 53 Mrd. stieg. Die zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizite der übrigen entwickelten Länder und der öleinführenden Entwicklungsländer waren zu aktuellen Dollarkursen mit \$ 24 bzw. 61 Mrd. um jeweils mehr als die Hälfte höher als 1979.

Die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite brachte auch diesmal im allgemeinen keine größeren Probleme mit sich. Dies dürfte im wesentlichen auf drei Ursachen zurückzuführen sein. Erstens konzentrierten sich diese Defizite zum Großteil auf die Länder der Zehnergruppe und die Schweiz, die zum Teil direkt Kapitalimporte von der OPEC erhalten oder über ein gutes Standing verfügen, das es ihnen erlaubt, ihre Defizite auf anderem Wege zu finanzieren. Zudem entfiel die Hälfte des letztjährigen zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits der Zehnergruppe auf zwei der finanzstärksten Länder, Deutschland und Japan. Zweitens waren die Leistungsbilanzdefizite der übrigen ölimportierenden Ländergruppen in Relation zu den Exporterlösen insgesamt geringer als nach dem Ölpreisanstieg von 1973, obwohl sich sowohl ihre Außenverschuldung als auch ihr Schuldendienst stark erhöht haben. Bei den ölimportierenden Entwicklungsländern fiel das Verhältnis Leistungsbilanzdefizit zu Exporterlösen zwischen 1974/75 und 1979/80 insgesamt geringfügig von 28 auf 27%, während bei den kleineren entwickelten Ländern der Rückgang dieser Relation (von 27 auf 12%) viel stärker ausgeprägt war. Drittens erhöhten die internationalen Banken im letzten Jahr ihr Recycling. Die Nettomittelzuflüsse von Banken aus dem BIZ-Bereichsgebiet in die öleinführenden Entwicklungsländer und die Ausleihungen an die entwickelten Länder außerhalb des Bereichs nahmen um etwa \$ 12 bzw. 9,5 Mrd. zu.

Ein Vergleich der Entwicklung der Zahlungsbilanzen nach dem ersten Ölshock mit jener nach dem zweiten zeigt einen signifikanten Unterschied in der Verteilung der spiegelbildlich zu den OPEC-Überschüssen entstandenen Defizite. Insbesondere verzeichneten die Zehnergruppe und die Schweiz, deren zusammengefaßte Leistungsbilanz 1974/75 in etwa ausgeglichen war, 1979/80 zusammengenommen ein kumulatives Defizit von \$ 75 Mrd.; das entspricht fast der Hälfte des OPEC-Überschusses.

Zum größten Teil ist diese Veränderung auf den Anstieg des auf zollstatistischer Basis errechneten Handelsbilanzdefizits der Zehnergruppe gegenüber den OPEC-Ländern von \$ 21 auf 85 Mrd. zwischen diesen beiden Perioden zurückzuführen. Die Ölpreise erhöhten sich dabei zwischen 1978 und 1980 um \$ 18 je Faß gegenüber einem Anstieg von \$ 7,8 je Faß zwischen 1973 und 1975. Infolgedessen erhöhte sich zwischen 1978 und 1980 die Ölrechnung der Länder der Zehnergruppe gegenüber den OPEC-Ländern etwa um \$ 135 Mrd., verglichen mit einem Anstieg von \$ 65 Mrd. zwischen 1973 und 1975. Lediglich etwa ein Viertel dieses negativen Preiseffekts wurde durch größere volumenmäßige Einsparungen bei den Ölimporten wieder wettgemacht. Dazu kommt noch, dass es den Ländern der Zehnergruppe 1979/80 weit weniger als in der vorangegangenen Periode gelang, diese gestiegene Ölrechnung durch höhere Exporte in die OPEC-Länder teilweise wieder auszugleichen. 1974/75 hatte die lebhaftere Importnachfrage der OPEC es den Ländern der Zehnergruppe ermöglicht, ihre Exporterlöse aus diesen Ländern um fast \$ 30 Mrd. zu steigern, wobei dieser Zuwachs hauptsächlich auf Mengensteigerungen beruhte.

Leistungsbilanzsalden 1978–80¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1978	1979	1980	1978	1979	1980	1978	1979	1980
Milliarden US-Dollar									
Belgien-Luxemburg*	- 3,0 ²	- 5,0 ²	- 6,3 ²	2,0	1,7	0,4	- 1,0	- 3,3	- 5,9
Deutschland (BR)	23,9	16,0	8,1	-14,6	-21,3	-24,2	9,3	- 5,3	-16,1
Frankreich	0,7	- 2,0	-12,0	3,1	3,1	4,6	3,8	1,1	- 7,4
Großbritannien ..	- 3,0	- 7,3	2,9	4,4	- 4,0	3,7	1,4	- 3,3	6,6
Italien*	2,9	- 1,1	-15,9	3,3	6,2	6,0	6,2	5,1	- 9,9
Japan*	24,6	1,8	2,1	- 8,1	-10,6	-12,9	16,5	- 8,8	-10,8
Kanada*	3,2	3,4	6,8	- 7,6	- 7,7	- 8,1	- 4,4	- 4,3	- 1,3
Niederlande*	- 1,5	- 1,5	- 1,3	0,1	- 0,8	- 1,5	- 1,4	- 2,3	- 2,8
Schweden	2,6	0,8	- 0,3	- 2,9	- 3,5	- 4,9	- 0,3	- 2,7	- 5,2
Schweiz*	0,1	- 2,3	- 6,9	4,3	4,7	6,7	4,4	2,4	- 0,2
USA	-33,8	-29,4	-27,4	19,5	28,7	27,5	-14,3	- 0,7	0,1
<i>Zehnergruppe und Schweiz</i>	16,7	-26,6	-50,2	3,5	4,5	- 2,7	20,2	-22,1	-52,9
Australien	0,1	2,4	1,6	- 4,0	- 4,4	- 5,3	- 3,9	- 2,0	- 3,7
Dänemark*	- 2,4	- 3,1	- 2,0	0,9	0,2	- 0,5	- 1,5	- 2,9	- 2,5
Finnland	1,1	0,4	- 0,6	- 0,5	- 0,6	- 0,8	0,6	- 0,2	- 1,4
Griechenland* ..	- 3,5	- 5,0	- 5,5	2,5	3,1	3,4	- 1,0	- 1,9	- 2,1
Irland*	- 1,1	- 2,3	- 2,2	0,7	0,8	0,6	- 0,4	- 1,5	- 1,6
Israel	- 2,8	- 3,3	- 3,3	1,9	1,8	1,3	- 0,9	- 1,5	- 2,0
Jugoslawien* ..	- 3,5	- 6,1	- 4,8	2,2	2,4	2,6	- 1,3	- 3,7	- 2,2
Neuseeland* ..	0,6	0,8	0,9	- 1,0	- 1,3	- 1,5	- 0,4	- 0,5	- 0,6
Norwegen	- 0,5	0,3	2,1	- 1,6	- 1,3	- 1,1	- 2,1	- 1,0	1,0
Österreich*	- 3,3	- 4,2	- 6,2	1,8	2,3	2,6	- 1,5	- 1,9	- 3,6
Portugal	- 2,4	- 2,6	- 4,1	1,6	2,6	3,0	- 0,8	- 0,0	- 1,1
Spanien*	- 4,0	- 5,7	-11,9	5,6	6,8	6,8	1,6	1,1	- 5,1
Südafrika*	3,8	6,1	7,1	- 2,3	- 2,5	- 3,6	1,5	3,6	3,5
Türkei	- 1,9	- 2,3	- 3,6	0,7	1,1	0,9	- 1,2	- 1,2	- 2,7
<i>Sonstige ent- wickelte Länder</i>	-19,8	-24,6	-32,5	8,5	11,0	8,4	-11,3	-13,6	-24,1
<i>Entwickelte Län- der zusammen</i>	- 3,1	-51,2	-82,7	12,0	15,5	5,7	8,9	-35,7	-77,0
Ölausfuhrländer ³	41,6	112,9	163,5	-43,8	-48,4	-55,5	- 2,2	64,5	108,0
Sonstige Ent- wicklungsländer	-20,8	-32,9	-48,1	- 2,5	- 5,7	-13,1	-23,3	-38,6	-61,2
<i>Entwicklungsländer zusammen</i> ..	20,8	80,0	115,4	-46,3	-54,1	-68,6	-25,5	25,9	46,8
Staatshandelsländer ^{3,4}	- 2,7	3,6	5,8	.	.	.	.	.	.

*Angaben der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz für diese Länder enthalten keine einbehaltenen Erträge aus Direktinvestitionen.

¹Auf Transaktionsbasis, außer bei Griechenland und Neuseeland.

²Importe und Exporte teilweise cif.

³Zur Länder-

zusammensetzung s. Tabelle auf S. 83.

⁴Teilweise geschätzt; auf zollstatistischer Basis; einschließlich geschätzter Gold-
exporte der UdSSR.

1979/80 gingen dagegen die Exporte in die OPEC-Länder real leicht zurück, während die Exporteinnahmen nur um \$ 18 Mrd. stiegen.

Die Länder der Zehnergruppe mußten nicht nur eine weit größere Verschlechterung ihrer Handelsbilanzposition gegenüber den OPEC-Ländern hinnehmen, sondern vermochten 1979/80 auch nicht, ihren gemeinsamen Handelsbilanzüberschuß gegenüber der übrigen Welt nennenswert zu steigern, während sich in der Vergleichsperiode 1974/75 dieser Überschuß noch um \$ 25 Mrd. erhöht hatte. Für diese Entwicklung gibt es zwei Gründe. Erstens war das Jahr 1979 und die erste Hälfte von 1980 für die meisten Zehnergruppenländer eine Periode anhaltenden, wenn auch schwächer werdenden Wirtschaftswachstums, während 1974 und in der ersten Jahreshälfte von 1975 eine Rezession im Gang war. Zweitens verschlechterte sich 1979/80 das reale Austauschverhältnis der Länder der Zehnergruppe bei Nicht-eröölprodukten, während es sich 1974/75 verbessert hatte.

Zahlungsbilanzen der entwickelten Länder

Der Anstieg des gemeinsamen Leistungsbilanzdefizits der Zehnergruppe und der Schweiz von \$ 22 Mrd. im Jahr 1979 auf \$ 53 Mrd. 1980 war ziemlich weit verteilt. Lediglich drei Länder verbesserten in dieser Periode ihre Leistungsbilanzposition: Großbritannien durch einen großen Umschwung von einem Defizit zu einem Überschuß, die USA, wo das geringe Defizit von 1979 beseitigt wurde, und Kanada, wo das Defizit erheblich zurückging. Das Leistungsbilanzdefizit Deutschlands, Belgiens und Schwedens nahm erheblich zu, während Frankreich und Italien einen starken Swing von einer Überschuß- zu einer Defizitposition verzeichneten. In Japan und den Niederlanden stiegen die Defizite geringfügig an, während in der Schweiz aus einem Überschuß ein geringfügiges Defizit wurde. Der Rückgang des Leistungsbilanzdefizits der gesamten Zehnergruppe vom ersten zum zweiten Halbjahr 1980 von \$ 39 auf 14 Mrd. ist im wesentlichen auf die Verbesserung von einem Defizit zu einem Überschuß in den USA und in Großbritannien und auf das im Verlauf des Jahres erheblich verringerte Defizit Japans zurückzuführen.

Obwohl die meisten Länder der Zehnergruppe im letzten Jahr ein Leistungsbilanzdefizit aufwiesen, gingen lediglich in Deutschland die Währungsreserven stärker zurück. In den anderen Ländern wurde das Minus in der Leistungsbilanz durch Kapitalimporte finanziert, wobei vier Defizitländer — Frankreich, Italien, Japan und die Niederlande — sogar ihre Währungsreserven aufstocken konnten. Was die Art der Kapitalimporte betrifft, die zur Finanzierung dieser Defizite im letzten Jahr beitrugen, so griffen Belgien, Deutschland und Schweden auf offizielle Kreditaufnahmen im Ausland zurück, während in den anderen Defizitländern Kapitalimporte hauptsächlich durch den privaten Sektor getätigt worden waren, und zwar zum überwiegenden Teil über das Bankensystem.

Die Zahlungsbilanz der *Vereinigten Staaten* wies 1980 große Veränderungen auf, und zwar sowohl in der Leistungs- als auch in der Kapitalbilanz. Im gesamten Jahr trat eine sehr deutliche Verbesserung in der Handelsbilanz (ohne Öl) ein, so daß sich der Leistungsbilanzsaldo trotz einer um \$ 18 Mrd. höheren Nettoölrechnung auf einen Überschuß von \$ 0,1 Mrd. geringfügig aktivierte. Im Verlaufe des

Jahres 1980 kam es darüber hinaus durch eine beträchtliche Verbesserung der gesamten Handelsbilanz zu einem Umschwung des saisonbereinigten Leistungsbilanzsaldos von einem Defizit in Höhe von \$ 5 Mrd. in der ersten Jahreshälfte zu einem Überschuß ähnlicher Größenordnung im zweiten Halbjahr. Auch in der Kapitalbilanz (einschließlich der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen) war von 1979 auf 1980 ein sehr ausgeprägter Umschwung zu verzeichnen, und zwar von einem Nettozufluß in Höhe von \$ 14,3 Mrd. zu einem Nettoabfluß von \$ 7,9 Mrd., der vor allem auf umfangreiche Nettogeldexporte der Banken ab dem zweiten Quartal zurückzuführen war.

Das Handelsbilanzdefizit ging im Jahr um insgesamt \$ 2 auf 27,4 Mrd. zurück. Läßt man die Nettoölimporte außer Ansatz, betrug die Verbesserung der Handelsbilanz \$ 20 Mrd. Da sich die Terms of trade um 7% verschlechterten, verbesserte sich die Handelsbilanz real um rund \$ 21 Mrd., wobei \$ 12 Mrd. dem Erdöl zuzurechnen sind. Das Exportvolumen war 8% höher als 1979, während die Importe real um 3% zurückgingen, wobei die Ölimporte um 20% und die übrigen Importe um 1% abnahmen. Die Verbesserung der Handelsbilanz (ohne Öl) ist auf das Zusammentreffen des schwächeren binnenwirtschaftlichen Wachstums mit den Auswirkungen der Wertverminderung des Dollars in den Jahren 1977/78 zurückzuführen.

Die weitaus größten Verbesserungen in der Handelsbilanz ergaben sich gegenüber den EG-Ländern und den öleinführenden Entwicklungsländern, wo von 1979 auf 1980 die Verschiebungen \$ 8,4 bzw. 5,2 Mrd. ausmachten. Schlüsselt man die Handelsbilanz nach Güterkategorien auf, so zeigt sich, daß die Nettoexporte von Investitionsgütern um \$ 9,7 Mrd., von industriellen Vormaterialien und Rohstoffen (ohne Öl) um \$ 6,2 Mrd. und von Agrarerzeugnissen um \$ 5,8 Mrd. stiegen.

Der Umschwung in der Leistungsbilanzposition vom ersten auf das zweite Halbjahr 1980 zeigte sich nahezu ausschließlich in der Reduzierung des saisonbereinigten Handelsbilanzdefizits von \$ 18,4 auf 9 Mrd. Diese Verbesserung ist weitgehend der Tatsache zuzuschreiben, daß die Verschlechterung der Terms of trade, die im ersten Halbjahr gegenüber dem zweiten Halbjahr 1979 10% betrug, für den Rest des Jahres von einer geringen Verbesserung um 1% abgelöst wurde. Die volumenmäßige Entwicklung zeigt der Zollstatistik zufolge, daß der reale Außenhandelsaldo sich während des ganzen Jahres verbesserte. Die realen Exporte, die in den ersten sechs Monaten ziemlich kräftig gestiegen waren, schrumpften im zweiten Halbjahr 1980 entsprechend der Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den anderen Industriestaaten. Gleichzeitig beschleunigte sich jedoch mit der Stagnation des Bruttosozialprodukts der USA in den letzten sechs Monaten der Rückgang der volumenmäßigen Einfuhren, der bereits im ersten Halbjahr begonnen hatte, so daß die Einfuhren real stärker zurückgingen als die Ausfuhren.

Der Überschuß bei den unsichtbaren Leistungen ging 1980 geringfügig um \$ 1,2 auf 27,5 Mrd. zurück. Dies ist fast vollständig auf höhere Nettozahlungen der US-Regierung für Militärausgaben im Ausland und Transferleistungen zurückzuführen. Der Saldo aller übrigen Transaktionen bei den Dienstleistungen und Übertragungen veränderte sich kaum. Insbesondere verharrten die Nettokapitalerträge, die 1979 um \$ 11,6 auf 32,5 Mrd. gestiegen waren, 1980 auf demselben Niveau. Der

Rückgang bei den einbehaltenen Erträgen aus Direktinvestitionen (netto) wurde durch den Anstieg bei anderen Nettokapitalerträgen genau ausgeglichen.

In der Kapitalbilanz verüffachten sich nahezu von 1979 auf 1980 die Nettoabflüsse der statistisch erfaßten Transaktionen von \$ 9,5 auf 43,5 Mrd. Wenn man den Nettozufluß in Höhe von \$ 11,8 Mrd. bei den statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen mit einbezieht, der wahrscheinlich im wesentlichen auf nicht gemeldete private Kapitalimporte zurückzuführen ist, dann beläuft sich der Umschwung der Kapitalbilanz auf \$ 22,2 Mrd., von einem Nettozufluß von \$ 14,3 Mrd. zu einem Nettoabfluß von \$ 7,9 Mrd.

Wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht, konzentrierten sich die Kapitalabflüsse auf den Bankensektor, wo die Nettoveränderung in diesen beiden Jahren \$ 42,7 Mrd. ausmachte und aus Nettozuflüssen von \$ 6,8 Mrd. Nettoabflüsse von \$ 35,9 Mrd. wurden. Diese Veränderung geht im wesentlichen auf die Dollartransaktionen der US-Banken mit Geschäftsbanken der übrigen Welt, insbesondere mit ihren Auslandsniederlassungen im karibischen Raum zurück, wohingegen die Nettoausleihungen in Dollar an gebietsfremde Nichtbanken mit \$ 11,1 Mrd. etwa dieselbe Größenordnung wie 1979 erreichten. Diese radikale Umkehr der Nettokapitalströme zwischen den Banken in den USA und den Banken der übrigen Welt fand im zweiten Quartal 1980 statt, als sich Nettoabflüsse in Höhe von \$ 20,2 Mrd. ergaben. Da im ersten Quartal des Jahres Nettozuflüsse in Höhe von \$ 9,4 Mrd. zu verzeichnen waren, ist dieser Umschwung im Verlauf des zweiten Quartals auf den Rückgang der Kreditvergabe der US-Banken in den USA zurückzuführen, der teilweise das Ergebnis der von den Währungsbehörden der USA im März 1980 eingeführten geld- und kreditpolitischen Beschränkungen ist. Es war nicht nur so, daß der scharfe Rückgang der inländischen Kreditnachfrage Mittel für die Kreditvergabe im Ausland freisetzte, sondern das Kreditkontrollprogramm enthielt auch für die inländischen Kunden der amerikanischen Banken einen Anreiz, bei Auslandsbanken Kredit aufzunehmen. Einige dieser Kredite könnten durch Kapitalabflüsse von Banken in den USA zu Banken außerhalb der USA finanziert worden sein, und in der Tat ging mit den großen Nettokapitalabflüssen von amerikanischen Banken im zweiten Quartal 1980 ein beträchtlicher, statistisch nicht aufgliederbarer Nettozufluß in die USA einher. Im übrigen hielten im zweiten Halbjahr 1980 die Nettoabflüsse über das Bankensystem der USA an, wenn auch in einem wesentlich geringeren Umfang als im zweiten Quartal, obwohl die Kreditbeschränkungen aufgehoben wurden und die US-Geldmarktzinsen erneut stiegen, und zwar auf ein Niveau, das sogar über jenem des ersten Quartals lag. Die Bruttoauslandsforderungen der Banken in den USA erhöhten sich im dritten und vierten Quartal 1980 um etwas mehr als \$ 12 Mrd.

Die Abflüsse im Bankensektor wurden 1980 zum Teil durch einen Rückgang der statistisch erfaßten Kapitalabflüsse des Nichtbankensektors um \$ 8,7 auf 7,6 Mrd. kompensiert. So reduzierten sich im Vergleich zu 1979 die Nettoabgänge bei Direktinvestitionen um \$ 2,2 Mrd. und die Käufe ausländischer langfristiger Wertpapiere durch in den USA Ansässige um \$ 1,5 Mrd., während sich die Käufe von langfristigen US-Wertpapieren (ohne Papiere des Schatzamtes) durch Gebietsfremde um \$ 2,9 auf 7,4 Mrd. erhöhten. Andererseits erwarben Gebietsfremde gegenüber 1979 um \$ 2,5 Mrd. weniger langfristige Papiere des Schatzamts.

USA: Kapitalverkehr mit dem Ausland 1979/80¹

	1979	1980	1980 ²			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
			Milliarden US-Dollar			
Nichtbankensektor (netto)	-16,3	- 7,6	- 1,0	- 0,1	- 1,9	- 4,6
Bankensektor (netto)	6,8	-35,9	6,1	-25,2	-12,1	- 4,7
davon:						
Veränderungen der Auslandsforderungen der Banken in Dollar gegenüber ausländischen Banken ³	24,9	-19,5	9,4	-20,2	- 7,1	- 1,6
Veränderung der Forderung der Banken in Dollar gegenüber Nichtbanken	-10,5	-11,1	- 0,8	- 2,6	- 5,1	- 2,6
Andere Umsätze ⁴	- 7,6	- 5,3	- 2,5	- 2,4	0,1	- 0,5
Ausgleichsposten	23,8	35,6	7,0	20,2	2,9	5,5
Insgesamt	14,3	- 7,9	12,1	- 5,1	-11,1	- 3,8

¹ Ohne Transaktionen mit reservewertigen Aktiva der USA und mit ausländischen offiziellen Aktiva in den USA. ² Saisonbereinigt. ³ Einschließlich im Auslandsbesitz befindlicher Banken in den USA. ⁴ Einschließlich von Umsätzen in Dollar, sowohl für Rechnung inländischer Kunden als auch von Depotverbindlichkeiten sowie Veränderung der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in Fremdwährungen.

Da sich die Leistungsbilanz fast im Gleichgewicht befand, schlugen sich die Nettokapitalabflüsse in einer Verschlechterung der offiziellen Auslandsposition der USA von \$ 7,8 Mrd. nieder, wobei die SZR-Zuteilung in Höhe von \$ 1,2 Mrd. nicht mit eingeschlossen ist. Die Devisenreserven stiegen im wesentlichen infolge der offiziellen Interventionen auf den Devisenmärkten um \$ 7 Mrd.; die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Institutionen stiegen um \$ 14,8 Mrd., wovon \$ 13 Mrd. Verpflichtungen gegenüber den OPEC-Ländern darstellten.

Im ersten Quartal von 1981 war das saisonbereinigte Handelsbilanzdefizit mit \$ 3,7 Mrd. beträchtlich niedriger als der Passivsaldo in Höhe von \$ 6,2 Mrd. in den vorangegangenen drei Monaten, so daß die Leistungsbilanz weiterhin einen Überschuß aufwies. Die Verschlechterung der offiziellen Auslandsposition (ohne die SZR-Zuteilung) von etwa \$ 2 Mrd. beinhaltete jedoch einen andauernden Nettokapitalexport aus den USA.

Großbritannien war das einzige Land der Zehnergruppe, das 1980 einen beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuß in Höhe von \$ 6,6 Mrd. verzeichnete. Dieser Überschuß stand im Gegensatz zu einem Defizit von \$ 3,3 Mrd. im Jahre 1979 und ergab sich ausschließlich in der zweiten Jahreshälfte. Dieser Leistungsbilanzüberschuß wurde durch einen autonomen langfristigen Kapitalexport von insgesamt \$ 10,8 Mrd. und durch Nettorückzahlungen der langfristigen Auslandsschuld des öffentlichen Sektors in Höhe von \$ 2,2 Mrd. übertroffen. Hingegen ergaben der kurzfristige Kapitalverkehr und der Restposten zusammen Nettozuflüsse in Höhe von \$ 7 Mrd., wobei die Zunahme der Sterlingguthaben Gebietsfremder von \$ 8,8 Mrd. miteinbezogen ist, so daß sich die offizielle Auslandsposition (ohne offizielle Sterlingguthaben) um \$ 0,5 Mrd. verbesserte, was in einem Abbau der Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF in Höhe von \$ 0,3 Mrd. und einem Anstieg der Währungsreserven in Höhe von \$ 0,2 Mrd. (ohne Bewertungsänderungen und SZR-Zuteilung) zum Ausdruck kam.

Im Jahresverlauf 1980 verbesserte sich die Leistungsbilanz auf saisonbereinigter Basis rasch, erreichte im ersten Halbjahr ein Gleichgewicht — nach einem Defizit

von \$ 1,6 Mrd. in den vorangegangenen sechs Monaten —, um dann in der zweiten Jahreshälfte einen Aktivsaldo von \$ 6,6 Mrd. zu verzeichnen. Die Verbesserung im Laufe des Jahres, die sich auf den Warenhandel beschränkte, war im wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen: den scharfen Rückgang der Binnenkonjunktur sowie die gestiegene Ölförderung in der Nordsee. Das Importvolumen ging über das Jahr gesehen um 5% und vom ersten zum zweiten Halbjahr um 10% zurück. Der wichtigste Einfluß dabei war der starke Lagerabbau. Die gesamten Exporte stiegen 1980 volumenmäßig um 2%, wobei sie sich allerdings vom ersten zum zweiten Halbjahr um 3% abschwächten. Diese in Anbetracht der Höherbewertung des Pfundes relativ gute Leistung mag auf den flauen binnenwirtschaftlichen Absatz infolge der Rezession zurückzuführen sein. Ein weiterer positiver Beitrag zur Entwicklung der Handelsbilanz im letzten Jahr war, zusätzlich zu diesen Entwicklungen bei den realen Handelsströmen, die Verbesserung der Terms of trade (ohne Öl) um 3½%, worin sich im wesentlichen die effektive Höherbewertung des Pfundes um 10% niederschlug.

Im Jahresverlauf kehrte sich die Ölbilanz, unterstützt durch den Rückgang des inländischen Kraftstoffverbrauchs, zum erstenmal in eine Überschußposition um und trug fast mit einem Viertel zu der Verbesserung der gesamten Handelsbilanz um \$ 10,2 Mrd. bei. Der gesamte Einfluß der Nordseeaktivitäten auf die Leistungsbilanz unter Einschluß der Erdgasgewinnung läßt sich dadurch schätzen, daß man die Gesamterträge aus Öl- und Gasverkäufen ermittelt und davon die Warenimporte, die mit diesen Aktivitäten zusammenhängen, sowie die Betriebskosten, den Zinsaufwand und die Gewinntransfers an das Ausland abzieht. Auf dieser Basis stieg 1980 der Beitrag der Öl- und Erdgasproduktion gegenüber dem Vorjahr um \$ 6½ auf 15½ Mrd.

Der Überschuß in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz ging um \$ 0,3 auf 3,7 Mrd. zurück. Die Kapitalertragsbilanz verschlechterte sich vor allem wegen der gestiegenen Zahlungen an ausländische, in der Nordsee tätige Ölgesellschaften und höherer Zinszahlungen auf Pfundguthaben von Gebietsfremden um weitere \$ 1,6 Mrd. auf ein Defizit von \$ 0,2 Mrd., das erste der Nachkriegszeit. Die Reiseverkehrseinnahmen verminderten sich unter dem Einfluß des hohen Wechselkurses um netto \$ 0,8 Mrd., wobei die Ausgaben für Auslandsreisen etwa viermal so stark stiegen wie die Ausgaben ausländischer Besucher in Großbritannien. Auf der anderen Seite verbesserte sich der Saldo der übrigen unsichtbaren Leistungen um \$ 2,1 Mrd., wobei \$ 0,7 Mrd. den Transportleistungen zuzuordnen sind.

Im langfristigen Kapitalverkehr scheint ein Großteil der autonomen Nettoabflüsse von \$ 10,8 Mrd. auf die noch immer anhaltenden Auswirkungen der Ende 1979 abgeschafften Devisenkontrollen zurückzugehen. Der Saldo der Portfolioinvestitionen veränderte sich von einem Überschuß von \$ 0,8 Mrd. zu einem Defizit von \$ 4,6 Mrd., da die Kreditinstitute in Großbritannien mehr ausländische Wertpapiere erwarben. Die Direktinvestitionen (ohne Ölindustrie) saldierten sich zu einem beträchtlichen Mittelabfluß von \$ 3,5 Mrd., das war etwas mehr als im vorangegangenen Jahr. Die restlichen langfristigen autonomen Abflüsse von netto \$ 2,7 Mrd. waren weniger als halb so groß wie 1979 und beinhalteten eine wesentlich geringere Investitionstätigkeit britischer Ölfirmen im Ausland. Im kurzfristigen Kapitalverkehr zeigten sich ebenfalls die Auswirkungen der Aufhebung der

Devisenkontrollen, da die Pfundausleihungen der Banken Großbritanniens netto \$ 5,8 Mrd. betrugen, im Gegensatz zu an sie geleistete Rückzahlungen in Höhe von \$ 0,5 Mrd. im Jahr 1979. Ein Großteil dieser Kredite ging offenbar vor allem in den ersten Monaten des Jahres an den Europfundmarkt. Zum Teil können sie auch zum Zuwachs von \$ 8,8 Mrd. der liquiden Sterlingguthaben Gebietsfremder beigetragen haben, wovon \$ 6 Mrd. auf Private entfielen. Der Anstieg der offiziellen Pfundguthaben um \$ 2,8 Mrd. — in der Tabelle auf S. 98 in der Position „Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden“ enthalten — brachte diese (in Pfund gerechnet) auf das Niveau von Ende 1974. Der restliche statistisch erfaßte kurzfristige Kapitalverkehr erbrachte per saldo einen Mittelzufluß von \$ 4,3 Mrd., wobei dieser im wesentlichen auf die Aufnahme von Fremdwährungsgeldern durch die Banken in Großbritannien zurückzuführen ist.

Die verfügbaren Angaben für die ersten zwei Monate von 1981 weisen einen saisonbereinigten Außenhandelsüberschuß von \$ 2,5 Mrd. aus, verglichen mit einem Plus von \$ 1,8 Mrd. in den vorhergehenden zwei Monaten. Die Ölbilanz verbesserte sich um \$ 0,8 Mrd., aber der Überschuß der Handelsbilanz (ohne Öl) ging um \$ 0,1 Mrd. zurück, insbesondere wegen der ungünstigen realen Entwicklung des Handels mit Industrieprodukten, wo die Ausfuhren (ohne Sondereinflüsse gerechnet) um 5% sanken, verglichen mit einem Rückgang der Einfuhren um 2%. Nach Berücksichtigung geschätzter Nettoeinnahmen bei den unsichtbaren Leistungen dürfte der Leistungsbilanzüberschuß in den zwei Monaten \$ 3,9 Mrd. betragen haben. Ohne die SZR-Zuteilung und ohne Bewertungsänderungen gerechnet zeigten die offiziellen Währungsreserven keine Veränderung, was dafür spricht, daß weiterhin erhebliche Nettoabflüsse in der Kapitalbilanz stattgefunden haben.

Das Leistungsbilanzdefizit *Japans* erhöhte sich 1980 über das Jahr gesehen um \$ 2 auf 10,8 Mrd. Zu Jahresende war allerdings dieses Defizit fast völlig verschwunden. Bis zur Jahresmitte hatte es saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet fast \$ 18 Mrd. betragen und war damit doppelt so hoch wie 1979; im dritten Quartal schwächte es sich nach demselben Berechnungsmodus auf rund \$ 7 Mrd. und im vierten Quartal auf weniger als \$ 1 Mrd. ab. Beim langfristigen Kapitalverkehr standen die Nettozuflüsse von \$ 2,4 Mrd. in scharfem Kontrast zu dem Nettoabfluß von \$ 12,6 Mrd. des Jahres 1979; während im kurzfristigen Kapitalverkehr unter Einschluß des Ausgleichspostens Nettozuflüsse von \$ 13,1 Mrd. zu verzeichnen waren. Die Nettokapitalzuflüsse deckten nicht nur das Leistungsbilanzdefizit, sondern erlaubten zudem eine Aufstockung der Währungsreserven um netto fast \$ 5 Mrd. (ohne Bewertungsänderungen und SZR-Zuteilung).

Der Kontrast zwischen der Größe des Leistungsbilanzdefizits für das Jahr 1980 insgesamt und dessen fortschreitenden Abbau im Jahresverlauf geht hauptsächlich auf die spektakuläre Veränderung der Terms of trade vom ersten zum zweiten Halbjahr zurück. Im gesamten Jahr verschlechterten sich die Terms of trade um 20%, wobei die Durchschnittswerte der Ausfuhr in Yen um 12% stiegen und die Durchschnittswerte der Einfuhr um 40%; der Anstieg der Ölpreise ließ die Ölrechnung *Japans* von 1979 auf 1980 um \$ 25 Mrd. steigen. Die Verschlechterung der Terms of trade im Vorjahresvergleich wurde durch die Verbesserung des realen Handelsbilanzsaldos überkompensiert, so daß der Überschuß der Handelsbilanz

sich 1980 leicht auf \$ 2,1 Mrd. erhöhte. Die realen Ausfuhren stiegen im vergangenen Jahr um 16½%, zum Teil infolge des Kursverlusts des Yen zwischen Ende 1978 und Anfang 1980, während die realen Einfuhren, die 1979 um 11% gestiegen waren, um 6% zurückgingen. Vom ersten zum zweiten Halbjahr 1980 wurde jedoch die starke reale Verbesserung der Handelsbilanz durch eine positive Umkehr in der Entwicklung des realen Austauschverhältnisses verstärkt, was zu einer sehr beträchtlichen Verbesserung im Handelsbilanzsaldo führte, und zwar saisonbereinigt auf Jahresrate umgerechnet von einem Defizit in Höhe von rund \$ 5 Mrd. zu einem Überschuß von mehr als \$ 9 Mrd. Das Wachstum der realen Ausfuhren erhöhte sich in den zwei Halbjahren trotz eines sinkenden Welthandelsvolumens von 4½ auf 12½%, während sich der Rückgang der volumenmäßigen Einfuhren in Japan von 5½ auf 2½% verlangsamte. Der entscheidende Faktor für das neuerliche Entstehen eines Handelsbilanzüberschusses war jedoch die Veränderung der Terms of trade, die sich mit dem allmählichen Abflachen der Erdölpreisteigerungen und der beträchtlichen Verbesserung des Wechselkurses des Yen in der zweiten Jahreshälfte um 3½% verbesserten, nachdem sie sich im ersten Halbjahr um 15% verschlechtert hatten.

Beim langfristigen Kapitalverkehr stand 1980 der Nettozufluß von \$ 2,4 Mrd. in scharfem Gegensatz zu den vorangegangenen zwei Jahren, als jährlich Nettoabflüsse von mehr als \$ 12 Mrd. verzeichnet worden waren. Bei Portfolioinvestitionen wich der Nettoabfluß des vorangegangenen Jahres von \$ 1,2 Mrd. einem Nettozufluß von \$ 9,4 Mrd., als sich die binnenwirtschaftlichen Kapitalanlagen mit \$ 13,2 Mrd. fast verdreifachten. In einem beträchtlichen Ausmaß ist diese Entwicklung auf Anlagen durch ölexportierende Länder zurückzuführen. Zusätzlich trat eine scharfe Reduktion bei den privaten Ausleihungen ins Ausland (ohne Handelskredite) von \$ 8,1 auf 2,6 Mrd. ein, im großen und ganzen als Ergebnis der offiziellen restriktiven Richtlinien bezüglich der internationalen Kreditvergabe der Banken. Ähnlich wie beim langfristigen Kapitalverkehr ergab sich beim kurzfristigen Kapitalverkehr ein beträchtlicher Zuwachs des Nettoimports von \$ 6,4 auf 16,2 Mrd. Der größte Teil dieses Zuflusses kurzfristiger Gelder konzentrierte sich auf die erste Jahreshälfte, und zwar als Reaktion auf verschiedene Maßnahmen von November 1979 und März 1980, die mit der Zielrichtung der Erleichterung der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits eingeleitet worden waren und ein Anheben des Zinsniveaus sowie ein Nachlassen der administrativen Kontrollen bei Kapitalimporten beinhaltet hatten. Eine der Maßnahmen, die im März 1980 ergriffen worden waren, gestattete es den japanischen Geschäftsbanken, marktgerechte Zinsen auf freie Yenkonten zu zahlen. Die gesamten Yenguthaben von Gebietsfremden bei diesen Geschäftsbanken stiegen im Jahresverlauf wechselkursbereinigt um \$ 7,8 Mrd.; davon entfielen \$ 3,6 Mrd. auf Guthaben offizieller Stellen.

Im ersten Quartal 1981 stieg das saisonbereinigte Leistungsbilanzdefizit von einer fast ausgeglichenen Position im Vorquartal auf \$ 1 Mrd., und zwar infolge höherer Nettozahlungen bei den unsichtbaren Leistungen. In der Kapitalbilanz kam es zu langfristigen Nettozuflüssen in Höhe von \$ 2,8 Mrd.; die kurzfristigen Transaktionen und der Restposten waren zusammengekommen ebenfalls positiv. Die offiziellen Nettowährungsreserven (ohne SZR-Zuteilung und Bewertungsänderungen) erhöhten sich um \$ 2,2 Mrd.

Die Entwicklung der Zahlungsbilanz in *Deutschland* stand 1980 in scharfem Gegensatz zu derjenigen in Japan, dies betrifft sowohl die Leistungs- als auch die Kapitalbilanz. Das Defizit im Leistungsverkehr mit dem Ausland war mit \$ 16,1 Mrd. nicht nur etwa dreimal so groß wie 1979, es weitete sich auch im Verlauf des Jahres stetig aus und erreichte im vierten Quartal saisonbereinigt auf Jahresrate umgerechnet eine Höhe von \$ 18,5 Mrd. Der 1979 vorhandene geringe Aktivsaldo in der Kapitalbilanz (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) wurde im vergangenen Jahr nahezu abgebaut; dies bedeutet, daß das Leistungsbilanzdefizit durch einen Rückgriff auf die Währungsreserven (ohne Bewertungsänderungen) in Höhe von \$ 15,1 Mrd. finanziert werden mußte.

Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit Deutschlands für die Jahre 1979 und 1980 stieg auf über \$ 21 Mrd., verglichen mit einem Überschuß von mehr als \$ 14 Mrd. in den Jahren 1974/75. Gleichzeitig vergrößerte sich das traditionelle Defizit bei den unsichtbaren Leistungen um fast \$ 10 Mrd. Wie in anderen Industrieländern war der Rückgang des Außenhandelsüberschusses in Deutschland von \$ 23,9 Mrd. im Jahr 1978 auf \$ 8,1 Mrd. 1980 überwiegend den ungünstigen Preisentwicklungen zuzuschreiben, die in der Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses um über 6% in den Jahren 1979 und 1980 zum Ausdruck kamen. Zwar wurden diese relativen Preisbewegungen weitgehend durch die Ölpreisanhebung verursacht, doch gab es in beiden vergangenen Jahren auch eine Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses um etwa 2% im übrigen Warenverkehr mit dem Ausland. 1979 verschärften die relativen Entwicklungen der Außenhandelsvolumina die Verschlechterung der Terms of trade — das reale Einfuhrwachstum überstieg das Exportwachstum um 2 Prozentpunkte —, während 1980 eine gewisse Verbesserung im realen Außenhandelsaldo zu verzeichnen war, da die realen Aus- und Einfuhren um 4 bzw. 2% stiegen. Jedoch war der geringe Anstieg der volumenmäßigen Einfuhren im vergangenen Jahr mehr als zur Gänze einem Rückgang der Erdöleinfuhren um 10% zuzuschreiben. Die übrigen Importe (ohne Öl) erhöhten sich real um rund 5%. Als Ergebnis dieser ungünstigen Preis- und Mengenentwicklungen übertrafen die wertmäßigen Einfuhren (ohne Öl) mit einem Anstieg von 46% in den Jahren 1978–80 den Zuwachs der gesamten wertmäßigen Ausfuhren in Höhe von 35% erheblich. Obgleich die Erhöhung der Ölrechnung von \$ 15,8 auf 34,6 Mrd. in den Jahren 1979/80 größer war als die gesamte Verschlechterung der Handelsbilanz um \$ 15,8 Mrd., steht in diesen beiden Jahren die relativ bescheidene Verbesserung im Nichtölbereich der Handelsbilanz in Höhe von \$ 3 Mrd. in einem deutlichen Gegensatz zur vergleichbaren Verbesserung von \$ 41,8 Mrd. in den USA und zum letztjährigen Anstieg des Handelsbilanzüberschusses (ohne Erdöl) Japans von \$ 18,2 Mrd. Dies scheint auf das Vorhandensein anderer Ursachen für die jüngste Schwäche der deutschen Außenhandelsbilanz hinzudeuten.

Durch einen Vergleich der Außenhandelsentwicklung in Deutschland während der ersten und zweiten Hälfte der siebziger Jahre deutet sich an, welche anderen Ursachen dies gewesen sein könnten. In den Jahren 1970–74 übertraf das wirtschaftliche Wachstum der wichtigsten Exportmärkte Deutschlands, die ungefähr zwei Drittel der deutschen Ausfuhren aufnehmen — berechnet anhand des mit den Exportanteilen gewogenen durchschnittlichen realen Wachstums des Bruttosozialprodukts in den größeren entwickelten Ländern —, beträchtlich das Wachstum des

deutschen Bruttosozialprodukts. In der gleichen Zeit erhöhte sich das Volumen der deutschen Ausfuhren mit einer jahresdurchschnittlichen Wachstumsrate von 9%, oder um nahezu 5 Prozentpunkte pro Jahr mehr als die realen Einfuhren. In dem Fünfjahreszeitraum 1976–80 jedoch, als das Wirtschaftswachstum in Deutschland ständig das Wachstum der Länder übertraf, die seine wichtigsten Exportmärkte bilden, stiegen die deutschen Ausfuhren real mit einer jahresdurchschnittlichen Wachstumsrate von 5%, während die Einfuhren jährlich real um 5½% stiegen. Darüber hinaus erhöhte sich nach 1975 die Quote der realen Einfuhren von Gütern und Dienstleistungen bezogen auf das reale Bruttosozialprodukt in Deutschland sehr viel schneller als in der Gruppe der sieben größten Industrieländer insgesamt, während Deutschlands Importneigung in den Jahren 1970–74 den gleichen Wachstumstrend aufwies wie die Gruppe insgesamt. Diese wachsende Importneigung — die besonders 1979/80 ausgeprägt war — steht in Beziehung zum kumulativen Anstieg des effektiven Wechselkurses der D-Mark, der sich zwischen Ende 1972 und Ende 1979 auf 60% belief, und der die Fähigkeit der inländischen Produzenten beeinträchtigte, mit den eingeführten Erzeugnissen in preislichen Wettbewerb zu treten. Der Einfluß der Wechselkursveränderungen wurde besonders 1980 deutlich, als sich die wertmäßigen Importe aus den USA und Japan — Länder, gegen deren Währungen die D-Mark zwischen dem dritten Quartal 1978 und dem letzten Quartal 1979 um 14 bzw. 41% höherbewertet worden war — um 26½ und 32% ausweiteten, verglichen mit einem Anstieg in Höhe von 14½% für die wertmäßigen Gesamteinfuhren (ohne Erdöl). In diesem Zusammenhang sei hinzugefügt, daß die Abwärtsbewegung der D-Mark eine neuere Entwicklung ist, die gegen Ende 1979 begann, während der effektive Wechselkurs des Yen zwischen Ende 1978 und Anfang 1980 scharf zurückging.

Die konjunkturellen Einflüsse und die Wechselkurseffekte, die den Einfluß des Ölpreisanstiegs auf die Außenhandelsbilanz verstärkten, haben vermutlich auch zu der raschen Erhöhung der Nettoreiseausgaben beigetragen, die nahezu für die Hälfte der Verschlechterung des Saldos der unsichtbaren Leistungen in Deutschland verantwortlich waren, der von 1978 auf 1980 von \$ 14,6 auf 24,2 Mrd. anstieg. Die andere Hälfte der Verschlechterung des Defizits kam weitgehend von den erhöhten Transferzahlungen, die um \$ 5,2 Mrd. in den letzten zwei Jahren stiegen, hauptsächlich aufgrund von offiziellen Übertragungen an die Europäischen Gemeinschaften und weil 1980 den Entwicklungsländern öffentliche Forderungen in Höhe von \$ 0,8 Mrd. erlassen wurden.

Beim Kapitalverkehr (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) ergaben sich 1980 Nettozuflüsse von \$ 1 Mrd., verglichen mit einem Überschuß von \$ 2,9 Mrd. im Jahr 1979. Ein hohes Defizit in der Kapitalbilanz wurde schließlich nur durch die beträchtliche Auslandsverschuldung des öffentlichen Sektors vermieden. Die gesamten Nettokapitalimporte der öffentlichen Hand betrugen \$ 11,3 Mrd. und schließen die Plazierung von Staatspapieren in Höhe von fast \$ 13 Mrd. im Ausland ein. Rund die Hälfte dieses Betrags entfiel auf Auslandsplazierungen von Schuldscheinen durch inländische Banken, hauptsächlich in OPEC-Ländern, während die andere Hälfte sowohl auf Direktkredit aufnehmen der Bundesregierung, vor allem in Saudi-Arabien, als auch auf Käufe von Schuldscheinen des Bundes durch die US-Behörden entfiel.

Der private Kapitalverkehr mit dem Ausland bewirkte 1980 einen Nettoabfluß von \$ 10,3 Mrd., der größtenteils beim langfristigen Kapitalverkehr eintrat, nachdem 1979 netto noch \$ 3,5 Mrd. zugeflossen waren. Der wichtigste Grund für diesen Umschwung war das Entstehen eines erheblichen Zinsgefälles zwischen Deutschland und einer Anzahl anderer Länder, vor allem der außergewöhnlich starke Anstieg der Dollarzinsen. Die Auswirkungen dieser Zinsdifferenzen auf die Kapitalströme wurden durch das verminderte Vertrauen des Auslands in die D-Mark als Folge des deutschen Leistungsbilanzdefizits verstärkt. Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, war der Einfluß dieser Faktoren auf die privaten Kapitalbewegungen im ersten und vierten Quartal des vergangenen Jahres am stärksten, als das Zinsgefälle am größten war und die D-Mark an den Devisenmärkten unter starkem Druck stand.

Deutschland: Privater Kapitalverkehr mit dem Ausland 1979/80

	1979	1980	1980			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
			Milliarden US-Dollar			
Langfristiger Kapitalverkehr (netto)	6,7	- 8,0	- 2,9	- 1,2	- 0,9	- 3,0
Direktinvestitionen	- 3,5	- 3,4	- 1,2	- 0,7	- 0,4	- 1,1
Portfolioinvestitionen	1,6	- 3,7	- 1,9	- 0,3	- 0,3	- 1,2
Anderer langfristiger Kapitalverkehr	8,6	- 0,9	0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,8
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto)	- 0,4	- 0,1	- 2,5	0,2	5,6	- 3,5
Bankenbereich	2,4	- 5,2	- 5,6	0,5	2,0	- 2,1
Nichtbankenbereich	- 2,7	5,1	3,1	- 0,2	3,6	- 1,4
Restposten	- 2,9	- 2,2	- 0,9	- 0,0	- 0,1	- 1,2
Gesamter privater Kapitalverkehr (netto)	3,5	-10,3	- 6,3	- 1,0	4,6	- 7,7
Zinsdifferenz US-Dollar/DM* (Prozentpunkte)	5,0	7,4	10,0	- 0,4	4,8	7,4

Anmerkung: Durch Runden der Zahlen und die starken Wechselkursschwankungen in den Quartalen zwischen dem US-Dollar und der D-Mark können Differenzen in den Summen entstehen.

* Zinsdifferenz zwischen Eurodollarsatz und deutschem Interbanksatz im Dreimonatsbereich bei Kassatransaktionen am Ende der jeweiligen Periode.

Der Saldo im langfristigen Kapitalverkehr veränderte sich von 1979 auf 1980 von Zuflüssen in Höhe von \$ 6,7 Mrd. zu Abflüssen von \$ 8 Mrd. Der bei den Portfolioinvestitionen eingetretene Umschwung des Saldos von einem Zufluß in Höhe von \$ 1,6 Mrd. zu einem Abfluß in Höhe von \$ 3,7 Mrd. schließt ein, daß die Käufe ausländischer festverzinslicher Wertpapiere durch Gebietsansässige um \$ 2,6 Mrd. gestiegen sind, während die Anlagen Gebietsfremder in deutschen festverzinslichen Papieren um \$ 2,7 Mrd. abgenommen haben. Der andere wichtige Unterschied, der in den beiden Jahren in der Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs auftrat, bestand beim Nettokapitalverkehr der Banken (in der Tabelle in der Position „Anderer langfristiger Kapitalverkehr“ enthalten), wo es im vergangenen Jahr, nach Zuflüssen in Höhe von \$ 9,5 Mrd. im Jahr 1979, zu Abflüssen von \$ 0,5 Mrd. kam. Die langfristige Kreditgewährung deutscher Banken an Gebietsfremde war um \$ 2,2 Mrd. höher als 1979, während die langfristigen Anlagen Gebietsfremder bei deutschen Banken um \$ 7,7 Mrd. schwächer stiegen.

Die Mittelabflüsse im kurzfristigen Kapitalverkehr von netto \$ 0,1 Mrd. waren etwa ebenso hoch wie 1979. Innerhalb dieses geringen Nettosaldo ergaben sich jedoch Geldexporte der Banken von \$ 5,2 Mrd. und Geldimporte des Nichtbankensbereichs von \$ 5,1 Mrd., womit sich die Entwicklung von 1979 umkehrte. Die Geldimporte der Nichtbanken bestanden zur Hauptsache aus Euro-DM-Krediten, die bei Banken im Ausland aufgenommen wurden, wobei einige durch Mittelabflüsse aus dem deutschen Bankensystem finanziert worden sein dürften. Die Geldexporte der Banken, die sich vor allem im ersten und vierten Quartal des vergangenen Jahres ergaben, wurden durch dieselben Faktoren beeinflusst, die bei den langfristigen Kapitalbewegungen bestimmend waren. Vom Gesamtbetrag des Nettokapitalexports der Banken in Höhe von \$ 5,2 Mrd. entfielen \$ 3,9 Mrd. auf die Zunahme der Auslandsforderungen der Banken.

Im ersten Quartal 1981 war das Leistungsbilanzdefizit mit \$ 4,4 Mrd. beträchtlich höher als mit \$ 2,9 Mrd. in der entsprechenden Periode von 1980. Infolge der langfristigen Nettoauslandsverschuldung des öffentlichen Sektors und der umfangreichen kurzfristigen Nettokapitalimporte verbesserte sich jedoch die Auslandsposition (ohne SZR-Zuteilung) um \$ 1 Mrd.

Der Leistungsbilanzsaldo *Italiens* verschlechterte sich 1980 gegenüber 1979 von einem Überschuss in Höhe von \$ 5,1 Mrd. zu einem Defizit von \$ 9,9 Mrd. Das Ausmaß dieser Verschlechterung entsprach 3,7% des Bruttosozialprodukts und war das größte aller entwickelten Länder. Überdies verschlechterte sich der Leistungsbilanzsaldo vom ersten auf das zweite Halbjahr 1980, wobei das Defizit auf Jahresrate umgerechnet von \$ 8,8 auf 11 Mrd. stieg. In der Kapitalbilanz gab es 1980 einen Nettozufluss (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) von \$ 10,8 Mrd., der weitgehend durch das Bankensystem erfolgte, so daß sich insgesamt ein geringer Überschuss in der Zahlungsbilanz ergab.

Die Verschlechterung der Leistungsbilanz war nahezu vollständig auf den Warenverkehr zurückzuführen; das Defizit erhöhte sich hier von \$ 1,1 auf 15,9 Mrd. Obgleich mehr als die Hälfte dieser Veränderung das Ergebnis höherer Zahlungen für die Nettoimporte von Öl war, trat auch eine Passivierung der realen Handelsbilanz ein. Insbesondere war nach zollstatistischen Angaben das Ausfuhrvolumen um 8% niedriger als 1979 — der erste Rückgang seit 30 Jahren. Neben einem starken realen Rückgang der Automobilexporte wurden auch weniger Metallwaren, Textilien und Bekleidung ausgeführt. Die Schwäche der italienischen Ausfuhren im letzten Jahr spiegelt teilweise den Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit wider, der sich als Folge der relativ hohen inländischen Preissteigerungen ergab. Zusätzlich dürfte auch die Stärke der binnenwirtschaftlichen Expansion — die gesamte inländische Nachfrage stieg um 6½% — bewirkt haben, daß Lieferungen für die Auslandsmärkte teilweise auf den inländischen Markt umgelenkt wurden. Auf der anderen Seite der Handelsbilanz stiegen die gesamten realen Einfuhren um 2% und die Nicht-Öleinfuhren um 4%. Die gegenläufigen Veränderungen in der realen Handelsbilanz wurden durch die Verschlechterung der Terms of trade um 7% zusätzlich verstärkt, wobei die Erhöhung der Ölpreise die wichtigste Rolle spielte.

Die gesamten statistisch erfaßten Kapitalbewegungen bewirkten 1980 Nettozuflüsse von \$ 12,9 Mrd. Zwei Drittel dieser Kapitalimporte erfolgten durch die

Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden 1979/80

	Jahr	Nettoauslandsstransaktionen					
		Leistungs- bilanz	Kapital- bilanz ¹	Rest- posten	ins- gesamt	davon Veränderung der	
						offiziellen Wäh- rungs- reserven ²	Verbind- lichkeiten gegenüber aus- ländischen Währungs- behörden ³
Milliarden US-Dollar							
Belgien-Luxemburg*	1979	- 3,3	2,4	- 0,3	- 1,2	- 1,2	- 0,0
	1980	- 5,9	5,8	0,5	0,4	- 0,5	0,9
Dänemark*	1979	- 2,9	3,2	- 0,4	- 0,1	- 0,1	- 0,0
	1980	- 2,5	3,0	- 0,4	0,1	0,1	- 0,0
Deutschland (BR)	1979	- 5,3	5,7	- 2,8	- 2,4	- 3,4	1,0
	1980	-16,1	3,2	- 2,2	-15,1	-10,2	- 4,9
Finnland	1979	- 0,2	0,2	- 0,0	- 0,0	- 0,1	0,1
	1980	- 1,4	1,6	- 0,0	0,2	0,2	0,0
Frankreich	1979	1,1	- 1,5	2,3	1,9	1,7	0,2
	1980	- 7,4	8,4	5,6	6,6	8,0	- 1,4
Griechenland*	1979	- 1,9	1,3	0,5	- 0,1	- 0,1	0,0
	1980	- 2,1	2,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Großbritannien	1979	- 3,3	- 0,2	4,9	1,4	1,8	- 0,4
	1980	6,6	- 8,6	- 0,3	- 2,3	0,2	- 2,5
Irland*	1979	- 1,5	0,9	0,0	- 0,6	- 0,6	-
	1980	- 1,6	2,3	- 0,0	0,7	0,7	-
Italien*	1979	5,1	- 1,8	0,1	3,4	1,9	1,5
	1980	- 9,9	12,9	- 2,1	0,9	1,0	- 0,1
Japan	1979	- 8,8	- 6,2	2,3	-12,7	-13,9	1,2
	1980	-10,8	18,6	- 3,1	4,7	5,5	- 0,8
Jugoslawien*	1979	- 3,7	2,3	0,0	- 1,4	- 1,2	- 0,2
	1980	- 2,2	2,0 ⁴		- 0,2	0,1	- 0,3
Kanada*	1979	- 4,3	6,7	- 3,3	- 0,9	- 0,9	-
	1980	- 1,3	2,8	- 2,2	- 0,7	- 0,7	-
Niederlande*	1979	- 2,3	2,0	- 0,2	- 0,5	- 0,7	0,2
	1980	- 2,8	5,3	- 1,5	1,0	1,7	- 0,7
Norwegen*	1979	- 1,0	1,7	0,6	1,3	1,3	- 0,0
	1980	1,0	- 0,0	0,9	1,9	2,0	- 0,1
Österreich*	1979	- 1,9	0,1	0,6	- 1,2	- 1,0	- 0,2
	1980	- 3,6	3,3	2,0	1,7	1,4	0,3
Portugal	1979	- 0,0	- 0,2	0,6	0,4	0,1	0,3
	1980	- 1,1	0,2	1,3	0,4	- 0,0	0,4
Schweden	1979	- 2,7	2,0	0,0	- 0,7	0,1	- 0,8
	1980	- 5,2	5,9	- 0,8	- 0,1	0,0	- 0,1
Schweiz*	1979	2,4	-13,1	8,6	- 2,1	- 1,3	- 0,8
	1980	- 0,2	- 7,1	6,7	- 0,6	- 0,8	0,2
Spanien*	1979	1,1	4,3	- 2,0	3,4	2,9	0,5
	1980	- 5,1	5,0	- 0,6	- 0,7	- 0,7	-
Türkei	1979	- 1,2	0,5	0,6	- 0,1	- 0,1	- 0,0
	1980	- 2,7	2,8 ⁴	.	0,1	0,5	- 0,4
USA	1979	- 0,7	- 9,5	23,8	13,6	- 0,0	13,6
	1980	0,1	-43,5	35,6	- 7,8	7,0	-14,8

* Die Leistungs- und Kapitalbilanzstatistiken dieser Länder enthalten keine einbehaltenen Erträge aus Direktinvestitionen sowie deren entsprechende Wiederanlage. Im Falle Japans sind nur die wiederangelegten, nicht aber die einbehaltenen Erträge berücksichtigt.

¹ Einschließlich Transaktionen der Geschäftsbanken und – in einigen Fällen – der kompensatorischen Kreditaufnahme im Ausland zur Zahlungsbilanzfinanzierung; ohne Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden. ² Ohne Bewertungsänderungen, soweit möglich, und SZR-Zuteilungen. ³ Einschließlich Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF und EPWZ; ohne Bewertungsänderungen. ⁴ Einschließlich Restposten.

Banken, deren Nettoauslandsverschuldung um \$ 8,5 Mrd. stieg. Im Nichtbankenbereich erhöhte sich die offizielle Nettoverschuldung auf \$ 3,5 Mrd., wovon ein beträchtlicher Teil auf dem Euromarkt aufgenommen wurde. Der Restposten der Zahlungsbilanz war in Höhe von \$ 2,1 Mrd. negativ, womit der erfaßte Kapitalverkehr teilweise ausgeglichen wurde, so daß die Gesamtbilanz einen Überschuß von \$ 0,9 Mrd. aufwies, der praktisch in vollem Umfang im Zuwachs der Währungsreserven zum Ausdruck kam.

Im ersten Quartal 1981 führte ein weiteres erhebliches Leistungsbilanzdefizit zusammen mit Nettokapitalabflüssen zu einem Druck auf den Wechselkurs; am 23. März wurde daher die Lira innerhalb des Europäischen Währungssystems um 6% abgewertet. Nach vorläufigen Schätzungen betrug das Leistungsbilanzdefizit etwa \$ 3 Mrd., während die Nettokapitalexporte der Banken sich auf \$ 1,2 Mrd. beliefen und sich die Auslandsposition um \$ 4,6 Mrd. verschlechterte.

In *Frankreich* war 1980 die Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos um \$ 8,5 Mrd. nicht viel geringer als in Deutschland, obgleich das Defizit mit \$ 7,4 Mrd. noch beträchtlich kleiner war, und zwar sowohl absolut gesehen als auch im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt. Außerdem waren die Entwicklungen in der Kapitalbilanz in den beiden Ländern recht unterschiedlich. Frankreich verzeichnete Nettozuflüsse (einschließlich des Restpostens) von insgesamt \$ 14 Mrd., so daß die offiziellen Nettowährungsreserven, ohne die SZR-Zuteilung, um \$ 6,6 Mrd. stiegen.

Die Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos war vollständig dem sechsmal so großen Handelsbilanzdefizit in Höhe von \$ 12 Mrd. zuzuschreiben. Der traditionelle Überschuß bei den unsichtbaren Leistungen erhöhte sich andererseits um \$ 1,5 auf 4,6 Mrd. Auf der Basis zollstatistischer Angaben (Importe cif), die Einzelinformationen über den Warenverkehr liefern, stieg das Handelsbilanzdefizit 1980 gegenüber 1979 um \$ 13,8 Mrd., und zwar von \$ 9,7 auf 23,5 Mrd. Diese Verschlechterung ist vor allem dem Anstieg des Defizits im Energiebereich in Höhe von \$ 11,5 Mrd. zuzurechnen, wobei der Rückgang der mengenmäßigen Rohöleinfuhren um 11% durch die höheren Einfuhrpreise für Energieerzeugnisse und umfangreiche andere mengenmäßige Energieeinfuhren mehr als ausgeglichen wurde. Unter den übrigen Handelsbilanzpositionen haben sich die Nettoausfuhren von Lebensmittel- und Agrarerzeugnissen in den letzten zwei Jahren auf \$ 2,8 Mrd. vervierfacht, während der Überschuß des Warenverkehrs mit allen anderen Produkten um \$ 4,4 Mrd. zurückging. Die Gesamtausfuhren Frankreichs erhöhten sich im vergangenen Jahr real um 2%, während die Nicht-Energieeinfuhren real 15% höher waren. Das Wachstum der Nicht-Energieimporte war besonders stark bei Metallen und Metallprodukten, bei industriellen Investitions- und bei dauerhaften Konsumgütern, wo der reale Zuwachs rund 20% betrug. Die Einfuhren aus den USA und Japan stiegen 1980 um etwa ein Drittel oder mehr als zweimal so stark wie die Einfuhren aus EG-Ländern, vielleicht war das das Ergebnis des Wertverlusts der Währungen dieser zwei Länder gegenüber dem französischen Franken im Jahr 1979.

In der Kapitalbilanz stiegen die langfristigen Mittelabflüsse netto auf \$ 1,5 Mrd. Im kurzfristigen Kapitalverkehr kam es zu Nettogeldimporten durch Banken in

Höhe von \$ 7,1 Mrd. sowie zu einem Anstieg der Nettoverschuldung in Höhe von \$ 2,9 Mrd. durch den privaten Nichtbankenbereich. Ein beträchtlicher Teil des Kapitalimports durch Banken fand in Form zusätzlicher Einlagen von Gebietsfremden auf Frankenguthaben statt. Im Jahresverlauf gesehen waren die vierteljährlichen erfaßten Kapitalbewegungen in einem gewissen Ausmaß das Spiegelbild zur Entwicklung in Deutschland. Die größten Nettozuflüsse fanden mit insgesamt \$ 6,7 Mrd. im ersten und letzten Quartal von 1980 statt, als Deutschland beträchtliche private Nettokapitalabflüsse verzeichnete. Im ganzen Jahr erhöhten sich die gesamten erfaßten Nettokapitalimporte auf \$ 8,4 Mrd., und der Ausgleichsposten wies zusätzlich einen beträchtlichen Aktivsaldo von \$ 5,6 Mrd. auf.

Vorläufige Daten für das erste Quartal 1981 zeigen ein Leistungsbilanzdefizit in Höhe von \$ 2,4 Mrd., verglichen mit \$ 3,3 Mrd. in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Kapitalbilanz wies einen Überschuß von \$ 4,1 Mrd. auf, welcher nahezu vollständig auf beträchtliche Nettozuflüsse zu den Banken zurückzuführen ist; die offiziellen Nettowährungsreserven (ohne SZR-Zuteilungen und Bewertungsänderungen) stiegen um \$ 1,7 Mrd.

In den *Niederlanden* erhöhte sich 1980 das Leistungsbilanzdefizit von \$ 2,3 auf 2,8 Mrd. In der Kapitalbilanz, unter Einschluß des Ausgleichspostens, wurden Nettozuflüsse von \$ 3,8 Mrd. verzeichnet, so daß die offiziellen Nettowährungsreserven (ohne Bewertungsänderungen und die SZR-Zuteilung) um \$ 1 Mrd. wuchsen. Die Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos beruhte auf den unsichtbaren Leistungen, wo höhere Dienstleistungs- und Transferzahlungen das Defizit um \$ 0,7 Mrd. erhöhten. Andererseits verringerte sich das Außenhandelsdefizit von \$ 1,5 auf 1,3 Mrd., da die schwächere inländische Wirtschaftstätigkeit zollstatistischen Angaben zufolge zu einer Verbesserung im Handelssaldo (ohne Öl und Erdgas) in Höhe von \$ 0,8 Mrd. führte. Die Energiebilanz verschlechterte sich geringfügig, hauptsächlich weil die Preise bei Erdgas nur teilweise und mit einer Zeitverzögerung an die gestiegenen Erdölpreise angepaßt worden waren.

Die erfaßten Nettokapitalzuflüsse haben sich 1980 gegenüber 1979 mehr als verdoppelt, und zwar von \$ 2 Mrd. 1979 auf \$ 5,3 Mrd. Die langfristigen Nettoabflüsse, die 1979 auf \$ 1,4 Mrd. gestiegen waren, sind im vergangenen Jahr nahezu völlig zum Stillstand gekommen, vor allem wegen beträchtlicher Nettozuflüsse bei Portfolioinvestitionen und geringerer langfristiger Nettokapitalexporte von Privaten. Der Anstieg der statistisch erfaßten kurzfristigen Kapitalzuflüsse von \$ 3,5 Mrd. im Jahr 1979 auf \$ 5,3 Mrd. 1980 war vor allem auf die Zunahme der Nettogeldimporte von Banken um \$ 1,8 auf 5,5 Mrd. zurückzuführen, was zu einer Fremdwährungsschuldnerposition führte. Wie in Frankreich waren die Nettomittelzuflüsse im ersten und vierten Quartal des Jahres am stärksten, als erhebliche Nettoabflüsse aus Deutschland zu registrieren waren.

In der *Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion* erhöhte sich das Leistungsbilanzdefizit von 1979 auf 1980 von \$ 3,3 auf 5,9 Mrd., womit es zuletzt 5 % des Bruttosozialprodukts ausmachte. Der Passivsaldo wurde im wesentlichen durch Nettokapitalimporte des öffentlichen Sektors in Höhe von \$ 5,1 Mrd. finanziert. Davon entfielen \$ 4,2 Mrd. auf eine kompensatorische Verschuldung, teilweise in Form einer Kreditaufnahme des Staates in ausländischer Währung beim inländi-

schen Bankensystem und teilweise durch im Ausland von Kapitalsammelstellen des öffentlichen Sektors aufgenommene Darlehen. Zusätzlich fanden private Nettokapitalimporte (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) in Höhe von \$ 1,2 Mrd. statt, darunter Nettogeldimporte von Banken in Höhe von \$ 1 Mrd., so daß sich die offizielle Nettowährungsposition (ohne SZR-Zuteilung) 1980 um \$ 0,4 Mrd. verbesserte.

Das Defizit im Warenhandel erhöhte sich im letzten Jahr von \$ 5 auf 6,3 Mrd., und der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen sank um \$ 1,3 auf 0,4 Mrd. In der Handelsbilanz verschlechterte sich zollstatistischen Angaben zufolge der Saldo der Transaktionen beim Erdöl um \$ 1,5 Mrd., während der Nichtölbereich der Handelsbilanz sich etwas verbesserte. Die drei Hauptmerkmale der starken Reduzierung des Überschusses bei den unsichtbaren Leistungen waren geringere Nettoeinnahmen für Dienstleistungen, die in Zusammenhang mit dem Warenhandel stehen, ein Umschwung von einem Nettozugang zu einem Nettoabfluß bei den Kapitalerträgen im Gefolge der höheren Zinszahlungen für die Auslandsverschuldung sowie eine Erhöhung des Defizits bei den öffentlichen Übertragungen.

Wie in Belgien-Luxemburg trat auch in *Schweden* im Jahr 1980 gegenüber 1979 eine beträchtliche Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos ein, und zwar erhöhte sich das Defizit von \$ 2,7 Mrd. im Jahr 1979 auf \$ 5,2 Mrd. im vergangenen Jahr; dies entsprach 4,2% des Bruttosozialprodukts. Wie in Belgien wurde das Defizit überwiegend durch eine langfristige Neuverschuldung des Staates im Ausland finanziert, die \$ 5 Mrd. erreichte. Der übrige Kapitalverkehr, unter Einschluß des Restpostens, ergab einen Nettozufluß von \$ 0,1 Mrd., und die Auslandsposition ging (ohne Bewertungsänderungen und SZR-Zuteilung) um \$ 0,1 Mrd. zurück.

Im Warenverkehr mit dem Ausland gab es einen Umschwung von einem Aktivsaldo in Höhe von \$ 0,8 Mrd. zu einem Passivsaldo von \$ 0,3 Mrd. Die Nettoerdölimporte stiegen um \$ 1,2 Mrd., wobei die höheren Ölpreise teilweise durch ein geringeres Einfuhrvolumen kompensiert wurden. Die Handelsbilanz (ohne Öl) war wenig verändert. Eine Verbesserung der Terms of trade, die auf die Festigung der schwedischen Krone zurückzuführen ist, wurde durch eine verschlechterte Volumensposition (netto) zunichte gemacht. Der Außenhandel wurde durch langandauernde Arbeitskämpfe im zweiten Quartal ungünstig beeinflusst, die die Industrieproduktion schätzungsweise um rund 2% verringert haben dürften. Das Defizit der Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen erhöhte sich um \$ 1,4 auf 4,9 Mrd. Die Hälfte betraf die Verschlechterung der Kapitalertragsbilanz, worin zu einem Großteil die höheren Aufwendungen für die Bedienung der Auslandschulden ihren Niederschlag fanden.

In der *Schweiz* verschlechterte sich 1980 gegenüber 1979 der Leistungsbilanzsaldo von einem Überschuß in Höhe von \$ 2,4 Mrd. auf ein leichtes Defizit von \$ 0,2 Mrd. Gleichzeitig gab es jedoch eine sogar noch größere Gegenbewegung in der Kapitalbilanz, wo die gesamten Nettoabflüsse (einschließlich der statistischen Differenz) von \$ 4,5 auf 0,4 Mrd. fielen. Der letztjährige Rückgang der offiziellen Nettoauslandsaktiva (einschließlich Dollarswaps mit den Geschäftsbanken) in Höhe von \$ 0,6 Mrd. war deshalb beträchtlich niedriger als die Abnahme 1979 (\$ 2,1 Mrd.).

Die Verschlechterung in der Leistungsbilanz fand 1980 trotz eines um \$ 2 auf 6,7 Mrd. gestiegenen Überschusses bei den unsichtbaren Leistungen statt, der sich durch höhere Einnahmen aus dem Reiseverkehr, aus Kapitalerträgen und anderen Dienstleistungen ergab. Das Defizit im Warenverkehr erhöhte sich von \$ 2,3 auf 6,9 Mrd. außerordentlich stark; zu einem beträchtlichen Teil war dies das Ergebnis der starken binnenwirtschaftlichen Nachfrage. Die realen Importe im Nichtölbereich (ohne die auf Sondereinflüsse zurückzuführenden Positionen) waren 9% höher als 1979, während das Volumen der Öleinfuhren nur um 2% sank; das war ein geringerer Rückgang als in den meisten anderen Industrieländern. Die realen Ausfuhren, ebenfalls ohne Sondereinflüsse gerechnet, stiegen um 5%; angesichts der Schwäche des Welthandels war das ein beachtliches Ergebnis, das zweifellos in Zusammenhang mit den Verbesserungen in der Wettbewerbsposition gesehen werden muß, die seit Ende 1978 erzielt worden waren.

In der Kapitalbilanz verringerten sich 1980 gegenüber 1979 die statistisch erfaßten Nettoabflüsse von \$ 13,1 auf 7,1 Mrd. Dies war hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß die Nettoauslandsaktiva des schweizerischen Bankensystems, die 1979 um \$ 7 Mrd. gestiegen waren, sich im vergangenen Jahr nur sehr wenig veränderten. Die Bruttoauslandsforderungen der Banken waren um \$ 3,5 Mrd. schwächer gestiegen als 1979 — zweifelsohne teilweise wegen der kräftigen Expansion der inländischen Kreditgewährung —, während ihre Auslandsverbindlichkeiten um \$ 3,4 Mrd. stärker stiegen als im Vorjahr, was in gewissem Umfang auf die Aufhebung der Beschränkungen bezüglich der Verzinsung ausländischer Guthaben in Schweizer Franken zurückzuführen war. Im Nichtbankenbereich stiegen die erfaßten Nettokapitalexporte 1980 gegenüber 1979 von \$ 6,1 auf 7,1 Mrd., worin ein Anstieg der Anlagen im Ausland in langfristigen Schuldverschreibungen und Schuldscheinen zum Ausdruck kommt. Der Rückgang der erfaßten Nettokapitalexporte wurde teilweise kompensiert durch die Verringerung des positiven Saldos der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen von \$ 8,6 auf 6,7 Mrd.

Bereits im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr wurde die Höhe der Nettokapitalexporte der Banken, und damit auch die Bewegung der offiziellen Währungsreserven, beträchtlich durch zunehmende Dollarswapgeschäfte der Geschäftsbanken mit der Schweizerischen Nationalbank beeinflusst. Nach einem Anstieg von \$ 2,9 Mrd. im Jahr 1979 erhöhten sich die Swapsalden 1980 um \$ 3,2 Mrd. Gegen Ende 1980 beliefen sich die Dollarbestände, die von der Schweizerischen Nationalbank im Rahmen von Swapgeschäften mit Geschäftsbanken erworben wurden, auf einen Gesamtbetrag von \$ 7,6 Mrd., das ist die Hälfte der gesamten offiziellen Devisenreserven.

Der Leistungsbilanzsaldo *Kanadas* wies 1980 eine beträchtliche Verbesserung auf; das Defizit verringerte sich von \$ 4,3 auf 1,3 Mrd. Allerdings gingen die gesamten erfaßten Nettokapitalimporte noch mehr zurück, nämlich von \$ 6,7 auf 2,8 Mrd., vor allem wegen des hohen Zinsniveaus in den USA. Außerdem gab es statistisch nicht erfaßte Kapitalabflüsse von \$ 2,2 Mrd. Die Gesamtbilanz *Kanadas* wies deshalb ein geringes Defizit von \$ 0,7 Mrd. auf.

Die Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos auf das kleinste Defizit seit sechs Jahren war im wesentlichen der Verdoppelung des Außenhandelsüberschusses von \$ 3,4 auf 6,8 Mrd. zuzuschreiben. Der einzige wichtige Bereich, in dem die Han-

delsbilanz sich im vergangenen Jahr verschlechterte, betraf Rohöl und Erdgas, wo der 1979 erzielte Überschuß von \$ 0,9 Mrd. verschwand, da höhere Erdgaslieferungen durch die wachsenden Zahlungen für Rohöl mehr als kompensiert wurden. Andererseits stiegen die wertmäßigen Weizenexporte wegen der günstigen Mengen- und Preisentwicklungen um \$ 1,4 Mrd. Das Handelsdefizit gegenüber den USA im Automobilsektor verringerte sich um \$ 0,8 Mrd., da die Importe in diesem Bereich aus den USA nach Kanada niedriger waren. Die restliche Handelsbilanz wies einen ausgeprägten Anstieg des Aktivsaldos von \$ 3,2 auf 5,3 Mrd. aus. Dies bringt zum einen die Verbesserung der internationalen Wettbewerbsposition Kanadas nach dem Kursrückgang des kanadischen Dollars in den Jahren 1977 und 1978 zum Ausdruck, ist zum anderen aber auch ein Zeichen für die Abschwächung des inländischen Wirtschaftswachstums. Die reale Steigerung der Einfuhren, ohne Automobilimporte aus den USA und ohne Erdöl, schwächte sich in den Jahren 1979 und 1980 von 11 auf 3% ab, und obgleich auch das reale Exportwachstum niedriger war als 1979 — ohne Automobilexporte nach den USA, Weizen, Öl und Erdgas —, erhöhte es sich doch real um 6%. Das Defizit in der Leistungsbilanz war ohne Warenverkehr mit \$ 8,1 Mrd. geringfügig höher als 1980, da die Zins- und Dividendenzahlungen netto um \$ 0,2 auf insgesamt 4,8 Mrd. anstiegen.

Die bedeutsamste Entwicklung in der Kapitalbilanz war 1980 der Rückgang der kurzfristigen Nettogeldimporte von \$ 4,3 auf 1,6 Mrd., der vor allem deshalb eintrat, weil die kurzfristigen Zinssätze in Kanada während des vergangenen Jahres weniger stiegen als in den USA. Tatsächlich waren die für kurzfristige Kapitalanlagen in Kanada zu erzielenden Zinsen mitunter niedriger als diejenigen für vergleichbare US-Dollar-Wertpapiere. Die langfristigen Kapitalimporte sind netto von \$ 2,4 auf 1,2 Mrd. zurückgegangen, da die Bundesregierung die internationalen Kapitalmärkte im Gegensatz zu 1979, als sie noch \$ 1,4 Mrd. aufgenommen hatte, nicht beanspruchte. Die Erhöhung der Nettokäufe kanadischer langfristiger Wertpapiere durch Gebietsfremde im Umfang von \$ 1,5 Mrd. wurde durch den Anstieg der Nettoabflüsse bei Direktinvestitionen und anderen langfristigen Transaktionen ausgeglichen. Ohne die SZR-Zuteilung und die Erhöhung der Währungsreserven um \$ 0,7 Mrd. durch Zuführung der Erlöse aus Goldverkäufen der Regierung sind die offiziellen Nettoauslandsaktiva um \$ 0,7 Mrd. zurückgegangen.

Das aggregierte Leistungsbilanzdefizit der *entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz* erhöhte sich 1980 um \$ 10,5 auf 24,1 Mrd. Das Außenhandelsdefizit dieser Ländergruppe stieg von \$ 24,6 auf 32,5 Mrd., und gleichzeitig ging der Überschuß der unsichtbaren Leistungen von \$ 11 auf 8,4 Mrd. zurück. Bei weitem die stärkste Verschlechterung in der Leistungsbilanz wies Spanien auf, wo der Überschuß in Höhe von \$ 1,1 Mrd. in ein Defizit von \$ 5,1 Mrd. umschlug. Da die mengenmäßigen Erdöleinfuhren nicht zurückgingen, war der Umschwung in der spanischen Leistungsbilanz hauptsächlich der Erhöhung der Ölrechnung um \$ 5 Mrd. zuzuschreiben. Die Leistungsbilanzdefizite Australiens und Österreichs erhöhten sich ebenfalls von \$ 2 bzw. 1,9 Mrd. auf \$ 3,7 bzw. 3,6 Mrd., während die Defizite Finnlands und der Türkei von \$ 0,2 bzw. 1,2 Mrd. auf \$ 1,4 bzw. 2,7 Mrd. stiegen. Andererseits bewirkten die höheren Ölpreise, daß sich die Leistungsbilanz Norwegens um \$ 2 Mrd. verbesserte, während in Dänemark und Jugoslawien geringere Defizite als 1979 zu verzeichnen waren.

Die aggregierten Kapitalimporte dieser Länder glichen, wie schon 1979, die Leistungsbilanzdefizite mehr als aus, so daß die gesamten Währungsreserven dieser Gruppe (ohne Gold) um \$ 4,3 Mrd. stiegen. Darüber hinaus war das Wachstum der Kapitalimporte im vergangenen Jahr kräftiger als der Anstieg des Leistungsbilanzdefizits, so daß der gesamte Devisenzuwachs um \$ 2,1 Mrd. höher war als 1979. Die zusätzlichen Kapitalimporte resultierten in beträchtlichem Umfang aus dem stärkeren Rückgriff dieser Länder auf das internationale Bankensystem. Die gesamte Nettokreditaufnahme bei Geschäftsbanken in der Zehnergruppe und der Schweiz sowie bei Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen im karibischen Raum und Fernen Osten stieg 1980 auf \$ 11 Mrd., doppelt so stark wie 1979. Die Gesamtsumme der durch Wertpapierverkäufe auf dem internationalen Markt aufgenommenen Mittel war mit \$ 7 um 1 Mrd. niedriger als 1979. Hinsichtlich der Transaktionen mit dem Internationalen Währungsfonds ergab sich für die Gruppe insgesamt kein Nettorückgriff auf IWF-Kredite im Jahr 1980, da umfangreiche Nettoziehungen der Türkei (\$ 0,5 Mrd.) und Jugoslawiens (\$ 0,4 Mrd.) durch Rückzahlungen von Australien, Neuseeland, Südafrika, Griechenland und Portugal ausgeglichen wurden.

Zahlungsbilanzentwicklungen bei den öleinführenden Entwicklungsländern

Das Handelsbilanzdefizit der ölimportierenden Entwicklungsländer stieg im letzten Jahr um schätzungsweise \$ 15 auf insgesamt 48 Mrd. Volumenmäßig verbesserte sich die Handelsbilanz, da die gesamten Exporte um 8½ % gewachsen sind, das ist etwa genau soviel wie 1979, während sich das Wachstum der Importe von 12 auf 6 % abgeschwächt hat. Die Exporterlöse sind zwar infolge eines Anstiegs der Durchschnittswerte der Ausfuhr um 14 % gestiegen, jedoch haben sich die Durchschnittswerte der Einfuhr ebenfalls um 21 % erhöht, so daß sich die Terms of trade um 6 % verschlechterten und damit die günstige reale Entwicklung der Handelsbilanz mehr als nur wettmachten. Zusätzlich zu dem Anstieg des Handelsbilanzdefizits erhöhte sich das Defizit dieser Ländergruppe bei den Dienstleistungen und Übertragungen von \$ 6 auf 13 Mrd. Dies ist auf das weitere Wachstum der Auslandsverschuldung dieser Länder und den steilen Anstieg der Zinssätze auf den internationalen Finanzmärkten im letzten Jahr zurückzuführen. Bei der langfristigen Auslandsverschuldung allein erhöhte sich die Zinsbelastung der ölimportierenden Entwicklungsländer zwischen 1978 und 1980 Schätzungen zufolge um rund \$ 14 Mrd., dies ist eher etwas mehr, als das Wachstum ihres gemeinsamen Defizits bei den unsichtbaren Leistungen in diesen zwei Jahren ausmachte.

Die statistisch erfaßten Kapitalimporte in die öleinführenden Entwicklungsländer erhöhten sich 1980 weit weniger als das Leistungsbilanzdefizit, und zwar von \$ 53 auf 65 Mrd., so daß die zusammengefaßten Währungsreserven dieser Länder (ohne Gold), die 1979 noch um \$ 9,5 Mrd. zugenommen hatten, einen leichten Rückgang von fast \$ 1 Mrd. im letzten Jahr aufwiesen. Die Nettozuflüsse infolge von Direktinvestitionen sind im letzten Jahr um etwa \$ 6 Mrd. gestiegen, das ist soviel wie 1979, gleichzeitig ist jedoch die Auslandsverschuldung beträchtlich angewachsen. Von offiziellen Kreditgebern, unter Einschluß internationaler Institutionen, wurden Schätzungen zufolge 1980 gegenüber 1979 um \$ 7 Mrd. mehr Mittel

aufgenommen, so daß diese Kreditaufnahme auf insgesamt \$ 18 Mrd. gestiegen ist. Die Nettobeanspruchung des IWF (inklusive Ausleihungen im Rahmen des Treuhandfonds) betrug im letzten Jahr \$ 3,4 Mrd., verglichen mit \$ 1,1 Mrd. 1979. Die Bruttoausleihungen von Geschäftsbanken der Zehnergruppe und der Schweiz und die der Niederlassungen der Banken der USA in den Offshore-Zentren der Karibik und des Fernen Ostens betrugen \$ 37,6 Mrd. im Vergleich zu \$ 35 Mrd. ein Jahr zuvor, wobei diesmal ein größerer Teil als früher in der Form kurzfristiger Kredite anstelle von langfristigen Konsortialkrediten aufgenommen wurde.

Die Zahlungsbilanzen der OPEC-Länder und die Anlage des OPEC-Überschusses

Der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder ist 1980 Schätzungen zufolge von \$ 65 auf 108 Mrd. gestiegen, und zwar trotz eines signifikanten Rückgangs des volumenmäßigen Erdölexports und eines realen Anstiegs der Importe der OPEC-Länder. Volumenmäßig trat die größte Veränderung auf der Importseite ein, wo ein Rückgang von 12% im Jahr 1979, der im wesentlichen auf die Unterbrechung der Verkäufe nach dem Iran zurückging, einem Anstieg von 16% im letzten Jahr gegenüberstand. Auf der Exportseite steht der Rückgang des letzten Jahres von 13% einem geringfügigen Anstieg von 1979 gegenüber. Die Zahlen der Tabelle „Welt-handel“ auf S. 83 zeigen eine Abnahme des Handelsbilanzüberschusses der OPEC zwischen dem ersten und zweiten Halbjahr des letzten Jahres, und zwar von \$ 85 auf 79 Mrd., wobei diese Entwicklung zweifellos ohne den Kriegsausbruch zwischen dem Irak und dem Iran, der das Wachstum der gesamten OPEC-Importe verlangsamt hatte, noch stärker ausgefallen wäre, während andererseits das geringere Ausmaß der Erdölversorgung durch diese beiden Länder zum größten Teil durch Produktionserhöhungen der anderen OPEC-Länder ausgeglichen wurde.

Die zur Verfügung stehenden Daten weisen einen Anstieg der statistisch erfaßten Auslandsinvestitionen der OPEC-Länder im Verlauf von 1980 in Höhe von \$ 87 Mrd. aus, wobei diese Mittel gleichmäßig auf kurzfristige Anlagen in Form von Bankeinlagen und Geldmarktpapieren sowie langfristigen Plazierungen aufgeteilt wurden. Das Muster der statistisch erfaßten Zuwächse der Auslandsanlagen der OPEC-Länder im letzten Jahr weist zwei Unterschiede zu 1979 auf. Erstens war der Anteil der neuen langfristigen Anlagen, der sich auf mehr als 50% beläuft, fast doppelt so groß wie ein Jahr vorher. Zweitens traten bemerkenswerte Umschichtungen in der regionalen Verteilung der lang- und kurzfristigen Investitionen in den Industrieländern auf. Während neue kurzfristige Anlagen in Großbritannien 1980 etwa in derselben Höhe wie 1979 getätigt wurden, wurden 1980 in den USA kaum kurzfristige Plazierungen vorgenommen, dagegen sind die kurzfristigen Aktiva, die in anderen Industrieländern unterhalten werden, beträchtlich angestiegen. Im Endergebnis ist dieser Anteil der „Anderen Industrieländer“ an den gesamten kurzfristigen Anlagen der OPEC-Mittel von 43% 1979 auf 62% 1980 angestiegen. Die statistisch erfaßten langfristigen Anlagen der OPEC-Mittel erhöhten sich von \$ 17,4 Mrd. 1979 auf \$ 44,5 Mrd. 1980. Davon entfielen \$ 2 Mrd. auf Kapitalanlagen in Großbritannien; der Großteil der langfristigen Anlagen wurde in den USA getätigt, wo 1979 die langfristigen Aktiva der OPEC-Länder leicht zurückgegangen waren, und

Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der OPEC-Länder
1974/75 und 1979/80 (Schätzung)¹

	1974	1975	1979	1980
	Milliarden US-Dollar			
Statistisch erfaßter, anlagefähiger Überschuß	53,2	35,2	60,6	87,0
Kurzfristige Anlagen	36,6	9,5	43,2	42,5
davon:				
in den USA ²	9,4	1,1	8,3	0,2
in Großbritannien ²	18,2	3,4	16,2	16,1
(darunter: Euromarktanlagen)	(13,8)	(4,1)	(14,8)	(14,8)
in den anderen Industrieländern ³	9,0	5,0	18,7	26,2
Langfristige Anlagen	16,6	25,7	17,4	44,5
davon:				
in den USA	2,3	8,5	— 1,5	14,3
in Großbritannien	2,8	0,9	1,0	2,0
in den anderen Industrieländern	3,1	5,8	8,7	16,7
bei internationalen Organisationen ⁴	3,5	4,0	— 0,4	4,9
in Entwicklungsländern	4,9	6,5	9,6	6,6

Quelle: Bank von England.

¹ Die Differenz zwischen der Leistungsbilanzposition und den statistisch erfaßten Auslandsanlagen beruht, neben Fehlern im Meldewesen, auf Kreditaufnahmen der OPEC-Länder (netto), Zuflüssen aus Direktinvestitionen, Handelskrediten und anderen statistisch nicht aufliegender Kapitalbewegungen. ² Einschließlich Bank- und Geldmarkteinlagen. ³ Nur Bank-einlagen. ⁴ Weltbank und IWF.

in den übrigen Industrieländern, wo die Zuflüsse mit \$ 16,7 Mrd. fast doppelt so groß waren wie 1979.

Faßt man die kurz- und langfristigen Kapitalanlagen zusammen, so ist jener Betrag, der in den Industrieländern (ohne USA und Großbritannien) angelegt worden war, von \$ 27,4 Mrd. 1979 auf \$ 42,9 Mrd. 1980 gestiegen. Die größere Inanspruchnahme der Finanzmärkte dieser anderen Länder, die alle Leistungsbilanzdefizite aufwiesen, bedeutete, daß ein größerer Anteil des anlagefähigen Überschusses der OPEC-Länder direkt in die Defizitländer zurückgeschleust worden war. Dies galt jedoch nicht für die defizitären Entwicklungsländer. Die statistisch erfaßten langfristigen Kapitalanlagen in diese Länder sind sogar im letzten Jahr zurückgegangen. Selbst wenn man noch die Anlagen bei internationalen Organisationen hinzurechnet, die wahrscheinlich einen Großteil an die Entwicklungsländer weitergegeben haben, ergibt sich nur ein sehr mäßiger Anstieg der Zuflüsse von OPEC-Mitteln in die Entwicklungsländer.

Vergleicht man noch die Verteilung der statistisch erfaßten Anlagen der OPEC-Überschüsse von 1974/75 mit jener von 1979/80, so kann man zwei Trends beobachten. Erstens ist der Anteil der Industrieländer an den Gesamtanlagen der OPEC von 79% in der vorangegangenen Periode auf 86% 1979/80 angestiegen. Zweitens war ein klarerer Trend in Richtung größerer regionaler Diversifizierung bei den Kapitalinvestitionen in den Industrieländern erkennbar. Der Anteil der Aktiva, die die USA und Großbritannien hereinnehmen konnten, fiel zwischen diesen beiden Perioden von 24 auf 14% bzw. von 29 auf 24%, während die Kapitalinvestitionen der OPEC-Länder in den anderen Industrieländern von 26 auf 48% des gesamten anlagefähigen Überschusses stiegen.

VI. INTERNATIONALE KREDIT- UND ANLEIHEMÄRKTE

Die internationalen Finanzmärkte verzeichneten 1980 ein lebhaftes Wachstum. Vor dem Hintergrund ungewöhnlich hoher und stark schwankender Zinssätze beim US-Dollar, von Unruhen auf den Devisenmärkten und ausgeprägten wirtschaftlichen und politischen Ungewißheiten, fungierte der internationale Bankenapparat weiterhin als ein wichtiger Anlagemarkt für die Überschüsse der OPEC und als bedeutende Quelle für Kredite, und zwar sowohl für die Industrieländer als auch, nach einigem Zögern während des ersten Teils des Jahres, für die Entwicklungsländer. Wenn auch einzelne Kreditnehmer die Märkte eher weniger entgegenkommend fanden, so blieben doch generell die Kreditbedingungen freundlich, die Banken verfügten reichlich über Mittel, und es gab wenig Anzeichen für eine generelle Wachstumsverlangsamung der Märkte. Dieses Kapitel gibt, neben der Darstellung dieser Entwicklungen, einen Überblick über die wichtige Rolle des internationalen Bankensystems beim Recycling seit 1974 und schätzt die Zukunftsperspektiven für die Beibehaltung dieser Funktion ein.

Gesamteindruck

Die Auslandsforderungen der Banken der Zehnergruppe, der Schweiz, Österreichs, Dänemarks und Irlands sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen im karibischen Raum und Fernen Osten erhöhten sich im letzten Jahr — zu aktuellen Dollarkursen bewertet — um \$ 212 Mrd. und damit um etwas weniger als 20% auf insgesamt \$ 1 323 Mrd., verglichen mit einer Zunahme von \$ 218 Mrd. oder 24% im Jahr davor. Da jedoch der höhere Dollarkurs auf den laufenden Dollarwert der Forderungen der Banken in Währungen wie der D-Mark und dem Schweizer Franken drückte, lassen diese Zahlen das Wachstum von 1980 zu niedrig erscheinen, während 1979 die Wechselkursentwicklungen den Zuwachs übertrieben hatten. Darüber hinaus waren die Gesamtzahlen 1980 etwas weniger als 1979 durch Doppelzählungen, die aus der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken resultieren, aufgebläht worden. Wenn man diese Einflüsse ausschließt, kann das Wachstum der Kreditvergabe des internationalen Bankensystems 1980 auf rund \$ 165 Mrd. bzw. 26% veranschlagt werden, was etwas über der Schätzung von \$ 125 Mrd. oder 24% für das Jahr 1979 liegt.

Das Volumen der Neuemissionen auf dem internationalen Anleihemarkt erhöhte sich um \$ 4,7 auf 22,5 Mrd. Die Auslandsbegebungen auf den nationalen Märkten scheinen dagegen von inversen Renditenkurven, stark schwankenden Zinssätzen und Ungewißheiten bezüglich der Wechselkursentwicklung beeinflusst worden zu sein, so daß ihr Volumen um rund \$ 4,2 auf 15,8 Mrd. zurückging. Im Endergebnis ist demnach das Gesamtvolumen der neu begebenen internationalen Anleihen mehr oder weniger unverändert geblieben. Nach Abzug der Tilgungen früherer Anleihen sowie der Doppelzählungen, die auf von den Banken selbst begebene oder

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

Kreditgeber	Veränderung			Stand Ende 1980
	1978	1979	1980	
	Milliarden US-Dollar			
Banken in den berichtenden europäischen Ländern ¹	+ 145,2	+ 164,6	+ 126,9	902,9
davon in Fremdwährung (Euromarkt)	+ 117,2	+ 137,7	+ 111,5	751,2
Banken in Kanada und Japan	+ 16,2	+ 15,1	+ 30,1	101,2
Banken in den USA	+ 38,2	+ 16,8	+ 40,9	176,9
Niederlassungen von US-Banken an Offshore-Finanzplätzen ²	+ 15,4	+ 21,1	+ 14,5	142,1
Insgesamt	+ 215,0	+ 217,6	+ 212,4	1 323,1
abzüglich Doppelzahlungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken	105,0	87,6	67,4	513,1
abzüglich Auswirkungen von Wechselkursveränderungen	20,0	5,0	- 20,0	.
A = neue internationale Ausleihungen der Banken (netto) ³	90,0	125,0	165,0	810,0
Emissionen von Euroanleihen und Auslandsanleihen	37,5	37,8	38,3	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufe ⁴	8,5	9,3	9,3	.
B = neue internationale Finanzierung durch Anleihen (netto)	29,0	28,5	29,0	.
A + B = neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt	119,0	153,5	194,0	.
abzüglich Doppelzahlungen ⁵	6,0	7,5	8,0	.
Neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt (netto)	113,0	146,0	186,0	.

¹ Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, die Niederlande, Österreich, Schweden und die Schweiz. ² Bahamas, Kaimaninseln, Panama, Hongkong und Singapur. ³ Berechnet zu konstanten Wechselkursen bei Periodenende; 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, Fremdwährungsgelder unmittelbar an inländische Kunden auszuleihen; 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 Doppelzahlungen in diesen Schätzungen nicht ganz ausschließen läßt, ist andererseits festzustellen, daß die Statistiken Lücken aufweisen und daß die derzeit vorliegenden Zahlen nicht die gesamten internationalen Ausleihungen der Banken erfassen. ⁴ Diese Zahlen beruhen auf sehr groben Schätzungen 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 über 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.

gehaltene Schuldverschreibungen zurückgehen, können die im letzten Jahr von den internationalen Anleihemärkten zusätzlich bereitgestellten Finanzierungsmittel auf \$ 21 Mrd. geschätzt werden, so daß sich 1980 das gesamte internationale Kreditwachstum auf rund \$ 186 Mrd. belief.

Was den Bankensektor betrifft, so wiesen die Auslandsforderungen der Banken in Japan, Kanada und den USA im letzten Jahr besonders starke Zuwachsraten von 45, 39 bzw. 30% auf. In den europäischen berichtenden Ländern verlangsamte sich das Wachstum der Forderungen der Banken von 27% im Jahr 1979 auf 16%,

wobei deren Anteil am gesamten Zuwachs der Auslandsforderungen von 76 auf 60% zurückging; allerdings trugen Wechselkurseffekte zu diesem Rückgang bei. Ein mit 11% relativ geringes Wachstum der Aktiva verzeichneten die Offshore-Niederlassungen der US-Banken im karibischen Raum und Fernen Osten. Die Auslandsforderungen der anderen Banken an diesen Offshore-Finanzplätzen sowie der Banken in den Offshore-Zentren, die nicht in der Statistik der BIZ erfaßt sind, scheinen weiterhin sehr rasch expandiert zu haben und könnten schätzungsweise noch zusätzlich \$ 40 Mrd. zu dem Forderungswachstum der berichtenden Banken von \$ 212 Mrd. hinzugefügt haben.

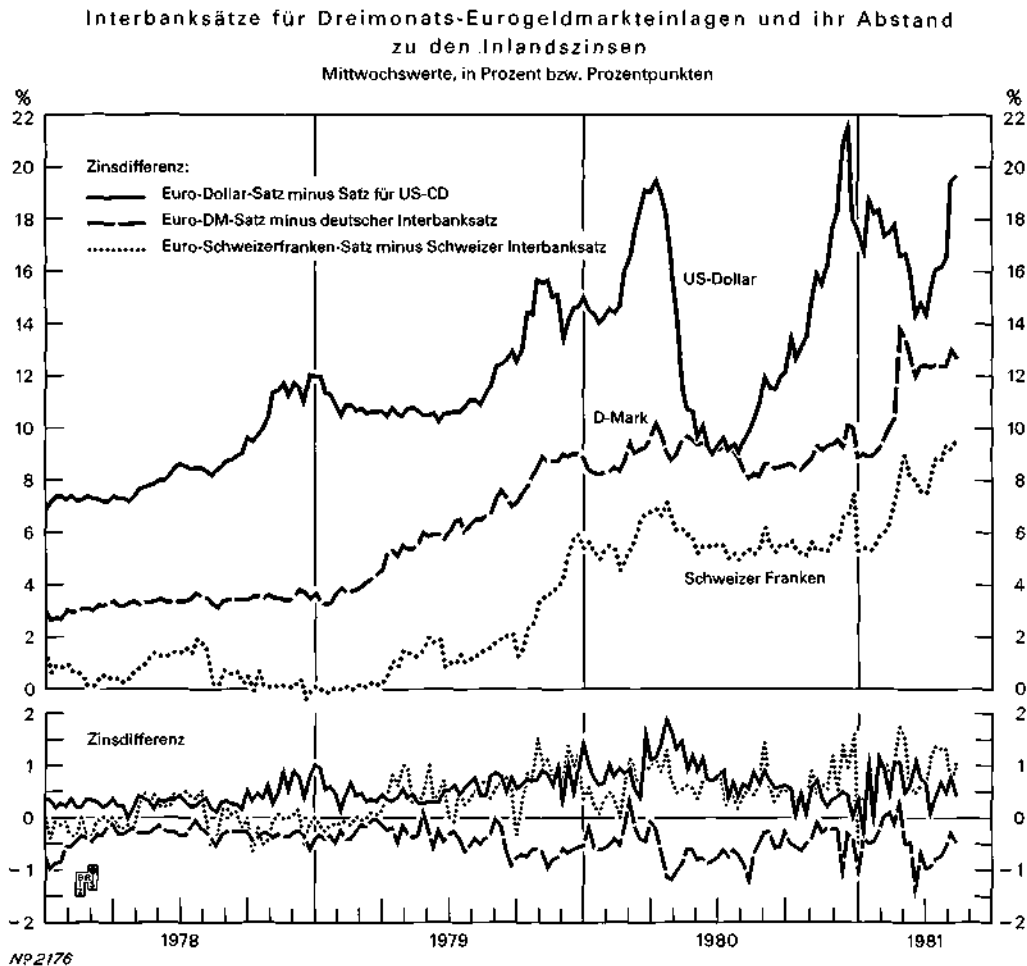
Wesentliche Einflüsse

Das rasche Wachstum der internationalen Bankkredite im letzten Jahr war auch diesmal von keiner generellen Verhärtung der Marktbedingungen begleitet. Die 1980 zeitweise sehr hohen Dollarzinsen im kurzfristigen Bereich spiegelten im wesentlichen geldpolitische Entwicklungen in den USA wider und waren kein Anzeichen für eine Verknappung des Kapitalangebots auf den internationalen Kreditmärkten. Wenn auch einige Kreditnehmer, die unter einer erheblichen Verschlechterung ihrer Zahlungsbilanzposition litten, die Märkte weniger offen fanden, so warben die Banken doch weiterhin um erste Adressen, und die Zinsaufschläge, die solchen Kreditnehmern berechnet wurden, blieben auf dem im Verlauf von 1979 beobachteten niedrigen Niveau oder verringerten sich sogar noch etwas. Es bestand kein Mangel an für neue Kreditvergaben zur Verfügung stehenden Mitteln, und die expansiven Einflüsse an den internationalen Finanzmärkten scheinen auf der Kapitalangebotsseite zumindest ebenso stark wie auf der Verwendungsseite gewesen zu sein.

Betrachtet man zuerst die Herkunftsseite, so erwies sich einmal mehr der hohe OPEC-Überschuß, der sich um annähernd \$ 45 Mrd. auf schätzungsweise \$ 110 Mrd. weiter erhöhte, als der wesentlichste expansive Faktor. Bereinigt um den Einfluß der Wechselkursbewegungen beliefen sich die statistisch erfaßten Neueinlagen der OPEC-Länder bei den berichtenden Banken auf \$ 41,5 Mrd., das sind \$ 4,5 Mrd. mehr als 1979. Die Tatsache, daß dieser Zuwachs wesentlich geringer als die Ausweitung des OPEC-Überschusses ausfiel, mag nicht nur auf einen Wechsel der Anlagepolitik der OPEC-Länder hin zu eher längerfristigen Plazierungen zurückzuführen sein, sondern ebenso auf Befürchtungen seitens der Banken, allzusehr von dieser Quelle der Mittelbeschaffung abhängig zu werden.

Eine zweite wichtige Quelle neuer Mittel waren die Banken in den USA, deren Auslandsforderungen verstärkt von etwa \$ 17 auf 41 Mrd. im Jahr zunahmen. Dieser Anstieg ging mit einem scharfen Rückgang ihrer Auslandsverbindlichkeiten einher, so daß die Banken in den USA, die 1979 netto noch insgesamt \$ 21 Mrd. an Mitteln im Ausland aufgenommen hatten, 1980 netto Kapital in Höhe von rund \$ 33 Mrd. exportierten. Es kann kaum ein Zweifel darüber bestehen, daß dieser Umschwung in Höhe von \$ 54 Mrd., der sogar die Zunahme des OPEC-Überschusses übertraf, im letzten Jahr einer der wichtigsten Gründe für die anhaltend gespannte Verfassung der internationalen Kapitalmärkte und für das generelle Ausbleiben von Außenfinanzierungsproblemen bei den Nicht-OPEC-Ländern war.

Drittens trugen das hohe Zinsniveau bei Euromarkteinlagen sowie ein steilerer Verlauf der inversen Renditenkurven und die damit in Zusammenhang stehende Verunsicherung der Anleihemärkte dazu bei, daß ein hoher Mittelzufluß aus dem Nichtbankenbereich zum internationalen Bankenapparat erhalten blieb.



Schließlich wurde das rasche Wachstum der Ausleihungen, wie es im letzten Jahr zu beobachten war, durch die anhaltenden Bemühungen der großen Geschäftsbanken um eine Expansion des internationalen Bereichs ihres Kreditgeschäfts ermöglicht. Als Anreiz in diese Richtung wirkten die zyklische Schwäche der binnenwirtschaftlichen Kreditnachfrage und mancherorts die administrative Einengung der inländischen Kreditexpansion. Ein wichtiger, langfristiger struktureller Einfluß, der bereits in den vorangegangenen Jahren bemerkbar war, war die anhaltend schwache Kreditnachfrage seitens der erstklassigen inländischen Firmenkunden, mit der die großen Geschäftsbanken einiger größerer Industrieländer in ihren heimischen Märkten konfrontiert waren. Einen weiteren expansiven Einfluß stellte in diesem Zusammenhang die zunehmende Präsenz arabischer Banken am internationalen Bankenmarkt dar, die über zusätzliche Kapitalquellen verfügen.

Es trifft selbstverständlich zu, daß die Entwicklungen in Zusammenhang mit der Krise im Iran sowie gewisse politische Ereignisse und die möglichen internationalen finanziellen Folgen der Ölpreisteigerungen von 1979 das Risikobewußtsein der Banken zu Beginn des Jahres 1980 geschärft haben, insbesondere auf dem Gebiet des Länderrisikos. Dies fand jedoch eher in einer verstärkten Selektion als in einer generellen Zurückhaltung seinen Niederschlag. Ergaben sich Schwierigkeiten, eine Vielzahl kleinerer Banken für Kreditbeteiligungen zu gewinnen, wichen die großen Banken auf sogenannte „club loans“ oder auf bilaterale Kreditvergaben aus. Was die größeren Banken selbst betrifft, so wurden deren Bedenken bezüglich eines weiteren Anwachsens ihres Risikoengagements gegenüber einigen Ländern durch die Bedeutung, die sie den zu diesen Kunden bereits bestehenden Geschäftsverbindungen beimaßen, wieder ausgeglichen. Hinsichtlich der Einstellung der Behörden den Risiken gegenüber, die ein weiteres Anwachsen der internationalen Bankaktivitäten mit sich bringt, waren einerseits die Aufsichtsbehörden um die Aufrechterhaltung oder sogar die Verstärkung der Darlehensgrundsätze hinsichtlich des Länderrisikos und der Bilanzrelationen besorgt, während andererseits die Regierungen in einigen Fällen eine Teilnahme der Geschäftsbanken an der Projekt- oder Handelsfinanzierung in den Entwicklungsländern aktiv förderten.

Auf der Verwendungsseite der internationalen Finanzmärkte war der Überschuß der OPEC durch seine Auswirkungen auf die zahlungsbilanzbedingten Finanzierungserfordernisse der übrigen Welt die Hauptursache der starken Nachfrage nach internationalen Bankkrediten. Mehr als die Hälfte des weltweiten Leistungsbilanzdefizits der Nicht-OPEC-Länder entfiel auf die entwickelten Länder (ohne USA). Diese Länder hatten, soweit ihre Finanzierungserfordernisse die Summe der ihnen direkt zufließenden OPEC-Überschußmittel überstieg, von einigen Ausnahmen abgesehen kaum Schwierigkeiten, von den internationalen Finanzmärkten bedient zu werden. Zudem spielten bei einem beträchtlichen Teil der seitens der privaten Nichtbanken in diesen Ländern insgesamt nachgefragten internationalen Kredite eher Überlegungen bezüglich der Kosten, der Verfügbarkeit und der Wechselkurse eine Rolle, als daß sie in irgendeiner Art mit Zahlungsbilanzserfordernissen in Zusammenhang gestanden wären. Die restriktivere Geldpolitik und die Instabilität der Zinssätze eröffneten den Kreditnehmern in diesen Ländern zunehmend Möglichkeiten der Arbitrage zwischen den nationalen und den internationalen Kreditmärkten.

Die öleinführenden Entwicklungsländer verzeichneten im letzten Jahr ebenfalls einen beträchtlichen Anstieg ihrer zahlungsbilanzbedingten Finanzierungserfordernisse, und die Statistiken weisen für 1980 wieder einmal eine Zunahme der Neukreditvergabe der berichtenden Banken an diese Länder aus, und zwar sowohl über das Jahr gesehen als auch im Jahresverlauf. Diese neuen Kreditgewährungen konzentrierten sich jedoch auf eine begrenzte Zahl von wirtschaftlich relativ fortgeschrittenen Ländern, wobei auf Mexiko allein, das inzwischen ein Ölausfuhrland ist, 27% des Gesamtvolumens entfielen. Darüber hinaus mußte eine Anzahl von Entwicklungsländern, um ihren Finanzierungsbedarf decken zu können, Kredite zu weniger günstigen Konditionen (darunter höhere Zinsaufschläge und kürzere Laufzeiten) als 1979 akzeptieren. Des weiteren schwächte sich, obwohl 1980 die Bankausleihungen an die ölimportierenden Entwicklungsländer insgesamt gestiegen sind, das

Wachstum der publizierten Konsortialkredite an diese Länder ab. Dies legt die Vermutung nahe, daß diese Länder verstärkt auf kurzfristige Finanzierungen und auf bilaterale, stille Kredite zurückgreifen mußten, bei denen diese Länder leichter den für die ausleihenden Banken günstigeren Konditionen zustimmen vermochten. Während zudem die Kreditaufnahme beim internationalen Bankensektor es 1979 den ölimportierenden Entwicklungsländern noch ermöglicht hatte, ihre Währungsreserven um insgesamt \$ 8 Mrd. aufzustocken, mußten 1980 etliche kreditsuchende Länder auf ihre Währungsreserven zurückgreifen, so daß die Devisenreserven der Entwicklungsländer insgesamt einen Rückgang von \$ 2 Mrd. aufwiesen. Schließlich sind 1980 im Gegensatz zu 1979, als die veröffentlichten Daten über Ausleihungen noch beträchtlich durch Umschuldungen vor Fälligkeit zu für die Kreditnehmer wesentlich günstigeren Bedingungen aufgebläht worden waren, derartige Marktaktivitäten zum Stillstand gekommen.

Ein Faktor, der im vergangenen Jahr dazu beitrug, die effektive Nachfrage, jedoch nicht den Bedarf an internationalen Bankkrediten zu dämpfen, war das exogen verursachte hohe Niveau der Dollarzinssätze. Im Gegensatz zu den US-Unternehmen verfügen die Schuldnerländer über kein versteuerbares Einkommen, von dem sie ihre internationalen Zinszahlungen absetzen könnten. Darüber hinaus sind hohe Zinssätze insbesondere dann einschneidend, wenn sie über die Steigerungsraten der Exportpreise eines Landes hinausgehen und wenn sie, wie das beim Dollar im letzten Jahr der Fall war, mit einer Aufwertung der Verschuldungswährung Hand in Hand gehen. Es deutet einiges klar darauf hin, daß der ungewöhnlich scharfe Anstieg der Dollarzinsen die internationale Kreditnachfrage in den ersten Monaten von 1980 stark beeinträchtigt hatte. Im vierten Quartal des Jahres dagegen, als das Zinsniveau der USA wieder einmal Rekordhöhen erreichte, waren die internationalen Kreditnehmer inzwischen wohl zu der Überzeugung gelangt, daß die Zeit niedriger und in einigen Fällen negativer realer Zinsen zu Ende gegangen war, und mangels anderer verfügbarer Alternativen beschlossen sie, sich wohl oder übel darauf einzurichten.

Gesamte internationale Bankmittel: Herkunft und Verwendung*

1980 war ein Jahr starken Wachstums der internationalen Bankausleihungen sowohl innerhalb als auch außerhalb des berichtenden Gebiets. Vom Gesamtzuwachs der Auslandsforderungen in Höhe von \$ 212 Mrd. entfielen rund \$ 140 Mrd. auf grenzüberschreitende Forderungen innerhalb des Berichtsgebiets selbst, wobei dieser Betrag wie gewöhnlich durch Zwischenbankeinlagen stark aufgebläht wurde. Ohne die daraus resultierenden Doppelzählungen kann die Neukreditvergabe innerhalb des berichtenden Gebiets zu aktuellen Dollarkursen auf rund \$ 80 Mrd. und wechsellkursbereinigt auf \$ 90 Mrd. geschätzt werden.

Von diesem bereinigten Gesamtbetrag entfallen ungefähr \$ 40 Mrd. auf die Verwendung der Banken von Auslandsmitteln für die inländische Kreditvergabe in

* Die Zahlen in diesem Abschnitt schließen — falls nicht anders angegeben — die sich aus den Wechselkurschwankungen des US-Dollars ergebenden Bewertungsänderungen mit ein.

nationaler Währung, während sich hingegen deren Direktkredite an Nichtbanken auf rund \$ 50 Mrd. beziffern. Unter den Nichtbanken waren es der deutsche Nichtbankensektor, der innerhalb des berichtenden Gebiets die meisten Auslandskredite aufnahm — in den ersten neun Monaten des Jahres \$ 12 Mrd. (wertbereinigt), während er im letzten Quartal \$ 1,5 Mrd. zurückzahlte —, sowie der italienische Nichtbankensektor, der nahezu \$ 10 Mrd. beanspruchte, und der Nichtbankensektor Belgiens, Frankreichs, Japans, Schwedens und der USA, die je zwischen \$ 4 und 5 Mrd. aufnahmen.

Auf der Herkunftsseite des Marktes war der Beitrag des berichtenden Gebiets zum gesamten Mittelaufkommen der internationalen Banken mit \$ 106 Mrd. (wechsellkursbereinigt und abzüglich der Doppelzählungen) sogar noch größer. Die direkten Einlagen der Nichtbanken (einschließlich der über Treuhandkonten in der Schweiz in den Markt eingeschleusten neuen Mittel) beliefen sich auf rund \$ 45 Mrd., während der Rest von etwas mehr als \$ 60 Mrd. im wesentlichen auf die Geldexporte der berichtenden Banken in heimischer Währung zurückzuführen ist. Den größten Beitrag zu dieser Art von Ausleihungen stellte der Anstieg von \$ 40 Mrd. der Auslandsforderungen der Banken in den USA dar. Die USA waren auch die bedeutendste Quelle von Nichtbankmitteln, wobei die Einlagen von in den USA Ansässigen bei ausländischen berichtenden Banken im letzten Jahr um rund \$ 10 Mrd. expandierten. Dies war beachtlich weniger als der Zuwachs in Höhe von \$ 17 Mrd. im Jahre 1979, wobei diesmal im Gegensatz zu 1979 der Großteil dieser Einlagen bei den Auslandsniederlassungen der US-Banken im karibischen Raum verbucht wurde.

Was die übrige Welt betrifft, so stiegen im letzten Jahr die Kredite der berichtenden Banken an die Nicht-OPEC-Länder außerhalb ihres eigenen Gebiets (ohne den nicht aufteilbaren Posten) um rund \$ 55 Mrd. oder wechsellkursbereinigt um \$ 62 Mrd. Die Neukredite an Entwicklungsländer erreichten mit \$ 37,9 oder wertbereinigt 40,5 Mrd. ihren bisher höchsten Stand. Da die Neueinlagen, die die Banken von den Entwicklungsländern erhielten, wesentlich unter jenen von 1979 lagen, war die Nettoinanspruchnahme der berichtenden Banken durch die öleinführenden Entwicklungsländer mit \$ 35 Mrd. (bereinigt um Wechselkurseinflüsse) fast 50% höher als 1979. Die lateinamerikanischen Länder allein nahmen Kredite in Höhe von \$ 26,7 Mrd. auf, das sind etwas mehr als zwei Drittel der gesamten Neukreditvergabe an die Entwicklungsländer, während diese Länder gleichzeitig ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 2,1 Mrd. reduzierten. Was einzelne kreditnehmende Länder betrifft, so beanspruchten die meisten Mittel Mexiko (\$ 10,4 Mrd.), Brasilien (\$ 6,5 Mrd.) und Argentinien (\$ 5,8 Mrd.). Mexiko erhöhte gleichzeitig seine Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,2 Mrd., während Brasilien und Argentinien ihre Einlagen um \$ 3,3 bzw. 1,1 Mrd. abbauten. Die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber den Entwicklungsländern außerhalb Lateinamerikas sind um \$ 11,2 bzw. 5,2 Mrd. gestiegen, was bedeutet, daß in diese Ländergruppe netto nur relativ wenig neue Mittel flossen. Auf die Länder des Fernen Ostens entfielen allein 70% der Bruttoausleihungen, und ihre Nettoverschuldung erhöhte sich um \$ 6,3 Mrd. Die Nicht-OPEC-Länder im Nahen Osten dagegen legten netto neue Mittel ein, und die Länder in „Afrika ohne Nahost“ nahmen lediglich Kredite in Höhe von \$ 1,8 (brutto) bzw. 1,1 Mrd. (netto) auf.

**Regionale Verteilung der Auslandspositionen der Banken im Berichtsgebiet
sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken¹**

	1978	1979		1980			
	Dez.	Juni	Dez.	März	Juni ²	Sept.	Dez.
	Milliarden US-Dollar						
Forderungen der Banken gegenüber:							
Zehnergruppe und Schweiz, Dänemark, Irland und Österreich	466,9	490,2	587,7	599,1	644,1	658,2	704,0
davon: europäisches Berichtsgebiet	359,9	363,1	437,3	434,0	474,6	481,8	522,3
USA	53,0	70,8	81,9	89,9	87,0	88,9	89,1
Kanada	15,9	16,8	19,2	19,6	21,8	22,6	23,5
Japan	38,1	39,5	49,3	55,6	60,7	64,9	69,1
Offshore-Finanzplätze ³	123,5	132,9	155,6	157,4	168,8	179,2	187,5
Andere Länder in Westeuropa	50,4	52,4	58,7	59,0	65,2	67,1	70,1
Australien, Neuseeland, Südafrika	13,5	13,8	13,7	12,8	14,5	14,7	15,5
Osteuropa	47,5	49,5	55,9	53,3	57,6	58,1	59,8
OPEC-Länder ⁴	56,4	57,7	64,1	59,9	63,2	66,0	70,0
Übrige Entwicklungsländer	120,8	135,8	157,1	158,1	172,3	183,6	195,0
davon: Lateinamerika ⁵	79,9	88,4	103,5	105,5	114,1	122,3	130,2
Naher Osten	6,5	7,3	8,2	7,4	8,3	8,7	9,8
Asien ohne Nahost	23,1	28,2	31,1	30,9	34,7	36,7	38,9
Afrika ohne Nahost	11,3	11,9	14,3	14,3	15,2	15,9	16,1
Nicht aufteilbar ⁶	14,1	14,2	17,9	17,8	20,3	21,0	21,2
Zusammen	893,1	946,5	1110,7	1117,4	1206,0	1247,9	1323,1
Verbindlichkeiten der Banken gegenüber:							
Zehnergruppe und Schweiz, Dänemark, Irland und Österreich	533,5	576,6	685,7	694,0	750,1	763,7	823,7
davon: europäisches Berichtsgebiet	404,4	436,0	528,1	524,7	565,9	569,0	613,5
USA	101,9	110,1	123,8	128,0	144,1	148,0	160,1
Kanada	15,7	17,2	17,8	21,0	20,8	23,3	23,1
Japan	11,5	13,3	16,0	20,3	19,3	23,4	27,0
Offshore-Finanzplätze ³	96,9	115,4	139,2	143,4	145,5	155,0	164,6
Andere Länder in Westeuropa	35,4	37,8	42,5	39,2	42,8	45,0	46,3
Australien, Neuseeland, Südafrika	2,7	3,6	3,6	3,7	3,7	4,3	3,8
Osteuropa	10,6	9,9	15,4	12,7	12,6	13,5	15,6
OPEC-Länder ⁴	82,5	87,3	120,3	129,6	145,7	155,8	159,7
Übrige Entwicklungsländer	76,6	83,4	89,6	87,2	92,3	92,9	92,7
davon: Lateinamerika ⁵	33,2	35,4	38,4	36,2	35,6	35,4	36,3
Naher Osten	13,8	15,2	15,9	16,2	18,2	18,1	18,9
Asien ohne Nahost	22,2	25,1	26,0	25,3	28,0	29,3	27,5
Afrika ohne Nahost	7,4	7,7	9,3	9,5	10,5	10,1	10,0
Nicht aufteilbar ⁶	18,1	19,5	23,0	26,7	30,6	29,6	28,2
Zusammen	856,3	933,5	1119,3	1136,5	1223,3	1259,8	1334,6

Anmerkung: Die Zahlen in dieser Tabelle beruhen teilweise auf Schätzungen. Die Zahlen für die Banken in den USA enthalten keine Depotwerte mit Ausnahme der für Gebietsfremde verwahrten marktfähigen Einlagezertifikate von US-Banken.

¹Offshore-Niederlassungen von US-Banken, deren Auslandspositionen in der Statistik erfasst sind, sind jene, die auf den Bahamas, in Hongkong, den Kaimaninseln, in Panama und Singapur gelegen sind. ²Erstmals einschließlich der Auslandspositionen in Landeswährung von Banken in Irland. Per Ende Juni 1980 beliefen sich diese auf \$ 0,1 Mrd. bei den Forderungen und auf \$ 1,8 Mrd. bei den Verbindlichkeiten. Diese Positionen bestanden überwiegend gegenüber den anderen berichtenden europäischen Ländern. ³Bahamas, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Vanuatu (vormals Neue Hebriden) und übriges Britisch-Westindien. ⁴Enthalten sind auch Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. ⁵Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. ⁶Einschließlich internationaler Institutionen (ohne BIZ).

Die entwickelten Länder außerhalb des berichtenden Gebiets nahmen im letzten Jahr mit \$ 13,2 Mrd. \$ 4,7 Mrd. mehr internationale Bankkredite in Anspruch als im Jahr davor. Wechselkursbereinigt verzeichneten die Neuausleihungen eine doppelt so starke Zunahme wie 1979; während zudem die Neueinlagen dieser Länder 1979 ebenso groß waren wie ihre zusätzliche Verschuldung, nahmen sie 1980 auf Nettobasis Mittel in Höhe von fast \$ 10 Mrd. auf. Die bedeutendsten Kreditnehmer waren Spanien (\$ 2,6 Mrd.), Jugoslawien (\$ 2,1 Mrd.), Griechenland

(\$ 1,9 Mrd.) sowie Australien und Portugal (je \$ 1,3 Mrd.). Griechenland und in geringerem Ausmaß Jugoslawien erhöhten zudem auch erheblich ihre Einlagen bei den berichtenden Banken.

Die osteuropäischen Länder erhielten 1980 von den berichtenden Banken neue Kredite in Höhe von \$ 3,9 Mrd. oder Wechselkursbereinigt \$ 6,5 Mrd.; das war weniger als 1979; da sie jedoch erheblich weniger Neueinlagen bei den berichtenden Banken tätigten, nahmen sie netto bedeutend mehr Gelder auf als im vorangegangenen Jahr (wertbereinigt \$ 5,5 Mrd.). Die größten Kreditnehmer, brutto wie netto, waren die Deutsche Demokratische Republik und Rumänien. Polen scheint seine Bruttoverschuldung nur sehr geringfügig ausgeweitet zu haben, verringerte jedoch im selben Zeitraum seine Einlagen bei den berichtenden Banken von \$ 1,1 auf 0,6 Mrd.

Was schließlich die OPEC-Länder betrifft, so beschleunigte sich 1980 das Wachstum ihrer Einlagen bei den berichtenden Banken nochmals von \$ 37,8 auf 39,4 Mrd. oder Wechselkursbereinigt von \$ 37 auf 41,5 Mrd. Im selben Zeitraum schwächte sich ihre Inanspruchnahme internationaler Bankkredite etwas ab. Damit stellten wertbereinigt die OPEC-Länder den berichtenden Banken 1980 netto \$ 6 Mrd. mehr Mittel bereit als 1979. Dieser Betrag war wesentlich geringer als die Zunahme der von den Banken an die übrige Welt außerhalb des Berichtsgebiets neu gewährten Kredite. Darüber hinaus ging die Rolle der OPEC-Länder als Nettoeinleger neuer Mittel bei den berichtenden Banken im Jahresverlauf beträchtlich zurück. Im ersten Quartal 1980 beliefen sich die Neueinlagen der OPEC-Länder nach Ausschaltung der Wechselkurseinflüsse auf \$ 12,4 Mrd.; im vierten Quartal betrugen sie dagegen nur noch \$ 6,4 Mrd. Desgleichen erhöhte sich die Bruttoverschuldung der OPEC-Länder bei den berichtenden Banken, die im ersten Quartal noch um \$ 2,8 Mrd. zurückgegangen war, im vierten Quartal um \$ 5 Mrd. Dies bedeutet mit anderen Worten, daß die ölexportierenden Länder im vierten Quartal eine sehr bescheidene Rolle als Nettoeinleger gespielt haben, nachdem sie in den ersten Monaten von 1980 noch die wichtigste Quelle neuer Mittel gewesen waren.

Wenn auch der Großteil der OPEC-Mittel (rund \$ 30 Mrd. nach Ausschaltung der Wechselkurseinflüsse, wie bei allen Zahlen in diesem Absatz) erneut auf dem eng definierten Euromarkt angelegt wurde, so sind doch recht bedeutende Unterschiede in der regionalen Verteilung dieser Mittel gegenüber 1979 festzustellen. Erstens sind 1980 die statistisch erfaßten Einlagen der OPEC bei den Banken in den USA und deren Offshore-Niederlassungen, die 1979 um \$ 6,5 Mrd. gestiegen waren, um \$ 1,3 Mrd. zurückgegangen. Zweitens sind die OPEC-Einlagen bei den Banken in den nationalen Märkten außerhalb der USA um mehr als das Dreifache des Wertes von 1979, nämlich um \$ 7,5 Mrd., gestiegen. Diese Entwicklung geht im großen und ganzen auf den Abbau von Hemmnissen bei Kapitalimporten nach Japan, Deutschland und der Schweiz zurück. Die Anlagestruktur der OPEC-Einlagen von 1980 hatte gewisse Auswirkungen auf deren Währungszusammensetzung. Wenn auch innerhalb des eng definierten Euromarkts der Dollaranteil der OPEC-Einlagen zunahm, ist der Dollaranteil bei den gesamten Neuanlagen der OPEC von 72% 1979 auf 69% im letzten Jahr zurückgegangen, und dies trotz der Stärke dieser Währung auf dem Devisenmarkt. Es fand allerdings ein beträchtlicher Zufluß von

OPEC-Mitteln in den Yen und das Pfund Sterling statt, zwei Währungen, die im Jahresverlauf von 1980 gegenüber dem Dollar Wertgewinne verbuchten. Zudem veränderte sich die Währungszusammensetzung der OPEC-Einlagen im Jahresverlauf beträchtlich, wobei im vierten Quartal, als der Dollar besonders fest war, fast alle OPEC-Neuanlagen auf Dollar lauteten.

Die Rolle der internationalen Finanzmärkte im Recyclingprozeß: Rückblick und Ausblick

Die nachfolgende Tabelle gibt einen den Zeitraum 1974–80 umfassenden längerfristigen Überblick über die Rolle der berichtenden Banken als Einlagennnehmer und Kreditgeber für die wichtigsten Ländergruppen außerhalb ihres eigenen Gebiets. Die Geldstromgrößen der Tabelle können nicht direkt aus den Bestandszahlen der Tabelle auf S. 114 abgeleitet werden, weil sie um die Einflüsse der Wechselkursveränderungen bereinigt worden sind. Die Angaben in der Tabelle unterzeichnen im übrigen eher die Rolle der berichtenden Banken als Empfänger von OPEC-Mitteln, da sie nicht die offiziellen und privaten OPEC-Guthaben einschließen, die über Treuhandkonten bei Schweizer Banken oder über nicht berichtende Banken an Offshore-Finanzplätzen außerhalb des Nahen Ostens in den Markt geflossen sind.

Was die Rolle der Banken bei der Rückschleusung der OPEC-Überschüsse im Jahr 1974, dem Jahr unmittelbar nach der ersten Ölpreisexplosion, betrifft, so beliefen sich die statistisch erfaßten Einlagen der OPEC-Länder bei den berichtenden Banken auf 40% des aggregierten OPEC-Leistungsbilanzüberschusses; in den folgenden zwei Jahren ging dieser Anteil jedoch auf rund 24% zurück. Da dieser Rückgang mit einem deutlichen Abbau der OPEC-Überschüsse zusammenfiel, verloren die OPEC-Länder sehr schnell ihre dominierende Position bei den Berichtsbanken als Neueinleger. Noch ausgeprägter ist die Abnahme der Bedeutung der OPEC-Länder als Geldquelle ab 1975, wenn man ihre Kreditaufnahme bei den Banken mit einbezieht. Während 1974 auf Nettobasis die Neueinlagen der OPEC-Länder die gesamten Nettoausleihungen der Berichtsbanken an die anderen Länder außerhalb des Berichtsraums abdecken konnten, finanzierten sie 1975/76 davon nur 13%. Im Jahr 1978, als der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder vorübergehend dahingeschmolzen war, waren die OPEC-Länder auf Nettobasis sogar die größten Kreditnehmer.

Ihren Platz als größter Nettobereitsteller neuer Mittel für die berichtenden Banken nahmen ab 1975 die großen Industrieländer ein. Dies ist an der Gesamtsumme der Nettoeinlagen am Ende der Tabelle abzulesen, wo, mit umgekehrtem Vorzeichen, die Position der Berichtsländer selbst gegenüber der übrigen Welt dargestellt wird. In der Zeit nach der ersten Ölpreisanhebung nahmen die Berichtsländer auf Nettobasis demnach nur 1974 über die internationalen Banken Gelder von der übrigen Welt auf. Im folgenden Jahr waren sie wieder Nettokreditgeber in Höhe von \$ 20,5 Mrd., womit ihre Nettozuführung von neuen Mitteln zu den berichtenden Banken das Achtfache jener der OPEC betrug.

Betrachtet man die jüngste Periode nach dem erneuten starken Anstieg der Ölpreise und stellt dabei in Rechnung, daß sich diesmal die Preiserhöhungen über

Mittelflüsse zwischen den an die BIZ berichtenden Banken¹
und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets 1974-80 (Schätzung)

	Stand Ende 1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	Stand Ende 1980
Milliarden US-Dollar, zu konstanten Wechselkursen am Jahresende									
OPEC-Länder²									
Bruttoeinlagen	16,0	26,5	7,5	12,5	12,5	3,5	37,0	41,5	159,7
Bruttoverschuldung	6,5	2,5	5,0	9,5	11,0	17,5	7,5	6,0	70,0
Nettoeinlagen ⁴	9,5	24,0	2,5	3,0	1,5	- 14,0	29,5	35,5	89,7
Nachrichtlich:									
Devisenreserven ⁵	12,6	31,1	7,3	8,0	10,6	- 14,5	15,4	19,8	90,3
Leistungsbilanzsaldo		66,0	31,0	37,0	27,0	- 2,0	66,0	110,0	
Andere Entwicklungsländer⁶									
Bruttoeinlagen	27,5	4,0	4,0	11,5	12,0	14,0	12,0	5,5	92,7
Bruttoverschuldung	32,0	15,0	15,0	16,5	10,5	22,5	35,5	40,5	195,0
Nettoeinlagen ⁴	- 4,5	- 11,0	- 11,0	- 5,0	1,5	- 8,5	- 23,5	- 35,0	- 102,3
Nachrichtlich:									
Devisenreserven ⁵	21,2	0,6	- 1,3	10,6	10,0	11,9	7,8	- 1,9	58,9
Leistungsbilanzsaldo		- 24,0	- 31,0	- 20,0	- 13,0	- 24,0	- 40,0	- 61,0	
Entwickelte Länder⁷									
Bruttoeinlagen	27,0	0,5	5,5	1,5	4,5	8,5	7,5	5,5	50,1
Bruttoverschuldung	23,0	7,5	10,0	12,5	12,5	5,5	7,5	15,0	85,6
Nettoeinlagen ⁴	4,0	- 7,0	- 4,5	- 11,0	- 8,0	3,0	-	- 9,5	- 35,5
Nachrichtlich:									
Devisenreserven ⁵	23,5	- 2,1	- 1,4	0,4	1,7	6,4	3,1	1,5	26,7
Leistungsbilanzsaldo		- 17,0	- 19,0	- 21,0	- 22,0	- 7,0	- 6,0	- 14,0	
Osteuropa									
Bruttoeinlagen	4,5	1,5	0,5	1,0	-	2,0	4,5	1,0	15,6
Bruttoverschuldung	9,5	3,5	8,5	6,5	2,0	5,5	7,0	6,5	59,8
Nettoeinlagen ⁴	- 5,0	- 2,0	- 8,0	- 5,5	- 2,0	- 3,5	- 2,5	- 5,5	- 44,2
Nachrichtlich:									
Handelsbilanzsaldo ⁸		- 2,0	- 9,0	- 7,0	- 1,0	- 4,0	3,0	5,0	
Nicht aufteilbar⁹									
Bruttoeinlagen	7,5	2,5	4,5	3,0	5,5	5,0	7,5	5,0	40,0
Bruttoverschuldung	4,5	1,5	4,0	1,5	3,0	7,0	6,0	5,0	33,0
Nettoeinlagen ⁴	3,0	1,0	0,5	1,5	2,5	- 2,0	1,5	-	7,0
Zusammen									
Bruttoeinlagen	82,5	35,0	22,0	29,5	34,5	33,0	68,5	58,5	358,1
Bruttoverschuldung	75,5	30,0	42,5	46,5	39,0	58,0	63,5	73,0	443,4
Nettoeinlagen ⁴	7,0	5,0	- 20,5	- 17,0	- 4,5	- 25,0	5,0	- 14,5	- 85,3

¹ Bis 1977 berichteten an die BIZ die Banken in Belgien-Luxemburg, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und die Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Danach wurden auch die Banken in Österreich, Dänemark und Irland erfasst sowie bei Banken in Frankreich und Großbritannien gewisse Positionen in Landeswährung, die sich auf den Außenhandel beziehen und die vorher nicht eingeschlossen waren. ² Die Summe aller Mittelflüsse in den Beobachtungsjahren muß aufgrund von Brüchen in den Zeitreihen und wegen der benützten Berechnungsmethode für die Stromgrößen nicht notwendigerweise der Differenz zwischen dem Anfangsbestand und dem Endbestand der gesamten Periode entsprechen. ³ Enthalten sind auch Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. ⁴ Ein Minuszeichen (-) bedeutet Nettoverschuldung. ⁵ Zu jeweiligen Wechselkursen. ⁶ Ohne Offshore-Finanzplätze. ⁷ Bis 1977 einschließlich Österreich, Dänemark und Irland, die danach als Teil des Berichtsgebiets betrachtet werden. ⁸ Aus- und Einfuhren fob. ⁹ Einschließlich nicht-berichtender Offshore-Finanzplätze (Barbados, Bermuda, übriges British-Westindien, Libanon, Liberia, Niederländische Antillen und Vanuatu) und internationale Institutionen (ohne BIZ).

einen längeren Zeitraum als im Jahr 1973 erstreckten, so stellt man fest, daß die Entwicklung in verschiedener Hinsicht mit derjenigen unmittelbar nach 1973 Ähnlichkeiten aufwies. Im Jahr 1979 betrugen die statistisch erfaßten OPEC-Einlagen bei den Berichtsbanken 56% des OPEC-Überschusses, und wie 1974 waren die OPEC-Nettoneueinlagen höher als die Nettoneuansparungen an die anderen Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets, während 1980 der Anteil des bei den

Banken eingelegten OPEC-Überschusses auf 38% zurückging. Darüber hinaus verlangsamte sich, wie bereits auf S. 115 erläutert, das Wachstum der OPEC-Einlagen im Jahresverlauf, während die OPEC-Neuverschuldung zunahm, so daß im vierten Quartal 1980 die Berichtsländer erneut von den OPEC-Ländern die Rolle als Hauptgeldgeber übernommen hatten. Die Zahlen für das vierte Quartal könnten jedoch in gewissem Umfang eine statistische Ausnahmeerscheinung sein und daher ein überzeichnetes Bild bieten. Dessenungeachtet ist es durchaus möglich, daß das Berichtsgebiet, besonders wenn 1981 der reale Ölpreis und der OPEC-Überschuß beträchtlich zurückgehen sollten, weiterhin die wichtigste Geldquelle für die Kreditgewährung an die Nicht-OPEC-Länder außerhalb des Berichtsgebiets sein wird.

Darüber hinaus erhielten einige der großen Berichtsländer nach wie vor bedeutende Beträge an OPEC-Mitteln über andere Kanäle als den Bankensektor. Da gleichzeitig die Banken dieser Länder auf Nettobasis weiterhin Gelder an die übrigen ölimportierenden Staaten ausleihen, vollziehen sie daher auch noch eine Art von indirektem Recycling von OPEC-Mitteln. Ein solches indirektes Recycling, bei dem die Herkunftsseite der Bankbilanzen sich aus Einlagen von Gebietsansässigen der Länder der Banken statt aus Einlagen der OPEC-Länder zusammensetzt, beinhaltet möglicherweise ein geringeres Refinanzierungs- und Liquiditätsrisiko, doch bleibt bei den Ausleihungen das Länderrisiko natürlich dasselbe wie bei der direkten Rückschleusung von OPEC-Geldern.

Bezüglich der Verwendungsseite der Bilanzen der berichtenden Banken zeigt die Tabelle auf S. 117, daß nach der ersten Ölpreisschwelle der Kreditbedarf der ölimportierenden Länder sich als dauerhafter erwies als der OPEC-Überschuß. Während der gesamte OPEC-Überschuß von \$ 66 Mrd. im Jahr 1974 auf durchschnittlich \$ 34 Mrd. in den folgenden zwei Jahren zurückging, erhöhte sich die Kreditgewährung der Banken an die Nicht-OPEC-Länder außerhalb des Berichtsraums (einschließlich des nicht aufteilbaren Postens) weiter von \$ 27,5 auf 37 Mrd., ehe sie 1977 auf \$ 28 Mrd. zurückging. Ein Grund für diese Entwicklung war, daß die Zahlungsbilanzen dieser Länder nicht nur durch die höheren Aufwendungen für Ölimporte, sondern auch durch die konjunkturelle Flaute in den industrialisierten Ländern belastet wurden. Viele Entwicklungsländer und kleinere entwickelte Staaten versuchten, die Auswirkungen der Rezession in den großen Industrieländern dadurch zu überbrücken, daß sie ein relativ hohes Niveau der Binnennachfrage aufrechterhielten und ihre sich daraus ergebenden außenwirtschaftlichen Defizite auf den internationalen Finanzmärkten abdeckten. Als sich jedoch zeigte, daß der Wirtschaftsabschwung in den Industrieländern tiefer ging und länger andauerte, als erwartet worden war, und als Finanzierungsprobleme sich drohend am Horizont aufzutürmen begannen, ergriffen die Nicht-OPEC-Länder außerhalb des Berichtsraums restriktive binnenwirtschaftliche Maßnahmen — vielfach mit beachtlichem Erfolg. Entsprechend schrumpfte das aggregierte Leistungsbilanzdefizit der Entwicklungsländer (ohne OPEC) von etwa \$ 31 Mrd. im Jahr 1975 auf \$ 13 Mrd. im Jahr 1977. Die Leistungsbilanzdefizite der entwickelten Länder außerhalb des Berichtsgebiets erwiesen sich als hartnäckiger, jedoch trat 1978 eine deutliche Verbesserung ein. Ein zweiter Grund für das anhaltend hohe Niveau der Kreditaufnahme bei den berichtenden Banken durch Nicht-OPEC-Länder war, daß diese Länder, da ihre außenwirtschaftlichen Defizite abnahmen, aus der für Schuldner günstigen Marktsituation

an den internationalen Finanzmärkten, die 1976 entstanden war, Nutzen zogen und ihre Währungsreserven aufstockten, deren Realwert nach dem ersten Ölpreisschock stark ausgehöhlt worden war. 1977 wurden die öleinführenden Entwicklungsländer und 1978 die Gruppe der entwickelten Länder außerhalb des Berichtsgebiets vorübergehend Nettoanleger bei den berichtenden Banken.

Ehe es den verschiedenen Anpassungsanstrengungen, der Inflation der Dollarpreise und dem realen Wirtschaftswachstum gelang, die Last der realen Verschuldung, die nach dem ersten Ölpreisschock entstanden war, spürbar abzubauen, führte der Erdölpreisschub im Verlauf von 1979 und 1980 zu einem erneuten starken Anstieg der Verschuldung der ölimportierenden Länder beim internationalen Bankensystem. Außerhalb des Berichtsgebiets war die Zunahme des Bedarfs an Auslandsfinanzierung diesmal besonders stark bei den ölimportierenden Entwicklungsländern ausgeprägt. Wieder einmal war der Anstieg der Verschuldung dieser Länder bei internationalen Banken bei weitem größer als ihr Wirtschaftswachstum und auch das Bilanzwachstum der kreditgewährenden Banken. Infolgedessen ist die Bankverschuldung dieser Länder innerhalb der zwei Jahre bis Jahresende 1980 um 64% gestiegen. Zieht man den Einlagenzuwachs dieser Länder bei den berichtenden Banken ins Kalkül, so ist ihre Nettoschuldnerposition, die bereits in den drei Jahren nach dem ersten Ölschock von \$ 5 auf 32 Mrd. in die Höhe geschnellt war, von \$ 44 Mrd. zu Jahresende 1978 auf \$ 102 Mrd. zwei Jahre später weiterhin sprunghaft angewachsen. Darüber hinaus sind die Auswirkungen dieser scharfen Ausweitung der Nettoschuldnerposition auf die Schuldendienstlast durch den dramatischen Anstieg des Zinsniveaus, der innerhalb der letzten drei Jahre stattgefunden hat, noch stark vergrößert worden.

Das Gesamtergebnis der im Zeitraum 1974–80 über die berichtenden Banken in die übrigen Länder fließenden Nettokapitalströme könnte wie folgt zusammengefaßt werden: die Nettoverschuldung der ölimportierenden Entwicklungsländer gegenüber den Banken erhöhte sich um \$ 92,5 Mrd.; das ist ein Betrag, der knapp der Hälfte ihres kumulierten Leistungsbilanzdefizits in Höhe von \$ 210 Mrd. in dieser Periode entspricht, während ihre Bruttoneuverschuldung insgesamt \$ 155 Mrd. betrug. Die entwickelten Länder außerhalb des berichtenden Gebiets nahmen netto \$ 37 Mrd. und brutto \$ 70 Mrd. auf; dem stand ein gemeinsames Leistungsbilanzdefizit in Höhe von rund \$ 105 Mrd. gegenüber. Die Nettokreditaufnahme der osteuropäischen Länder bei den Banken belief sich auf \$ 29 Mrd.; das entspricht fast dem Doppelten ihres zusammengefaßten Handelsbilanzdefizits in dieser Periode. Die Nettokreditvergabe der berichtenden Banken an diese drei Ländergruppen bezifferte sich auf insgesamt \$ 158,5 Mrd., wovon \$ 82 Mrd. aus OPEC-Mitteln finanziert wurden.

Die starke Nachfrage nach internationalen Krediten wird in den kommenden Jahren wahrscheinlich anhalten, und zwar nicht nur so lange, wie die gegenwärtige Phase beträchtlicher Überschüsse der OPEC anhält, sondern, sofern die Erfahrung der Vergangenheit als Richtlinie dienen kann, noch darüber hinaus. Es scheint wenig wahrscheinlich, daß internationale Kapitalströme außerhalb des Bankensektors in der Zukunft jene führende Rolle übernehmen könnten, die bis jetzt die Banken innehatten, wenn auch jede nur erdenkliche Anstrengung unternommen werden sollte, um die durch andere Kanäle fließenden Kapitalströme, insbesondere die

Direktinvestitionen, zu verstärken. Es ist somit offensichtlich, daß weiterhin eine beträchtliche Steigerung der Kredite der berichtenden Banken an die Nicht-OPEC-Länder außerhalb des berichtenden Gebiets notwendig sein wird.

Es ist aber ebenfalls klar, daß die Bedingungen für ein zusätzliches starkes Wachstum der internationalen Bankkredite, und zwar insbesondere an die ölimportierenden Entwicklungsländer, derzeit wesentlich ungünstiger sind als 1974, da die damit einhergehenden Risiken für die Banken heute größer sind. Das Engagement der Banken gegenüber einzelnen Ländern hat in Relation zu ihrem Eigenkapital ein hohes Niveau erreicht; vielfach ist ihre Kapitalbasis schwächer als Mitte der siebziger Jahre; und auch einige Maßnahmen, die jetzt von den Bankenaufsichtsbehörden ergriffen wurden, insbesondere die Ausweitung der Bankenaufsicht auf der Basis weltweit konsolidierter Bilanzen, könnten den Spielraum für ein weiteres Wachstum des internationalen Kreditgeschäfts etwas einengen. Zudem kann nicht angenommen werden, daß der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder in den kommenden Jahren ebenso rasch zurückgehen wird wie 1974 und daß die ölimportierenden Entwicklungsländer infolge eines neuerlichen Wirtschaftswachstums in den wichtigsten Industrieländern imstande sein werden, ein Exportwachstum zu erzielen, das ihre Importe und die Bedienung ihrer Auslandsschulden sichert. Angesichts dieser Lage wird es sich nicht umgehen lassen, daß die internationale Gemeinschaft, einige Defizitländer und auch die Banken selbst Maßnahmen ergreifen, um weiterhin ein angemessenes Recycling durch den internationalen Bankenapparat sicherzustellen.

Was die Rolle der internationalen Gemeinschaft betrifft, so kommt es primär darauf an, die erweiterte Funktion, die der Internationale Währungsfonds im letzten Jahr im Bereich der offiziellen internationalen Kredithilfen und in bezug auf den zahlungsbilanzbedingten Anpassungsprozeß übernommen hat, nach einer Periode, in der die Nettoinanspruchnahme seiner Fazilitäten durch die Länder zurückgegangen war, zu erhalten und auszubauen. Auf der Seite der Mittelbeschaffung stellen die Kreditvereinbarungen, die der Fonds kürzlich mit Saudi-Arabien und mit den Zentralbanken von 13 Industrieländern abgeschlossen hat, eine ermutigende Entwicklung dar, der in nicht allzu ferner Zeit eine weitere allgemeine Quotenerhöhung folgen mußte. Was den Anpassungsprozeß betrifft, so hat der Fonds bereits erkannt, daß neue Arten der Konditionalität notwendig sind, die mehr Gewicht auf die Einleitung struktureller Veränderungen in den Mitgliedsländern legen. Diese neue Politik wird den Fonds allerdings nicht von der Aufgabe entbinden, auch weiterhin seine traditionellen wirtschaftspolitischen Auflagen zu erteilen.

Die herkömmliche Politik der Konditionalität des Fonds wird in der Tat ein wichtiges Element bei der zweiten Art von Maßnahmen sein, die erforderlich sein werden, wenn die Banken in Zukunft einen bestmöglichen Beitrag zur Zahlungsbilanzfinanzierung leisten sollen, nämlich daß die einzelnen Defizitländer darauf verzichten, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte ungebührlich lang andauern zu lassen. In einer Situation, in der die Beanspruchung der Banken für Zwecke der Zahlungsbilanzfinanzierung weiterhin beträchtlich sein dürfte, ist es jedenfalls wesentlich, daß Länder, die sich stark im Ausland finanzieren, erforderlichenfalls entsprechende Anpassungsmaßnahmen ergreifen, so daß das internationale Risikoengagement der Banken mit der Zeit so breit wie möglich gestreut ist.

Schließlich werden die Banken selbst eine Kreditvergabepolitik vermeiden müssen, die die Zahlungsbilanzungleichgewichte noch verschärft. Selbstverständlich ist es nicht Sache der Banken, an Bedingungen geknüpfte Kredite nach der Art des IWF bereitzustellen. In der Vergangenheit sind jedoch Fälle eingetreten, wo das Engagement der Banken gegenüber bestimmten Ländern, deren Zahlungsdefizite offensichtlich untragbar geworden waren, klar zu weit gegangen ist.

Wenn Maßnahmen entsprechend den vorab angestellten Überlegungen ergriffen werden, besteht begründete Hoffnung, daß die Banken weiterhin eine wichtige Rolle im internationalen Kreditgeschäft spielen können, ohne daß Probleme entstehen, die den Anpassungsprozeß hemmen und die Solidität der internationalen Finanzmärkte gefährden könnten.

Entwicklung in den europäischen Marktzentren

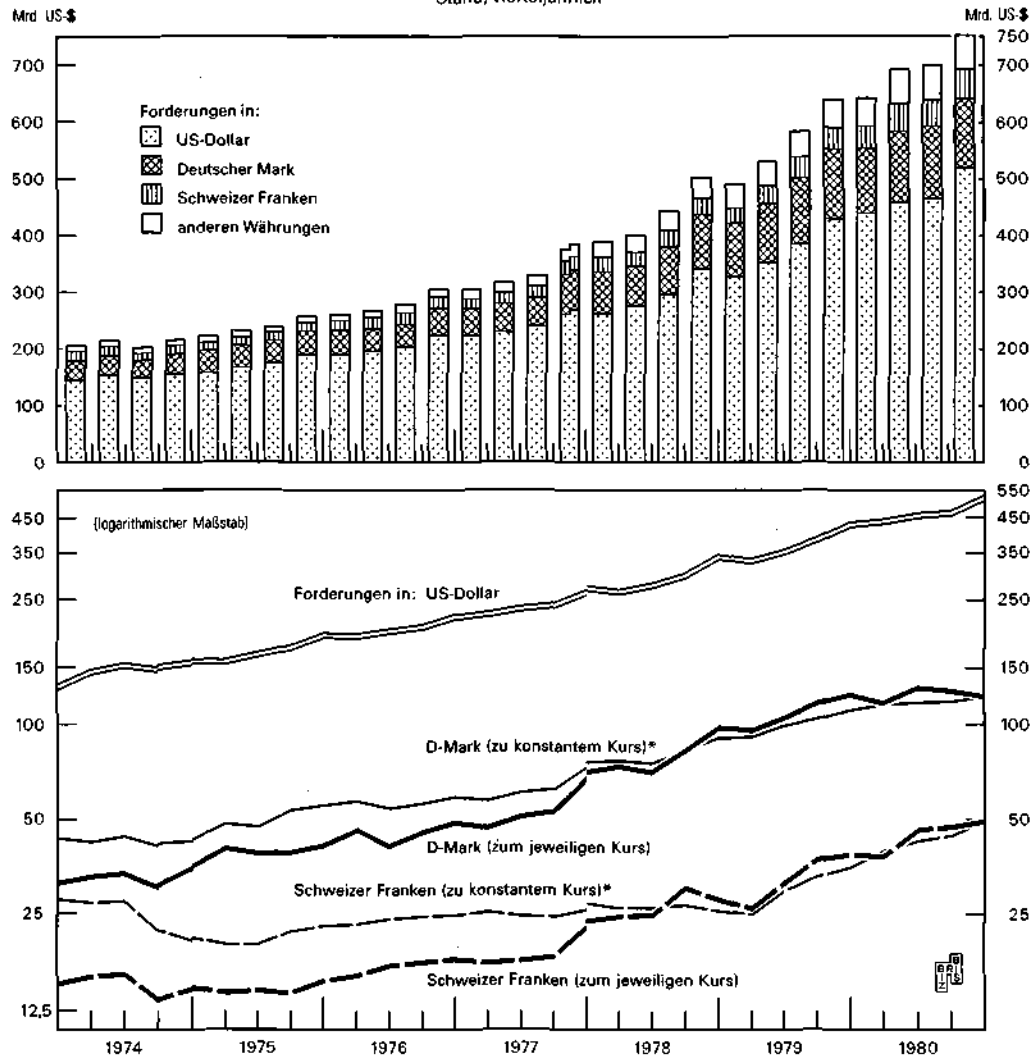
1980 stieg der Dollarwert der gesamten Auslandsaktiva der Banken in den berichtenden europäischen Ländern um \$ 127 Mrd. oder 16% auf insgesamt \$ 903 Mrd. Dies war beträchtlich weniger als der 1979 verzeichnete Zuwachs von \$ 165 Mrd. Die Zahl für 1980 gibt jedoch das Wachstum um \$ 32 Mrd. zu niedrig an, da sich der Anstieg des Dollarkurses mindernd auf den Dollarwert der von den Banken in Währungen wie der D-Mark und dem Schweizer Franken gehaltenen Aktiva auswirkte, während 1979 Wechselkursveränderungen das Wachstum um \$ 12 Mrd. vergrößert hatten. Darüber hinaus war die Abflachung bei den nichtbereinigten Ziffern weitgehend auf ein langsames Wachstum der Zwischenbankpositionen innerhalb des berichtenden Gebiets selbst zurückzuführen.

Die Auslandsverpflichtungen wuchsen sogar stärker als die Forderungen, und zwar um \$ 151 auf insgesamt 928 Mrd. Dies bedeutete, daß die Auslandsposition der berichtenden Banken, die sich bereits im Jahresverlauf von 1979 von Forderungen in Höhe von \$ 19 Mrd. zu Verpflichtungen in Höhe von \$ 1 Mrd. umgekehrt hatte, sich weiter passivierte, und zwar auf Nettoverbindlichkeiten in Höhe von \$ 25 Mrd. zu Jahresende 1980. Dieser Umschwung von \$ 44 Mrd. von einer Nettogläubiger- zu einer Nettoschuldnerposition innerhalb eines Zeitraums von nur zwei Jahren geht zum Großteil auf die Rolle der Banken bei der Finanzierung der ölpreisinduzierten Leistungsbilanzdefizite der berichtenden europäischen Länder zurück.

Die Erholung des Dollars auf den Devisenmärkten im Jahresverlauf 1980 trug zur Untermauerung seiner führenden Rolle im internationalen Bankgeschäft bei. Klammert man die Wirkungen der Wechselkursveränderungen aus, so sind die Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken in anderen Währungen im selben Tempo wie ihre Dollaraktiva gewachsen, d.h. um etwas mehr als 21%; bewertet zu aktuellen Wechselkursen nahm ihr Dollarwert dagegen nur etwa halb so stark zu. Auf der Passivseite der Bankbilanzen sind die Dollarpositionen um 26% gestiegen, und die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken in dieser Währung erhöhten sich von \$ 8,7 Mrd. zu Jahresende 1979 auf \$ 29,6 Mrd. Dies würde eher darauf hindeuten, daß die Aktivitäten der Banken am Euromarkt dazu beigetragen haben, den Kursanstieg des Dollars am Kassadevisenmarkt zu bremsen und damit

Währungsstruktur des Euromarkts: Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken in Fremdwährungen

Stand, vierteljährlich



Nº2271

* Zu konstanten Wechselkursen von Ende Dezember 1980.

tendenziell die Wechselkursinstabilität zu vermindern, obwohl die offenen Dollar-kassaverkäufe der Banken zweifellos zum Großteil durch Dollarterminkäufe gedeckt wurden.

Die Forderungen und Verbindlichkeiten in D-Mark sind im letzten Jahr am Euromarkt relativ langsam gewachsen; ihr Dollarwert ging sogar zurück, so daß ihr Anteil an den gesamten Aktiva in Eurowährungen von 19,5 auf 16,4% abnahm. Dagegen sind die Forderungen und Verbindlichkeiten in Euroschweizerfranken wechselkursbereinigt um mehr als 40% gewachsen, was zum Großteil auf die Lockerung der verschiedenen schweizerischen Kapitalimportkontrollen zurückzuführen war, die dazu beigetragen haben, die Verbindung mit dem inländischen

**Fremdwährungspositionen der berichtenden
europäischen Banken untergliedert nach Währungen**

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										
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	Dezember I ..	262 430	64 660	111 370	31 040	67 510	22 560	4 420	4 210	3 270
	Dezember II*	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
1979	März	327 200	85 570	162 340	42 870	94 860	26 000	8 260	7 690	6 420
	Juni	351 050	90 780	177 700	44 130	104 850	31 480	8 290	7 390	6 750
	September ..	384 190	96 710	199 160	49 370	116 870	37 250	9 420	8 080	6 810
	Dezember ..	427 960	104 320	211 770	52 140	124 430	38 660	11 140	8 470	7 820
1980	März	438 960	108 630	204 220	54 230	115 710	38 010	11 590	7 810	8 500
	Juni	456 730	118 310	234 750	62 950	129 830	46 240	13 650	8 680	9 140
	September ..	465 620	122 540	234 710	67 020	127 430	47 230	13 440	8 040	10 450
	Dezember ..	518 730	129 080	232 510	64 420	122 930	49 620	12 970	7 430	11 550
Nachrichtlich:										
Position gegenüber Deviseninländern										
1976	Dezember ..	74 740	21 330	26 920	7 560	.	.	.	.	.
1977	Dezember I ..	92 810	30 240	34 220	9 850	.	.	.	.	.
	Dezember II*	93 510	30 560	35 710	10 640	.	.	.	.	.
1978	Dezember ..	106 530	32 690	49 550	13 500	.	.	.	.	.
1979	Dezember ..	126 570	34 850	69 610	20 270	.	.	.	.	.
1980	März	137 280	36 780	73 120	22 710	.	.	.	.	.
	Juni	148 680	40 610	81 990	27 780	.	.	.	.	.
	September ..	156 010	41 570	81 830	27 690	.	.	.	.	.
	Dezember ..	169 560	42 200	85 400	29 860	.	.	.	.	.
Verbindlichkeiten										
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	Dezember I ..	272 880	34 200	110 560	12 050	64 970	20 870	5 920	4 900	4 400
	Dezember II*	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	38 560	127 430	13 060	68 500	26 000	8 570	5 980	6 060
	September ..	298 570	39 850	149 330	14 950	79 950	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
1979	März	336 550	47 810	165 890	18 770	93 250	26 840	11 990	8 110	8 180
	Juni	359 930	51 820	185 430	18 780	104 630	32 270	13 060	7 650	8 900
	September ..	392 420	58 640	212 040	21 570	117 790	38 280	14 550	8 370	9 620
	Dezember ..	436 630	64 190	229 200	22 480	127 940	40 710	15 180	8 810	11 370
1980	März	450 050	68 680	225 990	23 500	118 250	41 680	19 350	8 210	11 450
	Juni	474 000	71 380	254 490	26 860	133 000	49 240	22 930	9 440	12 610
	September ..	486 110	74 410	255 760	26 410	130 470	51 690	23 070	8 860	13 430
	Dezember ..	548 360	83 900	252 140	27 480	125 260	51 620	23 820	8 300	14 470
Nachrichtlich:										
Position gegenüber Deviseninländern										
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	Dezember ..	87 690	14 690	45 060	7 440	.	.	.	.	.
1979	Dezember ..	108 910	17 180	63 940	9 280	.	.	.	.	.
1980	März	117 850	18 000	61 580	9 860	.	.	.	.	.
	Juni	124 710	19 290	68 680	10 980	.	.	.	.	.
	September ..	132 650	18 990	66 120	10 960	.	.	.	.	.
	Dezember ..	148 100	20 480	66 570	10 240	.	.	.	.	.

* Ab Dezember II 1977 einschließlich der Positionen von Banken in Dänemark, Irland und Österreich.

Schweizer-Franken-Markt wiederherzustellen. Der Europfundmarkt profitierte in ähnlicher Weise von der vorangegangenen Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen in Großbritannien. Die Europfundverpflichtungen stiegen (bereinigt von Wechselkurseinflüssen) im letzten Jahr um \$ 7,5 auf 23,8 Mrd. an, wobei der Großteil dieser Mittel aus Großbritannien stammte, davon \$ 1,6 Mrd. von Nichtbanken.

Bemerkenswert war auf der Passivseite der Bankbilanzen der berichtenden europäischen Banken, daß die Neuanlagen von Währungsbehörden beträchtlich von \$ 32 Mrd. 1979 auf \$ 11,4 Mrd. (wechsellkursbereinigt) zurückgegangen sind, und das ungeachtet der beträchtlichen Zuflüsse neuer Mittel aus den OPEC-Ländern. Auch diesmal gab es keine Anzeichen dafür, daß der Eurowährungsmarkt als Instrument der Wechselkursspekulation diente, da von der Verlangsamung auch jene Währungen — vor allem der Dollar — betroffen waren, die sich auf den Devisenmärkten aufwerteten, während die Einlagen in D-Mark und Schweizer Franken weiterhin beträchtliche Zunahmen aufwiesen.

Betrachtet man die Entwicklungen in den einzelnen Märkten, so zeigt sich, daß auf die Banken in Großbritannien allein 53% des gesamten Zuwachses (bereinigt um Bewertungsveränderungen) der auf Fremdwährungen lautenden Auslandsaktiva der berichtenden europäischen Banken entfielen, wodurch ihr Marktanteil von 42,2 auf 44,4% gestiegen ist. Gemessen an den Zuwachsraten erzielten die Banken in Belgien mit 36% das rascheste Wachstum, während die Banken in Deutschland bei ihren Auslandsforderungen in Fremdwährungen kaum einen Zuwachs aufwiesen und die Kreditinstitute in der Schweiz sogar einen Rückgang zu verzeichnen hatten. Hingegen erhöhten die Banken in Deutschland und der Schweiz angesichts der beträchtlichen Auslandsnachfrage nach Krediten in D-Mark und Schweizer Franken ihre Auslandsaktiva in heimischer Währung wertbereinigt um fast \$ 10 bzw. 5 Mrd. Infolge der Aufhebung der Devisenverkehrskontrollen in Großbritannien sind die Auslandsforderungen der Banken in Großbritannien in Landeswährung ebenfalls sehr rasch gewachsen, und zwar um etwas mehr als \$ 6 Mrd. oder 37%. Als weitere Folge der Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen stiegen die Fremdwährungsverpflichtungen der Londoner Banken gegenüber dem Nichtbankensektor Großbritanniens um fast \$ 3 Mrd. oder 25%.

Was die Rolle der europäischen Banken bei der Zahlungsbilanzfinanzierung betrifft, so verzeichneten die Banken in Italien den größten Anstieg in der Nettoschuldnerposition gegenüber dem Ausland in Fremdwährungen, und zwar um \$ 6,6 auf 13,9 Mrd., wobei diese Einlagenzugänge für Ausleihungen in Fremdwährungen an Gebietsansässige Verwendung fanden. Auch die Banken in Frankreich und Österreich nahmen netto in beträchtlichem Umfang Fremdwährungsgelder aus dem Ausland herein, wenn auch diese Länder gleichzeitig ihre Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland in Landeswährung etwas ausgebaut haben. Die Banken in der Schweiz verzeichneten im letzten Jahr bei ihren Auslandsverbindlichkeiten in Schweizer Franken nach der Lockerung der Kapitalimportbeschränkungen eine sprunghafte Erhöhung um fast 80%, wenn auch der Großteil dieser Mittel wieder exportiert wurde. Andererseits haben die Schweizer Banken netto beträchtliche Mittel in Fremdwährungen aufgenommen, wobei ihre gesamte Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland in scharfem Gegensatz zu dem gewöhnlichen Verlauf um

**Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den einzelnen
berichtenden Ländern sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken**

			1978	1979	1980			
			Dez.	Dez.	März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Belgien	Forderungen	Landeswährung	2800	3330	3290	3830	3360	3280
		US-Dollar	18550	23310	25220	28860	30700	33430
		Sonstige Fremdwährungen	13230	16380	16710	20030	19520	18930
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	4730	6590	5880	8190	8280	8000
		US-Dollar	18040	22200	23450	26970	29500	32940
		Sonstige Fremdwährungen	15500	21350	22430	26160	26200	24990
Luxemburg	Forderungen	Landeswährung	1050	1400	1550	1540	1540	1330
		US-Dollar	22040	29300	28550	31460	32710	33620
		Sonstige Fremdwährungen	36300	50100	48890	56290	56250	53690
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	730	1030	980	1200	1210	1130
		US-Dollar	24400	32950	33380	36310	36900	38000
		Sonstige Fremdwährungen	30080	42680	41710	48720	48950	45500
Dänemark	Forderungen	Landeswährung	90	150	180	200	170	220
		US-Dollar	1640	1860	1800	1860	1970	2140
		Sonstige Fremdwährungen	1200	1960	1750	1660	1500	1500
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	390	410	360	390	420	510
		US-Dollar	1500	1900	1640	1580	1640	1980
		Sonstige Fremdwährungen	860	1420	1360	1540	1480	1360
Deutschland (BR)	Forderungen	Landeswährung	40340	47620	45630	51490	49820	51820
		US-Dollar	14720	14360	12920	14110	14020	14190
		Sonstige Fremdwährungen	6050	7350	6930	7850	7630	7320
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	40220	54330	46500	53530	52190	50690
		US-Dollar	14510	16430	14070	15350	17140	16790
		Sonstige Fremdwährungen	4370	7000	7740	8150	7680	6710
Frankreich	Forderungen	Landeswährung	18200	23180	21460	25060	25350	24430
		US-Dollar	60210	71740	70180	71660	73080	87690
		Sonstige Fremdwährungen	20570	28700	25500	29300	30600	31080
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	5700	6610	7340	8690	9420	8610
		US-Dollar	53160	61100	58460	62530	66250	81450
		Sonstige Fremdwährungen	25630	38500	36350	39640	39570	40250
Großbritannien	Forderungen	Landeswährung	14740	15490	15930	18530	20480	22670
		US-Dollar	156910	211760	228280	237080	241010	262790
		Sonstige Fremdwährungen	45940	58240	58090	67040	68330	70850
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	11950	19230	19760	24180	26360	27630
		US-Dollar	167250	219990	239220	250810	253260	276990
		Sonstige Fremdwährungen	46170	61980	60440	67320	69160	69730
Irland	Forderungen	Landeswährung	.	.	.	100	130	140
		US-Dollar	400	360	280	380	390	540
		Sonstige Fremdwährungen	1110	1090	1090	1580	1590	1440
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	.	.	.	1800	1900	1940
		US-Dollar	550	740	620	660	690	740
		Sonstige Fremdwährungen	1260	1260	1400	2390	2430	2450
Italien	Forderungen	Landeswährung	590	1320	900	740	1170	1000
		US-Dollar	17380	21190	14890	14550	13000	23250
		Sonstige Fremdwährungen	4780	7130	6150	6900	6190	6440
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2010	2900	2610	2760	2730	2900
		US-Dollar	21840	25400	20160	20000	19460	31740
		Sonstige Fremdwährungen	5960	9850	10010	10900	10480	11880
Niederlande	Forderungen	Landeswährung	8490	11390	10220	11540	10950	11310
		US-Dollar	19470	23010	24650	25710	25810	27960
		Sonstige Fremdwährungen	17090	21470	21150	23780	23950	22850
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	7930	10860	10870	12860	12690	12190
		US-Dollar	20710	23320	24420	25890	25940	28980
		Sonstige Fremdwährungen	14840	21260	21460	23360	23790	23420

Die Tabelle wird auf S. 126 fortgesetzt.

			1978	1979	1980			
			Dez.	Dez.	März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Österreich	Forderungen	Landeswährung	2930	4 160	4040	4 690	4880	4840
		US-Dollar	4460	6610	7030	6850	7290	7220
		Sonstige Fremdwährungen	5 120	7 130	6690	7 650	7 680	7 790
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	830	1090	980	1 280	1 310	1 360
		US-Dollar	5300	6870	6820	7 150	8010	8010
		Sonstige Fremdwährungen	7490	11 040	10 820	12 760	13 430	14 040
Schweden	Forderungen	Landeswährung	860	1030	1010	1070	1250	1200
		US-Dollar	2160	2950	3030	3610	3830	4330
		Sonstige Fremdwährungen	1230	1830	2020	2420	2340	2120
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	700	900	880	960	1000	1000
		US-Dollar	2790	4620	5270	5820	6020	6850
		Sonstige Fremdwährungen	1730	3 190	3430	4030	4040	3910
Schweiz	Forderungen	Landeswährung	19 290	27 170	27 830	29 910	30 460	29 480
		US-Dollar	21 580	21 510	22 130	20 600	21 810	21 570
		Sonstige Fremdwährungen	9830	10 390	9 250	10 250	9 130	8 500
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	6820	7 440	7 450	9 740	11 570	11 950
		US-Dollar	18 540	21 110	22 540	20 930	21 300	23 890
		Sonstige Fremdwährungen	8 330	9 670	8 840	9 520	8 550	7 900
Gesamtes euro- päisches Berichts- gebiet	Forderungen	Landeswährung	109 380	136 240	132 040	148 700 ¹	149 560	151 720
		US-Dollar	339 520	427 960	438 960	456 730	465 620	518 730
		Sonstige Fremdwährungen	162 450	211 770	204 220	234 750	234 710	232 510
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	82 010	111 390	103 610	125 580 ¹	129 080	127 910
		US-Dollar	348 590	436 630	450 050	474 000	486 110	548 360
		Sonstige Fremdwährungen	162 220	229 200	225 990	254 490	255 760	252 140
Japan	Forderungen	Landeswährung	7970	11 350	11 510	14 040	14 960	16 960
		US-Dollar	22 520	30 350	34 790	33 590	40 960	43 980
		Sonstige Fremdwährungen	3200	3 730	3 460	3 700	4 190	4 730
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	8 690	3 820	4 320	11 400	12 170	12 340
		US-Dollar	28 490	43 900	49 730	51 100	56 470	60 440
		Sonstige Fremdwährungen	1 830	2 770	3 720	5 210	6 510	7 440
Kanada	Forderungen	Landeswährung	480	580	550	640	570	640
		US-Dollar	20 430	22 990	26 120	27 280	29 220	31 820
		Sonstige Fremdwährungen	1 460	2 030	2 280	2 580	3 130	3 020
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 620	3 080	2 940	3 080	3 070	2 990
		US-Dollar	21 340	28 170	30 600	31 900	33 830	38 250
		Sonstige Fremdwährungen	1 010	1 560	1 860	2 190	2 500	2 360
USA ²	Forderungen	Landeswährung	115 660	133 580	130 780	149 440	161 520	172 700
		Fremdwährungen	3510	2 440	2 810	3 000	3 110	4 210
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	89 700	128 120	130 360	128 580	129 370	135 530
		Fremdwährungen	2 350	1 870	1 820	2 240	2 580	2 670
Offshore- Nieder- lassungen von US- Banken ³	Forderungen	Fremdwährungen ⁴	106 520	127 640	129 890	131 510	140 370	142 120
	Verbindlichkeiten	Fremdwährungen ⁴	107 480	128 840	131 510	133 530	142 320	144 140

¹ Erstmals einschließlich der Auslandspositionen von Banken in Irland. ² Die Zahlen für die Banken in den USA enthalten keine Depotwerte mit Ausnahme der für Gebietsfremde verwahrten marktfähigen Einlagenzertifikate von US-Banken. ³ Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, in Hongkong, den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. ⁴ Einschließlich geringer Beträge in Landeswährung.

\$ 2,9 Mrd. zurückgegangen ist, was zweifellos dazu beitrug, den Abwertungsdruck auf den Schweizer Franken an den Devisenmärkten zu mildern. Die Transaktionen der Banken in Deutschland scheinen dagegen die Zahlungsbilanzprobleme des Landes im letzten Jahr verschärft zu haben. Während die Banken 1979 noch Auslandsmittel im Betrag von netto \$ 10,5 Mrd. importiert hatten, exportierten sie im letzten

Jahr \$ 6,9 Mrd. Vor diesem Hintergrund schloß die Bundesbank im Dezember mit den deutschen Banken ein Gentlemen's Agreement über eine zeitlich befristete Begrenzung der langfristigen DM-Ausleihungen an das Ausland ab.

Betrachtet man schließlich die Entwicklung des eng definierten Euromarkts entsprechend dem „Nettogrößenkonzept“ (d.h. abzüglich der Doppelzählungen, aber unter Einschuß der Verwendung von Fremdwährungsmitteln für die inländische Kreditvergabe), so zeigt sich, daß im letzten Jahr das Gesamtvolumen der von den Banken in den europäischen berichtenden Ländern gewährten Fremdwährungskredite um schätzungsweise \$ 100 auf insgesamt 575 Mrd. zugenommen hat. Zu konstanten Wechselkursen von Jahresende 1980 belief sich dieser Anstieg auf etwa \$ 115 Mrd., das sind rund \$ 20 Mrd. mehr als 1979.

Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)

Ende	Europäisches Berichtsgebiet		USA	Japan und Kana- da	Son- stige ent- wickel- te Län- der	Ost- euro- pa ³	Off- shore- Fi- nanz- plätze ⁴	OPEC- Länder ⁵	Übrige Ent- wick- lungs- län- der	Nicht aufteil- bar ⁶	Ins- ge- samt	
	Ins- ge- samt ¹	dar- unter Nicht- ban- ken ²										
Milliarden US-Dollar												
Verwendung												
1977	Dezember ..	110,4	77,3	21,3	18,7	30,8	25,7	43,9	15,7	30,3	3,2	300,0
1978	Dezember I	136,0	92,0	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	4,3	375,0
1979	Dezember II	139,5	94,5	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	2,8	377,0
	März	141,8	96,2	25,6	26,3	34,0	30,9	53,2	24,2	44,5	3,5	384,0
	Juni	147,5	100,9	29,1	27,5	36,1	32,6	58,6	26,3	48,7	3,6	410,0
	September	160,0	105,2	34,0	32,4	38,2	34,5	66,1	29,4	51,1	4,3	450,0
1980	Dezember ..	171,3	111,3	36,7	33,0	40,5	36,0	67,5	30,4	55,1	4,5	475,0
	März	179,7	119,0	39,9	35,5	42,4	34,4	69,5	29,6	57,6	4,4	493,0
	Juni	204,6	138,1	40,6	38,7	46,4	36,8	71,1	30,8	63,0	5,0	537,0
	September	210,3	142,8	39,5	41,6	48,9	37,3	70,7	31,8	65,9	5,0	551,0
	Dezember ..	216,4	143,7	39,7	45,1	52,1	38,9	73,0	33,8	71,0	5,0	575,0
Herkunft												
1977	Dezember ..	117,3	56,0	25,4	8,4	18,8	7,0	33,4	54,5	29,6	5,6	300,0
1978	Dezember I	142,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	375,0
1979	Dezember II	144,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	377,0
	März	150,5	73,1	36,4	13,3	26,0	7,7	43,7	56,3	42,4	7,7	384,0
	Juni	163,0	81,4	41,0	13,9	28,1	7,8	45,5	58,6	44,6	7,5	410,0
	September	167,5	87,0	50,0	15,2	30,9	10,4	49,0	73,2	46,3	7,5	450,0
1980	Dezember ..	174,0	93,0	50,5	15,2	31,7	13,0	52,8	81,0	47,8	9,0	475,0
	März	183,0	101,0	51,0	17,8	29,4	10,4	54,2	89,7	46,0	11,5	493,0
	Juni	202,0	113,3	57,0	18,3	30,9	10,4	59,9	96,2	48,7	13,6	537,0
	September	200,5	112,4	54,5	20,1	33,4	11,0	64,0	106,0	47,7	13,8	551,0
	Dezember ..	211,0	124,3	59,7	22,1	33,5	12,8	68,0	109,8	46,6	11,5	575,0

Anmerkung: Ab Juni 1979 wurde das Schätzverfahren insofern modifiziert, als die teilweise Saldierung von Zwischenbankforderungen und -verbindlichkeiten, die früher auf das Wachstum der Positionen der berichtenden europäischen Banken innerhalb ihres eigenen Gebiets beschränkt war, nunmehr ausgedehnt wurde, um auch deren Positionen gegenüber den USA, Kanada, Japan und den Offshore-Finanzplätzen zu erfassen. Diese Modifikation wurde unabdingbar infolge des äußerst raschen Wachstums solcher Positionen, das vermuten läßt, daß die Zahlen durch zwischen dem europäischen Berichtsgebiet und diesen anderen Finanzplätzen umlaufende Zwischenbankgelder erheblich überhöht ausgewiesen werden.

¹a) «Verwendung»: auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Geschäftsbanken im Ausgabe- und Umtausch der betreffenden Währung durch die berichtenden Banken zur Verfügung gestellten Fremdwährungsgelder (z.B. DM-Einlagen bei deutschen Banken); b) «Herkunft»: auch Einlagen von Währungsbehörden des Berichtsgebiets, Umtausch von Landes- in Fremdwährung durch Banken sowie die von den berichtenden Banken bei Banken im Ausgabe- und Umtausch der betreffenden Währung aufgenommenen Fremdwährungsgelder (z.B. DM-Gelder von deutschen Banken). ²Auf der Herkunftsseite auch Treuhandgelder, insoweit von den schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsgebiets weitergegeben und insoweit nicht von den schweizerischen Banken selbst als Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken außerhalb des Berichtsgebiets gemeldet. ³Außer Positionen von Banken in der Bundesrepublik Deutschland gegenüber der Deutschen Demokratischen Republik. ⁴Bahamas, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Vanuatu (vormals Neue Hebriden) und übriges Britisch-Westindien. ⁵Enthalten sind auch Bahrain, Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. ⁶Einschließlich Positionen gegenüber internationalen Institutionen (ohne BIZ).

Im großen und ganzen unterschied sich die regionale Verteilung der neu eingeräumten Kredite nicht wesentlich von der oben auf den Seiten 112–116 beschriebenen Entwicklung der gesamten internationalen Ausleihungen. Die Banken verwendeten rund \$ 55 Mrd. ihrer Euromittel für Kreditvergaben innerhalb des berichtenden Gebiets (bereinigt um Wechselkurseinflüsse, wie bei allen Zahlen, die noch in diesem Abschnitt angeführt werden). Die Forderungen gegenüber Japan, den USA und Kanada zusammen expandierten um \$ 16 Mrd.; rund \$ 6,5 Mrd. wurden über die Offshore-Finanzzentren vergeben. Außerhalb dieses weiter gefaßten Berichtsgebiets war die größte Einzelposition die Zunahme der Kredite an die ölimportierenden Entwicklungsländer um \$ 16,5 Mrd. Da die Verbindlichkeiten gegenüber diesen Ländern kaum anstiegen, erhöhte sich gegenüber den Entwicklungsländern die Nettogläubigerposition der berichtenden europäischen Banken in Fremdwährungen, die zu Jahresende 1978 noch etwa ausgeglichen war, auf \$ 24,4 Mrd. Die „Sonstigen entwickelten Länder“ und Osteuropa erhielten im letzten Jahr \$ 12,5 bzw. 4 Mrd. an neuen Eurokrediten.

Auf der Herkunftsseite des Marktes betrug der Beitrag des berichtenden europäischen Gebiets etwa \$ 45 Mrd., das sind \$ 10 Mrd. weniger als auf der Seite der Mittelverwendung. Aus den USA flossen \$ 9 Mrd. dem Markt zu, und der Großteil der neuen Mittel, der über die Offshore-Finanzzentren hereinkam (\$ 16 Mrd.), stammte wahrscheinlich ebenfalls aus den USA. Die größte Einzelposition außerhalb des berichtenden europäischen Gebiets war indes der Anstieg der OPEC-Einlagen um \$ 30,5 Mrd., wodurch sich die Nettoschuldnerposition der Banken gegenüber diesen Ländern auf \$ 76 Mrd. erhöht hat, ein Stand, der fast 250% des Niveaus von Ende 1978 ausmacht.

Entwicklung in anderen Ländern

Die Auslandsforderungen der Banken in den USA erhöhten sich im letzten Jahr um \$ 41 Mrd., das ist mehr als doppelt so viel wie 1979, während die Auslandsverbindlichkeiten einen vergleichsweise geringfügigen Zuwachs verzeichneten. Der Großteil des Forderungswachstums trat im Frühjahr und Frühsommer ein, als die monetäre Lage in den USA relativ entspannt war; überraschenderweise kam es jedoch auch in den letzten Monaten des Jahres zu beträchtlichen Abflüssen, als die Zinssätze in den USA neue Höchststände erreichten und der Dollar sehr fest war.

Was die regionale Verteilung dieser neuen Auslandskreditvergaben betrifft, so ragt die scharfe Expansion von \$ 12,3 Mrd. oder 34% der Forderungen an die ölimportierenden Entwicklungsländer heraus; ein beträchtlicher Teil der als Forderungen an die Offshore-Finanzzentren verbuchten Neukreditvergaben in Höhe von \$ 17,6 Mrd. scheint ebenfalls in diese Länder gegangen zu sein. Gleichzeitig ist der Zufluß neuer Einlagen aus den Entwicklungsländern nahezu zum Stillstand gekommen. Die Forderungen an die ölexportierenden Länder, die 1979 geringfügig abgenommen hatten, verzeichneten einen leichten Anstieg von \$ 1,4 Mrd.; signifikanter ist jedoch, daß die OPEC-Länder \$ 0,7 Mrd. von ihren Einlagen bei Banken in den USA abgezogen haben, während sie diese 1979 um \$ 5 Mrd. aufgestockt hatten.

Die Auslandsniederlassungen der US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen fungierten im letzten Jahr hauptsächlich als Drehscheibe für Mittel aus den USA, wobei ihre Verpflichtungen gegenüber den USA um \$ 22 Mrd. oder um mehr als 50% stiegen. Ein beträchtlicher Teil dieser Mittel wurde jedoch nicht für neue Kreditvergaben verwendet, sondern diente zur Rückzahlung anderer Finanzierungsmitel. Ein Drittel des Zuwachses der Verbindlichkeiten dieser Auslandsniederlassungen gegenüber den USA ging auf Einlagen des Nichtbankensektors der USA zurück. Die Forderungen stiegen um \$ 14,5 Mrd.; davon entfielen \$ 5,1 Mrd. auf Forderungen an die ölimportierenden Entwicklungsländer und \$ 7,5 Mrd. auf Forderungen an Großbritannien.

Die Banken in Japan wiesen im letzten Jahr von allen berichtenden Instituten das stärkste Wachstum bei den Auslandspositionen auf. Die Auslandsforderungen stiegen — zu konstanten Wechselkursen — um \$ 18,5 auf 65,7 Mrd., während die Verpflichtungen sogar noch stärker, nämlich um \$ 29,3 Mrd. oder fast 60% expandierten. Die daraus resultierende Erhöhung der Nettoschuldnerposition der Banken gegenüber dem Ausland um \$ 10,8 Mrd., die auf das erste Halbjahr beschränkt war, beruhte auf einer Verschärfung der offiziellen Leitlinien bezüglich der Teilnahme der Banken am internationalen Kreditgeschäft und auf dem Stützungspaket für den Yen vom März 1980, das unter anderem eine Lockerung von Restriktionen des Transfers von Euroeinlagen seitens japanischer Banken von ihren Auslandsniederlassungen ins Inland und die Befreiung der Einlagen ausländischer Währungsbehörden auf freien Yenkonten von Zinsobergrenzen brachte. Die letztgenannte Maßnahme induzierte beträchtliche Zuflüsse von Ölgeldern, und im zweiten Quartal stiegen die Einlagen auf freien Yenkonten um \$ 6,4 Mrd. oder 130%. Im zweiten Halbjahr bremste der Rückgang der kurzfristigen Inlandszinssätze im Verhältnis zu den langfristigen Renditen stark den Aufbau freier Yenkonten, während die Restriktionen des Auslandskreditgeschäfts der japanischen Banken gelockert wurden und diese Kapital netto zu exportieren begannen.

Internationale Anleihemärkte

Unbeständige und zeitweise stark steigende Dollarzinsen, instabile Renditekurven und unsichere Wechselkurserwartungen bedeuteten, daß auf den Anleihemärkten über weite Strecken des Jahres 1980 und in den ersten Monaten von 1981 eher labile Zustände herrschten. Am stärksten waren hiervon die Begebungen von Auslandsanleihen an den nationalen Märkten betroffen, die um \$ 4,2 auf 15,8 Mrd. zurückgingen, während sich das Volumen der Anleiheemissionen am Euromarkt um \$ 4,7 auf 22,5 Mrd. vergrößerte. Im Endergebnis war der Gesamtwert der internationalen Anleiheemissionen zu aktuellen Dollarkursen mit \$ 38,3 Mrd. geringfügig höher als 1979, obwohl real gesehen, zieht man die Inflation ins Kalkül, ein leichter Rückgang zu verzeichnen war.

Die relative Stärke des Euroanleihemarkts, insbesondere seines Dollarbereiches, beruhte auf seiner größeren Flexibilität und Fähigkeit, sich rasch ändernden Verhältnissen anzupassen. Die Innovationsfreudigkeit und breite Palette verfügbarer Techniken und Optionen hat ebenfalls dazu beigetragen, die Attraktivität der Euroanleihemärkte zu erhöhen. Schuldverschreibungen mit variablen Zinssätzen, die

30% der gesamten Dollaremissionen auf sich vereinten, fanden im allgemeinen gute Aufnahme, wie auch in Zeiten ausgeprägter Unsicherheiten über die zukünftige Zinsentwicklung nicht anders zu erwarten war. Wandelanleihen, auf die 15% der gesamten Dollaremissionen entfielen, profitierten von der festen Verfassung der Aktienmärkte in den USA und Japan, da der Großteil solcher Wertpapiere durch Unternehmen dieser zwei Länder begeben wurde. Schließlich kam dem Markt noch das zunehmende Interesse institutioneller Anleger zugute und der scharfe Wettbewerb zwischen den Emissionshäusern, der dazu beitrug, die Emissionskosten niedrig zu halten.

Internationale Anleihen¹

Anleihe-schuldner	Jahr	Euroanleihen				Auslandsanleihen			
		Ins-gesamt	darunter			Ins-gesamt	darunter		
			US-Dollar	Deutsche Mark	nicht-öffent-lich		in den USA	in der Schweiz	nicht-öffent-lich
Millionen US-Dollar									
Westeuropa	1978	5 410	2 440	2 240	1 310	6 260	1 640	2 690	1 980
	1979	7 160	3 740	2 030	1 340	5 780	960	4 160	2 560
	1980	9 900	4 640	2 430	1 580	5 020	490	3 330	1 540
	1981/I	1 540	760	—	—	1 440	100	960	—
Kanada	1978	830	470	360	380	3 930	3 270	230	990
	1979	1 410	830	30	30	2 720	2 070	510	570
	1980	1 380	1 050	60	—	1 460	1 220	160	320
	1981/I	740	660	—	—	690	500	180	—
USA	1978	1 290	970	230	200	370	—	220	150
	1979	2 570	2 470	50	130	160	—	60	—
	1980	4 310	3 900	120	260	200	—	200	120
	1981/I	1 290	1 190	—	—	220	—	220	—
Sonstige entwickelte Länder ²	1978	2 550	920	1 590	400	2 930	410	1 870	2 080
	1979	1 780	780	960	330	3 940	80	3 500	3 200
	1980	2 410	1 220	950	350	2 470	—	2 230	1 830
	1981/I	330	300	—	—	770	—	640	—
Übrige Länder ³	1978	2 990	1 080	1 290	750	2 200	440	540	830
	1979	1 830	1 320	410	210	1 410	240	300	330
	1980	1 290	780	390	—	750	380	140	100
	1981/I	310	270	—	—	240	140	—	—
Internationale Institutionen	1978	2 870	1 810	820	1 230	5 850	600	2 000	3 070
	1979	3 050	1 470	1 170	1 230	5 960	1 250	990	3 060
	1980	3 220	2 070	300	1 050	5 850	550	1 380	2 830
	1981/I	380	240	—	—	740	—	190	—
Insgesamt begebene Anleihen	1978	15 940	7 690	6 530	4 270	21 540	6 360	7 550	9 100
	1979	17 800	10 610	4 650	3 270	19 970	4 600	9 520	9 720
	1980	22 510	13 660	4 250	3 240	15 750	2 640	7 440	6 740
	1981/I	4 590	3 420	—	210	4 100	740	2 190	1 340

¹ Nach Angaben von Weltbank und OECD.

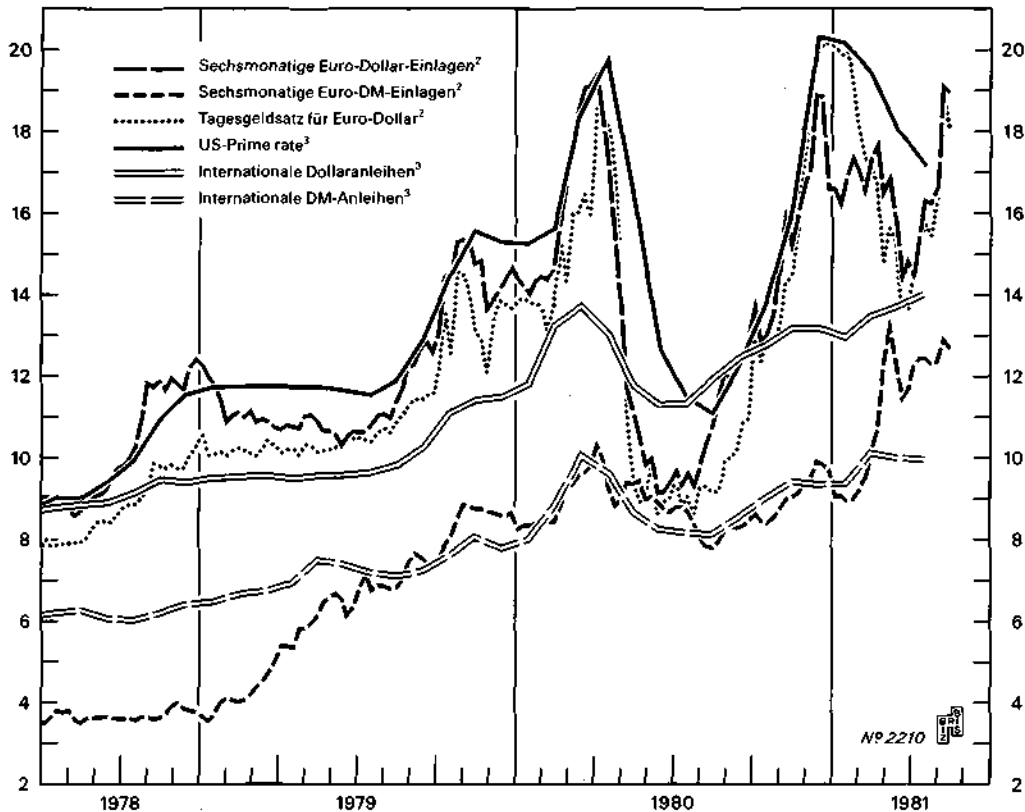
² Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika.

³ Einschließlich osteuropäischer Länder.

Darüber hinaus waren Dollarbegebungen durch den festen Dollarkurs gut abgestützt und behaupteten ihren Anteil an den Gesamtemissionen mit rund 60% sehr gut. Wechselkurserwägungen und attraktive Zinssätze begünstigten sogar Anleihebegebungen in einigen der kleineren Währungssektoren des Marktes wie in Pfund, französischen Franken und holländischen Gulden, deren gemeinsamer Marktanteil

von 6% 1979 auf 14% in die Höhe schnellte. Auf der anderen Seite ging hingegen der Marktanteil der DM-Emissionen relativ stark von 26 auf 19% zurück.

Eurogeldmarktsätze, US-Prime rate und Renditen internationaler US-Dollar- und DM-Anleihen¹



¹Die Anleiherenditen werden nach der durchschnittlichen Restlaufzeit berechnet. ²Wochendurchschnitte von Tagesnotierungen. ³Monatsdurchschnitte.

Der Auftrieb des Eurodollaranleihemarkts erfaßte sogar die Festzinsemissionen, die sich um \$ 2,5 auf rund 7,5 Mrd. erhöhten. Allerdings wurden mehr als 60% dieser Gesamtemissionen im zweiten Quartal begeben, als die Renditekurve vorübergehend wieder normal verlief, während die Emissionstätigkeit zu anderen Zeiten buchstäblich zum Stillstand kam. Dies war im Februar-März und November-Dezember der Fall, als die Zinsdifferenz zwischen Eurodollaranleihen und Sechsmonats-Eurodollareinlagen 6 Prozentpunkte übertraf, obwohl die Anleiherenditen selbst relativ stark anstiegen. Die Renditen der Dollaranleihen lagen zu Jahresbeginn nahe bei 11,5%, stiegen dann im März auf 14% und erhöhten sich, nachdem sie zur Jahresmitte auf einen Tiefstand von 10,5% gesunken waren, in der zweiten Jahreshälfte stetig, um Ende Dezember rund 12,5% zu erreichen.

Die im Vergleich zu Dollaranleihen beträchtlich niedrigere Rendite der Euro-DM-Anleihen und die ungünstigeren Wechselkurs Erwartungen für die D-Mark dämpften tendenziell das Interesse der Investoren an solchen Papieren, deren Begebungsvolumen mit \$ 4,3 Mrd. das geringste seit vier Jahren war. Trotz der unter-

schiedlichen binnenwirtschaftlichen Situation verlief die Rendite in etwa parallel mit jener der Dollaranleihen, und die Neuemissionen waren am höchsten in den Monaten um die Jahresmitte, als die D-Mark am Devisenmarkt relativ fest notierte und die Renditekurve zeitweise ansteigend verlief.

Die Währungsstruktur neu begebener Auslandsanleihen unterschied sich erheblich von jener am Euroanleihemarkt. Der einzige wichtige Bereich, der ein Wachstum aufwies, waren DM-Begebungen in Deutschland, wohingegen Auslandsmissionen in der Schweiz, den USA und Japan einen beträchtlichen Rückgang verzeichneten. Die Auslandsbegebungen in der Schweiz gingen um \$ 2,1 Mrd. auf das noch immer sehr hohe Niveau von \$ 7,4 Mrd. zurück, wobei die relativ geringen Zinserträge und die schwächere Einschätzung des Schweizer Frankens auf dem Devisenmarkt die Hauptgründe für das Nachlassen des Interesses der Investoren waren. Einen relativ betrachtet wesentlich stärkeren Rückgang, und zwar von \$ 4,6 Mrd. 1979 auf \$ 2,6 Mrd. im letzten Jahr, wiesen die Auslandsemissionen in den USA auf, wo die oben erwähnten Faktoren allerdings nicht zutrafen. Hier waren es eher die unsicheren Verhältnisse am heimischen Markt sowie die Konkurrenz des Eurodollaranleihemarktes, wo die Kreditaufnahmekosten zeitweise beträchtlich geringer waren, die das niedrigere Niveau der Gesamtemissionen erklären können. Die Auslandsbegebungen in Yen in Japan sind von \$ 3,1 auf 1,6 Mrd. zurückgegangen. Das Volumen der DM-Emissionen in Deutschland, das sich von \$ 1,8 auf 3,5 Mrd. erhöhte, wurde weitgehend von der beträchtlichen Verschuldung internationaler Institutionen getragen.

Der internationale Anleihemarkt war 1980 noch mehr als in den vorangegangenen Jahren primär ein Markt für Schuldner aus Industrieländern. Der Anteil der entwickelten Länder an den Gesamtemissionen stieg von 68 auf 71%; schließt man die in Europa beheimateten internationalen Organisationen mit ein, so entfielen auf die industrialisierte Welt mehr als 80% des gesamten Emissionsvolumens. Die Quote der ölimportierenden Entwicklungsländer ist von 7,3 auf 4,7% zurückgegangen, während der Anteil der internationalen Entwicklungshilfeinstitutionen mit 14% etwas höher lag als ein Jahr zuvor. Innerhalb der industrialisierten Länder stellten US-Unternehmen die bei weitem größte Gruppe unter den Emittenten; sie nahmen insgesamt \$ 4,5 oder 1,8 Mrd. mehr auf als 1979. Schweden, Österreich, Italien und Großbritannien haben ebenfalls die internationalen Anleihemärkte beträchtlich stärker beansprucht, während japanische und kanadische Emittenten, die 1979 die größten Kreditnehmer gewesen waren, ihre Mittelaufnahme auf \$ 3,7 bzw. 2,8 Mrd. reduzierten.

In den ersten Monaten des Jahres 1981 stellte sich die Lage auf dem internationalen Anleihemarkt im wesentlichen so dar wie 1980: hohe und stark schwankende kurzfristige Zinsen und stark ausgeprägte Unsicherheiten hinsichtlich der Wechselkursentwicklung. Die Emissionstätigkeit bei Dollaranleihen mit festem Zinssatz kam zeitweise zum Stillstand. Darüber hinaus blieb aufgrund einer Entscheidung des deutschen Kapitalmarktunterausschusses vom Dezember 1980 der DM-Sektor bis Mitte April faktisch allen ausländischen Kreditnehmern mit Ausnahme der internationalen Institutionen verschlossen. Entsprechend lag das gesamte internationale Emissionsvolumen in Höhe von \$ 8,7 Mrd. im ersten Quartal etwas unter dem Quartalsdurchschnitt des Jahres 1980.

VII. INTERNATIONALE WÄHRUNGS-LAGE

Das vorliegende Kapitel gibt einen Überblick über die internationale Währungsszene 1980 und Anfang 1981. Der erste Abschnitt befaßt sich mit der Wechselkursentwicklung, die gekennzeichnet war von der Stärke des Dollars, des Yen und des Pfundes, der Schwäche der kontinentaleuropäischen Währungen, insbesondere der D-Mark, und von einer besonders ausgeprägten Unbeständigkeit der Wechselkurse. Mit Ausnahme des Yen entwickelte sich der Außenwert der Währungen der größeren Länder ohne Bezug auf die Inflationsunterschiede, wobei Währungen von Ländern mit hohen Inflationsraten Kursgewinne und jene von Ländern mit relativ niedriger Inflation Kursverluste verbuchten. Der zweite Abschnitt dieses Kapitels untersucht die Gründe für diese Entwicklungen und zeigt die hieraus erwachsenen Veränderungen der internationalen Wettbewerbsposition auf. Der dritte Abschnitt befaßt sich mit den Entwicklungen bei Gold, insbesondere mit dem größeren Rückgang der nichtmonetären Verwendung und mit den starken Preisschwankungen am Goldmarkt. Der vierte Abschnitt beschreibt die Entwicklung der Währungsreserven und der internationalen Liquidität im Jahr 1980, die von einem weiteren Anstieg der Weltwährungsreserven sowie einer weitverbreiteten Anspannung der Reserveposition der Öleinfuhrländer gekennzeichnet war.

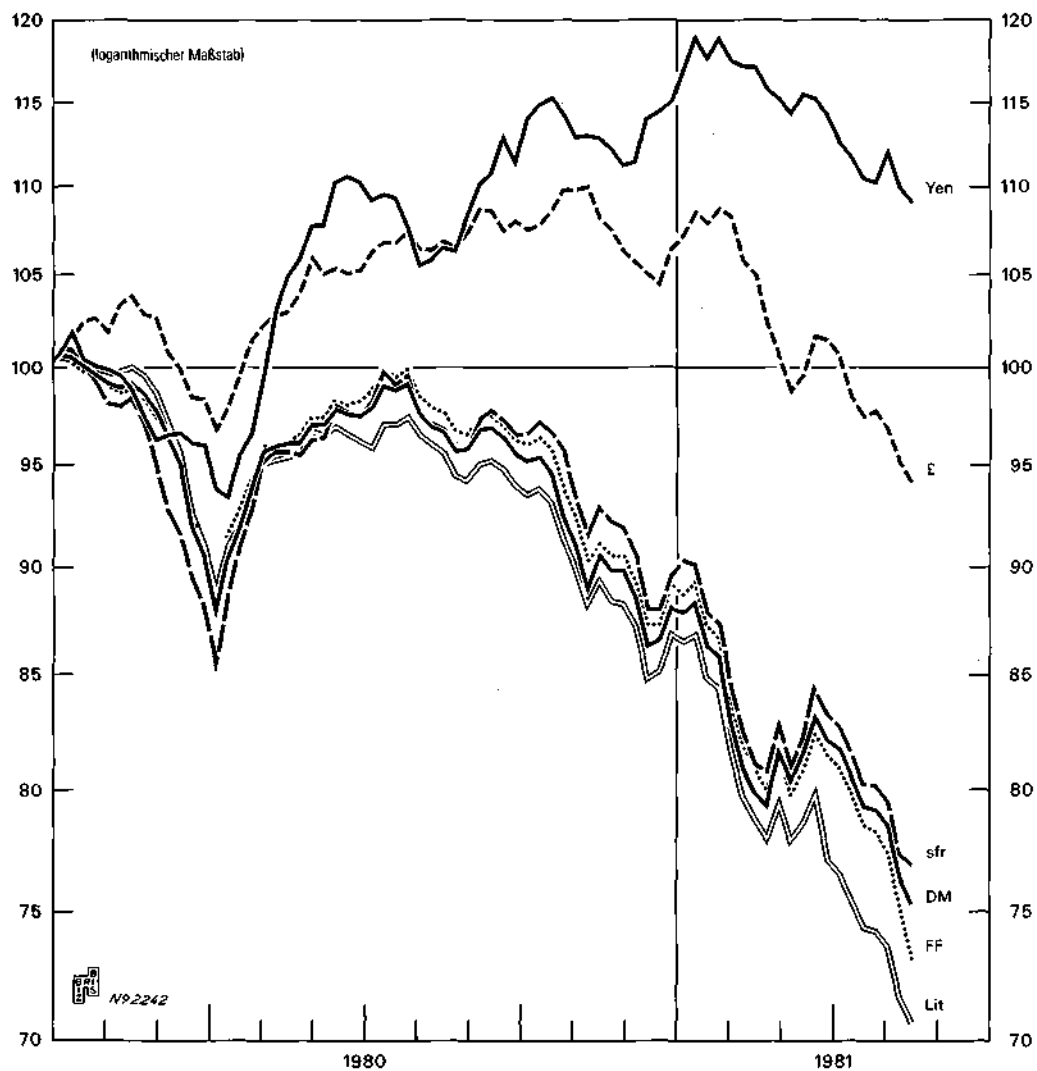
Entwicklung der Wechselkurse

Der Berichtszeitraum war von wesentlichen Veränderungen sowohl in der Situation als auch in der Markteinschätzung einer Anzahl wichtiger Währungen und von einer außergewöhnlichen Unbeständigkeit der Wechselkurse geprägt. Dollar, Yen und Pfund werteten sich beträchtlich auf, während die kontinentaleuropäischen Währungen wiederholt Schwächeperioden hatten. Größtenteils stand diese Entwicklung in Zusammenhang mit einer Verschiebung der Leistungsbilanzungleichgewichte weg von Ländern mit hohen Inflationsraten und hin zu Staaten mit relativ stabilem Preisniveau. Die Auswirkung dieser Umschichtungen in den Zahlungsbilanzen auf die Devisenmärkte wurde noch durch die amerikanische Geldpolitik verstärkt, die zeitweise bei kurzen Laufzeiten zu zweistelligen Zinsdifferenzen zugunsten des Dollars und zu beispiellos abrupten Ausschlägen der Dollarzinsen führte. Unter diesen Umständen vermochten auch offizielle Interventionen beträchtlichen Ausmaßes nicht größere Schwankungen der bilateralen Wechselkurse zu verhindern. Die einzige Ausnahme bildete das Festkurssystem des EWS, wo 1980 die Stabilität der Kurse sehr viel der Schwäche der D-Mark verdankte. Der neuerlichen Festigung der D-Mark innerhalb des Systems nach Mitte Februar 1981 folgten jedoch bald eine Anpassung des Lira-Leitkurses nach unten und ein verstärkter Druck auf den belgischen Franken; der französische Franken schwächte sich hingegen nach den Präsidentschaftswahlen im Mai stark ab.

Die Entwicklung der Devisenmärkte im ersten Quartal 1980 war von der Aufwärtsbewegung des US-Dollars geprägt, insbesondere nach Mitte März, als die

US-Behörden breit angelegte restriktive geld- und kreditpolitische Maßnahmen ankündigten und daraufhin die Dollarzinsen stark anzogen. Anfang April 1980 lag dann der effektive Wechselkurs des Dollars $10\frac{1}{2}\%$ über seinem Stand drei Monate zuvor. Die Festigung des Dollars war gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen am ausgeprägtesten. Zu diesem Zeitpunkt betrug bei Dreimonatsgeldern die Zinsdifferenz zugunsten des Dollars $9\frac{1}{2}\%$ gegenüber der D-Mark und fast 13% gegenüber dem Schweizer Franken, und die kumulative Aufwertung des Dollars seit Anfang Januar belief sich gegenüber der D-Mark auf 16%, nämlich von DM 1,71 auf 1,98, und 19% gegenüber dem Franken.

Bilaterale Wechselkurse: Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1980/81
Wochendurchschnitte, Ende Dezember 1979 = 100



Die Veränderungen der internationalen Zinsdifferenzen waren zwar eine wichtige, aber nicht die einzige Ursache für den Anstieg des Dollars. Die neuen Metho-

den der Handhabung der Geldpolitik, die die amerikanische Notenbank im Oktober 1979 eingeführt hatte, bestärkten die Devisenmärkte in ihrem Glauben, daß die US-Währungsbehörden es mit der Inflationsbekämpfung ernst meinten, und trugen zu einer Neueinschätzung der zu erwartenden Dollarkursentwicklung bei. Dies wurde anschaulich am Verhalten des Yen, der im ersten Quartal 1980 gegenüber dem Dollar etwas mehr als 10% an Wert einbüßte, obwohl die Zinsdifferenz zugunsten des Dollars am kurzen Ende etwas kleiner geworden war.

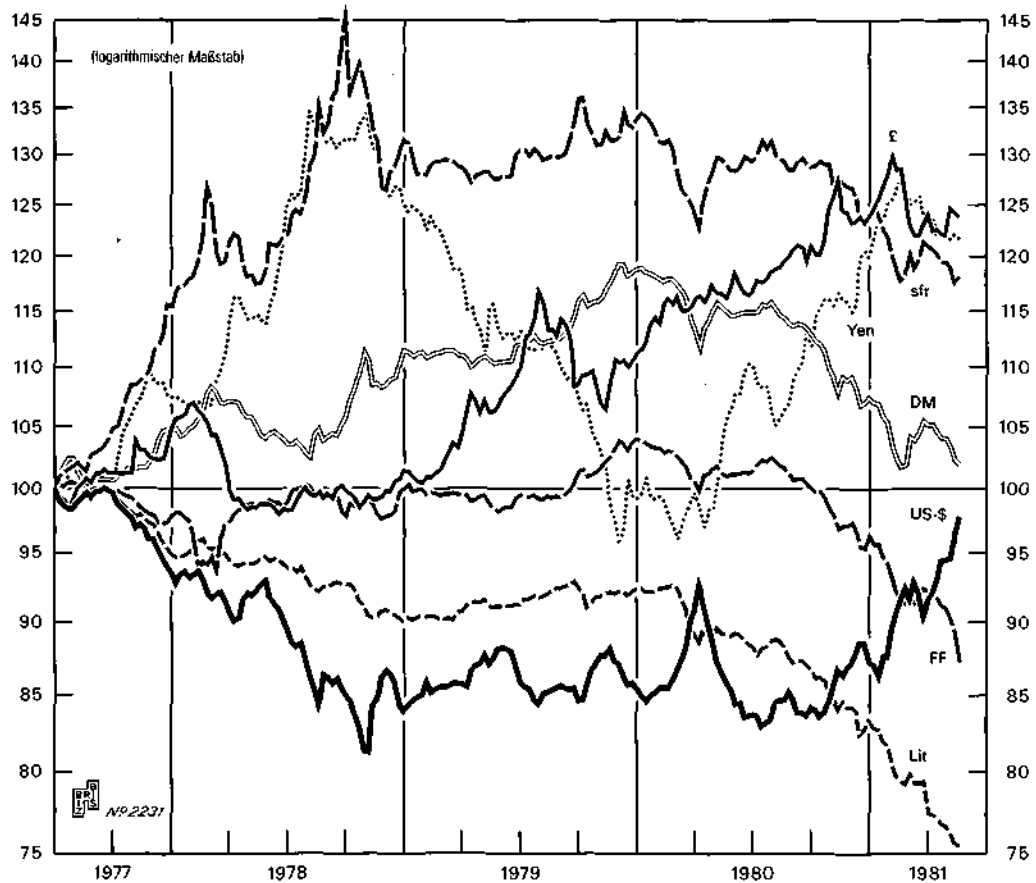
Das Pfund Sterling hatte sich in den letzten eineinhalb Monaten von 1979 erheblich gefestigt; diese Aufwertungstendenz setzte sich in den ersten sieben Wochen des Jahres 1980 fort. Obwohl sein Kursverlauf in der Folge durch den Höhenflug des US-Dollars beeinflusst wurde, stieg es weiterhin gegenüber den anderen europäischen Währungen. Anfang April 1980, als der Dollar einen Höchststand erreichte, lag der Pfundkurs gegenüber dem Dollar etwa 4% niedriger, gegenüber der D-Mark aber 10½% höher als Anfang Januar.

In dem Bestreben, die abrupten Wechselkursbewegungen, die Mitte Februar 1980 eingesetzt hatten, zu dämpfen, begannen die Währungsbehörden jener Länder, deren Währung unter Abwertungsdruck kam, kräftig auf den Devisenmärkten zu intervenieren, und ergriffen eine Reihe verschiedener Maßnahmen, um die inländischen Kreditbedingungen zu verschärfen oder die internationalen Zahlungsströme direkt zu beeinflussen. Eine Anzahl von Ländern erhöhte den Diskontsatz. Darüber hinaus wurden administrative Hemmnisse gegen Kapitalimporte beseitigt, vor allem in Ländern wie Deutschland, Japan und der Schweiz, die früher solche Maßnahmen in dem Bemühen ergriffen hatten, die wachsende Nachfrage nach ihren Währungen einzudämmen, und deren frühere Leistungsbilanzüberschüsse sich jetzt in Defizite gewandelt oder zumindest sehr stark reduziert hatten.

Die ausgeprägte Stärke des US-Dollars kehrte sich im April plötzlich in ihr Gegenteil, als die amerikanischen Zinssätze noch steiler zu fallen begannen, als sie vordem angestiegen waren. Im Ergebnis bildeten sich die Sätze für kurzfristige Dollaranlagen auf das Niveau der vergleichbaren DM-Zinsen zurück; tatsächlich ergab sich von Ende Mai bis Mitte Juli 1980 gelegentlich eine Zinsdifferenz zugunsten der D-Mark. Ende Mai kam der effektive Wechselkurs des Dollars auf 10% unter seinem Höchststand von April zu liegen.

Das Ausmaß der Erholung der anderen Währungen war nicht gleichförmig. Anfang Juli wurde die D-Mark gegenüber dem Dollar mit DM 1,73 bewertet und lag damit leicht unter ihrem Niveau von Anfang Januar. Ähnlich war das Verlaufsmuster bei den anderen EWS-Währungen (mit Ausnahme der Lira) und dem Schweizer Franken. Demgegenüber gewannen Pfund und Yen mehr, als sie vorher verloren hatten. Insbesondere wertete der Yen sich um nicht weniger als 21% von Anfang April bis Mitte Juni auf, als sein Dollarkurs mit ¥ 215,5 11% über dem Jahresendstand 1979 lag. Gegenüber den europäischen Währungen war der Kursanstieg des Yen von Januar bis Mitte Juni 1980 noch etwas ausgeprägter und belief sich auf 13 und 14½% gegenüber der D-Mark bzw. dem Schweizer Franken. Die Erholung des Pfundes verlief weniger dramatisch; Anfang Juli lag der Pfundkurs gegenüber dem Dollar bei \$ 2,38 und damit etwa 7% über seinem Jahresendstand 1979.

Effektive Wechselkurse 1977-81
Wochendurchschnitte, Ende Juni 1977 = 100



Eine Anzahl von Einflüssen arbeitete zugunsten des Yen und des Pfundes. Im Falle Japans waren dies eine relativ niedrige binnenwirtschaftliche Inflationsrate, erste Anzeichen eines Rückgangs des Leistungsbilanzdefizits, die Lockerung der Kapitalimportbeschränkungen und die Verschärfung der Geldpolitik. Im Gegensatz zu Japan blieb die Inflationsrate in Großbritannien trotz eines scharfen Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit hoch; aber aus dem Blickwinkel eines internationalen Anlegers war das Pfund attraktiv als eine Sicherung gegen zukünftige Ölpreissteigerungen; auch wurde der Zinsvorteil wieder einmal sehr groß, als die Dollarzinsen im zweiten Quartal stark zurückgingen.

Als die Dollarzinsen ihre Talsohle erreicht hatten, stabilisierte sich der Kurs des Dollars im Juli. Gegen Ende des Monats begann er erneut gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen zu steigen. In der zweiten Oktoberwoche erreichte der Dollar einen Stand, der fast $5\frac{1}{2}\%$ über seinem Tiefpunkt gegenüber der D-Mark von Mitte Juli lag, wenn auch sein gewogener Außenwert kaum höher war als drei Monate zuvor. Nach Mitte Oktober beschleunigte sich der Kursanstieg des Dollars trotz kräftiger Devisenmarktinterventionen der US-Behörden sehr rasch. Als die

kurzfristigen Dollarzinsen zu neuen Rekordhöhen anstiegen, erreichte Mitte Dezember die Zinsdifferenz zwischen Dollar und D-Mark $11\frac{1}{2}\%$ und zwischen Dollar und Schweizer Franken fast 15% zugunsten der US-Währung. Am 11. Dezember notierte der Dollar bei DM 2,025, rund 19% über seinem Stand zum Jahresbeginn und $2\frac{1}{2}\%$ über seinem Höchststand von April 1980. Sein gewogener Außenwert lag 8% höher als Anfang Juli, aber noch $4\frac{1}{2}\%$ unter dem Höchststand von April.

Der Yen begann sich im August 1980 wieder zu festigen, nachdem er zuvor als Reaktion auf den steilen Anstieg im Frühjahr rückläufig gewesen war. Anfang Oktober notierte er infolge der Verbesserung der Leistungsbilanz und großer Kapitalimporte bei ¥ 207 gegenüber dem Dollar und lag damit 10% über seinem Niveau von Anfang August. In der Folge beeinflussten der steile Zinsanstieg in den USA sowie Befürchtungen über die Auswirkungen des Krieges zwischen Iran und Irak auf die japanische Wirtschaft den Yenkurs bis zu einem gewissen Grad. Anfang Dezember — einige Tage, bevor die Zinsen in den USA ihren neuen Höchststand erreichten — setzte jedoch der Yen seine Aufwärtsbewegung fort. Am Jahresende erreichte der Yen ein Kursniveau etwas über dem Stand von Anfang Oktober, und Anfang Januar 1981 stabilisierte er sich gegenüber dem Dollar bei etwa ¥ 200, rund 17% über seinem Vorjahresniveau. Gegenüber der D-Mark betrug die Aufwertung des Yen in derselben Periode 35% , und auf gewogener Basis lag er 23% höher.

Das Pfund Sterling bewegte sich auf einem Mittelweg zwischen dem Yen und den kontinentaleuropäischen Währungen. Im Verlauf der zweiten Jahreshälfte wertete es sich auf gewogener Basis weiter um 6% auf, verzeichnete indes gegenüber dem Dollar per saldo keinen weiteren Anstieg. Dies war jedoch in gewisser Hinsicht eine bemerkenswerte Leistung, da der große Zinsvorteil, den das Pfund noch im zweiten Quartal des Jahres gegenüber dem US-Dollar gehabt hatte, später allmählich dahinschwand und sich schließlich im November 1980 umkehrte. Von Ende Juni bis Anfang November stieg das Pfund gegenüber dem Dollar von etwa \$ 2,34 auf 2,45. Dann fiel es zur Dezembermitte wieder auf \$ 2,30 zurück, erholte sich jedoch wieder bis Januar 1981 auf über \$ 2,40.

Der Mitte Dezember 1980 einsetzende Zinsrückgang in den USA unterbrach den Aufwärtstrend des Dollars nur kurzfristig. Ab Mitte Januar 1981 zog er, trotz umfangreicher Interventionen der Währungsbehörden in den USA und Europa, wieder kräftig an. Die Festigung des Dollars war wiederum gegenüber der D-Mark besonders ausgeprägt, wobei der Kassakurs von Anfang Januar bis Mitte Februar um $16\frac{1}{2}\%$ auf DM 2,25 stieg, obwohl sich das zugunsten des Dollars bestehende Zinsgefälle etwas verringerte. Die Einschätzung des Marktes scheint von der entschlossenen antiinflationären Haltung der neuen US-Regierung und von der unsicheren Situation in Polen beeinflusst worden zu sein. Gegenüber dem Schweizer Franken verzeichnete der Dollar von Anfang Januar bis Mitte Februar sogar noch höhere Kursgewinne und stieg um $17\frac{1}{2}\%$ auf fast sfr 2,06, während der gewogene Außenwert des Dollars um rund 10% höher lag.

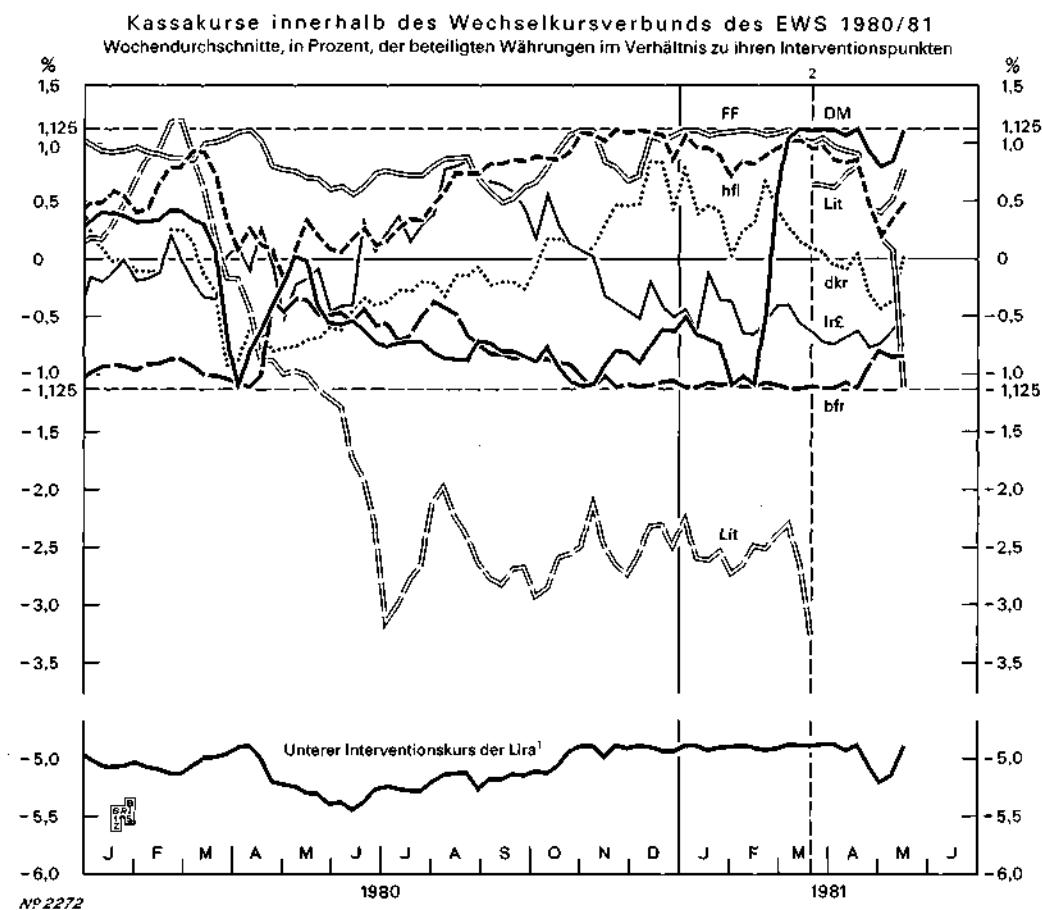
In der zweiten Februarhälfte führten rückläufige Dollarzinsen im Verbund mit der Verschärfung der deutschen Geldpolitik und der Aufhebung aller noch verbliebenen Beschränkungen beim Erwerb deutscher Schuldverschreibungen durch

Gebietsfremde zu einer kurzfristigen Trendumkehr auf dem Devisenmarkt, und der DM-Preis des Dollars erreichte am 19. März einen Tiefpunkt von DM 2,05. Anfang April begannen die Zinssätze in den USA jedoch wieder stark zu steigen, und der Dollar festigte sich erneut. Anfang Mai übertraf er gegenüber der D-Mark seinen vorangegangenen Höchststand von Mitte Februar und wurde, als sich seine Aufwertungstendenz im Gefolge der französischen Präsidentschaftswahlen beschleunigte, am 14. Mai mit DM 2,31 bewertet, das sind 18% mehr als zu Jahresende 1980. Dies war die dritte bedeutende Veränderung des Dollars gegenüber der D-Mark (und anderen kontinentaleuropäischen Währungen) seit Jahresbeginn 1981. Innerhalb der ersten viereinhalb Monate von 1981 betrug die gewogene Aufwertung des Dollars 13½% und die gewogene Abwertung der D-Mark 5%, womit sich die kumulative Abschwächung der D-Mark seit dem Höchststand, den sie zu Jahresende 1979 erreicht hatte, auf rund 15% belief.

Das Pfund hatte zu Jahresbeginn 1981 die Abschwächung der kontinental-europäischen Währungen gegenüber dem Dollar zu einem beträchtlichen Teil mitgemacht. Paradoxierte passierte dies zu einer Zeit, als es immer offenkundiger wurde, daß es der Wirtschaftspolitik Großbritanniens endlich gelungen war, die heimische Inflationsrate signifikant zu senken. Es entwickelte sich jedoch ein zunehmendes Bewußtsein um die Folgen, die der hohe Wechselkurs des Pfundes für die britische Wirtschaft hat; im März nahm die Bank von England den Mindestausleihesatz von 14 auf 12% zurück. Das Pfund begann sich Ende Januar 1981 sehr stark gegenüber dem Dollar abzuschwächen und büßte bis Anfang März, bei einem Kurs von \$ 2,18, den gesamten Wertzuwachs ein, den es im Verlauf von 1980 erzielt hatte. Es erholte sich wiederum gegen Mitte März, gab jedoch bis Mitte Mai noch weiter auf rund \$ 2,07 nach und lag damit 7% unter seinem Jahresendstand 1979. Die gewogene Höherbewertung des Pfundes betrug Mitte Mai 1981 noch immer etwa 8½% gegenüber dem Jahresendstand von 1979, und zwar wegen seiner Wertsteigerung gegenüber anderen europäischen Währungen innerhalb dieser Periode.

Der Yen andererseits blieb gegenüber dem Dollar zu Jahresbeginn 1981 relativ fest; sein Kassakurs schwächte sich von Anfang Januar bis Mitte Februar um lediglich 4% auf etwa ¥ 207,5 ab. Das weitere Nachgeben des inländischen Zinsniveaus im März — die Diskontsatzsenkung eingeschlossen — berührte zu diesem Zeitpunkt kaum den Wechselkurs, zum Teil deshalb, weil gleichzeitig auch die Zinssätze in den USA zurückgingen. Der neuerliche Anstieg der Zinssätze in den USA von Anfang April 1981 an ließ den Yen gegenüber dem Dollar auf ¥ 222 bis Mitte Mai zurückgehen; er lag damit 10% unter seinem Höchststand vom Januar; auf gewogener Basis verlor der Yen zwischen Anfang Januar und Mitte Mai 1981 rund 1½% an Wert.

Die Entwicklungen innerhalb des Wechselkursverbunds des *Europäischen Währungssystems* im Verlauf von 1980 und Anfang 1981 hoben sich scharf von der erratischen Bewegung der Wechselkurse in anderen Märkten ab. Zeitweise gerieten bestimmte Währungen, besonders der belgische Franken und die D-Mark, schwer unter Druck, und es wurden beträchtliche Interventionen erforderlich. Das zweite Jahr des Europäischen Währungssystems, das Mitte März 1981 endete, ging jedoch



Nº 2272

¹ Die Position der Lira wird durch ihre prozentuale Abweichung von der schwächsten und der stärksten Währung innerhalb des Kursbandes von 2 1/4% angegeben; ihre zulässige schwächste Position wird durch die untere Linie in der Grafik gekennzeichnet.
² Mit Wirkung vom 23. März 1981 wurde die Lira um 6% gegenüber allen anderen Teilnehmerwährungen abgewertet.

ohne größere Krise und ohne den Zwang zu irgendeiner Anpassung der Leitkurse der Teilnehmerländer vorbei. Diese relative Stabilität ist jedoch nicht auf eine Verbesserung der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Entwicklung zurückzuführen — es gab insbesondere keine Konvergenz der Inflationsraten der Mitgliedsländer —, sondern eher auf die Schwäche der D-Mark. Kurz nachdem die D-Mark am 9. März 1981 wiederum die stärkste Währung innerhalb des Systems geworden war, wurde der Leitkurs der Lira um 6% abgewertet, und der Druck auf den belgischen Franken verstärkte sich erheblich.

Die Position der D-Mark innerhalb des EWS-Wechselkursverbunds im Jahresverlauf 1980 und zu Jahresbeginn 1981 spiegelt im wesentlichen das hohe Leistungsbilanzdefizit Deutschlands und die Stärke des Dollars wider. Hinzu kam, daß die D-Mark, da keine Wahrscheinlichkeit einer Aufwertung des Leitkurses bestand, für Anleger weniger attraktiv war als andere Währungen des Systems, die höhere nominelle Zinserträge erbrachten; darüber hinaus tendierte die D-Mark wegen ihrer internationalen Bedeutung dazu, direkter als andere EWS-Währungen von einem starken Dollar betroffen zu werden. Es war deshalb nicht überraschend,

daß sich die D-Mark auf das untere Ende des EWS-Bandes hinbewegt hat und gelegentlich kräftiger Stützung bedurfte. Das erste Mal trat dieser Fall Ende März und Anfang April 1980 ein, als der Dollar erstmals spektakulär anstieg. Während der folgenden Umkehr erholte sich die D-Mark etwas, verblieb jedoch in der unteren Hälfte des Bandes. Ende Oktober stieß sie an ihren unteren Interventionspunkt gegenüber dem französischen Franken und dem holländischen Gulden und benötigte wiederum substantielle Stützung. Mit Hilfe der etwas rückläufigen kurzfristigen Zinssätze in Frankreich war es ihr möglich, sich Anfang November vom unteren Ende des Bandes zu lösen, aber Ende Januar 1981 befand sie sich wieder in jener Zone, wo sie gestützt werden mußte. Eine spürbare Erholung trat erst in der zweiten Februarhälfte durch die Straffung der geldpolitischen Zügel in Deutschland ein. Anfang März 1981 war die D-Mark — das erste Mal seit dem Realignment von September 1979 — wieder die stärkste Währung des Systems und hat in der Folge diese Position gehalten.

Der belgische Franken war mit einer niedrigen binnenwirtschaftlichen Inflationsrate, aber einem großen Leistungsbilanzdefizit fast während der gesamten Berichtsperiode schwach. Von November 1980 an war er andauernd bei oder nahe dem unteren Ende des Bandes, und nach der Festigung der D-Mark im Februar 1981 überschritt der Franken seine untere Abweichungsschwelle. Gegen Ende März erhöhten die belgischen Währungsbehörden kräftig die binnenwirtschaftlichen Zinssätze und ergriffen andere restriktive geldpolitische Maßnahmen, aber es dauerte bis zur zweiten Aprilhälfte, bis sich der belgische Franken von seinem unteren Interventionspunkt gegenüber der D-Mark lösen konnte.

Die Entwicklung des französischen Frankens war bis zum Februar 1981 in gewisser Weise ein Spiegelbild zu jener der D-Mark und des belgischen Frankens. Die binnenwirtschaftliche Inflationsrate war relativ hoch, das Leistungsbilanzdefizit wurde jedoch durch Kapitalimporte mehr als nur abgedeckt. Folglich verharrte der französische Franken faktisch während des ganzen Jahres 1980 im oberen Viertel des Bandes, wobei er Ende März und Ende Oktober seinen oberen Interventionspunkt erreichte. Anfang November brachte eine Reduzierung der inländischen Geldmarktsätze im Verbund mit der Einführung einer Mindestreserve von 5% auf Einlagen von Gebietsfremden bei französischen Banken eine zeitweilige Entlastung des Wechselkurses. Mitte Dezember war der Franken jedoch wieder am oberen Limit angelangt, wo er die meiste Zeit bis Anfang März 1981 verblieb. In der weiteren Folge war der Franken die zweitstärkste Währung des Systems bis Ende April, als er etwas nachgab. Nach den französischen Präsidentschaftswahlen fiel der Franken gegenüber der D-Mark im Mai auf seinen unteren Interventionspunkt. Die Währungsbehörden stützten den Franken massiv am Devisenmarkt, wobei zusätzlich der Zins für Zentralbankinterventionen am Geldmarkt von 13½ auf 22% erhöht und die Kapitalverkehrskontrollen erheblich verschärft wurden.

Angesichts einer relativ niedrigen Inflationsrate und einem Leistungsbilanzdefizit, welches durch Kapitalimporte mehr als ausgeglichen wurde, war der holländische Gulden in der Berichtsperiode zumeist die zweitstärkste Währung innerhalb des EWS. In den letzten beiden Monaten von 1980 und in den ersten Monaten von 1981 war er besonders fest und erreichte wiederholt seinen oberen Interventionspunkt.

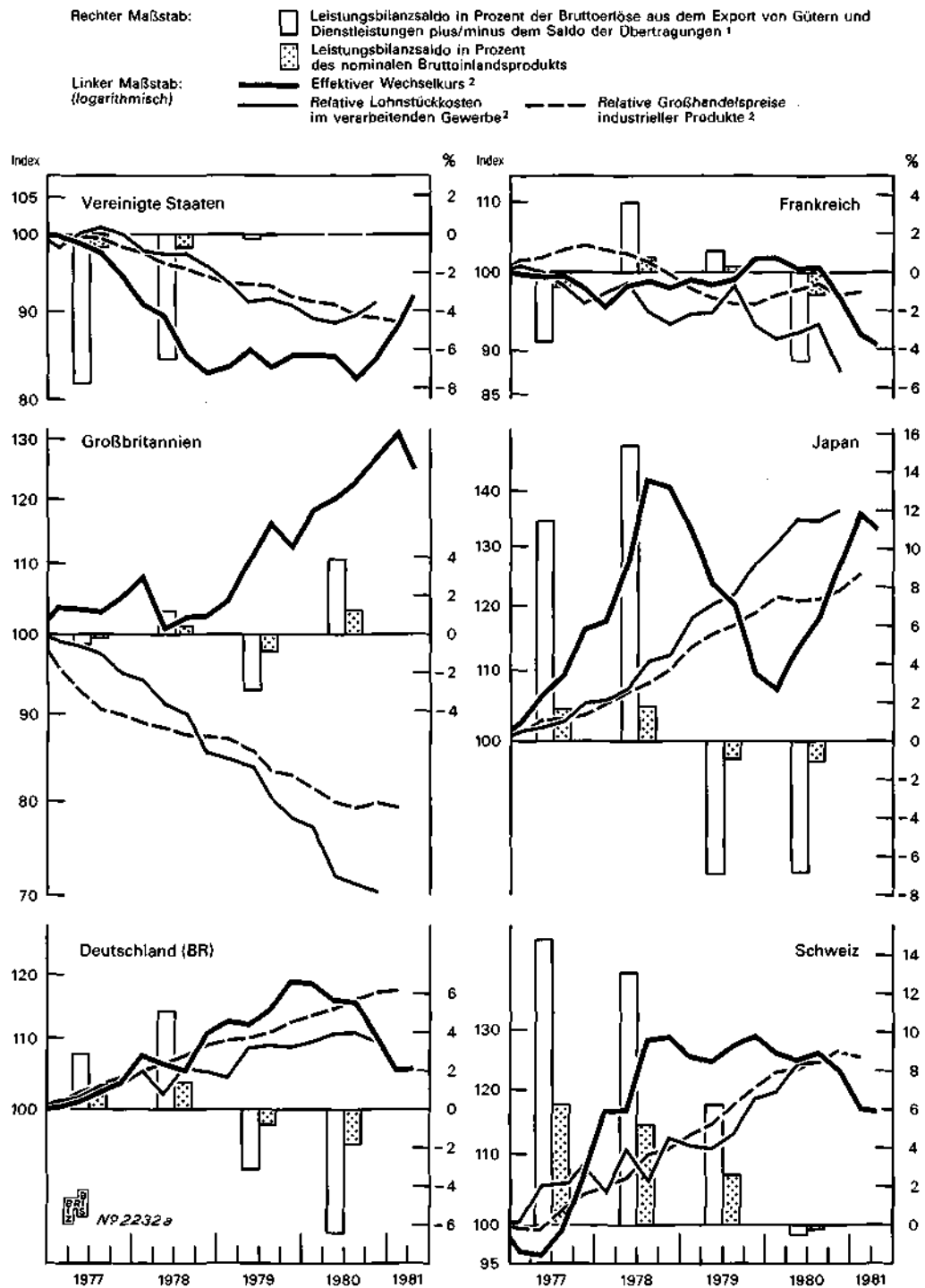
Die italienischen Währungsbehörden machten in der Berichtsperiode von der größeren Schwankungsmarge für die Lira Gebrauch. Zwischen Februar und Anfang Juli 1980 fiel die Lira von nahe $1\frac{1}{2}\%$ über ihrem Leitkurs auf etwas mehr als 3% unter diesem. In der Folge — bis Anfang März — pendelte sie zwischen 2 und 3% unter ihrem Leitkurs. Im Verlauf dieses Monats verstärkte sich der Abwertungsdruck auf die Lira, und am 22. März gaben die italienischen Behörden eine Abwertung des Leitkurses um 6% bekannt. Die Lira verblieb in der Folge in der oberen Hälfte ihres neuen Bandes.

Veränderungen der internationalen Wettbewerbspositionen

Besonders bemerkenswert waren — wie bereits früher festgestellt wurde — bei der Entwicklung der Wechselkurse während der Berichtsperiode die Festigung der Währungen von Ländern mit höheren Inflationsraten, besonders des US-Dollars und des Pfund Sterling, und der Wertverlust der Währungen von Ländern mit niedrigeren Inflationsraten, wie der D-Mark, des Schweizer Frankens und zeitweise des Yen. Diese Veränderungen, die in einigen Fällen schon früher, etwa gegen Ende 1978 eingesetzt hatten, haben die internationale Wettbewerbspositionen von Ländern mit einer relativ hohen Inflationsrate geschwächt und jene von Ländern mit relativ stabilem Preisniveau gestärkt. Diese Entwicklungen werfen zwei Fragen auf: Erstens, warum sind sie eingetreten? Zweitens, geben sie Anlaß zur Besorgnis? Oder anders ausgedrückt, in welchem Ausmaß stellt dies eine Basis für zukünftige Zahlungsbilanzungleichgewichte dar, die wiederum Wechselkursunruhen nach sich ziehen könnten? Oder stellen diese Veränderungen eher eine Korrektur früherer Fehlanpassungen bei den Wechselkursen dar?

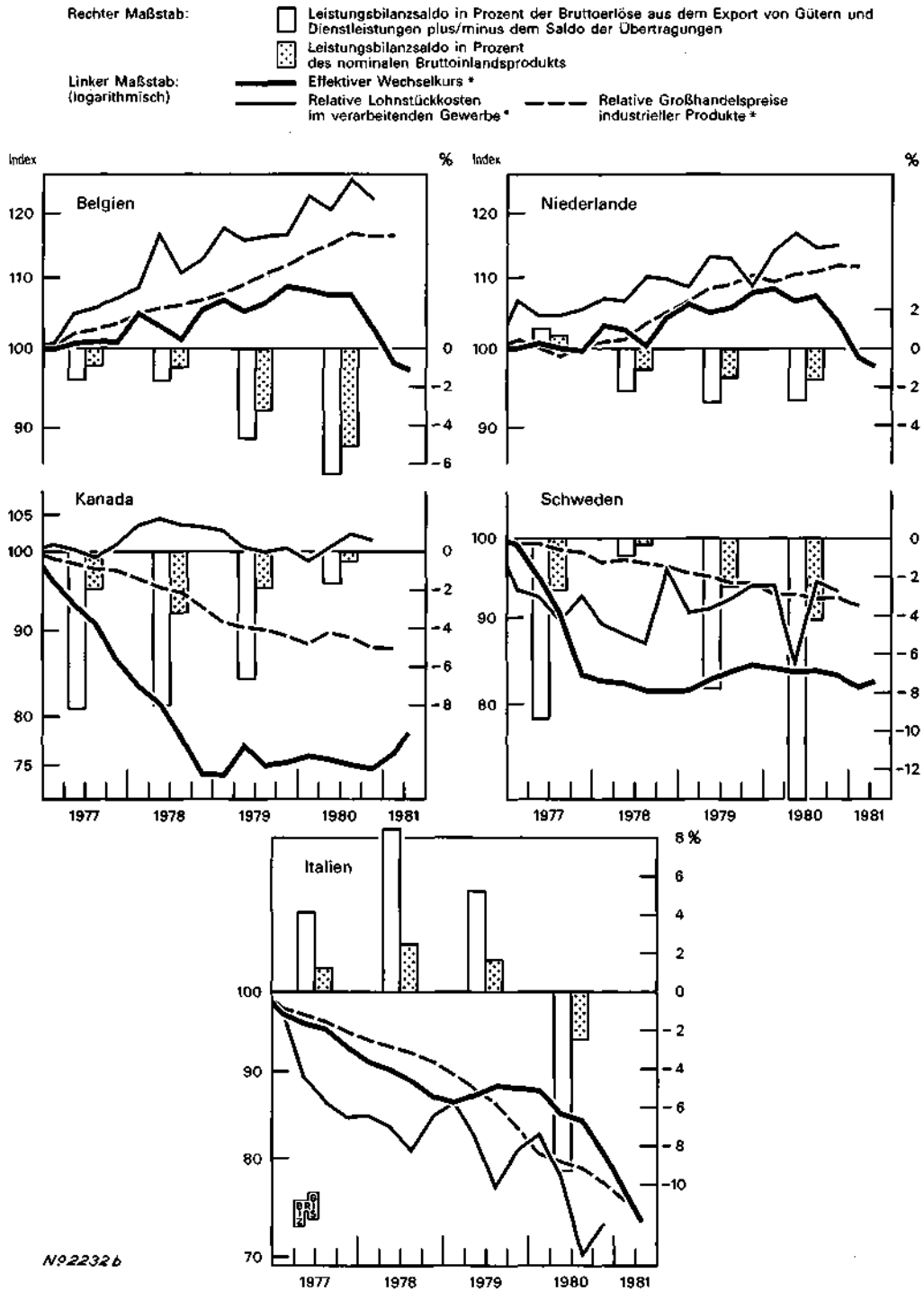
Entwicklungen der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Länder können auf der Basis der Indizes der relativen Verbraucherpreise nicht adäquat erfaßt werden, da letztere viele Punkte enthalten, die im internationalen Handel keine Rolle spielen und die daher nicht notwendigerweise ein realistisches Bild der relativen Kostenposition der Industrie in verschiedenen Ländern vermitteln. Aussagekräftigere Indikatoren sind die Veränderung der relativen Großhandelspreise der Industrie und jene der relativen Lohnstückkosten. Die nachstehenden Grafiken zeigen die Entwicklung dieser Preis- und Kostenindizes zusammen mit den Veränderungen der effektiven Wechselkurse im Zeitraum von 1977–80 für die einzelnen Länder der Zehnergruppe und die Schweiz. Eine Aufwärtsbewegung der Linien in den Grafiken zeigt eine Festigung des effektiven Wechselkurses bzw. eine Verbesserung der relativen Kosten- und Preisposition des Landes an, während eine Abwärtsbewegung das Gegenteil bedeutet. Eine im Vergleich zu den relativen Kosten- und Preisindizes stärker steigende/sinkende Linie des Wechselkurses eines Landes deutet dementsprechend auf eine Verschlechterung/Verbesserung der internationalen Wettbewerbsposition dieses Landes hin. Unterschiedliche Entwicklungen zwischen den Indizes der relativen Großhandelspreise industrieller Produkte und den relativen Lohnstückkosten lassen auf Veränderungen der relativen Ertragsposition schließen. So deutet z.B. eine stärkere Verbesserung der relativen Position eines Landes bei den Lohnstückkosten im Vergleich zu den industriellen Großhandelspreisen darauf hin, daß sich die Gewinnspannen in diesem Land günstiger als in allen anderen in der Grafik dargestellten Ländern entwickelt haben und umgekehrt.

Länder der Zehnergruppe und Schweiz: Effektive Wechselkurse sowie relative Preise und Kosten 1977–81



¹ Prozentsätze der Bruttoeinnahmen für die USA, Frankreich, Großbritannien und Deutschland, 1980 nur die ersten drei Quartale.
² Quartalsdurchschnitte, Indizes: Viertes Quartal 1976 = 100.

Länder der Zehnergruppe und Schweiz: Effektive Wechselkurse sowie relative Preise und Kosten 1977–81 (Forts.)



* Quartalsdurchschnitte, Indizes: Viertes Quartal 1976 = 100.

Die Daten, auf denen diese Indizes basieren, sind weit davon entfernt, ideal zu sein, und zwar sowohl in Hinblick auf die Genauigkeit als auch in Bezug auf die internationale Vergleichbarkeit. Darüber hinaus enthält die Wahl des Gewichtungsschemas, welches bei der Berechnung der Indizes verwendet wurde, unweigerlich ein gewisses Maß an Willkür — die Gewichte basieren auf den bilateralen und multilateralen Handelsanteilen bei den industriellen Erzeugnissen und berücksichtigen ebenfalls die relative Größe der Wirtschaft der einzelnen Länder. Das bedeutet, daß lediglich substantielle Unterschiede im Verlauf dieser drei Indizes verläßlich als Anzeichen einer signifikanten Veränderung der internationalen Wettbewerbsposition oder der relativen Ertragsposition eines Landes interpretiert werden können. Darüber hinaus sind die relativen Kosten und Preise, wenn sie auch ohne Zweifel sehr wichtig sind, nicht die einzigen Faktoren, die die Wettbewerbsfähigkeit bestimmen. Andere, nichtpreisliche Einflüsse können Wechselkursveränderungen, die nicht mit der Entwicklung der relativen Kosten- und Preisentwicklung eines Landes synchron laufen, ebenfalls rechtfertigen. Letztlich beeinflußt auch noch die Wahl der Basisperiode die Ergebnisse, die in den Grafiken dargestellt sind, da, falls die Wechselkurse zu Beginn dieser Periode mit der relativen Kosten- und Preisposition nicht im Einklang waren, nachfolgende Veränderungen in der internationalen Wettbewerbsposition der einzelnen Länder nicht notwendigerweise eine Bewegung von einem Gleichgewicht weg anzeigen.

Betrachtet man den Zeitraum seit 1978, so zeigt sich, daß Großbritannien die bei weitem größte Abschwächung in der internationalen Wettbewerbsposition hinnehmen mußte. Der effektive Wechselkurs des Pfundes erhöhte sich im Verlauf von 1979 und 1980 um 23%, und bis zum März 1981 hatte sich dieser Anstieg auf über 28% ausgeweitet. Darüber hinaus verschlechterte sich 1979/80 die relative Preisposition Großbritanniens — gemessen an den industriellen Großhandelspreisen — um rund 8%, während die relative Kostenposition — gemessen an den Lohnstückkosten — um 17% zurückging. Folglich ging die internationale Wettbewerbsposition Großbritanniens in diesen zwei Jahren um rund 25% (auf der Basis relativer Großhandelspreise) und 33% (auf der Basis der Lohnstückkosten) zurück. Der effektive Wechselkurs des Dollars stieg von seinem Tiefststand im Oktober 1978 bis Ende 1980 um etwas mehr als 6%, während sich gleichzeitig die relative Preis- und Kostenposition um rund 5% abschwächte, so daß sich für den realen effektiven Wechselkurs eine Höherbewertung von etwas mehr als 10% während dieser Periode ergibt. Als sich der Wechselkurs des Dollars innerhalb der ersten viereinhalb Monate von 1981 um weitere 13½% erhöhte, ergab sich bis jetzt eine signifikante, weitere Aushöhlung der Wettbewerbsposition der USA.

Frankreich verzeichnete 1979 ebenfalls einen leichten Anstieg des realen Wechselkurses, wobei die Erhöhung des effektiven Wechselkurses von einer Verschlechterung des Index der relativen Großhandelspreise und — in einem geringeren Ausmaß — von einer ungünstigen Veränderung der relativen Lohnstückkosten begleitet war. Der reale Wechselkurs war 1980 auf der Basis der relativen Lohnstückkosten eher stabil, während der französische Franken auf der Basis der relativen industriellen Großhandelspreise etwa ebensoviel an Wert verlor, wie er 1979 an Wert gewonnen hatte. Für Italien ergab die relative Stabilität des effektiven Wechselkurses 1979 eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition dieses Landes,

insbesondere auf der Basis der relativen Großhandelspreise; diese Entwicklung kehrte sich dann aber in der Folge bis zu einem gewissen Ausmaß um.

Eine Stärkung der internationalen Wettbewerbsposition seit 1978 zeigt sich am deutlichsten in Japan, der Schweiz und Deutschland. In Japan gab der effektive Wechselkurs zwischen Oktober 1978 und Februar 1980 um rund 26% nach, während sich im selben Zeitraum die Position Japans in bezug auf die relativen Großhandelspreise um mehr als 10% und in bezug auf die Lohnstückkosten um rund 15% verbesserte. Infolgedessen schwächte sich der reale Wechselkurs des Yen in dieser Periode in der Größenordnung von 35% ab. Bis zum Jahresende 1980 stieg dann der effektive Wechselkurs um mehr als 20% an. Da sich jedoch die relative Preis- und Kostenposition Japans weiter verbesserte, zeigte sich seit Oktober 1978 bis zum Jahresende 1980 kumulativ noch immer eine Stärkung seiner Wettbewerbsposition um mehr als 20%.

In der Schweiz, wo der obere Wendepunkt der Wechselkursentwicklung Ende September 1978 erreicht wurde, belief sich der darauf folgende Rückgang des effektiven Wechselkurses bis zum Jahresende 1980 auf rund 11%. In der Zeit von Ende September 1978 bis Jahresende 1980 verbesserte sich die Außenwirtschaftsposition der Schweiz bei den relativen Großhandelspreisen um rund 13% und bei den relativen Lohnstückkosten um fast 20%, so daß der reale Wechselkurs des Schweizer Frankens innerhalb dieser Periode um mehr als 20% zurückging. In Deutschland kam die Umkehr der nach oben gerichteten Wechselkursentwicklung wesentlich später als in Japan und in der Schweiz, nämlich gegen Ende 1979. 1980 schwächte sich der gewogene Außenwert der D-Mark im Jahresverlauf um ca. 9% ab; noch stärker fiel der Rückgang des realen Wechselkurses aus, da sich die relative Kosten- und Preisposition ebenfalls geringfügig verbesserte. Die Festigung der Wettbewerbspositionen der Schweiz und Deutschlands setzte sich dieses Jahr fort, da der Schweizer Franken und die D-Mark bis Mitte Mai effektiv weiter um rund 5% an Wert einbüßten.

Auch Belgien und die Niederlande verzeichneten 1980 eine Verbesserung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit, die in ihrem Ausmaß in etwa mit jener Deutschlands vergleichbar ist. Der effektive Wechselkurs des belgischen Frankens schwächte sich im Jahresverlauf um etwa 7% ab, der reale Wechselkurs, auf der Basis jener Preis- und Kostenindizes, die in der Grafik dargestellt werden, um etwas mehr als 10%. Eine ähnliche Entwicklung verzeichneten die Niederlande, wenn sich auch deren effektiver Wechselkurs etwas weniger als jener des belgischen Frankens abschwächte.

Wie kann nun diese Tendenz, daß Wechselkurse von den relativen Kosten- und Preisentwicklungen abweichen, und zwar in einigen Fällen recht spektakulär, erklärt werden? Drei wesentliche Faktoren scheinen hier gewirkt zu haben. Erstens gibt es eine Anzahl von Beispielen von früheren Wechselkursveränderungen, die bis 1978/79 beträchtliche Ausmaße angenommen hatten. Dies gilt im besonderen für den Yen, den Schweizer Franken und die D-Mark. Auf dem Höhepunkt dieser Bewegung in der zweiten Jahreshälfte von 1978 verzeichnete der effektive Wechselkurs des Yen und des Schweizer Frankens bezogen auf Ende 1972 einen Anstieg um 45 bzw. 103%, während der effektive Wechselkurs der D-Mark zum Jahresende

1979 60% höher lag als sieben Jahre zuvor. Ergänzend dazu lag der effektive Wechselkurs des US-Dollars gegen Jahresende 1978 bei seinem Tiefpunkt um etwas mehr als 20% unter seinem Niveau von Ende 1972. Diese Verschiebungen bei den effektiven Wechselkursen hatten zwei Konsequenzen. In erster Linie bedeutete dies, daß wenig Spielraum für Erwartungen blieb, die Wechselkurse würden sich weiterhin in dieselbe Richtung bewegen; die Märkte unterlagen im Hinblick auf diese Währungen in zunehmendem Maße dem Einfluß von Faktoren, die eine Umkehr des früheren Trends rechtfertigen würden. Weiter stellten sich, zum Teil als Ergebnis der vorangegangenen Wechselkursbewegungen dieser Länder, bedeutende Verschiebungen in ihrer Leistungsbilanzposition ein. In den USA wurden die großen Defizite von 1977 und 1978 in den Jahren 1979 und 1980 durch eine substantielle Verbesserung in Richtung auf eine in etwa ausgeglichene Position abgelöst, während in Deutschland, Japan und der Schweiz die früheren Überschüsse in den Leistungsbilanzen wegschmolzen und 1979 und 1980 in Deutschland und Japan durch große Defizite abgelöst wurden.

Veränderungen in den Leistungsbilanzen beeinflussen die Wechselkurse in zweifacher Hinsicht: durch ihren direkten Einfluß auf Nachfrage und Angebot der betreffenden Währungen am Devisenmarkt und durch die Veränderungen, die sie in Hinblick auf die Einschätzung des Gleichgewichtswechselkurses durch den Markt mit sich bringen, es sei denn, sie sind nur temporär. Darüber hinaus können die sich daraus ergebenden Wechselkursveränderungen selbst durch J-Kurveneffekte kurzfristig zu einer Vergrößerung der Leistungsbilanzdefizite führen.

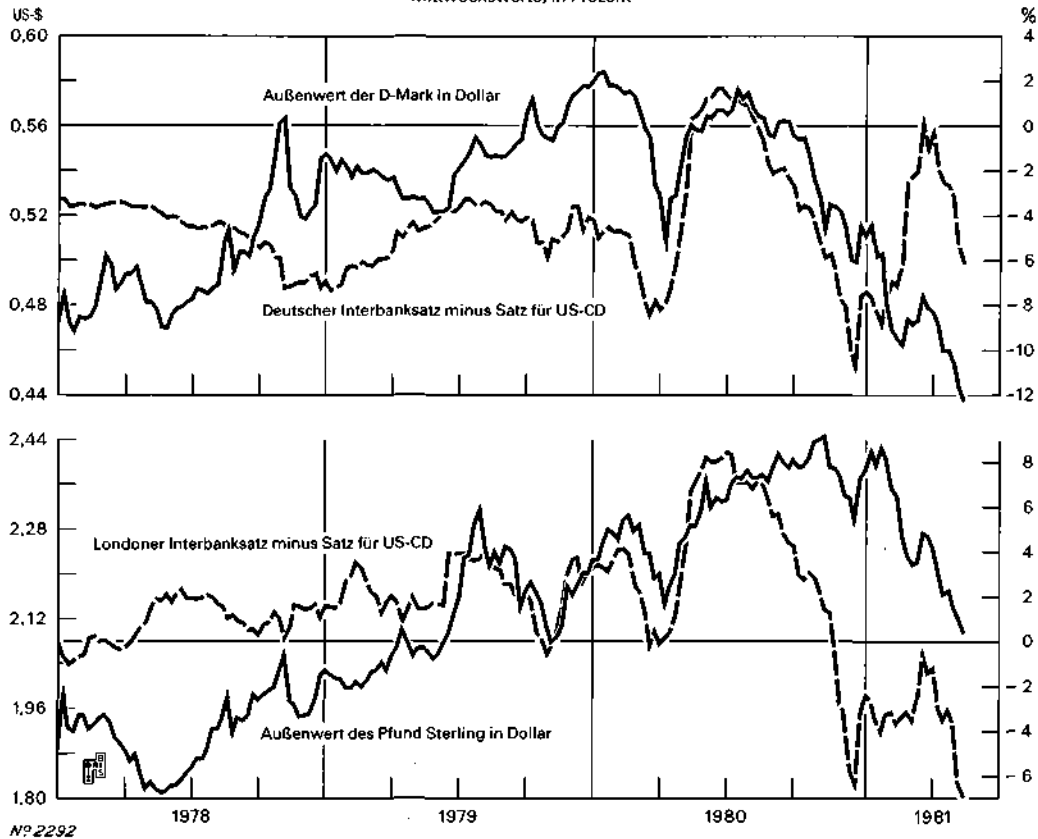
Ein zweiter Faktor, der zur Loslösung der Wechselkursentwicklungen von den internationalen Inflationsdifferenzen beigetragen hat, war, daß Großbritannien, Kanada und die USA, drei Länder mit höheren Inflationsraten, in Hinblick auf die heimische Ölversorgung in einer relativ günstigeren Position als andere Industrieländer sind. In den USA wurde dieser Effekt noch durch die Freigabe der Preise für im Inland gefördertes Öl verstärkt.

Drittens wurde die Entwicklung der Wechselkurse noch durch eine verschärfte Antiinflationpolitik in den USA und Großbritannien berührt. Diese Politik stützte sich sehr stark auf eine Politik des knappen Geldes, und diese wurde so gehandhabt, daß ein Druck nach oben auf das inländische Zinsniveau entstand, wodurch sich das Zinsgefälle zugunsten dieser Länder vergrößerte.

Veränderungen in den internationalen Zinsdifferenzen üben, wie Veränderungen in den Leistungsbilanzen, einen Einfluß auf die Wechselkurse teilweise direkt über die Wirkungen aus, die die durch sie ausgelösten Kapitalströme auf die Devisenmärkte haben; wenn diese Differenzen sehr groß sind, wie das letztes Jahr der Fall war, dann können auch deren Auswirkungen bedeutend sein. Darüber hinaus wird der Einfluß von Zinsdifferenzen noch verstärkt, wenn diese vom Markt als Indikator eines substantiellen Wechsels der Einstellung eines Landes zur Inflation interpretiert werden — was sicherlich der Fall war, als sich das Zinsgefälle zugunsten der USA und Großbritanniens ausweitete.

Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die Wirkungen, die Zinsdifferenzen auf die Wechselkursentwicklung bei unterschiedlichen Begleitumständen haben kön-

Deutschland und Großbritannien: Veränderungen der Kassakurse gegenüber dem Dollar sowie der Zinsdifferenzen auf der Basis der Sätze für Dreimonatsgelder in Landeswährung und in US-Dollar
Mittwochswerte, in Prozent



nen. Im Jahr 1979, als der Markt — wie übrigens nahezu die ganzen siebziger Jahre hindurch — die D-Mark als eher zur Aufwertung und den US-Dollar als eher zur Abwertung neigend einschätzte, entwickelte sich die Kassanotierung des Dollar/DM-Kurses unabhängiger von den Zinsdifferenzen, obwohl sich in Deutschland ein Leistungsbilanzdefizit herauszubilden begann und das in den USA verschwand; der Dollar/Pfund-Wechselkurs dagegen verschob sich schon im zweiten Halbjahr 1979 eher entsprechend der Zinsdifferenz, und zwar als Reaktion auf die Änderung der früheren Rollenfixierung des Pfundes als einer eher zur Abwertung neigenden Währung, eine Reaktion, die zumindest teilweise auf die Geldpolitik der britischen Regierung zurückzuführen ist. Im Verlauf des Jahres 1980 wurden frühere Erwartungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Dollar/DM-Kurses aufgegeben, ohne daß sich jedoch eine neue Einschätzung herauskristallisierte. Infolgedessen wurden die Wechselkursentwicklungen entscheidend durch die Zinsdifferenzen am Geldmarkt beeinflußt. Die Neueinschätzung der Dollar/DM-Relation durch den Markt akzentuierte sich noch, als die neue Administration in den USA, die sich noch stärker als die vorangegangene auf die Inflationsbekämpfung festgelegt hatte, die Regierungsgeschäfte übernahm. Der Dollar notierte im Januar und Februar 1981 trotz eines markanten Rückgangs der kurzfristigen Dollarzinsen gegenüber der

D-Mark wesentlich fester. Zu diesem Zeitpunkt schien es, als ob der US-Dollar in Umkehrung früherer Rollenfixierungen durch den Markt gegenüber der D-Mark als eher zur Aufwertung neigend eingeschätzt wurde. Nach dem steilen Anstieg der deutschen Zinssätze Mitte Februar war die Situation von 1980, die eher von neutralen längerfristigen Erwartungen geprägt war, wiederhergestellt, und die Veränderungen des Dollar/DM-Wechselkurses werden wieder von den Zinsdifferenzen bestimmt.

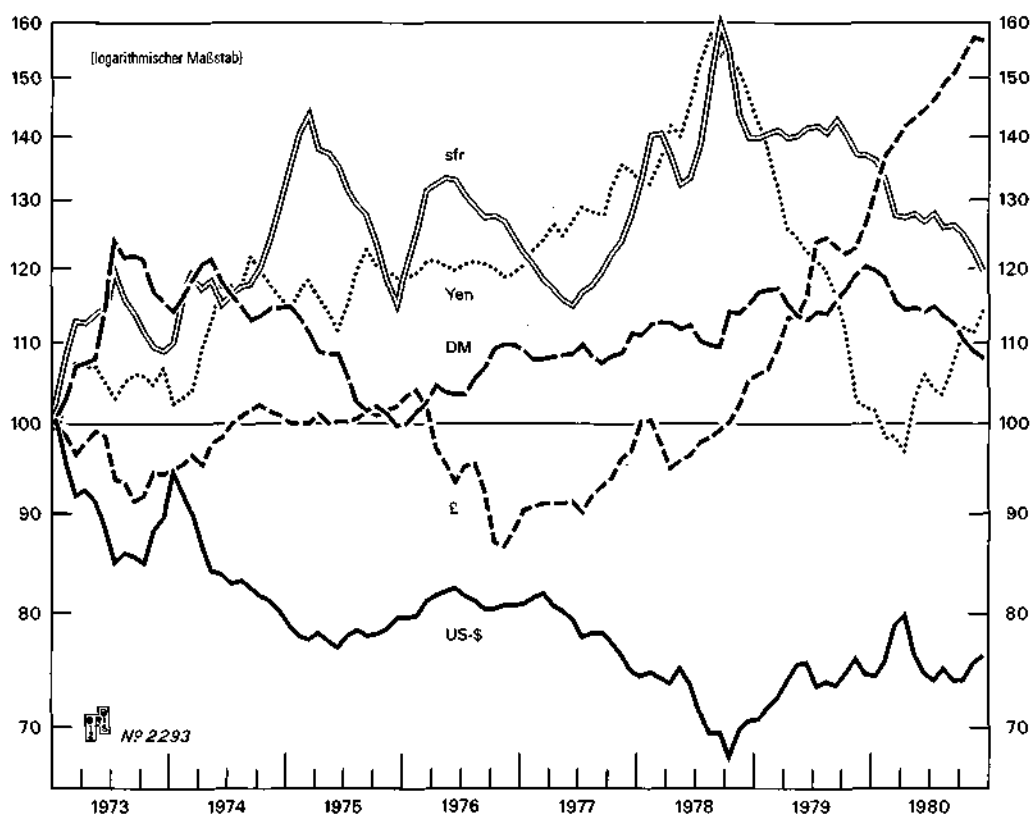
Der Verlauf seit Ende 1978 hat also gezeigt, daß Wechselkursentwicklungen von der relativen Preis- und Kostenposition eines Landes dann abweichen können, wenn die Situation in Hochinflationländern von einer relativ günstigen Leistungsbilanz im Verbund mit einer hohen Nominalzinsen einschließenden wirksamen Antiinflationpolitik geprägt ist, während Länder mit relativ stabilen Preisen unter dem gemeinsamen Einfluß einer relativ starken Verschlechterung ihrer Leistungsbilanz und wesentlich niedrigerer nomineller Zinssätze stehen. Das bedeutet allerdings nicht, daß längerfristig die Wechselkursentwicklung nicht durch Inflationsdifferenzen beeinflusst wird. Tatsächlich haben die Jahre 1979/80 gezeigt, daß die Leistungsbilanz und ebenso der effektive Wechselkurs eines Landes sehr stark, wenn auch gewöhnlich mit einer beträchtlichen Zeitverschiebung, auf Veränderungen der internationalen Wettbewerbsposition reagieren.

In welchem Ausmaß haben nun jüngste Unterschiede zwischen Wechselkursbewegungen und den relativen Preis- und Kostenentwicklungen zu einem Überschießen der Wechselkurse geführt? Die nachstehende Grafik zeigt die Entwicklung des realen Wechselkurses der Währungen der fünf wichtigsten Industrieländer ab Jahresende 1972 auf Basis der Entwicklung ihrer Lohnstückkosten im Verhältnis zu jenen der anderen Länder der Zehnergruppe.

Betrachtet man die Entwicklung der Wechselkurse jener fünf Länder, die in der Grafik dargestellt sind, vorerst nur für die Jahre 1977–80, dann zeigt lediglich das Pfund über den gesamten Zeitraum gesehen eine größere Bewegung seines realen Wechselkurses. Für die anderen vier Währungen bedeutete die Entwicklung der Jahre 1979 und 1980 im großen und ganzen eine Umkehr des Trends der beiden vorangegangenen Jahre, so daß sich die internationale Wettbewerbsposition dieser Länder am Jahresende 1980 nicht weit von ihrem Stand vier Jahre zuvor befand.

Es kann selbstverständlich nicht der Schluß gezogen werden, daß sich die Wechselkurse zu Jahresende 1980 notwendigerweise im Gleichgewicht befunden hätten, nur weil sie zu diesem Zeitpunkt — gemessen am realen Wechselkurs — nicht weit vom Niveau zu Jahresende 1976 entfernt waren. In der langfristigen Perspektive von 1973 bis 1980, als zu Beginn dieser Periode der Dollar sicherlich überbewertet und die anderen Währungen (mit Ausnahme des Pfundes), die in dieser Grafik dargestellt sind, unterbewertet waren, war die Wettbewerbsposition des Dollars zu Jahresende 1980 wesentlich stärker als acht Jahre vorher. Ein bedeutender Teil dieses Vorsprungs mag jedoch in den ersten viereinhalb Monaten von 1981 wieder verlorengegangen sein. Der reale Wechselkurs des Yen und der D-Mark befand sich dagegen zu Jahresende 1980 um 14 bzw. 8% über dem Niveau von Jahresende 1972 und hat in den letzten Monaten sicherlich weiter nachgegeben, ebenso wie der Schweizer Franken, dessen kumulative Aufwertung seit Jahresende 1972

Ausgewählte Industrieländer: Reale effektive Wechselkurse auf der Basis der relativen Lohnstückkosten 1973–80
Monatsdurchschnitte, Indizes: Dezember 1972 = 100



allerdings wesentlich größer war als jene des Yen und der D-Mark. Der reale Wechselkurs des Pfundes hat sich im Verlauf von 1973 bis 1980 nicht nur stärker verändert, sondern das Ausmaß der Entwicklung selbst hatte einen günstigen Einfluß auf die gegenwärtige Wettbewerbsposition der anderen Währungen.

In der Zukunft werden wahrscheinlich die Zinsdifferenzen noch eine Zeitlang eine wichtige Determinante der Wechselkursbewegungen sein. Längerfristig aber wird die relative Wettbewerbsposition ihren Einfluß wieder geltend machen. Während die Veränderungen der realen Wechselkurse, die gegen Jahresende 1978 begonnen haben, zu einem Großteil lediglich die Korrektur früherer Über- und Unterbewertungen darstellen, wird in einigen Fällen eine Reduzierung des internationalen Inflationsgefälles erforderlich sein, um das gegenwärtige Wechselkursgefüge zu rechtfertigen.

Goldgewinnung und Goldmarkt

Im Berichtszeitraum gab es beim Gold zwei herausragende Entwicklungen: Erstens eine Verringerung des für die nichtmonetäre Verwendung zur Verfügung stehenden Goldes um 50% auf rund 920 t, die geringste Menge seit siebzehn

Jahren; zweitens die großen Schwankungen des Marktpreises zwischen einem Höchststand von \$ 850 je Unze im Januar 1980 und einem Tiefststand von rund \$ 457 im März 1981.

Ein Bestimmungsfaktor dieses Rückgangs des Marktangebots war die weitere Abnahme der Weltgoldgewinnung (ohne Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea) von 956 auf 940 t, den niedrigsten Wert seit 22 Jahren. Südafrika produzierte 1980 675 t und damit 30 t weniger als 1979. Auch in Papua-Neuguinea, den USA und Kanada ging die Golderzeugung zurück, stieg aber aufgrund des höheren Alluvialabbaus recht erheblich in Brasilien, Kolumbien und den Philippinen. Im Gegensatz zum vorigen Jahr wurde der anhaltende Trend zum Abbau geringerwertigen Erzes in Südafrika (der durchschnittliche Goldgehalt des gefördertten Erzes verringerte sich um weitere 11%) nicht gänzlich durch die 7,6prozentige Zunahme der Gesamtmenge des verhütteten Erzes wettgemacht. Der Durchschnittspreis, der von der Industrie erzielt wurde, stieg um nahezu 90%, während sich die Produktionskosten um 17,7% erhöhten; die aus der Goldgewinnung durchschnittlich erwirtschafteten Erträge (vor Steuern) erhöhten sich um 128%.

Weltgoldgewinnung (Schätzung)

	1929	1940	1946	1953	1970	1977	1978	1979	1980
	Tonnen								
Südafrika	323,9	436,9	371,0	371,4	1000,4	699,9	706,4 ¹	705,4 ¹	675,1 ¹
Kanada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	53,9	54,0	51,1	49,0
Brasilien	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	15,9	22,0	25,0	35,0
USA	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	34,2	31,1	30,2	27,6
Philippinen	5,1	34,9	—	14,9	18,7	17,4	18,2	16,7	20,4
Australien	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	19,4	20,0	18,2	17,4
Papua-Neuguinea ..	—	—	—	—	0,7	23,0	23,4	20,0	15,0
Kolumbien	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	8,2	8,0	8,3	15,0
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,7	10,8	11,8	11,3
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	15,0	12,5	11,1	10,9
Mexiko	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,6	6,2	6,4	5,9
Spanien	—	—	—	—	—	9,8	8,6	5,1	4,0
Japan	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,6	4,5	4,0	3,2
Zusammen	527,4	957,9	601,6	684,3	1235,2	919,6	925,7	913,3	889,8
Sonstige Länder ..	43,1	207,1	64,9	69,9	36,0	44,6	43,4	42,7	50,2
Geschätzte Weltgoldgewinnung ²	570,5	1165,0	666,5	754,2	1271,2	964,2	969,1	956,0	940,0

¹ Einschließlich der Goldgewinnung in Botswana.

² Ohne Sowjetunion, osteuropäische Länder, China und Nordkorea.

Ein zweiter Faktor, der das Goldangebot verringert hat, waren die wesentlich geringeren Verkäufe von Gold der kommunistischen Staaten. 1980 könnten diese schätzungsweise rund 90 t betragen haben; dies ist der niedrigste Wert seit neun Jahren und ein Fünftel des Durchschnitts der Jahre 1977/78. Der Hauptgrund für diese starke Verknappung des Goldangebots am Markt war eine Trendumkehr bei den offiziellen Goldbeständen insgesamt. In den Jahren 1974–79 hatten diese kumulativ um fast 1 500 t abgenommen, wobei sie 1979 allein um 600 t sanken. Die Zunahme der offiziellen Goldreserven im letzten Jahr um 110 t bedeutet daher gegenüber 1979 einen Umschwung von mehr als 700 t. Die Goldbestände bei internationalen Institutionen, die 1979 um 392 t abgenommen hatten, gingen letztes Jahr

um weitere 139 t zurück. Der Unterschied zwischen diesen beiden Werten geht auf die 1980 wesentlich geringeren Goldabgaben des Internationalen Währungsfonds sowohl an den Markt als auch an die Mitgliedsländer zurück. Das vierjährige Goldauktionsprogramm des IWF endete im Mai 1980, was bedeutete, daß die letztjährigen Goldverkäufe des Fonds nur noch 69 t betragen haben, verglichen mit 173 t 1979. Darüber hinaus ist jene Goldmenge, die der Fonds an die Mitgliedsländer restituiert, von 1979 auf 1980 von 180 auf 37 t zurückgegangen.

Die gesamten Goldreserven der Länder wuchsen 1980 um 250 t, verglichen mit einer Abnahme um 210 t ein Jahr zuvor. Ein wesentlicher Teil dieser Verschiebung geht auf die Tatsache zurück, daß das amerikanische Schatzamt, das 1979 noch 412 t auf dem Markt verkauft hatte, seine Goldauktionen im November 1979 einstellte. Wie bereits erwähnt, haben andererseits die Länder 1980 vom IWF im Rahmen des Restitutionsprogramms 143 t weniger Gold als 1979 erhalten. Klammert man die Auktionen des US-Schatzamts und die Übertragungen im Rahmen des IWF-Restitutionsprogramms aus, so sind die Goldreserven der Länder letztes Jahr um 211 t gestiegen, gegenüber 26 t im Jahr 1979. Mit anderen Worten: zum erstenmal seit vielen Jahren gab es eine beträchtliche Anreicherung der Goldreserven aus neuer Produktion und aus Marktkäufen. Die Goldreserven Südafrikas stiegen um 66 t, teilweise wegen der Auflösung früherer Swaps mit Geschäftsbanken, während die Bestände Kanadas um 37 t zurückgingen, teilweise aufgrund der Prägung von Goldmünzen. Bedeutsamer allerdings war die Bewegung der offiziellen Goldreserven der Entwicklungsländer (OPEC und Nicht-OPEC), die im letzten Jahr ohne die IWF-Restitution um 178 t gegenüber 22 t im Jahr davor zunahmen. Die OPEC-Länder stockten ihre offiziell ausgewiesenen Goldreserven um 106 t auf, wobei auf Indonesien allein 66 t entfielen, während die Nicht-OPEC-Länder Lateinamerikas und Asiens 41 bzw. 28 t zusätzlich erwarben.

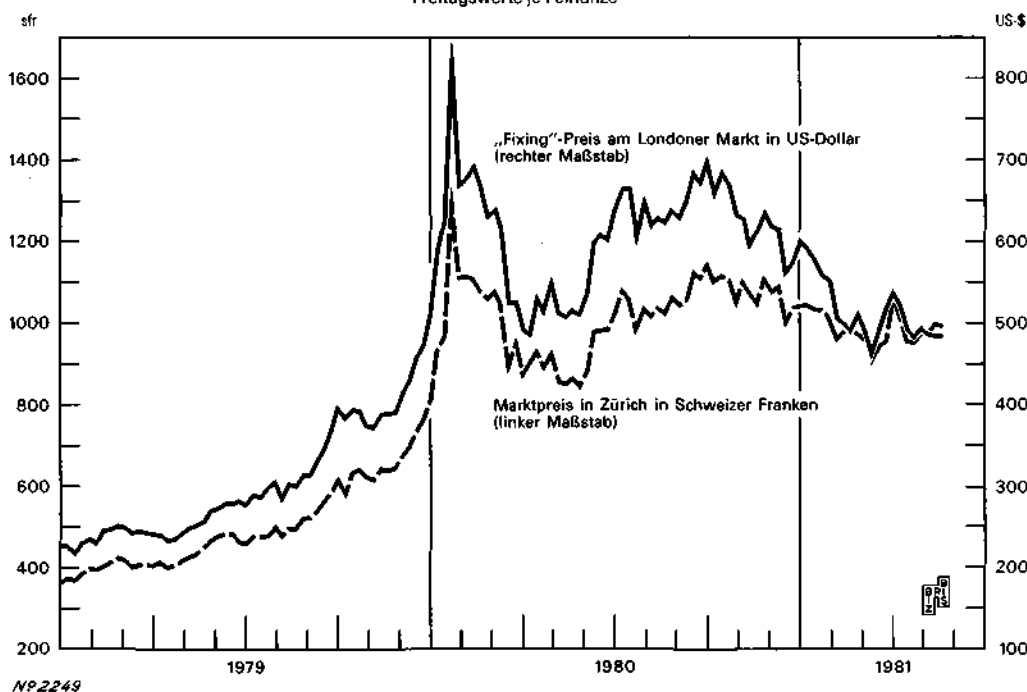
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

	1977	1978	1979	1980
	Tonnen			
Goldgewinnung	965	970	955	940
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt)	450	450	290	90
Veränderung der amtlichen Goldbestände der westlichen Welt (= Zuwachs)	275	245 ²	600	- 110
darunter: Goldreserven der Länder ¹	- 70	- 220 ²	210	- 250
Insgesamt (=nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1690	1665	1845	920

¹ Einschließlich des vom IWF an die Mitgliedsländer restituierten Goldes von insgesamt 371 t 1977, 189 t 1978, 180 t 1979 und 37 t 1980; weiter sind enthalten die 1979 und 1980 getätigten Swaptransaktionen der EWS-Mitgliedsländer in Gold gegen ECU.
² Einschließlich der Übertragung von zuvor nicht zu den Weltgoldreserven gezählten 65 t Gold vom japanischen Finanzministerium auf die Bank von Japan.

In London notierte Gold zum Jahresende 1979 mit \$ 524 je Unze, was einem Anstieg von 132% innerhalb von zwölf Monaten gleichkam. Ein Großteil dieses Anstiegs hatte in den letzten beiden Monaten von 1979 stattgefunden, als zahlreiche Einflüsse wirksam waren. Diese beinhalteten Befürchtungen um einen Krieg im Zusammenhang mit der Besetzung der amerikanischen Botschaft im Iran und der Militärintervention der Sowjetunion in Afghanistan, eine nochmalige Ölpreiserhöhung

Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1979–81
Freitagswerte je Feinunze



größeren Ausmaßes und die psychologische Wirkung, die vom Ausbleiben jeglicher offizieller Maßnahmen zur Dämpfung des raschen Preisauftriebs bei Gold ausging. Im Verlauf der ersten drei Wochen von 1980 verursachten diese Faktoren eine Nachfrage nach Gold, die den Preis steil in die Höhe trieb. Am 21. Januar erreichte die Notierung, getrieben durch große Spekulationskäufe, \$ 850 je Unze, was einem Anstieg von fast 130% innerhalb von zweieinhalb Monaten und von 340% gegenüber dem Niveau von etwa \$ 193 je Unze vom November 1978 entsprach.

Der nachfolgende Preistrückgang fiel zumindest am Anfang steiler aus als der vorangegangene Anstieg; die Notierungen gingen am 28. Januar auf \$ 624 zurück. Nach einer Erholung auf über \$ 700 innerhalb einiger Tage Anfang Februar ließ das Abklingen der Kriegsbefürchtungen im Verbund mit einem Anstieg der Dollarzinsen den Preis bis zum 18. März auf \$ 474 zurückgehen, den tiefsten Stand des Jahres. Darauf erfolgte eine leichte Erholung auf \$ 554 Anfang April; bis Ende Mai hatte sich die Notiz jedoch erneut auf etwas über \$ 500 abgeschwächt, da die Glattstellung spekulativer Positionen anhielt.

Als sich die Dollarzinsen von ihrem Höchststand Anfang April stark zurückgebildet hatten und der Abbau spekulativer Positionen zu Ende ging, ließ die Nachfrage nach Gold den Preis am Londoner Markt am 8. Juli auf \$ 689 anziehen. Nach Gewinnmitnahmen fiel der Preis auf \$ 614 gegen Ende des Monats zurück, und bis Anfang September bewegten sich die Notierungen innerhalb einer Spanne von \$ 605 bis 645, wobei die politische Situation in Polen keinen nennenswerten Anstieg der Nachfrage bewirkte. Befürchtungen, der Ölpreis könnte erneut heraufgesetzt werden, ließen den Goldpreis bis zum 12. September, unmittelbar vor der Konferenz

der OPEC-Staaten, auf \$ 693 steigen, und der Ausbruch der Kampfhandlungen zwischen dem Iran und dem Irak verursachte einen weiteren Preisanstieg auf \$ 720 am 23. September.

Das sollte der Höhepunkt des neuerlichen Nachfrageanstiegs bleiben. Einen Monat später waren die Notierungen auf \$ 628 gefallen, und zwar unter dem Eindruck höherer Dollarzinsen, einer möglichen baldigen Freilassung der US-Geiseln im Iran und von Berichten über Goldverkäufe der Sowjetunion. Nach einer kurzfristigen Erholung Anfang November begann der Marktpreis wieder zu fallen, um am 12. Dezember, als die Dollarzinsen ihren Höchststand von April 1980 überschritten hatten, \$ 553 zu erreichen. Nach einer Erholung auf genau \$ 600 Anfang Januar 1981 führten die Freilassung der US-Geiseln und die anhaltend hohen Transportkosten bei Gold dazu, daß die Notierung bis zum 5. März auf \$ 457 zurückging. Der Preis erholte sich vorübergehend gegen Ende des Monats auf fast \$ 550, gab jedoch Mitte April auf etwa \$ 480 nach und schwankte in der Folge um dieses Niveau.

Währungsreserven und internationale Liquidität

1980 wurde die Entwicklung der internationalen Währungsreserven von zwei einander entgegengesetzten Einflüssen berührt. Auf der einen Seite erhöhten sich die offiziell ausgewiesenen Bruttoreserven aller Länder in Gold (bewertet zu Marktpreisen), Devisen, Sonderziehungsrechten, IWF-Reservepositionen und Europäischen Währungseinheiten (ECU) bewertet zu aktuellen Dollarkursen um insgesamt \$ 122,6 Mrd. Die wichtigsten Gründe für den Anstieg der Weltwährungsreserven im letzten Jahr waren der Anstieg des Marktpreises von Gold während des Jahres, Aufstockungen der Bestände der gesamten Goldreserven der Länder, eine neuerliche SZR-Zuteilung, die liquiditätsausweitenden Wirkungen beträchtlicher Kapitalabflüsse aus den USA und die wesentliche Zunahme der eigenen Währungsreserven der USA, die hauptsächlich auf Devisenmarktinterventionen zurückging. Ein sehr hoher Teil des Anstiegs der Weltwährungsreserven im letzten Jahr ist den Nicht-OPEC-Ländern zugewachsen. Wenn auch der Anstieg des Goldpreises der größte einzelne Einflußfaktor bei den Währungsreserven der Nicht-OPEC-Länder war, so ist es doch sehr überraschend, daß die Nichtgoldreserven dieser Länder im letzten Jahr um \$ 36 Mrd. oder um \$ 12 Mrd. mehr als 1979 gestiegen sind, obwohl diese Länder zusammengenommen einen enormen Anstieg ihres Leistungsbilanzdefizits verzeichneten.

Auf der anderen Seite führte der infolge höherer Ölpreise gestiegene Außenfinanzierungsbedarf der Nicht-OPEC-Länder vielerorts zu einem beträchtlichen Anstieg der Außenverschuldung, insbesondere gegenüber dem internationalen Bankensystem, wobei ein Großteil dieser Kreditaufnahme zu relativ kurzen Laufzeiten erfolgte. Darüber hinaus ist der Wert der gesamten Warenimporte der Nicht-OPEC-Länder im vergangenen Jahr zum laufenden Dollarkurs gerechnet um rund 20% gestiegen. Dazu kommt noch, daß der in Dollar ausgedrückte Wertzuwachs der Goldreserven die Entspannung der Reserven jener Länder, die über Goldreserven verfügen, stark überzeichnet, da lediglich ein Teil der offiziellen Goldbestände am Markt realisiert werden könnte, ohne den Goldpreis nach unten zu drücken. Der Nettoeffekt all dieser Einflüsse ergab sicherlich eine weitverbreitete Anspannung

bei den Reserven der Nicht-OPEC-Länder, insbesondere bei jenen, die nur über wenige oder keine Goldreserven verfügen. Ohne die Reserven in Gold und ECU entfiel der Zuwachs von rund \$ 36 Mrd. bei anderen Reservemedien hauptsächlich auf die OPEC-Länder (+ \$ 21,3 Mrd.) und die USA (+ \$ 7,8 Mrd.). Die ölimportierenden Entwicklungsländer andererseits verzeichneten einen geringfügigen Rückgang ihrer Nichtgoldreserven trotz einer Zunahme ihrer Außenverschuldung gegenüber Banken um \$ 38 Mrd.

Veränderung der Weltwährungsreserven 1978–80

	Gold	Devisen	Reservepositionen im IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	Milliarden US-Dollar*				
Zehnergruppe und Schweiz						
1978	3,2	51,6	35,6	– 2,6	– 0,1	32,9
1979	– 95,0	199,2	– 31,3	– 2,2	3,8	12,5
1980	– 1,1	47,9	9,7	3,1	– 1,0	32,7
<i>Gesamtbetrag Ende 1980</i>	<i>739,5</i>	<i>436,0</i>	<i>118,5</i>	<i>12,1</i>	<i>10,2</i>	<i>203,9</i>
Übrige entwickelte Länder						
1978	– 1,0	5,5	10,1	0,3	0,3	10,7
1979	0,6	28,3	1,1	– 0,1	0,2	1,9
1980	2,5	7,6	3,4	0,6	– 0,1	3,9
<i>Gesamtbetrag Ende 1980</i>	<i>96,7</i>	<i>57,0</i>	<i>37,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,2</i>	<i>40,7</i>
Entwicklungsländer (ohne OLAusfuhrländer)						
1978	2,9	3,9	13,7	0,4	0,3	14,4
1979	2,2	17,7	8,1	0,3	1,1	9,5
1980	2,8	5,5	– 1,2	1,0	– 0,5	– 0,7
<i>Gesamtbetrag Ende 1980</i>	<i>60,8</i>	<i>35,8</i>	<i>67,3</i>	<i>2,2</i>	<i>2,1</i>	<i>71,6</i>
OLAusfuhrländer insgesamt						
1978	5,1	61,0	59,4	– 1,9	0,5	58,0
1979	– 92,2	245,2	– 22,1	– 2,0	5,1	23,9
1980	4,2	61,0	11,9	4,7	– 1,5	35,9
<i>Gesamtbetrag Ende 1980</i>	<i>897,0</i>	<i>528,8</i>	<i>222,8</i>	<i>16,2</i>	<i>13,5</i>	<i>316,2</i>
OLAusfuhrländer						
1978	1,9	2,5	– 14,5	– 0,8	0,2	– 15,1
1979	0,3	11,2	15,4	– 1,8	0,7	14,3
1980	3,4	4,4	19,8	1,3	0,2	21,3
<i>Gesamtbetrag Ende 1980</i>	<i>40,6</i>	<i>23,9</i>	<i>90,3</i>	<i>5,3</i>	<i>1,6</i>	<i>97,2</i>
Alle Länder						
1978	7,0	63,5	44,9	– 2,7	0,7	42,9
1979	– 91,9	256,4	– 6,7	– 3,8	5,8	38,2
1980	7,6	65,4	31,7	6,0	– 1,3	57,2
<i>Gesamtbetrag Ende 1980</i>	<i>937,6</i>	<i>552,7</i>	<i>313,1</i>	<i>21,5</i>	<i>15,1</i>	<i>413,4</i>

* Goldreserven bewertet zu Marktpreisen.

Betrachtet man die einzelnen Reservearten, so zeigt sich, daß 1980 die Goldreserven insgesamt, bewertet zu aktuellen Marktpreisen und Dollarkursen, um rund \$ 65 auf 552,7 Mrd. stiegen. Dieser Zuwachs war zum Teil auf den weiteren Goldpreisanstieg am Markt um 12½% zurückzuführen. In diesem Zusammenhang kann festgehalten werden, daß der Wert der Goldreserven zu Marktpreisen im Jahresverlauf sehr stark schwankte. Die Hauptnutznießer des Goldpreisanstiegs am Markt waren 1980 die Länder der Zehnergruppe und die Schweiz, auf die zusammen fast

80% der gesamten Goldreserven entfielen. Zusätzlich zu dem 1980 insgesamt mäßigen Anstieg des Goldpreises kam noch ein Zuwachs von rund 7,5 Mio. Unzen zu dem Bestand an Goldreserven, nach einem Rückgang von rund 92 Mio. Unzen 1979. Die OPEC-Länder führten ihren offiziellen Goldbeständen 1980 zusätzliche 3,4 Mio. Unzen zu, wobei 2,1 Mio. Unzen auf Indonesien entfielen; die Entwicklungsländer erhöhten ihre Goldreserven um 2,8 Mio. Unzen. Der gesamte ausstehende Betrag an ECU-Reserven wurde auch durch den Anstieg des Goldpreises beeinflusst. Tatsächlich entspricht der gesamte Zuwachs an ECU-Reserven von \$ 42,9 auf 63,7 Mrd. im Jahr 1980 ziemlich genau jenem Betrag, um den die EWS-Mitgliedsländer im Jahresverlauf ihre ECU-Reserven, die gegen Goldswaps gehalten werden, auf der Basis marktnaher Goldpreise neu bewertet haben.

Der offizielle Stand der Devisenreserven erhöhte sich 1980 zu aktuellen Dollarkursen bewertet um \$ 31,7 Mrd. Ohne den Einfluß der Dollaraufwertung auf die Bewertung der anderen Reservewährungen hätte dieser Anstieg rund \$ 3 bis 4 Mrd. mehr betragen. Ein sehr großer Teil des Zuwachses entfiel auf die OPEC-Länder (+ \$ 19,8 Mrd.) und die USA (+ \$ 6,3 Mrd.). Der Anstieg der Devisenreserven der USA auf insgesamt \$ 10,1 Mrd. zum Jahresende ist auf umfangreiche Interventionen der Federal Reserve Bank von New York zur Stützung der D-Mark und — in geringerem Ausmaß — auf die Emission einer weiteren DM-Anleihe im Gegenwert von \$ 1,2 Mrd. durch die Regierung der USA zurückzuführen. Diese Transaktionen der US-Behörden ergaben nicht nur eine starke Zunahme der offiziellen Devisenreserven der USA, sie ermöglichten auch die Tilgung einer noch offenen Verbindlichkeit von \$ 3,2 Mrd., die auf Ziehungen der USA im Rahmen von Swaplinien mit der Deutschen Bundesbank zurückgingen. Der bisher größte Anstieg der US-Devisenreserven bedeutet einen neuen Schritt in die Richtung eines Multi-Reservewährungssystems, das sich schon in früheren Jahren abzuzeichnen begonnen hatte, als andere, im wesentlichen nicht zur Zehnergruppe gehörende Länder ihre Devisenreserven aus dem Dollar heraus in andere Währungen zu diversifizieren begannen. Im übrigen war die expansive Wirkung auf die Weltwährungsreserven von dem Teil der zusätzlichen amtlichen Devisenreserven der USA, der aus Käufen von Währungen am Markt resultierte, eine zweifache, da dadurch nicht nur die amtlichen Devisenreserven der USA zunahmen, sondern auch ein entsprechender Betrag an Dollar der übrigen Welt zufließte und insbesondere der Rückgang der Dollarreserven Deutschlands geringer ausfiel.

Die Veränderung der Reservepositionen im Internationalen Währungsfonds trug im letzten Jahr \$ 6 Mrd. zum Wachstum der Weltwährungsreserven bei. Etwas mehr als dieser Betrag, nämlich umgerechnet \$ 6,3 Mrd., ging auf Einzahlungen auf die Reservetranche zurück, die dem Fonds im Rahmen der siebten allgemeinen Quotenerhöhung, die im Dezember 1980 in Kraft trat und die Quoten insgesamt, in Dollar gerechnet, um \$ 25,3 auf 76,0 Mrd. aufstockte, zugeführt wurden. Die Nettoinanspruchnahme des Fonds durch Mitgliedsländer betrug 1980 insgesamt \$ 2,2 Mrd., nachdem in den beiden vorangegangenen Jahren Nettorückzahlungen erfolgt waren. Die Ziehungen erfolgten so, daß die gesamten Reservepositionen im IWF um \$ 0,3 Mrd. zurückgingen. Die neuen Nettoziehungen durch öleinführende Entwicklungsländer beliefen sich auf \$ 3,4 Mrd., die durch Rückzahlungen von Großbritannien in Höhe von \$ 1,2 Mrd. teilweise kompensiert wurden.

Die gesamten neuen Kreditzusagen, die der Fonds 1980 eingegangen ist, beliefen sich auf \$ 9,4 Mrd., verglichen mit \$ 2,8 Mrd. 1979, wobei alle diese Zusagen den öleinführenden Entwicklungsländern gegeben wurden. Der Interimsausschuß beschloß im September 1980 neue Richtlinien betreffend die Erweiterung des Zugangs von Mitgliedsländern zu den Fondsmitteln, wodurch die Länder auf insgesamt 600% ihrer Quote (ohne die Ziehungen im Rahmen der kompensatorischen Finanzierungsfazität und der Buffer Stock-Fazität) innerhalb einer Periode von drei Jahren zurückgreifen können. Nach dem Inkrafttreten der siebten allgemeinen Quotenerhöhung wurden diese Richtlinien im Januar 1981 revidiert und ermöglichen jetzt Nettoziehungen innerhalb einer Periode von drei Jahren bis zu 450% der Quote eines Landes, wobei die Ziehungen insgesamt (ohne jene im Rahmen der kompensatorischen Finanzierungsfazität und der Warenausgleichslager und ohne die ausstehenden Ziehungen innerhalb der Ölfazität) 600% seiner Quote nicht überschreiten dürfen. Der Interimsausschuß kam ebenfalls überein, daß der Fonds seine Mittel durch weitere Kreditaufnahmen, in erster Linie bei den Mitgliedsländern, erforderlichenfalls aber auch über die Finanzmärkte aufstocken solle und kündigte für 1981 als Ziel für derartige Mittelaufnahmen ein Volumen von SZR 6–7 Mrd. an, wobei weitere zusätzliche Kreditaufnahmen in derselben Höhe für 1982 und 1983 ins Auge gefaßt wurden. Im März 1981 gab der Fonds den Abschluß eines Kreditvertrags mit Saudi-Arabien bekannt, dem zufolge dieses Land dem Fonds in den ersten beiden Vertragsjahren jährlich bis zu SZR 4 Mrd. zur Verfügung stellen wird. Gleichzeitig empfahl das Exekutivdirektorium des IWF, die Quote Saudi-Arabiens von SZR 1,0 auf 2,1 Mrd. anzuheben. Im Mai verkündete der Fonds, daß er übereingekommen sei, von den Notenbanken der Zehnergruppe (ohne USA), der Schweiz, Österreichs, Dänemarks und Norwegens Mittel bis zu SZR 1,1 Mrd. aufzunehmen.

Die gesamten Reserven der Länder in Form von SZR nahmen im letzten Jahr um \$ 1,3 auf 15,1 Mrd. ab. Die wesentlichsten Faktoren, die die Reservehaltung in SZR im vergangenen Jahr beeinflusst hatten, waren die Zuteilung von SZR im Gegenwert von \$ 5,3 Mrd. im Januar 1980 und die Übernahme von SZR im Gegenwert von \$ 6,3 Mrd. im Rahmen der allgemeinen Quotenerhöhung des letzten Jahres. Im Januar 1981 wurde die Anzahl der SZR-Korbwährungen von sechzehn auf die fünf Währungen (US-Dollar, D-Mark, Yen, Pfund Sterling und französischer Franken) reduziert, die für den SZR-Zinskorb maßgeblich sind. Im April 1981 erhöhte der Fonds die Verzinsung von SZR von 80 auf 100% des gewogenen Durchschnitts der kurzfristigen inländischen Zinssätze dieser fünf Währungen und hob gleichzeitig die Pflicht zur Rekonstitution der in Anspruch genommenen SZR-Konten auf.

Betrachtet man die Entwicklung der Währungsreserven der wichtigsten Ländergruppen, die in der Tabelle auf S. 154 dargestellt sind, und läßt die Goldreserven außer Ansatz, so ergibt sich, daß die gesamten Reserven der Länder der Zehnergruppe und der Schweiz 1980 um insgesamt \$ 32,7 Mrd. gestiegen sind. Läßt man die USA unberücksichtigt, die bereits besprochen wurden, so ergibt sich für die übrigen Länder der Zehnergruppe eine Zunahme von \$ 24,9 Mrd. Von diesem Betrag gehen \$ 20,9 Mrd. auf die Schaffung von ECU und \$ 4 Mrd. auf den Zuwachs bei den übrigen Reserveaktiva zurück. Tatsächlich stiegen die Nichtgoldreserven

jener Länder der Zehnergruppe, die dem EWS angehören, insgesamt weniger als deren ECU-Forderungen.

Die Nichtgoldreserven Japans erhöhten sich um \$ 5,1 Mrd., was zum Teil den Verlust des Jahres 1979 in Höhe von \$ 12,9 Mrd. wieder ausglich; in Großbritannien dagegen stiegen die Währungsreserven ohne Gold lediglich um \$ 0,9 Mrd. (nahezu die Hälfte davon ging auf die Zuteilung von SZR zurück), wobei zu bedenken ist, daß der Aufwertungsdruck auf die Währung fast zur Gänze im Wechselkurs seinen Niederschlag fand. Auch in der Schweiz wurde den Kräften auf den Devisenmärkten weitgehend Spielraum gelassen, so daß die offiziellen Reserven geringfügig um \$ 0,8 Mrd. zurückgingen. Von jenen Ländern, die am EWS-Wechselkursverbund teilnehmen, verzeichneten Frankreich (\$ 9,8 Mrd.), Italien (\$ 4,9 Mrd.), die Niederlande (\$ 4,1 Mrd.) und Belgien (\$ 2,3 Mrd.) substantielle Reserven Gewinne; freilich beruhten diese Reserven zuwächse weitgehend auf der Schaffung von ECU. Auf der anderen Seite verzeichnete Deutschland, das zeitweise recht kräftig intervenierte, um die Abschwächung des DM-Wechselkurses in Grenzen zu halten, eine Abnahme seiner Nichtgoldreserven um \$ 4,5 Mrd., und dies trotz eines beträchtlichen Zugangs von ECU.

Die meisten Industrieländer, die nicht der Zehnergruppe angehören, konnten über eine umfangreiche Kreditaufnahme an den internationalen Finanzmärkten in etwa ihre Bestände an Nichtgoldreserven halten und in einigen Fällen sogar erhöhen. In der Tat sind ihre Währungsreserven trotz der Ausweitung ihres gemeinsamen Leistungsbilanzdefizits von \$ 12 auf 22 Mrd. insgesamt um \$ 3,9 Mrd. und damit doppelt so stark wie 1979 gestiegen. Norwegen, Österreich und Irland führten ihren Reserven \$ 1,8, 1,2 bzw. 0,6 Mrd. zu, während aus Spanien ein Rückgang von \$ 1,4 Mrd. berichtet wurde.

Für die öleinführenden Entwicklungsländer bedeutete 1980 das Ende einer längeren Periode steigender Währungsreserven. Ihre gesamten Nichtgoldreserven, die 1976–79 im Jahresdurchschnitt um rund \$ 11 Mrd. zugenommen hatten, gingen im letzten Jahr um \$ 0,7 Mrd. zurück. Die größten Veränderungen wies Lateinamerika auf. Die Währungsreserven von Chile und Kolumbien erhöhten sich um \$ 1,2 bzw. 1 Mrd., während jene Argentiniens und Brasiliens um \$ 2,7 bzw. 3,2 Mrd. fielen.

Der vielleicht interessanteste Gesichtspunkt der Entwicklung der Währungsreserven der OPEC-Länder 1980 war, daß der gesamte Anstieg der Nichtgoldreserven mit \$ 21,3 Mrd. nur um \$ 7 Mrd. höher war als ein Jahr zuvor, obwohl der gemeinsame Leistungsbilanzüberschuß dieser Länder im selben Zeitraum um schätzungsweise \$ 44 Mrd. zunahm. Dies ist wahrscheinlich auf die verstärkte Konzentration des Überschusses auf OPEC-Länder mit einer geringen Absorptionsfähigkeit, deren liquide Auslandsaktiva zum Teil nicht in der Reservenstatistik enthalten sind, als auch auf einen Wechsel in langfristige Anlagen zurückzuführen.

Betrachtet man die ölexportierenden Länder einzeln, zeigt sich, daß die höchsten Reservengewinne Libyen (\$ 6,7 Mrd.), Nigeria (\$ 4,7 Mrd.), Saudi-Arabien (\$ 4,2 Mrd.), Indonesien (\$ 1,3 Mrd.), Algerien und Kuwait (je \$ 1,1 Mrd.) aufwiesen. Auf der anderen Seite verzeichnete Venezuela einen Reservenabgang von \$ 0,7 Mrd. Vom Iran und Irak liegen keine neueren Informationen über die

Währungsreserven vor. Der Anstieg der Devisenreserven der ölexportierenden Länder betrug in den ersten neun Monaten von 1980 etwas mehr als der Zuwachs von \$ 19,8 Mrd. im Jahr insgesamt, da im vierten Quartal des Jahres ein geringfügiger Rückgang eintrat.

Bei näherer Betrachtung des Wachstums der Devisenreserven zeigen sich viele Unterschiede zwischen 1979 und 1980, und zwar in bezug auf die Struktur der Anlagen der Reserveaktiva an den einzelnen nationalen Märkten oder am Euromarkt und in Hinblick auf die Zusammensetzung des Zuwachses der Devisenreserven nach Währungen. Diese Unterschiede werden in der nachstehenden Tabelle veranschaulicht. Die in den USA gehaltenen offiziellen Dollarguthaben, die auf der Basis der Veränderung der US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen berechnet werden, stiegen 1980 um \$ 13,8 Mrd. und damit in etwa um den Betrag, um den sie im Jahr davor zurückgegangen waren. Die offiziellen Einlagen bei Banken in den nationalen Märkten außerhalb der USA stiegen um \$ 8,8 Mrd. nach einem geringfügigen Rückgang 1979, während sich die statistisch erfaßten Einlagen bei den Euromärkten um \$ 7,4 Mrd. erhöhten, nach einem Anstieg um fast \$ 35 Mrd. im vorangegangenen Jahr. Daß diese Zuwächse zusammen genommen mehr als die Gesamtzunahme von \$ 25,4 Mrd. der gemeldeten Devisenreserven aller Länder (ohne USA) im Jahr 1980 ausmachen, geht hauptsächlich darauf zurück, daß nicht alle offiziellen Forderungen der OPEC-Länder gegenüber Banken in anderen Ländern in die Währungsreservenstatistik Eingang finden. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, daß die statistisch erfaßten OPEC-Einlagen bei Geschäftsbanken im letzten Jahr, wie in der Tabelle dargestellt, um \$ 40 Mrd. expandierten.

Die Zunahme der bei Banken in den nationalen Märkten außerhalb der USA gehaltenen Devisenreserven um \$ 8,8 Mrd. im Jahr 1980 bedeutet einen Anstieg von 100%. Diese Entwicklung geht auf die Aufhebung oder Lockerung von Kapitalimportbeschränkungen in einer Anzahl von Ländern wie Deutschland, Japan und die Schweiz zurück, die damit den Außenwert ihrer Währung abstützen und die Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite erleichtern wollen. Vor allem die Reserven in Yen bei japanischen Banken wuchsen besonders kräftig von \$ 0,9 auf 4,6 Mrd., nachdem im März 1980 die Zinsbeschränkungen für freie Yenkonten offizieller Anleger aufgehoben worden waren. Auch die offiziellen Einlagen bei deutschen und schweizerischen Banken erhöhten sich 1980, trotz der Abschwächung der D-Mark und des Schweizer Frankens auf dem Devisenmarkt, und zwar um \$ 1,4 bzw. 1,0 Mrd. Die Stärke des Pfundes schlug sich in einer Erhöhung der offiziellen Sterlingguthaben in Großbritannien von \$ 4,9 auf 8,4 Mrd. nieder, wobei die bei Banken in Großbritannien unterhaltenen offiziellen Guthaben um \$ 1,1 auf 3,0 Mrd. zunahmen.

Die verstärkte Anlage von Devisenreserven auf den nationalen Märkten war zweifellos einer der Gründe, weshalb die offiziellen Einlagen auf dem Euromarkt im letzten Jahr nur relativ mäßig anstiegen. Der Dollarwert offizieller Euroeinlagen in anderen Währungen als dem Dollar, der 1979 noch um \$ 14,4 Mrd. gestiegen war, erhöhte sich nur geringfügig um \$ 1,3 Mrd. Freilich ist zu berücksichtigen, daß der Zuwachs des letzten Jahres infolge der Höherbewertung des Dollars gegenüber anderen Währungen um rund \$ 3 Mrd. unterzeichnet ist. Die Euroyoneinlagen sind

Erfaßte offizielle Einlagen bei Geschäftsbanken außerhalb der USA

	Ende 1977	Ende 1978	Ende 1979	Mitte 1980	Ende 1980
	Stand, Milliarden US-Dollar				
A. Einlagen bei Banken in europäischen Ländern ¹ , Kanada und Japan					
I. Auf den nationalen Märkten	7,6	9,3	8,8	15,9	17,6
Deutsche Mark	2,2	3,1	3,4	4,7	4,8
Schweizer Franken	1,3	0,6	0,6	1,2	1,6
Yen	0,9	2,7	0,9	3,8	4,6
Pfund Sterling	1,6	1,2	1,9	2,9	3,0
Sonstige Währungen	1,6	1,7	2,0	3,3	3,6
II. Auf den Euromärkten	71,0	80,1	115,0	119,1	122,4
Dollar	53,0	52,8	73,3	75,3	79,4
Deutsche Mark	12,0	16,8	24,1	24,7	24,2
Schweizer Franken	3,2	4,6	6,0	7,3	8,0
Yen	0,9 ²	2,2 ²	4,2 ²	2,7 ²	2,2 ²
Pfund Sterling	0,3	0,7	1,5	2,3	2,2
Sonstige Währungen	1,6	3,0	5,9	6,8	6,4
Gesamtbetrag I + II	78,6	89,4	123,8	135,0	140,0
darunter Nichtdollarwährungen	25,6	36,6	50,5	59,7	60,6
B. Einlagen bei Offshore-Niederlassungen von US-Banken	4,4	5,7	6,4	6,2	5,6
Gesamtbetrag A + B	83,0	95,1	130,2	141,2	145,6
Nachrichtlich: OPEC-Einlagen insgesamt bei Banken außerhalb der USA	68,2	73,4	106,2	129,5	146,2
Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen	126,1	156,8	143,1	142,6	156,9

Anmerkung: Einschließlich wechselkursbedingter Veränderungen des Dollarwerts der in Währungen (ohne Dollar) gehaltenen Reserven.

¹ Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Niederlande, Österreich, Schweden und Schweiz. ² Ohne Einlagen bei Banken in der Schweiz.

um \$ 2 Mrd. gefallen, während die auf Schweizer Franken und Pfund lautenden Euroguthaben kontinuierlich aufgebaut wurden.

Der Trend zur verstärkten Anlage der Devisenreserven in deren jeweiligen nationalen Märkten erfaßte auch den US-Dollar. Mit \$ 6,1 Mrd. machte der Anstieg der offiziellen Eurodollarguthaben weniger als die Hälfte des Zuwachses der in den USA gehaltenen Dollarreserven aus. Demgegenüber hatten 1979 die Eurodollareinlagen um \$ 20,5 Mrd. zugenommen, während die Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Anlegern um \$ 13,7 Mrd. abgenommen hatten. Teilweise kann diese ausgeprägte Reservenverlagerung mit politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen, die die Attraktivität der USA als Reservehaltungsland erhöht haben, erklärt werden.

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 organisierte die Bank periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten, die sich mit der Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Euromarkts 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. Insbesondere wurde die Arbeitsgruppe „Euromarktstatistik“ von den Notenbankgouverneuren der Zehnergruppe im April 1980 mit der systematischen Überprüfung der Entwicklung der internationalen Bankgeschäfte beauftragt. In Wahrnehmung dieses Mandats hielt die Gruppe vierteljährliche Sitzungen ab, in denen sie diese Entwicklungen prüfte und deren Bedeutung für die Weltwirtschaft, die Volkswirtschaften der einzelnen Länder und für die Solidität des internationalen Bankensystems als Ganzes abschätzte.

Weiterhin 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 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 wirkt sie mit; insbesondere stellt sie das Sekretariat des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe im Dezember 1974 eingesetzt haben.

Nach wie vor stellt die Bank das Sekretariat für den Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und für den Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit — EWG-Organ, die im Mai 1964 bzw. im April 1973 geschaffen wurden — sowie für deren Unterausschüsse und Expertengruppen. Von den letzteren sind insbesondere zu nennen: der Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten, der systematisch die Sitzungen der Zentralbankpräsidenten vorbereitet; eine Gruppe von Spezialisten für Fragen betreffend die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten (seit Anfang 1976 variierte die Zusammen-

setzung dieser Gruppe je nach Gegenstand der Diskussion, war gelegentlich auf Vertreter der EWG-Länder beschränkt und wurde zu anderen Zeiten um Teilnehmer aus anderen Industrieländern erweitert, die im allgemeinen Mitglieder der Zehnergruppe sind); eine Gruppe, die beauftragt ist, die geldpolitische Lage in den Mitgliedstaaten und die Probleme der Koordinierung der Geldpolitik der einzelnen Länder auf Gemeinschaftsebene periodisch zu untersuchen; und schließlich eine Gruppe für die Harmonisierung der von den EWG-Staaten eingesetzten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß der EWG als auch dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich).

Wie schon in früheren Jahren haben diese Ausschüsse und Gruppen 1980/81 eine große Anzahl ordentlicher und außerordentlicher Sitzungen abgehalten, die meistens in Basel stattfanden und gewöhnlich der Vorbereitung von Sitzungen der Notenbankgouverneure dienten. Auf der Grundlage ihrer Arbeiten sind der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten selbst und der Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit jeweils im Rahmen ihrer Zuständigkeiten und Funktionen in der Lage, diverse Entscheidungen mit Bezug auf die Währungsvereinbarungen zwischen den Zentralbanken zu treffen und regelmäßig oder auf Ad-hoc-Basis für die Kommission der Europäischen Gemeinschaften oder für die Finanzminister der EWG-Länder Berichte und Stellungnahmen auszuarbeiten.

Im Geschäftsjahr 1980/81 galt ein Großteil dieser Tätigkeit der Verwaltung des am 13. März 1979 in Kraft getretenen Europäischen Währungssystems (EWS). Zu den zentralen Aufgaben gehörten:

- die Überwachung der ordnungsgemäßen Anwendung des Regelwerkes des Systems;
- die Verbesserung der Koordinierung der Wechselkurs- und Geldpolitik der EWG-Zentralbanken als Voraussetzung für ein reibungsloses Funktionieren des EWS;
- die Verlängerung der revolvierenden Swapmechanismen um weitere zwei Jahre mit Wirkung vom 13. März 1981 (bei Errichtung des EWS war die Geltungsdauer dieses Mechanismus zunächst auf zwei Jahre begrenzt worden). Durch diese Swapmechanismen werden ECU gegen Einbringung von Gold und US-Dollar in den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit geschaffen;
- die Einleitung der notwendigen Schritte für den Beitritt der Zentralbank von Griechenland zu dem Abkommen zur Errichtung eines Systems des kurzfristigen Währungsbeistands unter den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft.

Darüber hinaus arbeitete der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten weiterhin an einer möglichen Weiterentwicklung des EWS hin zu einer mehr institutionalisierten, endgültigen Phase, wie dies in der Entschließung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 in Aussicht genommen worden war. Andere innerhalb des Ausschusses vorgenommene Studien befaßten sich mit Fragen der monetären Steuerung. Schließlich verfolgte der Ausschuß sehr genau das internationale Währungsgeschehen und prüfte die Möglichkeiten einer engeren monetären Zusammenarbeit mit einigen Ländern außerhalb der EWG, insbesondere den USA.

Schließlich erfüllte die Bank nach wie vor Sekretariatsfunktionen für den Ausschuß der EDV-Fachleute aus den Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz. Die Experten setzten in ihren Sitzungen und das ganze Jahr über ihre Analyse der Zahlungsverkehrssysteme und deren voraussichtliche mittelfristige Weiterentwicklung fort. Vom Sommer 1981 an wird ein neu eingesetzter Ausschuß diese Studien auf eine eingehende Untersuchung der Einflüsse erweitern, die von neuen Technologien der Zahlungsabwicklung auf das Bankensystem ausgehen. Die EDV-Fachleute verfolgten auch den Ausbau der Telekommunikationssysteme in den wichtigsten Industrieländern und die durch deren Betrieb und Verbund aufgeworfenen Probleme. In diesem Zusammenhang widmeten sie insbesondere der Arbeit der International Organization for Standardization auf den Gebieten der Informationsübermittlung zwischen Banken und des Verbunds offener Systeme erhöhte Aufmerksamkeit. Daneben überprüften sie den Einsatz der Datenverarbeitung in ihren eigenen Zentralbanken und trafen Vorbereitungen für eine Untersuchung der Auswirkungen, die die Einführung hochentwickelter Datenbanksysteme auf die interne Organisation der Zentralbanken haben dürfte.

Unter der Leitung der Zentralbankexpertengruppe für monetäre und ökonomische Datenbankfragen, für die die BIZ ebenfalls Sekretariatsaufgaben erfüllt, wurden weitere Fortschritte bei der Errichtung einer Datenbank für die BIZ und die Zentralbanken erzielt. Während des Jahres wurde die bestehende Datenbasis von einem bankexternen Computer auf die EDV-Anlage im eigenen Gebäude der Bank übertragen. Dadurch ist es nunmehr möglich geworden, ein System umfassenderer Meldungen von und zu den Zentralbanken in Aussicht zu nehmen; die meisten Banken haben zu diesem Zweck bereits die notwendigen Vorkehrungen für die Einrichtung einer Telekommunikationsverbindung mit der EDV-Anlage der BIZ getroffen.

Eines der Hauptziele des Datenbankprojekts ist, den raschen Austausch makroökonomischer Zeitreihen vorwiegend aus dem Finanzbereich zwischen den Zentralbanken und der BIZ zu gewährleisten. Daneben wurde ein internes elektronisches System zur Aufbereitung von Euromarktstatistiken entwickelt; ferner ist geplant, dieses System später zu erweitern, so daß auch die Meldungen solcher Statistiken von und zu den Zentralbanken erfaßt werden.

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1981 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

* * *

* „Franken“ (abgekürzt Fr.) bedeutet in diesem Kapitel, sofern nichts anderes angegeben ist, stets Goldfranken. Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58 ... Gramm Feingold — Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49 ...) umgerechnet; alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Die Bilanzsumme per 31. März 1981	
betrug	Fr. 19 726 245 562
gegenüber einer Vorjahressumme von	Fr. 24 409 416 167
Dies bedeutet einen Rückgang um	Fr. 4 683 170 605
Im Geschäftsjahr 1979/80 war ein Zuwachs von Fr. 5 308 Mio. verzeichnet worden.	

Bis einschließlich Juli 1980 hatten sich die Kursschwankungen der Währungen (ohne US-Dollar) zumeist in einer Erhöhung ihres Goldfrankenwerts niedergeschlagen; danach trat bis zum Ende des Geschäftsjahres ein Wertrückgang ein, der stärker als der vorangegangene Wertanstieg ausfiel; per saldo ergab sich eine Wertminderung, der etwa ein Zehntel des gesamten Rückgangs zuzuschreiben ist.

Die Summe des Monatsausweises erhöhte sich bis Ende Juni 1980, als sie einen Rekordstand von Fr. 25 697 Mio. erreichte; danach ging sie auf Fr. 22 500 Mio. per Ende Juli 1980 zurück und blieb in der Folge mehr oder weniger stabil bis Ende Dezember 1980; danach verringerte sie sich allmählich bis zum Ende des Geschäftsjahres.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent
1977*	48 846	+ 5 420	+ 13
1978*	59 334	+ 10 488	+ 22
1979*	70 409	+ 11 075	+ 19
1979	19 101	—	—
1980	24 409	+ 5 308	+ 28
1981	19 726	— 4 683	— 19

* Auf der Basis der alten, bis Juni 1979 verwendeten Umrechnungsmethode (beim US-Dollar auf der Basis 1 Goldfranken = US-\$ 0,3941 ..., bei den anderen Währungen zu den Leit- oder Marktkursen).

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 oder Treuhänder) in Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwahrt oder verwaltet;
- Buchungsvorgänge, die sich aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit in Zusammenhang mit der Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen sowie dem Europäischen Währungssystem ergeben;
- das für Rechnung von Einlegern verwahrte Gold; dieser Posten belief sich am 31. März 1981 auf Fr. 1 190 gegenüber 1 034 Mio. am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres (Zunahme: Fr. 156 Mio.).

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren
(Nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung)

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
Millionen Franken				
1977*	1373	46934	539	48846
1978*	1493	57150	691	59334
1979*	1634	67967	808	70409
1979	859	17991	251	19101
1980	887	23239	283	24409
1981	937	18539	250	19726

* Auf der Basis der alten Umrechnungsmethode.

A. Kapital, Reserven und verschiedene Passiva

a) Eingezahltes Kapital Fr. 295 703 125

Das genehmigte Kapital ist mit Fr. 1 500 Mio. unverändert geblieben; ebenso das begebene Kapital, das aus 473 125 zu 25% eingezahlten Aktien besteht.

b) Reserven

Die nachstehend erläuterten Veränderungen der verschiedenen Reservefonds sind in der am Schluß dieses Berichts enthaltenen Übersicht als Abschnitt I aufgeführt.

1. Gesetzlicher Reservefonds Fr. 30 070 313

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

2. Allgemeiner Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 20 Mio. aus dem Reingewinn von 1980/81 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) Fr. 417 152 793
verglichen mit vorher Fr. 397,2 Mio.

3. Besonderer Dividenden-Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 2 Mio. aus dem Reingewinn von 1980/81 Fr. 19 530 055
verglichen mit vorher Fr. 17,5 Mio.; der Betrag dieses Reservefonds erreicht damit die Höhe einer jährlichen Dividende auf dem gegenwärtigen Niveau einschließlich einer gewissen Marge für Wechselkursschwankungen.

4. Freier Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 28 Mio. aus dem Reingewinn von 1980/81 Fr. 174 730 236
verglichen mit vorher Fr. 146,7 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1980/81 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 641 483 397 verglichen mit vorher Fr. 591,5 Mio. (Erhöhung: Fr. 50 Mio. oder 8,5% gegenüber Fr. 28,6 bzw. 33 Mio. in den zwei vorangegangenen Geschäftsjahren 1978/79 und 1979/80).

c) Verschiedenes Fr. 232 804 254
verglichen mit vorher Fr. 265,2 Mio. (Rückgang: Fr. 32,4 Mio).

d) Gewinn- und Verlustrechnung Fr. 67 004 609
(vor Gewinnverwendung)

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1980/81; er liegt um Fr. 16 Mio. über dem des vorangegangenen Geschäftsjahres, der auch den Nettoerlös aus dem Verkauf des alten Bankgebäudes in Höhe von annähernd Fr. 2,6 Mio. enthielt.

Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind in Teil 3 dieses Kapitels enthalten; diese Vorschläge, auf die bereits in Zusammenhang mit den Reserven Bezug genommen worden ist, sehen insbesondere die Verwendung von Fr. 17 004 609 für die am 1. Juli 1981 zu zahlende Dividende von sfr 135 je Aktie vor (Vorjahr: Fr. 17 977 378 für eine Gesamtdividende, die einen Betrag von sfr 110 je Aktie sowie, aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens der Bank, eine Sonderdividende in Höhe von sfr 25 je Aktie enthielt).

B. Fremdmittel

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

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1980	1981	
	Millionen Franken		
Einlagen von Zentralbanken	22 486	18 431	− 4 055
Einlagen von anderen Einlegern	753	108	− 645
Zusammen	23 239	18 539	− 4 700

Die Einlagen von Zentralbanken gingen stark zurück (-18%), aber um weniger, als sie sich im vorangegangenen Geschäftsjahr erhöht hatten (+4 971 Mio. oder 28,4%); die Veränderung fand erneut hauptsächlich in US-Dollar statt; auch die DM-Einlagen verzeichneten eine Abnahme, die durch ihren Wertrückgang noch merklich stärker ausfiel, und auch die Einlagen in anderen Währungen sanken insgesamt; die Goldeinlagen hingegen verzeichneten einen Zuwachs.

Der Rückgang der Einlagen „von anderen Einlegern“ fiel sehr deutlich aus, vor allem prozentual (-85,7%), während sie sich im vorangegangenen Geschäftsjahr recht deutlich erhöht hatten (+277 Mio. oder 58,2%); die Abnahme beruht

auf dem Fälligwerden hoher, an das Sonderziehungsrecht indexierter Einlagen in US-Dollar.

Die Einlagen von Zentralbanken vereinigten nach wie vor den bei weitem größten Teil der gesamten Fremdmittel auf sich, wobei sich ihr Anteil noch von 96,8 auf 99,4% erhöhte.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Ver- ände- rung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Ver- ände- rung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Ver- ände- rung
	1980	1981		1980	1981		1980	1981	
	Millionen Franken								
Auf Sicht	4432	4647	+ 215	366	276	- 90	4798	4923	+ 125
Bis zu 3 Monaten	46	30	- 16	15992	11671	- 4321	16038	11701	- 4337
Mehr als 3 Monate	9	4	- 5	2394	1911	- 483	2403	1915	- 488
Zusammen ..	4487	4681	+ 194	18752	13858	- 4894	23239	18539	- 4700

Der vorstehenden Tabelle ist zu entnehmen, daß sich der Anteil der Währungseinlagen an den gesamten Fremdmitteln im Geschäftsjahr von 80,7 auf 74,8% verringerte und jener der Goldeinlagen von 19,3 auf 25,2% erhöhte; am 31. März 1979 lauteten die entsprechenden Anteile 77,8 und 22,2%.

Bei den Laufzeiten verringerte sich der Anteil der Termineinlagen an den gesamten Fremdmitteln von 79,4 auf 73,4%, während sich jener der Sichteinlagen von 20,6 auf 26,6% erhöhte; am 31. März 1979 hatten die entsprechenden Werte 77 bzw. 23% betragen.

a) Goldeinlagen

Fr. 4 681 285 317

verglichen mit vorher Fr. 4 487 Mio.; der Zuwachs von Fr. 194 Mio. (4,3%) liegt merklich unter dem im vorangegangenen Geschäftsjahr (Fr. 488 Mio.); wie zuvor ist er in etwa das Ergebnis eines Nettozugangs neuer Einlagen von Zentralbanken und einer Nettoverringering des im Rahmen von Swaps verwendeten Goldes, wobei das — per Termin verkaufte — Gold auf Sichtkonten bei der Bank belassen wurde; die Goldtermineinlagen insgesamt verringerten sich um etwa ein Drittel, wobei Einlagen entweder auf Sichtkonten übertragen oder bei Fälligkeit zurückgezahlt wurden.

b) Währungseinlagen

Fr. 13 857 964 860

verglichen mit vorher Fr. 18 752 Mio. Diese Position, deren Anteil an den gesamten Passiva dominiert, verzeichnete einen besonders starken Rückgang von Fr. 4 894 Mio. oder 26,1% (Zunahme im vorangegangenen Geschäftsjahr: Fr. 4 760 Mio. oder 34%); die Abnahme trat hauptsächlich bei den Einlagen bis zu drei Monaten auf, die um 27% zurückgingen; die Einlagen auf Sicht und die von mehr als drei Monaten wiesen ebenfalls Rückgänge auf, die prozentual mit der Abnahme des erstgenannten Postens vergleichbar sind.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	
	1980	1981	1980	1981
Millionen Franken				
Kassenmittel				
Gold	5313	5437	+ 124	
Währungen	15	5453	+ 1	+ 125
Schatzwechsel (Währungen)		226		+ 70
Terminguthaben und Kredite				
Gold	—	41	+ 41	
Währungen	14487	12776	-1711	-1670
Sonstige Wertpapiere (Währungen)		1086		-3182
Zusammen				
Gold	5313	5478	+ 165	
Währungen	18926	19582	-4822	-4657

a) Gold Fr. 5 436 941 670

verglichen mit vorher Fr. 5 313 Mio. Diese Position stieg um Fr. 124 Mio. (2,3%), während im vorangegangenen Geschäftsjahr die prozentuale Zunahme fast das Dreifache betragen hatte; der Anstieg beruht, wie bereits erwähnt, auf einem Nettozugang von Goldeinlagen von Zentralbanken und, in geringerem Ausmaß, dem Abschluß mit anderen Zentralbanken von Swaps in Gold (per Kasse gekauft) gegen verschiedene Währungen; in die entgegengesetzte Richtung wirkten Goldabzüge für Zwecke der weiter unten erwähnten Anlagen sowie, in geringerem Ausmaß, die bereits oben erwähnte Rückzahlung von Termineinlagen.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 15 977 519

verglichen mit vorher Fr. 15 Mio., womit diese Position nahezu unverändert blieb.

c) Schatzwechsel Fr. 225 598 456

verglichen mit vorher Fr. 156 Mio; der recht deutliche Anstieg um Fr. 70 Mio. (44,9%) steht in auffälligem Gegensatz zu der Abnahme (um Fr. 104 Mio. oder 40%) im vorangegangenen Geschäftsjahr und beruht weitgehend auf dem Erwerb von US-Schatzwechseln.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 12 816 903 620

verglichen mit vorher Fr. 14 487 Mio.

Der Goldposten, der am 31. März 1980 zu bestehen aufgehört hatte, erschien von neuem mit einem Betrag von Fr. 41 Mio. und bestand, wie oben erwähnt, aus Goldtermineinlagen.

Der Währungsposten verringerte sich erheblich von Fr. 14 487 auf 12 776 Mio., eine Abnahme um Fr. 1 711 Mio. oder 11,8% (prozentual fast identisch mit dem Anstieg im vorangegangenen Geschäftsjahr). Der größte Teil des Rückgangs war in US-Dollar, und ein nicht unerheblicher Betrag betraf die D-Mark, hauptsächlich aufgrund des Wertrückgangs dieser Währung, sowie ein kleinerer Teil die übrigen Währungen; der Rückgang war vornehmlich auf die Abnahme von Anlagen an verschiedenen Märkten und nur zu einem sehr kleinen Teil auf einen Rückgang der Ausleihungen an Zentralbanken zurückzuführen.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 1 086 229 848

verglichen mit vorher Fr. 4 268 Mio.; diese Position ging um Fr. 3 182 Mio. oder drei Viertel zurück, nachdem sie im vorangegangenen Geschäftsjahr um den etwas höheren Betrag von Fr. 3 401 Mio. gestiegen war; der Rückgang ergab sich in US-Dollar und war fast ausschließlich auf das Fälligwerden von Pensionsgeschäften in US-Schatzpapieren zurückzuführen; demgegenüber erhöhten sich die Bestände an — hauptsächlich auf dem US-Markt begebenen — Einlagenzertifikaten und an öffentlichen Wertpapieren im ersten Fall erheblich und im zweiten weniger stark.

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

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

Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1980	1981	
	Millionen Franken		
Bis zu 3 Monaten	14 652	9 914	– 4 738
Mehr als 3 Monate	4 103	3 989	– 114
Zusammen	18 755	13 903	– 4 852

Aus der Tabelle wird deutlich, daß sich die durchschnittliche Restlaufzeit dieser Anlagen etwas verlängert hat; die Aktiva bis zu drei Monaten gingen um fast ein Drittel zurück, während die Abnahme der Anlagen mit mehr als drei Monaten Restlaufzeit unbedeutend war.

f) Verschiedenes Fr. 144 594 448

verglichen mit vorher Fr. 170 Mio.; die Abnahme um Fr. 25 Mio. hat buchungstechnische Gründe, die daher rührten, daß netto mit Zentralbanken gegen Währungen abgeschlossene Swaps (Kassakäufe von Gold zu marktnahen Preisen) fällig und, in geringerem Ausmaß, Swaps in der entgegengesetzten Richtung mit dem Markt abgeschlossen wurden.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von Fr. 134 494 016

verglichen mit einem ebenfalls negativen Saldo von Fr. 164 Mio. am Anfang des Geschäftsjahres; die Abnahme des zu liefernden Goldes um Fr. 30 Mio. beruhte auf

der — bereits unter „Verschiedenes“ erwähnten — Verringerung des Goldanteils im Rahmen der mit Zentralbanken getätigten Swapgeschäfte.

* * *

Der deutliche Rückgang der Bilanzsumme hatte keine Auswirkung auf das nach wie vor sehr hohe Geschäftsvolumen der Bank.

3. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1981 abgelaufene einundfünfzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 68 061 940, verglichen mit einem Gesamtertrag von Fr. 54 966 432 im Vorjahr einschließlich des Nettoerlöses von Fr. 2 630 695 aus dem Verkauf des alten Bankgebäudes. Die beträchtliche Steigerung im Berichtsjahr beruht hauptsächlich auf dem außergewöhnlich hohen Zinsniveau an verschiedenen Märkten sowie auf einem höheren Anteil der eigenen Mittel der Bank, die in Währungen gehalten werden.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 1 057 331 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von Fr. 67 004 609 gegenüber Fr. 50 977 378 im Vorjahr. Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 67 004 609 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 17 004 609 zur Zahlung der Dividende von sfr 135 je Aktie;
2. Fr. 20 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. Fr. 2 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
4. Fr. 28 000 000 — den Rest des verfügbaren Reingewinns — zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme dieser Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1981 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1981 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Reserven der Bank 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 auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1981 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

4. Die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

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 %	Endfälligkeit
				Ursprünglich	Am 1. April 1981 noch nicht getilgt		
1	1954	USA	US-Regierung	\$ 100 000 000	—	3 ⁷ / ₈	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	23 600 000	3 ¹ / ₂	1982
3	1955	Deutschland (BR)	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50 000 000	3 000	3 ³ / ₄	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	2 360 000	3 ¹ / ₂	1982
5	1956	Saarland	Landesbank Saar	lfr 5 000 000	—	3 ¹ / ₂	1961
			Girozentrale, Saarbrücken	DM 2 977 450 ²	—	4 ¹ / ₄	1977
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	—	4 ¹ / ₄	1974
7			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	—	5 ¹ / ₂	1975
8	1957	USA	Kapitalmarktemission	\$ 7 000 000	—	5	1962
9			Verschiedene Banken	\$ 3 000 000	—	5	1962
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	14 905 905	5 ³ / ₈	1982
11			Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	—	5	1978
12	1958	USA	Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4 ¹ / ₂	1963
13			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	—	5 ³ / ₈	1980
14	1960	USA	Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4 ³ / ₄	1963
			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4 ⁷ / ₈	1964
			Kapitalmarktemission	\$ 3 400 000	—	5	1965
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	34 278 002	5 ¹ / ₄	1986
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	3 100 000	4 ¹ / ₂	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 1980/81 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 180 000 für Zinsen und von rund Fr. 3 Mio. für Tilgungen entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 2 Mio. vermindert.

Was die Treuhänderfunktionen der Bank in bezug auf 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) angeht, wird auf Kapitel VIII des fünfzigsten Jahresberichts der Bank verwiesen.

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 in 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).

Als Agent des Fonds hat die Bank im wesentlichen zweierlei Aufgaben: einmal Aufgaben in Zusammenhang mit den Transaktionen im Rahmen des Europäischen Währungssystems; zum anderen besorgt sie die finanzielle Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen.

1. Bezüglich des ersten Punktes hat die Bank insbesondere folgende Funktionen:

- a) Sie verbucht auf den Konten des Fonds in Europäischen Währungseinheiten (ECU)
 - die dem Agenten mitgeteilten Verbindlichkeiten und Forderungen der am EWS-Wechselkursverbund teilnehmenden EG-Zentralbanken gegenüber dem Fonds aus ihren Interventionen in Währungen von Mitgliedsländern;
 - die sofortige oder periodische Abrechnung dieser sehr kurzfristigen Verbindlichkeiten und Forderungen.
- b) In Zusammenhang mit der Schaffung, Verwendung und Verzinsung von ECU hat die Bank
 - im Namen und für Rechnung des Fonds Swapgeschäfte mit jeder EWG-Zentralbank abzuschließen, wobei den betreffenden Notenbanken ECU im Austausch gegen 20% ihrer Goldbestände und 20% ihrer Bruttoreserven in US-Dollar überlassen werden. Diese Swapgeschäfte werden alle drei Monate erneuert, wobei die notwendigen Anpassungen erfolgen, einmal um sicherzustellen, daß die Einzahlung einer jeden Zentralbank beim Fonds mindestens 20% ihrer jeweiligen am Ende des Monats vor dem Verlängerungstichtag vorhandenen Bruttoreserven in Gold und Dollar entspricht, und zweitens, um Preis- und Wechselkursänderungen bei Gold und beim Dollar gegenüber der ECU zu berücksichtigen;

- die hinterlegenden 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.
- c) Die Bank verbucht beim Fonds die Transaktionen im Rahmen des im Februar 1970 eingerichteten kurzfristigen Währungsbeistands. Diese Kreditfazilität wurde zuletzt 1974 von der Bank von Italien beansprucht und seither nicht mehr reaktiviert.

Im Zeitraum 1. April 1980–31. März 1981 betrugen die Interventionen der am Wechselkursverbund teilnehmenden Zentralbanken, soweit sie sich als ECU-Eintragungen in den Büchern des EFWZ niederschlagen, insgesamt etwas mehr als ECU 5 Mrd.

Am 31. März 1981 waren insgesamt fast ECU 50 Mrd. vom Fonds emittiert; das sind zum Kurs des genannten Stichtags rund US-\$ 60 Mrd. Diese ECU bestanden als Gegenposten zu den Einzahlungen von Reserveaktiva aller EWG-Zentralbanken — mit Ausnahme der griechischen Notenbank, deren Beitritt zur Europäischen Gemeinschaft am 1. Januar 1981 nicht die Teilnahme am EWS beinhaltete. Ein Teil dieser ECU-Aktiva wurde von verschiedenen EWG-Zentralbanken hauptsächlich zum vollständigen oder teilweisen Ausgleich ihrer aus den obenerwähnten Interventionen entstandenen Verbindlichkeiten verwendet.

2. 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
- über die Konten, die der Fonds bei der Bank auf seinen Namen eröffnet hat, Zahlungen auszuführen, die mit diesen Kreditoperationen zusammenhängen; es handelt sich hierbei jedoch lediglich um Durchlaufkonten, denn die Mittel, die dem Fonds im Rahmen der von der Gemeinschaft abgeschlossenen Kreditaufnahmevereinbarungen zufließen, werden am selben Wertstellungstag auf die Konten der Endempfänger der Zahlungen überwiesen;
 - diese Vorgänge beim Fonds zu verbuchen;
 - die in den Schuld- und Darlehensverträgen festgelegten Fälligkeiten von Zins- und Tilgungszahlungen zu überwachen;
 - die Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die für die EWG durchgeführten Transaktionen zu unterrichten.

Während des Geschäftsjahres 1980/81 hat die Bank in ihrer Funktion als Agent des Fonds Zins- und Provisionszahlungen sowie die Rückzahlung der ersten Rate einer 1977 von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft begebenen Anleihe von \$ 100 Mio. abgewickelt. Am 31. März 1981 verwaltete sie nach dieser Tilgung insgesamt sechs Anleihen in Höhe von US-\$ 1 075 Mio. und DM 500 Mio.; von dem Erlös waren etwa 85% an Italien und der Restbetrag an Irland ausgeliehen.

Für sämtliche Anleihen und entsprechende Darlehen sind feste Zinssätze vereinbart, die je nach Laufzeit (ursprünglich mehr als fünf Jahre im Durchschnitt), Emissionswährung und Zeitpunkt des Vertragsabschlusses zwischen $7\frac{1}{4}$ und $8\frac{1}{4}$ % liegen.

Am 16. März 1981 verabschiedete der Rat der Europäischen Gemeinschaften eine Verordnung für die Anpassung des Systems der Gemeinschaftsanleihen zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten. Dieser Rechtsakt ersetzte die obengenannten Verordnungen, durch die der Mechanismus im Februar 1975 errichtet worden war. Die Hauptbedeutung der neuen Verordnung liegt in der Vereinfachung des Verfahrens zur Aktivierung des Anleihsystems der Gemeinschaft und in einer beträchtlichen Heraufsetzung des Gesamtplafonds. Mit der neuen Obergrenze von ECU 6 Mrd. hat sich das Kreditpotential dieser Einrichtung praktisch verdreifacht.

6. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. November 1980 teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Marcel Théron sein Amt als Stellvertreter von Herrn de la Genière in Kürze niederlegen werde. Der Vorsitzende sprach Herrn Théron die Anerkennung der Bank für seine wertvolle Tätigkeit aus.

In der Verwaltungsratssitzung vom 9. Dezember 1980 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr de la Genière zu seinem Stellvertreter Herrn Jacques Waitzenegger im Falle der Abwesenheit von Herrn Gabriel Lefort, dem Nachfolger von Herrn Théron, ernannt hatte.

Herr Lars Wohlin, dessen Mandat im Verwaltungsrat am 31. März 1981 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 10. März 1981 gemäß Artikel 27(3) der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 31. März 1984 wiedergewählt.

Lord O'Brien of Lothbury wurde im April 1981, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 6. Mai 1981, gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Gordon Richardson, Gouverneur der Bank von England, für eine weitere Amtsperiode von drei Jahren wiederernannt.

Herr René Larre, Generaldirektor der Bank seit 1. Mai 1971, trat am 21. Februar 1981 in den Ruhestand. In der Sitzung vom 10. Februar 1981 brachte der Vorsitzende im Namen aller Verwaltungsratsmitglieder Herrn Larre den tiefempfundenen Dank für die überaus verdienstvolle Ausübung seines verantwortungsvollen Amtes zum Ausdruck und sprach ihm für sein überragendes Können, das er bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben bewiesen hat, die aufrichtige Anerkennung des Verwaltungsrats aus.

Herr Dr. Günther Schleiminger, der seit dem 1. Januar 1978 als Beigeordneter Generaldirektor der Bank gewirkt hatte, übernahm gemäß der in der Sitzung vom 9. September 1980 erfolgten formellen Ernennung durch den Verwaltungsrat am 1. März 1981 als Nachfolger von Herrn Larre das Amt des Generaldirektors.

Gleichzeitig wurde Herr Prof. Alexandre Lamfalussy mit Wirkung vom 1. März 1981 zum Beigeordneten Generaldirektor ernannt, wobei er seine bisherigen Funktionen als Volkswirtschaftlicher Berater der Bank und Chef ihrer Währungs- und Wirtschaftsabteilung, die er seit dem 1. Januar 1976 wahrgenommen hatte, weiterhin beibehält. Ferner wurden die Herren Dr. Warren D. McClam, M. G. Dealtry und Rémi Gros mit Wirkung vom 1. April 1981 zu Direktoren der Bank ernannt.

In der Verwaltungsratssitzung vom 10. März 1981 gab der Vorsitzende den Beschluß der Bank bekannt, Herrn Kevin J. Kearney und Herrn Dr. Kurt Spinnler mit Wirkung vom 1. April 1981 zu Beigeordneten Direktoren zu befördern.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Der zweite Ölschock verschlimmerte beträchtlich die Probleme, denen sich die Industrieländer seit Mitte der siebziger Jahre gegenübersehen: einerseits die andauernde Inflation, die von unzureichendem Wirtschaftswachstum und steigender Arbeitslosigkeit begleitet wird, und andererseits erhebliche internationale Zahlungsbilanzungleichgewichte und instabile Wechselkursverhältnisse. Sicherlich sind in jüngerer Zeit einige bescheidene Fortschritte im Kampf gegen die Inflation und bei der Einsparung von Energie und Öl gemacht worden. Sicherlich konnten die außenwirtschaftlichen Defizite bis jetzt in der Tat relativ leicht finanziert werden, ungeachtet der alarmierenden Prognosen von vor zwei Jahren. Und sicherlich war das Europäische Währungssystem eine Insel relativer Stabilität in einer Welt stark schwankender Wechselkurse. Alle diese Fortschritte bleiben aber gefährdet; sie ließen in einigen Fällen neue Probleme entstehen, die ihrerseits Anlaß zur Sorge geben.

Das wichtigste Beispiel ist die Inflationsbekämpfung. Seit einigen Jahren haben jetzt die meisten westlichen Regierungen diesem wirtschaftspolitischen Ziel höchste Priorität zuerkannt. Sie taten recht daran: Die Ereignisse der letzten Jahre haben eindeutig gezeigt, daß keines der übrigen Wirtschaftsprobleme, denen sich die Welt gegenwärtig gegenübersteht — insbesondere Stagnation, Arbeitslosigkeit und Instabilität der Wechselkurse —, gelöst werden kann, ohne daß der Inflationsprozeß zum Halten gebracht wird. Darüber hinaus wird nun allgemein anerkannt, daß die Inflation eine Fülle von Ungerechtigkeiten schafft, strukturelle Verzerrungen mit sich bringt und zu einer Fehlallokation von Ressourcen führt. Alle diese Gründe rechtfertigen in vollem Umfang, daß die Regierungen der Inflationsbekämpfung die höchste wirtschaftspolitische Priorität einräumten.

Andererseits waren die Regierungen ohne Zweifel weniger gut beraten, sich im Kampf gegen die Inflation hauptsächlich, wenn nicht sogar ausschließlich, auf die Geldpolitik zu stützen. In der Mehrzahl der Fälle war diese Entscheidung allerdings nicht freiwillig, sondern sie wurde dadurch erzwungen, daß es in der Praxis schwierig war, die anderen Bereiche der Wirtschaftspolitik gleichermaßen zu verpflichten — nämlich die Finanzpolitik, die Einkommenspolitik sowie wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Verbesserung des Wettbewerbs, um Starrheiten sowohl bei der Preis- und Einkommensbildung als auch bei der Allokation der Produktionsfaktoren zu verhindern. Gleichwohl schafft die einseitige Verpflichtung der Geldpolitik beim Kampf gegen die Inflation, ob nun freiwillig oder durch die Macht der Verhältnisse erzwungen, in zunehmendem Maße ernste Probleme. Drei dieser Probleme verdienen in den Schlußbemerkungen dieses Jahresberichts eine besondere Beachtung.

Das erste betrifft die kurzfristigen Wirkungen der Geldpolitik auf das Produktions- und Beschäftigungsniveau. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik, ob sie

nun auf die Verringerung des Wachstums der monetären Gesamtgrößen, eine bewußte Erhöhung der Zinssätze oder eine Geldverknappung abzielt, beeinflusst zunächst das Niveau der Gesamtausgaben und damit die wirtschaftliche Aktivität. Dieser Effekt kann nicht geleugnet werden. Er ist in der Tat unabdingbar, wenn die Inflation gestoppt werden soll. Dies gilt auch dann, wenn die Inflation mit Unterbeschäftigung und unausgelasteten Produktionskapazitäten Hand in Hand geht — wie es derzeit häufig der Fall ist. Der Inflationsprozeß kann nicht lange anhalten, wenn er nicht durch eine willfähige Geldpolitik alimentiert wird; um ihn zu beenden, muß diese Gefälligkeitspolitik aufhören.

Weniger sicher ist jedoch, wie schnell eine restriktive Geldpolitik, die nicht durch andere Maßnahmen flankiert wird, die Preissteigerungsrate verringern kann. In den gegenwärtigen Gesellschaftsordnungen, wo die Inflation faktisch zum Alltag gehört, reagieren die Preise und Nominaleinkommen nur langsam auf das Entstehen von unausgelasteten Kapazitäten. Unter diesen Umständen ist zu befürchten, daß die Unterbeschäftigung über einen allzu langen Zeitraum andauern muß, um einen fühlbaren und nachhaltigen Einfluß auf die Teuerungsrate ausüben zu können. Da die politischen und sozialen Auswirkungen einer solchen wirtschaftspolitischen Option untragbar werden könnten, besteht die Gefahr, daß nicht nur die restriktive Geldpolitik selbst, sondern auch jegliche antiinflationäre Initiative vorzeitig aufgegeben werden wird. Die Konsequenz einer solchen Entscheidung wäre ein wirtschaftspolitischer Rückschlag von unberechenbarem Ausmaß. Daher ist es dringend notwendig, nach Mitteln und Wegen zu suchen, um die antiinflationäre Wirkung der Geldpolitik, so wie sie jetzt betrieben wird, schneller durchschlagen zu lassen.

Wegen der Bedeutung dieses Problems sollte jeder gangbare Weg erforscht werden.

An erster und wichtigster Stelle steht, daß die Entschlossenheit der Behörden, in ihrem Kampf gegen die Inflation standhaft zu bleiben, glaubwürdig sein muß: Wenn diese Glaubwürdigkeit hergestellt ist, wird sie einen günstigen Einfluß auf die Inflationserwartungen und damit auf die Preisbildung und das Wachstum der Nominaleinkommen haben. Monetäre Zielvorgaben aufzustellen und einzuhalten, sei es in Form monetärer Gesamtgrößen oder stabiler Wechselkurse, kann hierbei eine wertvolle Rolle spielen, was auch für das Beibehalten positiver Realzinsen gilt. Aber das geldpolitische Handeln muß durch zusätzliche Zeichen der Entschlossenheit verstärkt werden; dazu sollte an erster Stelle eindeutig die Verringerung des Defizits des öffentlichen Sektors gehören. Ein anhaltend hoher staatlicher Finanzierungsbedarf schwächt in besonderem Maße das Vertrauen in die Entschlossenheit der Behörden, eine antiinflationäre Politik bis zum Ende durchzuhalten. Dies dürfte sogar dann zutreffen, wenn einige Erfolge beim Einhalten der monetären Zielvorgaben zu verzeichnen sind.

Zweitens sollte Markt für Markt ein Angriff auf all jene Verkrustungen begonnen werden, die bewirken, daß eine Steigerung der Nachfrage schnell in höheren Preisen weitergegeben wird, während eine Steigerung des Angebots zunächst zu unausgelasteten Kapazitäten und nur sehr viel später, wenn überhaupt, zu niedrigeren Preisen führt. Für die notwendige Verstärkung der Wettbewerbsfähigkeit auf den Märkten sind viele Lippenbekenntnisse abgegeben worden, wenig wurde

aber effektiv getan, um die marktmäßigen Bedingungen für das Wiedererstarken eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang sind Pläne zur Förderung der beruflichen Mobilität der Arbeitskräfte von zentraler Bedeutung, wenn Angebot und Nachfrage enger aufeinander abgestimmt werden sollen.

Schließlich sollte auch eine Einkommenspolitik von einigermaßen passendem Zuschnitt erwogen werden, die sich mehr auf Übereinstimmung der Meinungen als auf Zwang gründet. Zwar sind einkommenspolitische Maßnahmen in der Vergangenheit gescheitert, aber in vielen Fällen scheiterten sie, weil man sie als Alternative zur restriktiven Geldpolitik ansah und weniger als eine flankierende Maßnahme. Wenn sie auf die letztgenannte Art gehandhabt wurde, hat die freiwillige Mäßigung des Einkommenswachstums in einer Anzahl von Ländern relativ gute Ergebnisse gezeigt, vor allem in denjenigen, die den größten Erfolg bei der Inflationsbekämpfung erzielten. Ist dies nur ein Zufall?

Andere Probleme sind dadurch entstanden, daß in vielen Fällen die restriktive Geldpolitik mit einem hohen Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors einhergeht, was um so beunruhigender ist, als in den meisten westlichen Staaten die Defizite in den letzten Jahren auch in Phasen eines relativ befriedigenden Wirtschaftswachstums fortbestanden haben. Der Zwang zu monetärer Restriktion angesichts eines vorhandenen Budgetdefizits stellt die Währungsbehörden vor zwei gleichermaßen nicht annehmbare Alternativen. Einerseits können sie sich damit abfinden, das Defizit durch Geldschöpfung zu finanzieren, womit sie stillschweigend in Kauf nehmen, daß sie dessen expansive Wirkungen nicht neutralisieren. In diesem Falle werden sie zumindest kurzfristig einen übermäßigen Zinsanstieg vermeiden, werden aber gleichzeitig den Erfolg ihrer antiinflationären Politik gefährden. Andererseits können sie die Finanzierung des Defizits durch Geldschöpfung zurückweisen, womit sie eine Verknappung der Mittel auf den Finanzmärkten und einen scharfen Anstieg bei den Zinsen hervorrufen werden. Da die Staatsausgaben traditionell zinsunelastisch sind, wird das gesamte Gewicht der restriktiven Geldpolitik den privaten Sektor treffen, darunter an erster Stelle die Investitionen der Unternehmen. Das Ergebnis wäre ein Rückgang der Anlageinvestitionen mit der Folge einer Schwächung des wirtschaftlichen Wachstumspotentials. Die Chancen für eine Beseitigung der Arbeitslosigkeit wären damit auch längerfristig aufs Spiel gesetzt.

Unter diesen Umständen würde es für die ölverbrauchenden Länder auch außerordentlich schwierig sein, ihre Produktionsstruktur an den drastischen Anstieg der Ölpreise anzupassen. Eine grundlegende Anpassung an die wiederholten Ölshocks ist aber ohne eine Zunahme der Investitionen unvorstellbar. Sowohl die Substitution von Öl durch andere Energieträger als auch die Energieeinsparung erfordern eine kräftige Investitionstätigkeit. Zusätzlich müssen Sachanlagen ersetzt werden, die im Gefolge der beträchtlichen Steigerung der relativen Energiepreise veraltet sind. Faktisch in allen Industrieländern ist jedoch die Gewinnsituation der Unternehmen jetzt viel schlechter als vor dem ersten Ölshock. Unter diesen ohnehin schon schwierigen Umständen würden überhöhte Realzinsen einen untragbaren Druck auf das Investitionspotential ausüben. Gerade aus diesem Grund ist es so dringend notwendig, die „policy-mix“ der wirtschaftspolitischen Instrumente so zu ändern, daß der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors gedrosselt wird.

Schließlich hat die Einführung neuer geldpolitischer Steuerungstechniken ein drittes Problembündel geschaffen. Das Experimentieren auf diesem Gebiet ergab sich naturgemäß aus der zentralen Rolle, die der Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation zugewiesen wurde. Die Geldpolitik kann dieser Rolle allein dadurch gerecht werden, daß sie die Entschlossenheit der Behörden glaubwürdig macht, den antiinflationären Kampf unnachsichtig fortzusetzen; dies bedeutet, daß sie sich an „Zwischenziele“ wie Zuwachsraten der Geldmenge oder Wechselkursstabilität oder an eine Kombination beider Ziele halten muß. Die Fähigkeit der Währungsbehörden, diese „Zwischenziele“ einzuhalten, erhält somit eine Bedeutung, die derjenigen entspricht, die der Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation zugemessen wird. Daraus erklären sich die Anstrengungen, effiziente geldpolitische Steuerungstechniken zu finden.

Diese Bemühungen sind offensichtlich gerechtfertigt und müssen ermutigt werden. Aber es ist wichtig, bestimmte Fallgruben zu vermeiden, wozu gehört, allzu ehrgeizige und daher unerreichbare Ziele anzustreben, die die Tätigkeit der Geldinstitute und die Wirkungsweise der Finanzmärkte stören und schließlich Schwierigkeiten für die gesamte internationale Wirtschaft schaffen.

In den USA sind die Versuche mit neuen geldpolitischen Steuerungstechniken am weitesten vorangeschritten. Im Oktober 1979 beschlossen die US-Behörden, ihr früheres Operationsziel aufzugeben, nämlich den Zinssatz für Zentralbankguthaben (Federal funds) in einer engen Bandbreite zu halten. Statt dessen versuchen sie, das Geldmengenwachstum durch die Regulierung der Liquiditätsreserven der Banken zu steuern. Gleichzeitig lassen sie die Federal-funds-Rate innerhalb einer sehr viel weiteren Bandbreite frei schwanken.

Eine Bewertung der Vor- und Nachteile dieser Steuerungstechnik kann natürlich nicht auf den Erfahrungszeitraum von 18 Monaten gegründet werden, zumal diese Periode durch einen kurzen, aber scharf ausgeprägten Konjunkturzyklus und eine außergewöhnlich schnelle Abfolge bei der Einführung von Neuerungen auf den Finanzmärkten gekennzeichnet ist. Zwei Bemerkungen sollten jedoch gemacht werden: Im Verlaufe dieser Periode waren die Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze ungewöhnlich stark und häufig, während die Zuwachsraten der monetären Gesamtgrößen nicht merklich stetiger war. War das angestrebte Ziel — das exaktere Einhalten vorgegebener Geldmengengrößen innerhalb kurzfristiger Zeiträume — zu ehrgeizig? Oder zeigen diese Resultate nur die unausweichlichen Kinderkrankheiten einer wirkungsvolleren, quantitativen Geldpolitik? Wahrscheinlich war es ein Zusammenspiel beider Faktoren. Sicherlich gibt es Grenzen für das exakte Einhalten kurzfristiger Zielvorgaben. Statistische Unzulänglichkeiten, schnell eintretende Neuerungen auf den Finanzmärkten sowie oftmals erhebliche und unerwartete Verschiebungen in der Geldnachfrage warnen davor, bei der Kontrolle der Geldaggregate allzuviel Perfektion erreichen zu wollen. Die Erfahrungen derjenigen Länder, die Geldmengenziele einzuhalten versuchen, sprechen dafür, daß diese Ziele frühestens innerhalb eines Zeitraums von mehreren Quartalen erreicht werden können. Auf jeden Fall bleibt aber die Tatsache bestehen, daß die beträchtlichen Schwankungen und die Sensibilität der Zinssätze negative Rückwirkungen haben.

Dies betrifft vornehmlich die Binnenwirtschaft. Starke Zinsschwankungen können die Marktteilnehmer — die weiterhin, zu Recht oder Unrecht, die Absichten der Währungsbehörden an dem Niveau und der Veränderung dieser Zinssätze messen — zu falschen Annahmen hinsichtlich der Grundtendenz der Geldpolitik verleiten. Durch wiederholtes Auftreten einer inversen Renditenstruktur dürften sie Probleme für die Führung der Geldinstitute schaffen. Sie dürften auch das Klima der Ungewißheit verstärken, das in einer Periode der Inflation die Entwicklung der langfristigen Zinsen ohnedies umgibt; dies kann den Anleihemarkt in Unordnung bringen und damit die Investitionstätigkeit lähmen.

Die Probleme, die durch die Schwankungen der kurzfristigen US-Zinssätze entstanden sind, haben jedoch auch internationale Aspekte. Diese Schwankungen waren nämlich verantwortlich für die große Unbeständigkeit des Dollarkurses gegenüber den europäischen Währungen seit Anfang 1980. Nur das Pfund Sterling und der japanische Yen konnten sich in gewissem Umfang diesem Einfluß entziehen, und auch das nur, weil in ihrem Falle Sonderfaktoren wirkten.

Durch starke Schwankungen der kurzfristigen Zinsen bewirkte Wechselkursentwicklungen sind eine potentielle Gefahrenquelle, da sie eine Zeitlang den Einfluß der zugrundeliegenden Hauptursachen, darunter vor allem die relativen Inflationsraten, verdecken können. Die kurzfristigen Zinssätze können einen entscheidenden Einfluß auf die Wechselkurse haben, sei es einfach wegen der Größe der entstehenden Zinsdifferenzen, sei es, weil sie die Marktteilnehmer veranlassen, ihre Einschätzung hinsichtlich des Kurses der Wirtschaftspolitik zu ändern, oder sei es aus beiden Gründen zugleich. Aber dieser Einfluß kann nicht unbegrenzt andauern. Die Erwartungen werden schließlich an die Fakten angepaßt, und der Einfluß der relativen Inflationsraten wird langfristig überwiegen und seinerseits neue Wechselkurschwankungen auslösen.

Diejenigen, die diese starken Wechselkursschwankungen für außerordentlich schädlich halten — und in den europäischen Staaten, die besonders außenhandelsabhängig sind, ist deren Zahl groß —, haben diese Zusammenhänge vor Augen, wenn sie ihre Besorgnis über Steuerungstechniken äußern, die den Zinssätzen bewußt die Rolle einer reinen Restgröße zuweisen.

Welche Schlußfolgerungen lassen sich nach der Erörterung dieser Probleme vom Blickpunkt einer internationalen Währungsinstitution aus diesen Beobachtungen ziehen?

Gewiß kann es keinen Zweifel darüber geben, daß für größere wie für kleinere Länder die wirtschaftspolitische Verantwortlichkeit zu Hause beginnt, dies gilt besonders für die Verhinderung und Bekämpfung der Inflation. Wenn die Weltwirtschaft jedoch bereits unter so akuten Zahlungsbilanzungleichgewichten leidet, wie dies nach dem zweiten Ölpreisschock der Fall ist, ist es um so notwendiger, daß bei jedem Tun und Lassen auf nationaler Ebene die Wirkungen auf die übrige Welt entsprechend berücksichtigt werden — und dies gilt keineswegs nur für die USA. Der Abbau dieser Ungleichgewichte und das gleichzeitige Zurückrollen der Inflation erfordern ein hohes Maß an internationaler Zusammenarbeit.

Eine solche Zusammenarbeit dürfte in der Tat das wirksamste Bollwerk gegen eine Wiederholung von Entwicklungen sein, wie sie in den dreißiger Jahren auftraten und die schließlich zu einer völligen Desintegration der Weltwirtschaft führten. Die Zeichen der Warnung stehen deutlich an der Wand geschrieben. Die westliche Welt zahlt bereits einen hohen Preis dafür, daß sie allzu lange eine hohe Inflationsrate duldete. Würde in der jetzigen entscheidenden Phase das Vertrauen in die Wirksamkeit der internationalen Zusammenarbeit erschüttert, wäre der Preis noch weitaus höher.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1981

(vor und nach Verwendung

Gold	5436941670
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	15977519
Schatzwechsel	225598456
Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	22379031
von mehr als 3 Monaten	18479254
Währungen	
bis zu 3 Monaten	9445189964
von mehr als 3 Monaten	<u>3330855371</u>
	12816903620
Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	446588968
von mehr als 3 Monaten	<u>639640880</u>
	1086229848
Verschiedenes	144594448
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	<u>1</u>
	19726245562

Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,29032258... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,94149...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Anmerkung 2: Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1981: 134 494 016 Goldfranken.

31. MÄRZ 1981

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	<u>1 500 000 000</u>		
Begeben: 473 125 Aktien	<u>1 182 812 500</u>		
mit 25% iger Einzahlung		295 703 125	295 703 125
Reserven			
Gesetzlicher Reservefonds	300 703 13		300 703 13
Allgemeiner Reservefonds	397 152 793		417 152 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds	17 530 055		19 530 055
Freier Reservefonds	<u>146 730 236</u>		<u>174 730 236</u>
		591 483 397	<u>641 483 397</u>
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	4614 107 305		
bis zu 3 Monaten	30 220 844		
von mehr als 3 Monaten	3874 483		
Andere Einleger			
auf Sicht	<u>33 082 685</u>		
		4681 285 317	4681 285 317
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	262 631 415		
bis zu 3 Monaten	11 614 019 644		
von mehr als 3 Monaten	1906 371 697		
Andere Einleger			
auf Sicht	13 307 359		
bis zu 3 Monaten	57 131 186		
von mehr als 3 Monaten	<u>4503 559</u>		
		13 857 964 860	13 857 964 860
Verschiedenes		232 804 254	232 804 254
Gewinn- und Verlustrechnung		67 004 609	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1981		—	17 004 609
		<u>19 726 245 562</u>	<u>19 726 245 562</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 diesbezüglichen Anmerkungen, auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage, eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1981 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, 29. April 1981

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1981 abgeschlossene Geschäftsjahr

	Goldfranken
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	85 112 062
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	204 611
Direktion und Personal	12 018 696
Geschäfts- und Bürokosten	<u>482 6815</u>
	<u>17 050 122</u>
Geschäftsertrag	68 061 940
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	<u>1 057 331</u>
Reingewinn für das am 31. März 1981 abgeschlossene Geschäftsjahr	67 004 609
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:	
Dividende: 135 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien	17 004 609
	<u>50 000 000</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	20 000 000
	<u>30 000 000</u>
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	2 000 000
	<u>28 000 000</u>
Zuweisung an den Freien Reservefonds	<u>28 000 000</u>
	-
	<u><u> </u></u>

VERÄNDERUNG DER RESERVEN DER BANK

während des am 31. März 1981 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1980-81

	<u>Gesetzlicher Reservefonds</u>	<u>Allgemeiner Reservefonds</u>	<u>Besonderer Dividenden- Reservefonds</u>	<u>Freier Reservefonds</u>
Stand am 1. April 1980 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1979-80	30070313	397152793	17530055	146730236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1980-81	—	20000000	2000000	28000000
Stand am 31. März 1981 laut Bilanz	<u>30070313</u>	<u>417152793</u>	<u>19530055</u>	<u>174730236</u>

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1981 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	<u>Eingezahltes Kapital</u>	<u>Reserven</u>	<u>Zusammen</u>
Nettoaktiva in			
Gold	295703125	366317497	662020622
Währungen	—	275165900	275165900
	<u>295703125</u>	<u>641483397</u>	<u>937186522</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
Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Bernard Clappier, Paris
Renaud de la Genière, Paris
Dr. Fritz Leutwiler, Zürich
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a.M.
The Rt. Hon. Gordon Richardson, London
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel
Cecil de Strycker, Brüssel
Lars Wohlin, Stockholm

Stellvertreter

Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.
Georges Janson, Brüssel
Gabriel Lefort, Paris, oder
Jacques Waitzenegger, Paris
A.D. Loehnis, London, oder
M.J. Balfour, London
Dr. Mario Sarcinelli, Rom, oder
Dr. Giovanni Magnifico, Rom

DIREKTION

Dr. Günther Schleiminger	Generaldirektor
Prof. Alexandre Lamfalussy	Beigeordneter Generaldirektor, Volkswirtschaftlicher Berater
R.T.P. Hall	Chef der Bankabteilung
Dr. Giampietro Morelli	Generalsekretär, Abteilungschef
Maurice Toussaint	Direktor
Prof. Dr. F.E. Klein	Rechtsberater, Direktor
Dr. Warren D. McClam	Direktor
M.G. Dealtry	Direktor
Rémi Gros	Direktor

Robert Chaptinel	Stellvertretender Direktor
R.G. Stevenson	Beigeordneter Direktor
André Bascoul	Beigeordneter Direktor
Paul A. Hauser	Beigeordneter Direktor
Joachim Mix	Beigeordneter Direktor
Dr. H. W. Mayer	Beigeordneter Direktor
Jean Vallet	Beigeordneter Direktor
Kevin J. Kearney	Beigeordneter Direktor
Dr. Kurt Spinnler	Beigeordneter Direktor