

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH**

## **SIEBENUNDdreISSIGSTER JAHRESBERICHT**

1. APRIL 1966 – 31. MÄRZ 1967

**BASEL**

12. Juni 1967

## INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
<b>Einleitung</b> . . . . .	1
<b>Teil I – Konjunkturtendenzen und Wirtschaftspolitik 1966–1967</b> . . . .	3
Vereinigte Staaten (S. 3); Bundesrepublik Deutschland (S. 8); Vereinigtes Königreich (S. 13); Frankreich (S. 19); Niederlande (S. 21); Belgien (S. 22); Schweiz (S. 24); Schweden (S. 25); Kanada (S. 26); Italien (S. 28); Japan (S. 29); Osteuropa (S. 30); die Entwicklung der Gesamtreserven (S. 33)	
<b>Teil II – Übersicht über Währung und Wirtschaft</b> . . . . .	41
I. Kreditentwicklung und Kreditpolitik . . . . . 41	
Bankkredit und Bildung liquider Mittel (S. 41); die Zinsentwicklung im internationalen Vergleich (S. 44); nationale und internationale Kapital- märkte (S. 48); die monetäre Entwicklung in einzelnen Ländern: <i>Vereinigte Staaten (S. 53), Kanada (S. 58), Vereinigtes Königreich (S. 59), Bundesrepublik Deutschland (S. 63), Niederlande (S. 67), Belgien (S. 69), Frankreich (S. 71), Italien (S. 73), Schweiz (S. 75), Österreich (S. 77), Dänemark (S. 78), Norwegen (S. 79), Schweden (S. 80), Finnland (S. 82), Spanien (S. 83), Japan (S. 84)</i>	
II. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr . . . . . 86	
Die Entwicklung der unsichtbaren Transaktionen (S. 89): <i>Transport (S. 90), Kapitalerträge (S. 91), Reiseverkehr (S. 93), Überweisungen (S. 94), Regierungs- transaktionen (S. 94); Zahlungsbilanzen: Vereinigte Staaten (S. 94), Kanada (S. 98), westliche europäische Länder (S. 100), Vereinigtes Königreich (S. 100), Bundesrepublik Deutschland (S. 104), Italien (S. 107), Frankreich (S. 109), Bel- gisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion (S. 111), Niederlande (S. 111), Österreich (S. 113), Schweiz (S. 114), Dänemark (S. 114), Finnland (S. 115), Norwegen (S. 115), Schweden (S. 116), Spanien (S. 116), Japan (S. 118); Außenhandels- politik (S. 119)</i>	
III. Gold, Reserven und Devisen . . . . . 121	
Gold: Produktion, Märkte und Reserven (S. 121); Internationaler Wäh- rungsfonds (S. 128); amtliche Reserven und sonstige Devisenbewegungen: <i>Vereinigte Staaten (S. 130), Vereinigtes Königreich (S. 133), westliches Kontinental- europa (S. 136), Bundesrepublik Deutschland (S. 138), Frankreich (S. 139), Italien (S. 140), Niederlande (S. 142), Belgien (S. 142), Österreich (S. 143), Schweiz</i>	

(S. 143), Schweden (S. 144), Finnland (S. 144), Spanien (S. 144), Kanada (S. 144), Japan (S. 145); Devisenmärkte (S. 145): Pfund Sterling (S. 146), Schweizer Franken (S. 148), Deutsche Mark (S. 149), französischer Franken (S. 150), italienische Lira (S. 150); andere devisenwirtschaftliche Ereignisse (S. 150)

#### IV. Der Eurogeldmarkt . . . . . 153

*Regionale Verteilung der Dollar-Auslandspositionen europäischer Banken (S. 154), Volumen des Eurodollarmarktes (S. 157), Veränderungen in den Fremdwährungs-Auslandspositionen der Banken (S. 159), Zinsentwicklung (S. 161)*

#### V. Das Europäische Währungsabkommen . . . . . 170

*Änderung des Abkommens (S. 170); die Geschäfte im Rahmen des Abkommens: Europäischer Fonds (S. 171), Multilaterales System des Zahlungsausgleichs (S. 173); die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens (S. 173)*

### Teil III – Die Geschäfte der Bank . . . . . 176

*Die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 176); Mittelaufkommen (S. 177), Mittelverwendung (S. 180); die Bank als Treuhänder und Agent für internationale Staatsanleihen (S. 184); die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 186); die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen) (S. 187); Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 188); Reingewinn und Gewinnverwendung (S. 189); Veränderungen im Verwaltungsrat (S. 190)*

### Schlußbemerkungen . . . . . 192

\* \* \*

Bilanz vom 31. März 1967 und Gewinn- und Verlust-Rechnung für das am 31. März 1967 abgeschlossene Geschäftsjahr

## VERZEICHNIS DER TABELLEN UND DIAGRAMME

(♣: Diagramm)

Seite

### Teil I – Konjunkturtendenzen und Wirtschaftspolitik 1966–1967

Vereinigte Staaten:	
Veränderung der Nachfragefaktoren . . . . .	4
Überschußreserven und Verschuldung der Federal-Reserve-Mitglieds- banken* . . . . .	7
Industrieproduktion ♣ . . . . .	9
Veränderungen im realen Bruttosozialprodukt . . . . .	12
Zinssätze ♣ . . . . .	17
Vereinigtes Königreich: Staatshaushalt . . . . .	18
Osteuropäische Volkswirtschaften: Volkseinkommen, Industrie- und Agrarproduktion . . . . .	31
Veränderungen in den Gesamtreserven . . . . .	35
Quellen der Erhöhung der Gesamtreserven . . . . .	38

### Teil II – Übersicht über Währung und Wirtschaft

#### I. Kreditentwicklung und Kreditpolitik

Aktiva und Passiva des Bankensystems . . . . .	42
Änderungen der amtlichen Diskontsätze . . . . .	45
Zinsentwicklung im internationalen Vergleich . . . . .	46
Zinssätze ♣ . . . . .	47
Nettoinanspruchnahme der nationalen Kapitalmärkte . . . . .	49
Ausländische und internationale Anleiheemissionen . . . . .	52
Vereinigte Staaten: Versorgung der Kreditmärkte . . . . .	54
Bruttoersparnis und Bruttoinvestition der Volkswirtschaft . . . . .	57
Vereinigtes Königreich: Ersparnis und Anlageinvestition . . . . .	61
Bundesrepublik Deutschland: Angaben zur Kreditlage ♣ . . . . .	64

#### II. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Der Welthandel . . . . .	86
Außenhandel ♣ . . . . .	88
Westeuropa, Nordamerika und Japan:	
Saldo der unsichtbaren Transaktionen . . . . .	89
Bilanz der unsichtbaren Transaktionen . . . . .	90
Kapitalerträge . . . . .	92

Zahlungsbilanzen:	
Vereinigte Staaten . . . . .	96
Kanada . . . . .	99
Westliche europäische Länder . . . . .	101
Vereinigtes Königreich . . . . .	103
Bundesrepublik Deutschland . . . . .	105
Italien . . . . .	108
Frankreich . . . . .	110
Niederlande . . . . .	112
Spanien . . . . .	117
Japan . . . . .	118

### III. Gold, Reserven und Devisen

Weltgolderzeugung . . . . .	121
Herkunft und Verwendung des Goldes . . . . .	122
Goldversorgung und Goldverwendung ♦ . . . . .	123
Goldpreise ♦ . . . . .	125
Herkunft und Verwendung von Silber in der Welt . . . . .	125
Weltgoldreserven . . . . .	127
Internationaler Währungsfonds: Ziehungen und Rückkäufe . . . . .	128
Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	131
Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	134
Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition . . . . .	137
Bundesrepublik Deutschland: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	139
Italien: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	141
Sterling/Dollar-Wechselkurse ♦ . . . . .	147
Europäische Wechselkurse für den US-Dollar ♦ . . . . .	149

### IV. Der Eurogeldmarkt

Veränderungen in den Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber dem Ausland . . . . .	153
Dollarpositionen der europäischen Banken gegenüber Devisenausländern . . . . .	155
Nettovolumen des Eurodollarmarktes (Schätzung) . . . . .	158
Fremdwährungspositionen der europäischen Banken gegenüber dem Ausland . . . . .	159
Zinssätze in London und New York sowie Arbitragespannen in London ♦ . . . . .	161
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern . . . . .	164
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland der jeweiligen Währung . . . . .	167

### V. Das Europäische Währungsabkommen

Europäischer Fonds:	
Gewährte Kredite . . . . .	171
Inanspruchnahme der gewährten Kredite . . . . .	172
Zusammengefaßter Ausweis . . . . .	174

**Teil III – Die Geschäfte der Bank**

Entwicklung der Bilanzsumme . . . . .	176
Pro-memoria-Konten b . . . . .	177
Passiva ♦ . . . . .	177
Passiva . . . . .	178
Herkunft der Fremdmittel . . . . .	179
Art und Laufzeit der Fremdmittel . . . . .	179
Aktiva ♦ . . . . .	180
Barmittel und Anlagen . . . . .	181
Goldposition . . . . .	181
Terminguthaben und Darlehen sowie Andere Wechsel und Wertpapiere . .	183
Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) . . . . .	185
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) . . . .	185
Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 . . . . .	186
Gesicherte Anleihen der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl . . . . .	187

# SIEBENUNDDREISSIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER  
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

in Basel am 12. Juni 1967

Meine Herren,

hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das siebenunddreißigste Geschäftsjahr vom 1. April 1966 bis 31. März 1967 vorzulegen.

Der Reingewinn abzüglich der Zuweisungen an Rückstellungen betrug 32 074 487 Goldfranken (im Vorjahr 22 578 751 Goldfranken). Zusammen mit dem Vortrag von 9 842 787 Goldfranken aus dem vorangegangenen Geschäftsjahr steht somit ein Betrag von 41 917 274 Goldfranken zur Verfügung.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, wie im Vorjahr eine Dividende von 112,50 Goldfranken je Aktie zu erklären, was die Ausschüttung von insgesamt 22 500 000 Goldfranken bedingt. Von dieser Dividende entfallen 37,50 Goldfranken auf die 6prozentige kumulative Jahresdividende, 54,47 Goldfranken auf den Restbetrag der nichterklärten kumulativen Dividende und 20,53 Goldfranken auf eine nichtkumulative Zusatzdividende von 3,28 Prozent. Bei Annahme der anderen Empfehlungen des Verwaltungsrats werden 9 409 310 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und 10 007 964 Goldfranken einem Besonderen Dividenden-Reservefonds zugewiesen.

Teil I des vorliegenden Berichts befaßt sich mit der konjunkturellen und wirtschaftspolitischen Entwicklung in Europa und den Vereinigten Staaten von Amerika im Jahre 1966 und in den ersten Monaten des Jahres 1967 sowie mit der Veränderung der Weltwährungsreserven im Verlauf der letzten zwölf Jahre.

Teil II enthält eine Übersicht über das Geschehen im Bereich des Kredits, der internationalen Zahlungen und Reserven, der Devisenmärkte und des Eurogeldmarktes; ferner behandelt er die Geschäfte im Rahmen des Europäischen Währungsabkommens.

Teil III ist der Tätigkeit der Bank gewidmet und enthält eine Erläuterung der geschäftlichen Ergebnisse des Berichtsjahres sowie eine Analyse der Bilanz vom 31. März 1967. In ihm kommen auch die Funktionen zur Sprache, welche die Bank für die Hohe Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl sowie als Treuhänder und Agent internationaler Anleihen ausübt. Ferner befaßt er sich mit der Rolle der Bank bei der Förderung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und mit den Beziehungen der Bank zu anderen internationalen Institutionen.

## TEIL I

### KONJUNKTURTENDENZEN UND WIRTSCHAFTSPOLITIK 1966-1967

Im vergangenen Jahr hat sich die Konjunktur in den wichtigsten Industrieländern vielfach merklich gewandelt. In den ersten Monaten des letzten Jahres standen die Preise und der Arbeitsmarkt noch unter dem Einfluß starker inflationärer Übernachfrage. Die verantwortlichen Stellen bemühten sich zwar um Dämpfung, aber noch war die Anlaufzeit der Maßnahmen zu kurz, als daß schon Ergebnisse sichtbar geworden wären. Im weiteren Verlauf des Jahres wurde indessen die Wirkung der Restriktionspolitik immer mehr fühlbar, und im ersten Quartal 1967 war die Konjunktur deutlich verlangsamt oder entspannt bis leicht rezessiv.

Dominierend in dieser generellen Färbung des internationalen Konjunkturbildes waren die Vereinigten Staaten, die Bundesrepublik Deutschland und das Vereinigte Königreich — nicht nur wegen des Eigengewichts dieser Länder in der Weltwirtschaft, sondern auch wegen der Ausstrahlungen ihrer gewandelten Nachfragesituation auf das Ausland. Mehr oder minder verlief die Entwicklung in den anderen Ländern des westlichen Europa hierzu parallel.

Als Ausnahmen ragten aus dem sonst ziemlich allgemeinen Konjunkturuwandel Italien und Japan heraus. Da diese beiden Länder 1963-1964 zur Stabilisierung gezwungen gewesen waren, befand sich ihre Volkswirtschaft am Beginn des letzten Jahres in einer Phase ausgeglichener Expansion, die seither ohne Störungen angedauert hat.

Auch die Zahlungsbilanzen, besonders der größeren Länder, waren im vergangenen Jahr einem beträchtlichen Wandel unterworfen. Die hohe Überschussposition Frankreichs und Italiens hat sich passiviert bzw. stark verringert. Aus einem Defizit ist im Vereinigten Königreich ein mäßiger und in der Bundesrepublik ein großer Überschuß geworden. In den Vereinigten Staaten hat, auch wenn die Kreditverknappung im vergangenen Jahr einen außergewöhnlichen Umschwung im Kapitalverkehr bewirkte, die eigentliche Zahlungsposition sich verschlechtert. Gewiß sind bewegliche Zahlungspositionen besser als hartnäckig aktive oder passive; aber dem Ziel des Gleichgewichts ist man dennoch so fern wie eh und je, und nur in wenigen Ländern scheint mit einer einigermaßen ausgeglichenen Position zu rechnen zu sein.

#### **Vereinigte Staaten**

Besteuern oder nicht besteuern, das war die Frage. Und die unentschlossene Art, in der sie beantwortet wurde, liefert die Erklärung zu dem, was der amerikanischen Volkswirtschaft in den letzten achtzehn Monaten widerfuhr. Einerseits

konnten sich die Übernachfragekräfte weiter entfalten, und andererseits blieb es der Geld- und Kreditpolitik überlassen, sie zu drosseln.

Die obige Frage stellte sich, nachdem der Präsident am 28. Juli 1965 bekanntgegeben hatte, daß die Streitkräfte in Vietnam und die Einberufungen zum Militärdienst stark gesteigert werden sollten. Das bedingte eindeutig einen kräftigen Anstieg der Verteidigungsausgaben, mit allen seinen Rückwirkungen auf wesentliche Bereiche der privaten Ausgaben und entsprechend multipliziertem Konjunkturreffekt. Dieser Nachfragestoß bei bereits sehr lebhafter Konjunktur und einigermaßen voller Beschäftigung mußte zwangsläufig zu inflationären Spannungen bei den Preisen und auf dem Arbeitsmarkt führen. Binnen Wochen wurden diese Begleitumstände der Verschärfung des Vietnamkonflikts am Markt spürbar, und im vierten Quartal 1965 stellten sich bereits Überhitzungserscheinungen ein.

Die Fieberkarte der Konjunktur, wie sie die folgende Tabelle darstellt, zeigt für die Bruttokäufe von Gütern und Leistungen im zweiten und dritten Viertel 1965 ein mittleres Quartalswachstum von 12,9 Milliarden Dollar. Mit einem solchen Wachstum befand sich die Expansion noch in der ausgeglichenen Phase der unmittelbar vorangegangenen Jahre mit einigermaßen stabilen Preisen und maßvollen Lohnerhöhungen. Dann schnellte das Wachstum auf durchschnittlich je 17,4 Milliarden Dollar in den nächsten beiden Quartalen empor. Die Verteidigungsausgaben stiegen rasch, und darüber hinaus wurden Aufträge erteilt, die zu einem späteren Zeitpunkt diese Ausgaben noch mehr aufblähen mußten. Zusätzlich zu diesem direkten Stimulus wirkte das Gespenst des Krieges als psychologischer Faktor, der dazu beitrug, daß in dieser kurzen Zeitspanne der vierteljährliche Zuwachs bei den gewerblichen Anlageinvestitionen von 1,8 auf 3,4 Milliarden Dollar und beim privaten Verbrauch von 8,1 auf 10,3 Milliarden Dollar answoll.

Vereinigte Staaten: Veränderung der Nachfragefaktoren 1965-1967

Nachfragefaktoren	Mittlere vierteljährliche Veränderung, saisonbereinigt			
	2. und 3. Quartal 1965	4. Quartal 1965 und 1. Quartal 1966	2. bis 4. Quartal 1966	1. Quartal 1967
	Milliarden Dollar			
Privater Verbrauch . . . . .	+ 8,1	+ 10,3	+ 6,2	+ 5,8
Gebrauchsgüter . . . . .	+ 0,8	+ 1,8	- 0,2	- 1,2
Sonstiger privater Verbrauch	+ 7,3	+ 8,5	+ 6,4	+ 7,1
Öffentliche Käufe von Gütern und Leistungen . . . . .	+ 3,0	+ 3,7	+ 5,3	+ 8,0
Landesverteidigung . . . . .	+ 1,2	+ 2,0	+ 3,6	+ 4,2
Sonstige . . . . .	+ 1,8	+ 1,7	+ 1,7	+ 3,8
Private Bruttoanlage- investition . . . . .	+ 1,8	+ 3,8	- 0,7	+ 0,2
Wohnungsbau . . . . .	-	+ 0,4	- 2,2	+ 0,2
Gewerbliche Bauten und Ausrüstungen . . . . .	+ 1,8	+ 3,4	+ 1,5	-
Private Vorratsveränderung . . .	- 0,4	+ 0,1	+ 2,5	- 10,8
Nettoausfuhr von Gütern und Leistungen . . . . .	+ 0,4	- 0,5	- 0,6	+ 1,3
Bruttoausgaben für Güter und Leistungen insgesamt . . . . .	+ 12,9	+ 17,4	+ 12,7	+ 4,4

Die daraus folgende Überlastung des Produktionsapparates ist an der Stagnation der Vorratsbildung zu erkennen; da in der Verteidigungsindustrie der Bestand an Rohstoffen und Halbfabrikaten zugenommen haben muß, ist zu folgern, daß die Käufe von Konsum- und Investitionsgütern rascher stiegen als die Produktion. In den zwei Quartalen an der Jahreswende 1965/66 stieg die Erzeugung von Investitions- und Verteidigungsgütern, auf Jahreswert umgerechnet, um 23 Prozent. Überbeansprucht war nicht nur die Kapazität, sondern auch der Arbeitsmarkt; die Arbeitslosigkeit betrug im Januar nur noch 4 Prozent und nahm danach weiter ab. Zudem gerieten die Preise in einen beschleunigten Auftrieb, der das ganze Jahr hindurch anhalten sollte. Aus dem ausgeglichenen Wachstum war eine inflationäre Überkonjunktur geworden.

Im Klima umfassender öffentlicher Diskussionen über das Für und Wider konnte sich die Regierung das ganze Jahr 1966 hindurch nicht schlüssig werden, ob es ratsam sei, die private Nachfrage durch eine kräftige Steuererhöhung zu dämpfen. Immerhin wurde aber im März die im Januar vorgenommene Senkung indirekter Steuern rückgängig gemacht und die Quellensteuer vom Einkommen natürlicher Personen erhöht. Im April erging an die private Wirtschaft der Appell, die geplanten Investitionsausgaben zu kürzen, und im September suspendierte die Regierung den Anspruch auf die 7prozentige Steuergutschrift beim Erwerb von Maschinen und Ausrüstungen sowie die Möglichkeiten zur beschleunigten Abschreibung neuer Gebäude.

Eindeutiger reagierte das Federal-Reserve-System auf die konjunkturpolitischen Erfordernisse, als die Kreditnachfrage überhandnahm und auch sonst Anzeichen einer Nachfrageübersteigerung sichtbar wurden, und bald befand sich die Geld- und Kreditpolitik auf restriktivem Kurs. Im Dezember 1965 erhöhte man den Diskontsatz von 4 auf 4½ Prozent und die nach Regulativ Q höchstzulässigen Zinssätze für Einlagen von mindestens dreißig Tagen von 4–4½ auf 5½ Prozent. Da dieser Schritt in Washingtoner Kreisen nicht unumstritten war, folgten ihm nicht sofort weitere Beschränkungen. Aber allmählich setzte sich an den Finanzmärkten doch die restriktive Richtung durch; im Spätsommer lag ein wirklicher Knappheitszustand vor, und die Zinssätze stiegen auf seit Jahrzehnten nicht mehr gekannte Höhen.

Während die monetären Maßnahmen intensiviert wurden, blieb die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten hoch, wobei zum Teil auch späterer Bedarf vorweg gedeckt wurde. Gleichwohl erreichte die Kreditpolitik im weiteren Verlauf des Jahres ihr Ziel einer Dämpfung der Gesamtnachfrage. Der enorm verringerte Nachfragezuwachs des zweitens Quartals muß noch einem natürlichen Auslaufen des Ausgabenschubs der vorangegangenen sechs Monate zugeschrieben werden. Daß aber auch danach die Nachfrage gemäßiger blieb und gegen Jahresende sowie im ersten Quartal 1967 eine wirkliche Entspannung eintrat, beruhte auf der monetären Restriktion. Mit der Verteuerung und Verknappung des Hypothekarkredits schrumpfte der Wohnungsbau stark; der Autoabsatz sank, und die betrieblichen Investitionsausgaben stiegen viel weniger als vorher. Diese Vorgänge lassen erkennen, auf welche Weise in der Volkswirtschaft Platz für wachsende Verteidigungsausgaben bei gleichzeitiger Milderung der inflationären

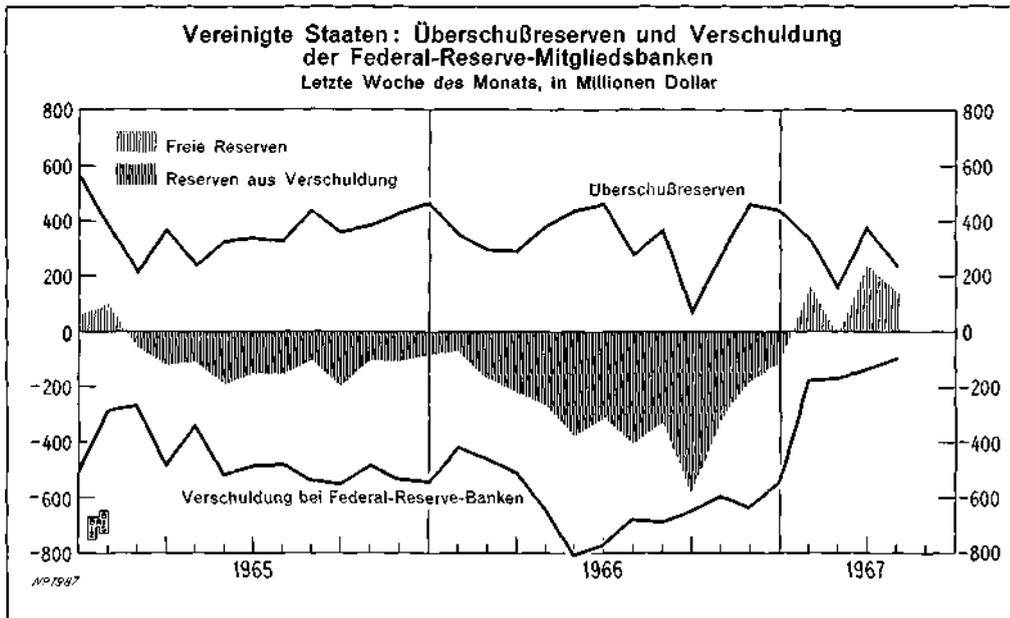
Spannungen geschaffen wurde. Gegen Ende 1966 führte die Abschwächung der Nachfrage sogar zu einer erheblichen unfreiwilligen Vorratsbildung.

Die Übernachfrage ließ zwangsläufig die Preise steigen. Die Verbraucherpreise erhöhten sich in den zwölf Monaten bis Oktober 1966 um 3,7 Prozent und die Großhandelspreise um 3 Prozent; während das Bruttosozialprodukt 1966 real um 5,4 Prozent zunahm, betrug das nominale Wachstum 8,6 Prozent. Außerdem wurden die Lohnleitlinien, die mehrere Jahre lang ziemlich genau eingehalten worden waren, nach der Jahresmitte durchbrochen, und die Lohnrunde ist 1967 bei höheren Sätzen trotz der gewandelten Arbeitsmarktlage weitergegangen.

Die Bestimmungsfaktoren der Binnenkonjunktur führten auch zu einer bedeutenden Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Zahlungsposition der Vereinigten Staaten. In direktem Zusammenhang mit dem Krieg in Vietnam stiegen die militärischen Ausgaben im Ausland in der Zeit von Mitte 1965 bis zum letzten Quartal des Jahres 1966 in einem Jahrestempo von rund 1 Milliarde Dollar. Außerdem erfaßte der Nachfragesog den Import, der 1966 um 19 Prozent zunahm, wobei die Steigerung im wesentlichen auf die ersten drei Quartale entfiel. Der Anstieg konzentrierte sich bei überlasteter heimischer Kapazität und verlängerten Lieferfristen auf Fertigwaren für Zwecke sowohl des Konsums wie der Investition. Die Einfuhr von Investitionsgütern nahm um nicht weniger als 65 Prozent zu. Obwohl die Ausfuhr befriedigend war, sank der Überschuß im Außenhandel bei Ausschluß der staatlich finanzierten Exporte auf 730 Millionen Dollar; damit war er um 1,3 Milliarden Dollar kleiner als im Jahr davor. Mit der Abschwächung der Nachfrage gegen Jahresende begann der Sog der Importe nachzulassen, und in den ersten Monaten des Jahres 1967 nahmen sie nur noch wenig zu. Die Ausfuhr blieb aber sehr expansiv, so daß sich die ungünstige Entwicklung der Handelsbilanz partiell umkehrte.

Der Verschlechterung im Außenhandel und der Steigerung der militärischen Zahlungen an das Ausland stand 1966 eine bedeutende, wenn auch nicht ganz so starke Verbesserung im langfristigen Kapitalverkehr gegenüber, die vor allem auf die hohen Zinssätze im Inland und auf die freiwillige Beschränkung der Kapitalausfuhr zurückzuführen war. So strömten 1966 an längerfristigen ausländischen Mitteln 2 Milliarden Dollar herein, wogegen im Vorjahr die Bilanz in dieser Sparte praktisch ausgeglichen gewesen war. Unter anderem wurden in viel größerem Umfang längerfristige Depositenzertifikate und von US-Staatsstellen ausgegebene Wertpapiere übernommen, nicht zuletzt durch internationale Institutionen und ausländische Währungsbehörden. Dazu verringerte sich der Abfluß langfristigen US-Privatkapitals um 0,9 Milliarden Dollar, nachdem er 1965 noch etwa 4,4 Milliarden Dollar betragen hatte. US-Gesellschaften finanzierten ihre Auslandsinvestitionen vermehrt durch Emissionen in Europa, und dieser Zustrom langfristigen Kapitals glich zu einem Teil die 3,4 Milliarden Dollar aus, die für Direktinvestitionen ins Ausland flossen. Die starke inländische Kreditnachfrage bewirkte auch eine gewisse Verringerung der langfristigen Auslandskredite von US-Banken, und der Nettoerwerb ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige der Vereinigten Staaten ging leicht zurück.

Der Gesamteffekt aller dieser Einzelbewegungen war eine Zunahme des Defizits in der Zahlungsbilanz auf Liquiditätsbasis von 1,3 Milliarden Dollar im Jahre 1965 auf 1,4 Milliarden Dollar im vergangenen Jahr. Die Verschlechterung wäre jedoch größer ausgefallen, wenn nicht offizielle Institutionen des Auslands kurzfristige Dollarguthaben in längerfristige Anlagen umgewandelt hätten. Außerdem wurde der Zustrom amtlicher Mittel durch die militärischen Nettovoranschläge der Bundesrepublik Deutschland verstärkt, und 0,4 Milliarden Dollar gingen an vorfristigen Tilgungszahlungen von Frankreich, Italien und der Bundesrepublik ein.



In der Binnenwirtschaft war der inflationäre Nachfragedruck gegen Ende 1966 eindeutig nicht mehr so stark. Schon im Herbst hatte die Federal Reserve eingegriffen, um die angespannte Verfassung der Finanzmärkte zu mildern, und im Dezember ging sie endgültig zur monetären Lockerung durch umfassende Offenmarktoperationen über. Die Überschußreserven waren im November und Dezember wieder im Steigen begriffen, und unmittelbar vor dem Jahresende widerrief die Federal Reserve ihre im September an die Banken gerichtete Empfehlung, die Kredite an Unternehmen zu beschränken. 1967 wurde die Politik der monetären Lockerung fortgesetzt. Im März wurden die Reserveanforderungen der Mitgliedsbanken für Spareinlagen und einen Teil der Termineinlagen von 4 auf 3 Prozent gesenkt, und Anfang April wurde der Diskontsatz von 4½ auf 4 Prozent ermäßigt. Angesichts der abnehmenden Tendenz der US-Zinssätze wurde im Dezember das Programm zur Eindämmung des Kapitalabflusses von 1967 verstärkt. Die Zinsausgleichsteuer wurde mit Wirkung vom Januar 1967 auf weitere zwei Jahre verlängert und so erhöht, daß ihr Zinsäquivalent von 1 auf 1½ Prozent stieg.

Als im Januar der Bundeshaushaltsvoranschlag vorgelegt wurde, stand die Regierung vor einer schwierigen fiskalpolitischen Grundsatzentscheidung. Auf der

einen Seite war die Nachfrage damals nicht mehr expansiv, und es gab kein unmittelbares Bedürfnis, sie noch weiter zu dämpfen. Auf der anderen Seite stand ein sehr hohes Haushaltsdefizit in Aussicht. Außerdem war von der monetären Lockerung eine gewisse Auftriebswirkung in Sektoren wie dem Wohnungsbau zu erwarten, die Löhne stiegen, und es mußte mit einer weiteren Zunahme der Verteidigungsausgaben gerechnet werden. Insgesamt gesehen war man der Meinung, daß die Nachfrage sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1967 vermutlich wieder beleben würde, so daß eine Steuererhöhung für erforderlich gehalten wurde. Vorgeschlagen wurden ein ab 1. Juli geltender 6prozentiger Zuschlag zu den von natürlichen Personen und Kapitalgesellschaften zu zahlenden Einkommensteuern und eine Erhöhung der Sozialversicherungsteuern am 1. Januar 1968. Als sich die Gesamtnachfrage in den Frühjahrsmonaten jedoch weiterhin abschwächte, wurden die 7prozentige Steuergutschrift für Ausrüstungsinvestitionen und die Möglichkeit der beschleunigten Abschreibung gewerblich genutzter Gebäude wieder in Kraft gesetzt. Auch wurden einige vorher gesperrte Bundeshaushaltsmittel für Autobahnen und andere Projekte freigegeben. Es war noch nicht abzusehen, wie sich der Kongreß zu den vorgeschlagenen Steuererhöhungen verhalten würde.

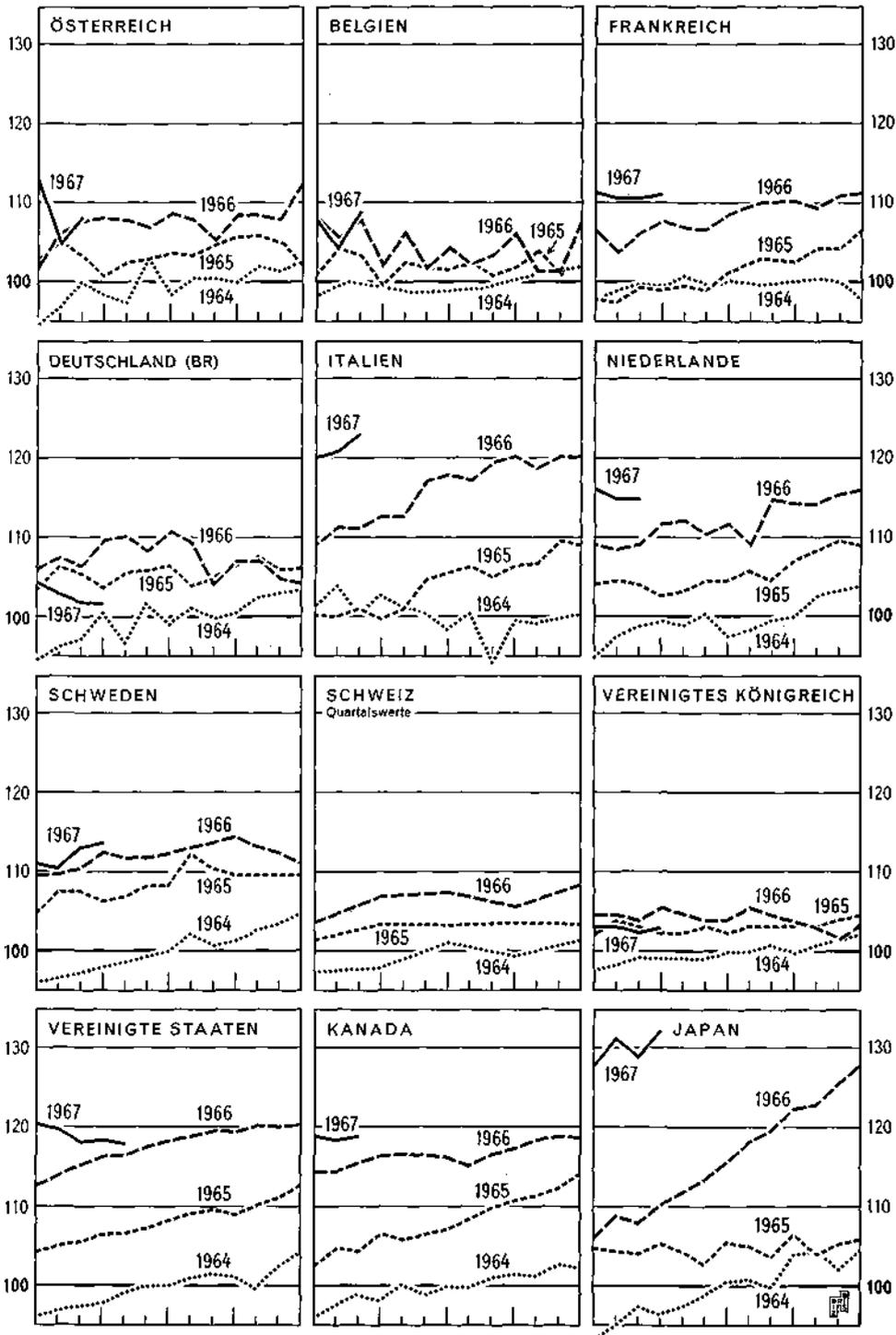
Alles in allem halt aus den Vereinigten Staaten ein vertrauter Refrain wider: Der Boom ist aus, der Lohnauftrieb geht weiter — und das Defizit in der Zahlungsbilanz ebenfalls.

### **Bundesrepublik Deutschland**

In der Bundesrepublik ähnelte die Lage derjenigen in den Vereinigten Staaten insofern, als eine straff zügelnde Geld- und Kreditpolitik das Hauptinstrument war, mit dem man eine inflationäre Hochkonjunktur bekämpfte. Natürlich zog sich der Vorgang in Deutschland über eine längere Zeitspanne hin, aber der Erfolg war in beiden Ländern eine wirksame Dämpfung der Übernachfrage. Allerdings gab es in Deutschland keine steigenden Verteidigungsausgaben, welche der Anpassung nach unten hin einen Riegel vorgeschoben hätten, und die Konjunkturpolitik mußte nachhaltiger auf Förderung des Erholungsprozesses umgestellt werden.

Schon 1964 hatte die Expansion in der Bundesrepublik zu Überbeschäftigung und inflationären Anspannungserscheinungen in der Wirtschaft geführt. Beim stark expansiven Charakter der öffentlichen Finanzen war es die Bundesbank, die auf die Bremse trat. Eine erste Maßnahme war im Sommer 1964 die Erhöhung der Mindestreserveanforderungen. Danach wurde die Geld- und Kreditpolitik auf allen möglichen Wegen Schritt um Schritt verschärft. In der Folge geriet die Bankenliquidität unter erheblichen Druck, Bankkredite und Kapitalmarktmittel wurden knapp, und die Zinssätze stiegen auf ein fast prohibitives Niveau. Da indessen die öffentlichen Ausgaben bis weit ins Jahr 1966 hinein expansiv blieben, verging einige Zeit, bis die Restriktionsmaßnahmen der Zentralbank zum Tragen kamen. Im Frühjahr 1966 machte sich ihre Wirkung dann aber bemerkbar, der Aufschwung kam zum Stillstand, und bald setzte ein Abschwung ein.

**Industrieproduktion**  
Bereinigte monatliche Indexwerte, 1964 = 100



Diese Tendenzwende zeigte sich deutlich im rückläufigen Auftragseingang aus dem Inland, der, nachdem er im März und April eine Spitze erreicht hatte, bis zum Jahresende um rund 10 Prozent schrumpfte. Noch ausgeprägter war die Verringerung des veranschlagten Bauaufwands, der im selben Zeitraum um 17½ Prozent abnahm. Die industrielle Erzeugung sank ebenfalls, wobei allerdings, da die Industrie im Frühjahr 1966 über beträchtliche Auftragspolster verfügte, der danach einsetzende Rückgang bis zum Jahresende nur 4½ Prozent ausmachte. Sobald der Auftragsüberhang aufgearbeitet war, wurde der Rückgang rascher.

Der Konjunkturwandel äußerte sich auch in der Entwicklung am Arbeitsmarkt. Allerdings begann die Arbeitslosigkeit erst im Herbst zu wachsen. Bis Februar 1967 war die Gesamtzahl der Arbeitslosen aber auf 674 000 gestiegen, verglichen mit nur 236 000 im Februar 1966. Dazu hatte die Kurzarbeit, eine seit Jahren fast unbekannte Erscheinung, beträchtlich zugenommen, und die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte ging im Zeitraum September 1966–Januar 1967 um fast 20 Prozent zurück. Dafür gab es zwar auch saisonale Gründe, aber man rechnet damit, daß ein nennenswerter Prozentsatz der heimgereisten ausländischen Arbeitskräfte keinen neuen Arbeitsplatz in Deutschland finden wird. Auch aus der ungewöhnlich starken Abnahme der Zahl der offenen Stellen von 622 000 im März 1966 auf 275 000 im Februar 1967 ist der Konjunkturwandel ersichtlich.

Auf der Nachfrageseite war der Hauptfaktor des Abschwungs die Abschwächung der Investitionstätigkeit sowohl im privaten wie im öffentlichen Bereich; den stärksten Rückschlag erlitten die Investitionsgüterindustrie und der Bau-sektor. Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung weist für die nominalen Bruttoanlageinvestitionen im zweiten Halbjahr 1966 sogar eine Verringerung um 1,1 Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum aus. Im ersten Halbjahr hatten sie um 7,4 Prozent zugenommen. Noch ausgeprägter war der Umschwung bei den Käufen von Ausrüstungsgütern: im ersten Halbjahr 1966 waren sie um 4,6 Prozent höher als ein Jahr vorher, in der zweiten Jahreshälfte aber um 5 Prozent niedriger. Die Nachfrage der privaten Haushalte schwächte sich im Sommer ebenfalls ab; das Wachstum des privaten Verbrauchs sank — in Übereinstimmung mit der Einkommensentwicklung — von 9 Prozent in der ersten Jahreshälfte auf 4 Prozent im vierten Quartal, jeweils im Vergleich mit dem entsprechenden Vorjahreszeitraum.

Der Preisauftrieb begann um die Jahresmitte nachzulassen. Die Preise für industrielle Erzeugnisse, die das ganze Jahr 1965 hindurch gleichmäßig angezogen hatten und in den ersten Monaten des Jahres 1966 noch rascher gestiegen waren, sind seit dem letzten Sommer mehr oder minder unverändert geblieben. Dagegen haben die Lebenshaltungskosten bis in die jüngste Zeit weiterhin zugenommen — wobei der beharrliche Mietenanstieg und die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise die hauptsächlichen Bestimmungsfaktoren waren —, doch war der Anstieg mäßiger als vorher. Die Lohnsteigerung, die vorher durchschnittlich rund 9 Prozent betragen hatte, schwächte sich erst gegen Ende 1966 ab.

Den Rezessionstendenzen im Inland wirkte, wenn auch nur in geringem Umfang, die Entwicklung im Außenhandel entgegen. Mit der Verkürzung der

Lieferfristen im Inland bemühten sich die deutschen Exporteure vermehrt um den Absatz im Ausland, wo die Nachfrage noch lebhaft war. Infolgedessen nahm die Ausfuhr 1966 stark zu, nämlich um 12,5 Prozent im gesamten Jahr. Gleichzeitig schwächte sich, ebenfalls aus konjunkturellen Gründen, das Wachstum der Importe ab, bis sie schließlich sogar abnahmen. Bei dieser gegenläufigen Entwicklung ergab sich in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz an Stelle des erheblichen Defizits aus der Periode Januar-Juni ein noch höherer Überschuß in der zweiten Hälfte des Jahres 1966. Für das gesamte Jahr betrug der Aktivsaldo 0,4 Milliarden DM, verglichen mit einem Passivsaldo von 6,1 Milliarden DM 1965. Die binnenwirtschaftliche Liquiditätswirkung dieses gewaltigen Umschwungs wurde jedoch bis zu einem gewissen Grade abgeschwächt durch eine Verringerung des Überschusses im Kapitalverkehr (ohne öffentliche Sondertransaktionen) und im „Restposten“ der Zahlungsbilanz um insgesamt 2,8 Milliarden DM.

Als die Entspannungstendenzen in der Volkswirtschaft sich verstärkten, mußte die Bundesbank in Rechnung stellen, daß die Löhne weiter stiegen und über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen — die im vorangegangenen Aufschwung der expansivste Faktor gewesen waren — noch Ungewißheit bestand. Deshalb wurden die monetären Zügel zunächst noch straff gehalten, wobei man aber nichts gegen die Auswirkungen des wachsenden außenwirtschaftlichen Überschusses auf die Bankenliquidität unternahm.

Um die Jahreswende war die Lage deutlich gewandelt: Löhne und Preise hatten fast ganz aufgehört zu steigen, für die öffentlichen Finanzen schien eine Lösung in Aussicht, und vor allem wuchs die Arbeitslosigkeit. In Anbetracht dieser Entwicklung paßte die Bundesbank ihre Politik drastisch an. Ab Dezember wurden die Mindestreservebestimmungen geändert und die Mindestreserveanforderungen in drei Etappen reduziert, mehrere Diskontsatzsenkungen vorgenommen und die Abgabesätze für Geldmarktpapiere entsprechend ermäßigt. Die Wirkung der Politik des reichlicheren Geldes auf die heimischen Zinssätze wurde zwar etwas durch den Abfluß von Mitteln ins Ausland gedämpft, aber immerhin gingen die Sätze zurück. Der Rückgang war im kurzfristigen Bereich ausgeprägter als bei den Renditen am Rentenmarkt, die immer noch in der Nähe von 7 Prozent liegen. Andererseits hat die Kreditnachfrage nicht entsprechend reagiert, und bisher hat sich nur der öffentliche Sektor den gesteigerten Kreditspielraum der Banken zunutze gemacht.

Auch die öffentliche Hand mußte schließlich die gewandelte konjunkturelle Lage in Rechnung stellen. Im Herbst, als die ersten Haushaltsschätzungen für 1967 gemacht wurden, konzentrierten sich die Vorstellungen auf den Haushaltsausgleich. Die Investitionsprojekte aus der vorangegangenen Zeit und die Bewilligungen von Haushaltsmitteln für laufende Ausgaben ließen für 1967 einen automatischen Anstieg der Haushaltsausgaben erwarten, dessen Deckung im Lichte der Einnahmenschätzungen und der angespannten Verfassung des Geld- und Kapitalmarktes unmöglich zu sein schien. So versuchte man, die Ausgaben zu kürzen und die Einnahmen zu steigern.

Im ursprünglichen Haushaltsvoranschlag vom September wurde mit einer Steigerung der Ausgaben des Bundes um über 7 Prozent gerechnet, so daß man

**Veränderungen im realen Bruttosozialprodukt**

	Jahr	Elemente der Nachfrage					Angebot		
		Verbrauch		Bruttoanlageinvestition im Inland			Ausfuhr von Gütern und Leistungen	Einfuhr von Gütern und Leistungen	Brutto-sozial-produkt
		Privat	Öffent-lich	Ins-gesamt	Bauten <sup>1</sup> und Aus-rüstun-gen	Woh-nungs-bau			
Prozent									
Belgien . . . . .	1964	4,1	4,2	12,9	5,3	46,2	12,7	11,2	6,6
	1965	3,5	5,2	1,2	1,6	0,1	8,8	7,7	3,3
	1966	3,0	4,0	4,0	6,0	- 2,5	7,0	9,5	3,5
Dänemark <sup>2</sup> . . . . .	1964	6,6	8,0	19,2	17,4	28,3	8,8	19,9	8,0
	1965	4,6	3,7	6,9	7,0	8,3	8,0	7,1	4,6
	1966	4,1	4,3	4,6	4,8	3,8	2,7	5,7	2,4
Deutschland (BR) . . . . .	1964	5,4	- 1,2	12,0	13,0	8,4	10,4	10,9	6,6
	1965	6,1	6,6	6,9	8,7	- 0,6	7,1	14,8	4,8
	1966	3,2	0,3	0,5	0,0	2,6	10,3	2,1	2,6
Finnland . . . . .	1964	5,9	6,7	3,3	7,6	- 9,3	5,7	19,1	6,7
	1965	4,7	3,8	8,5	8,1	10,0	4,6	6,5	5,5
	1966	4,0	4,0	2,0	2,5	0,0	5,0	3,0	2,0
Frankreich . . . . .	1964	4,7	4,8	10,1	7,8	16,9	7,7	12,4	5,9
	1965	3,9	3,9	5,2	1,8	14,9	11,3	3,6	4,2
	1966	4,7	3,3	7,4	10,4	0,0	7,1	11,1	4,8
Italien . . . . .	1964	2,5	3,4	- 6,5	- 11,9	6,0	11,8	- 5,1	2,8
	1965	2,2	3,6	- 8,4	- 9,6	- 6,0	20,9	1,9	3,5
	1966	5,7	3,6	3,7	6,1	- 0,9	12,5	13,4	5,5
Niederlande . . . . .	1964	6,1	2,8	16,9	14,7	28,8	12,1	14,3	9,3
	1965	7,8	0,9	5,1	3,6	12,1	9,1	7,3	5,4
	1966	3,9	2,6	7,6	7,5	8,1	5,5	8,0	4,3
Norwegen <sup>2</sup> . . . . .	1964	4,0	4,6	1,5	1,0	4,5	10,7	8,1	4,9
	1965	3,2	8,8	8,7	9,6	3,6	7,3	9,6	5,7
	1966	4,6	3,8	4,8	5,6	- 0,6	7,6	7,9	4,3
Österreich . . . . .	1964	3,9	6,3	9,0	9,4	7,2	7,7	7,7	6,8
	1965	5,1	- 1,1	4,7	4,8	4,0	6,5	9,2	2,4
	1966	5,1	4,5	7,3	.	.	6,3	10,4	4,3
Schweden <sup>2</sup> . . . . .	1964	5,3	5,1	7,0	5,8	11,1	10,6	10,0	7,6
	1965	4,4	6,5	4,0	4,1	3,7	4,0	11,0	3,5
	1966	1,5	4,4	3,5	6,0	- 4,0	5,1	2,9	2,6
Schweiz . . . . .	1964	4,8	4,1	8,9	8,4	10,6	6,8	8,7	6,1
	1965	3,5	0,8	- 1,4	- 1,3	- 2,1	12,0	3,1	4,2
	1966	2,2	5,8	- 0,7	- 0,4	- 1,8	5,8	4,1	2,3
Zusammen . . . . .	1964	4,7	2,7	8,4	7,3	12,8	10,0	9,9	6,0
	1965	4,5	4,7	4,1	4,3	3,4	10,0	8,4	4,3
	1966	4,0	3,0	3,3	4,1	1,1	8,1	6,9	3,8
Vereinigtes Königreich . . . . .	1964	3,8	1,9	17,0	14,7	26,8	3,9	8,6	5,8
	1965	1,7	3,5	3,5	3,8	2,4	5,3	2,0	2,2
	1966	1,6	3,2	0,8	1,8	- 2,9	3,0	2,6	1,4
Vereinigte Staaten	1964	5,8	1,1	6,3 <sup>3</sup>	8,9	- 0,8	13,4	5,3	5,3
	1965	6,0	2,1	8,0 <sup>3</sup>	11,3	- 2,0	2,5	10,7	5,9
	1966	4,9	8,4	5,1 <sup>3</sup>	9,7	- 10,2	10,2	17,4	5,4

<sup>1</sup> Ohne Wohnungsbau.    <sup>2</sup> In den amtlichen Zahlen für die Inlandsinvestition sind die Erhaltungs- und Instandsetzungsaufwendungen inbegriffen; diese Aufwendungen wurden aus den obenstehenden Werten ausgeschieden.  
<sup>3</sup> Private Investition und öffentliche Bauten für zivile Zwecke.

steuerrechtliche Änderungen für notwendig hielt, durch die das Defizit um 3,5 auf 0,5 Milliarden DM sinken sollte. Als aber der Konjunkturabschwung spürbar wurde und sich auch bei den Steuereinnahmen auszuwirken begann, tendierte der veranschlagte Fehlbetrag zur Erweiterung, während zugleich die rezessiven Trends den Spielraum für deflatorische Maßnahmen einengten. Nach dem Voranschlag in der geänderten Form, in der er Ende Januar vorlag, sollten die Einnahmen hauptsächlich durch Erhöhung von Verbrauchssteuern, durch Abschaffung von Steuervergünstigungen und durch Vorverlegung von Steuerzahlungsterminen gesteigert werden. Auf der Ausgabenseite waren Kürzungen von Subventionen und Sozialleistungen vorgesehen, aber ein Teil der Lasten sollte auch auf andere Körperschaften oder auf die Zukunft abgewälzt werden.

In der vorgelegten Form enthielt der Haushaltsvoranschlag zwar keine sehr große Deckungslücke, aber die Schätzungen ließen weitere konjunkturbedingte Einnahmefälle unberücksichtigt, die bereits als wahrscheinlich angesehen wurden. Entgegen dem vorherigen Ziel eines einigermaßen ausgeglichenen Budgets orientierte die Regierung die Fiskalpolitik erstmals seit vielen Jahren nach antizyklischen Gesichtspunkten, unter den gegebenen Umständen also im Sinne des Deficit spending.

Neben dem „Kernhaushalt“ wurde zu diesem Zweck im Januar ein „Eventualhaushalt“ aufgestellt, in dem kreditfinanzierte Investitionsausgaben bis zu 2,5 Milliarden DM vorgesehen waren. Davon waren bis März bereits 850 Millionen DM bewilligt, hauptsächlich für zusätzliche Investitionen der Bundesbahn und der Bundespost sowie für den Straßenbau. Darüber hinaus erhielt die Industrie zwecks Investitionsförderung besondere Abschreibungsvergünstigungen für die Dauer von neun Monaten.

Im Spätfrühjahr hatten die fiskalischen Anreize noch nicht lange genug bestanden, um ihre volle Wirkung entfalten zu können, und das Niveau der langfristigen Zinssätze war durch die geld- und kreditpolitische Lockerung noch nicht so weit gesunken, daß ein allgemeiner Aufschwung der Investitionstätigkeit ausgelöst worden wäre. Andererseits war der Export immer noch ein die Konjunktur stützender Faktor, und die Rezession verstärkte sich nicht. Es war daher zu vertreten, mit einer Belebung der Konjunktur in nicht allzu ferner Zukunft zu rechnen. Auf alle Fälle gaben die Behörden ihre Absicht bekannt, im späteren Verlauf des Jahres nötigenfalls weitere anregende Maßnahmen zu ergreifen.

### **Vereinigtes Königreich**

Im Vereinigten Königreich wurde die experimentelle Erprobung der neuen Theorie, daß eine forcierte Wirtschaftsexpansion schließlich das Zahlungsbilanzdefizit ohne weiteres Zutun zum Verschwinden bringen würde, im vergangenen Juli nach mehr als zweijährigen negativen Ergebnissen aufgegeben.

Die verschiedenen monetären und fiskalischen Restriktionsmaßnahmen, die gegen Ende 1964 und im Jahre 1965 durchgeführt worden waren, hatten das reale Wachstum verlangsamt, ohne die Übernachfrage zu beseitigen; im ersten Quartal

1966 war sie immer noch intensiv. Damals verbesserte sich auch die Zahlungsbilanz nicht mehr, wie das 1965 noch der Fall gewesen war. Unter solchen Umständen wurden im Haushaltsvoranschlag vom Mai 1966 neue Steuern mit einem erwarteten Aufkommen von 386 Millionen Pfund Sterling im Haushaltsjahr 1966/67 vorgesehen und, als weitere direkt auf das außenwirtschaftliche Problem gerichtete Maßnahme, ein Programm der freiwilligen Beschränkung von Investitionen in den entwickelteren Ländern des Sterlingraumes sowie Kürzungen der staatlichen Auslandsausgaben angekündigt.

Von den im Budget vorgesehenen neuen Einnahmen sollten über 80 Prozent durch eine neue selektive Beschäftigungssteuer aufkommen. Da für die Einführung dieser Steuer Zeit nötig war, sollte sie nicht vor September in Kraft gesetzt werden, und somit beeinflusste sie die inländische Nachfrage nicht sogleich. Die Produktionskapazität blieb daher im zweiten Quartal überbeansprucht. Bei den Verbraucherausgaben zeigte sich eine gewisse Reaktion nach der dem Budget vorausgegangenen Kaufwelle, aber expansiv wirkte hier unter anderem, daß die Preis- und Einkommenspolitik den Preisauftrieb besser zu dämpfen vermochte als den Anstieg der Löhne. Die privaten Investitionen blieben, basierend auf hohen Emissionen im ersten Halbjahr, ebenfalls relativ umfangreich, und die öffentlichen Konsum- und Investitionsausgaben nahmen ständig zu. Insgesamt waren die volkswirtschaftlichen Ausgaben real etwas niedriger, aber der Arbeitsmarkt blieb so angespannt wie zuvor — die Arbeitslosigkeit betrug 1,2 Prozent der Beschäftigtenzahl und war damit geringer als ein Jahr vorher —, und die Zahl der offenen Stellen nahm zu. Außerdem war im Außenhandel eine Erhöhung des Defizits feststellbar, obwohl die Lage wegen des Seeleutestreiks von Mai und Juni nicht ganz eindeutig zu beurteilen war.

Zu diesen negativen binnenwirtschaftlichen Faktoren kam noch die Wirkung des Zinsauftriebs in den Vereinigten Staaten, der in der ersten Jahreshälfte in beträchtlichem Umfang kurzfristige Mittel aus London abfließen ließ, was die Belastung des Sterling-Devisenmarktes entsprechend verstärkte. Diese Faktorenkombination schwächte das Vertrauen in die Sterlingwährung, und im Juli kam es zu einer größeren Krise. Die sofortige Stützung der Währung konnte nur durch starke Inanspruchnahme von Fazilitäten bei ausländischen Währungsbehörden erreicht werden.

Angesichts dieser Krise wurde es absolut vorrangig, ganz entschieden auf eine Verbesserung der Zahlungsbilanz hinzuwirken, und mehr denn je bedingte das eine erhebliche Beschränkung der Binnennachfrage. Am 20. Juli wurden Maßnahmen bekanntgegeben, durch welche die erwarteten Ausgaben im Inland um über 500 Millionen Pfund Sterling reduziert und dazu die Ausgaben im Ausland auf direktem Wege um etwa 150 Millionen Pfund gekürzt werden sollten. Auf einen Rückgang der privaten Nachfrage im Inland um 350 Millionen Pfund zielten eine weitere Beschränkung des Konsumkredits, eine Erhöhung indirekter Steuern und der Zuschlagsteuer, eine Anhebung der Postgebühren und eine zusätzliche unmittelbare Begrenzung weniger wichtiger Bauvorhaben. Durch strengere Devisenvorschriften sollte die Zahlungsbilanz unmittelbar um 50 Millionen Pfund entlastet werden. Auch die öffentlichen Ausgaben sollten — durch

Kürzung von Inlandsinvestitionen insbesondere der öffentlichen Unternehmen um 150 Millionen Pfund sowie von Auslandsausgaben um wenigstens 100 Millionen Pfund — vermindert werden, allerdings erst mit Wirkung im Haushaltsjahr 1967/68.

Des weiteren wurden Einkommen und Preise bis zum Jahresende rigoros blockiert, und auch danach sollten sie noch sechs Monate lang starken Beschränkungen unterworfen bleiben. Zu diesen direkten Eingriffen und fiskalischen Bestimmungen kamen zusätzliche monetäre Maßnahmen. Einige Tage vorher war die Bankrate auf 7 Prozent erhöht und der Betrag der Banken-Sondereinlagen heraufgesetzt worden. Ungefähr zur selben Zeit wurde bekanntgegeben, daß keine großzügigere Plafondierung des Bankkredits zum Ausgleich der im späteren Verlauf des Jahres erwarteten Verknappung der Unternehmensliquidität vorgesehen sei. Der Umfang und die Rigorosität dieses Programms demonstrierten die entschlossene Haltung der britischen Behörden, zumal wenn man bedenkt, daß noch der Effekt der selektiven Beschäftigungssteuer bevorstand.

Die Maßnahmen wirkten sich rasch auf die privaten Ausgaben aus. Der Verbrauch war in der zweiten Jahreshälfte um 2 ½ Prozent niedriger als in der ersten, und dies, obwohl die Sparquote abnahm. Besonders stark war die Wirkung beim Absatz von Gebrauchsgütern, wobei das Neuwagengeschäft um rund ein Drittel zurückging. Auch die private Investitionstätigkeit ließ gegen Jahresende immer mehr nach. Diesen Einflüssen stand ein — wenn auch nicht ganz so großer — Anstieg der öffentlichen Ausgaben und der Exporte gegenüber. Die Gesamtproduktion zeigte, freilich bei ab August ziemlich stark rückläufiger Industrieproduktion, keinen nennenswerten Rückgang, sondern eine Stagnationstendenz.

Mit der Nachfrageschrumpfung kam es in der Wirtschaft auch zu einer merklichen Abschwächung der Konjunkturerwartungen, die bei früheren Restriktionsmaßnahmen so zuversichtlich geblieben waren. Dies äußerte sich in einem prompten Rückgang der Nachfrage nach Finanzierungsmitteln im Zusammenhang mit der Kürzung von Investitionsprogrammen. Viele Emissionsvorhaben, die den Kapitalmarkt zu verstopfen gedroht hatten, wurden aufgegeben oder zurückgestellt, und die langfristigen Zinssätze begannen zu sinken. Die Bankkreditnachfrage ließ ebenfalls nach, und die Banken, die damit gerechnet hatten, nur unter Schwierigkeiten ihre Kreditplafonds einhalten zu können, hatten statt dessen Spielraum für Ausleihungen an vorrangig zu bedienende Kreditnehmer.

Auch die Belegschaftszahlen wurden rasch dem niedrigeren Produktionsstand angeglichen — im Gegensatz zur früheren Arbeitskräftehortung. Am Jahresende waren bereits fast 450 000 Personen und damit 1,9 Prozent der Beschäftigtenzahl arbeitslos, und die gemeldeten offenen Stellen nahmen in vergleichbarem Umfang ab. Dieser Wandel der Arbeitsmarktlage kam dem Einkommensstop zugute, von dem viele ursprünglich gemeint hatten, er könne sich als unrealistisch erweisen. Die Stundenlohnsätze in der Industrie, die in den Monaten Januar–Juni in einem Jahrestempo von 8 Prozent gestiegen waren, blieben ab Juli praktisch unverändert, und die Tendenz zur Verkürzung der Normalarbeitszeit hörte auf. Die Einzelhandelspreise stiegen im ersten Halbjahr 1966 um 2,6 Prozent,

im zweiten aber nur noch um 1,0 Prozent, und selbst dieser Zuwachs beruhte weitgehend auf den Steuermaßnahmen und auf saisonalen Einflüssen.

Nicht lange nach der Entspannung der binnenwirtschaftlichen Lage begann die Zahlungsbilanz sich zu verbessern. Betrachtet man die Jahreswerte, so wurde das Defizit der laufenden Rechnung nahezu halbiert, nämlich auf 61 Millionen Pfund, aber bestimmend für diese Verbesserung war ausschließlich ein erheblicher Überschuß von 135 Millionen Pfund (nach saisonaler Bereinigung) im vierten Quartal. An diesem Ergebnis war eine ungewöhnliche Anzahl von Sonderfaktoren beteiligt, aber die Dämpfung der Binnennachfrage war doch deutlich aus der starken Position des Exports am Jahresende und aus der Rückläufigkeit jener Importe zu ersehen, die von der Beseitigung der Einfuhrzusatzaabgabe im November unberührt geblieben waren. Im langfristigen Kapitalverkehr wurde ebenfalls eine Verbesserung um 111 Millionen Pfund Sterling verzeichnet, die sich gleichmäßiger auf das Jahr verteilte und fast ausschließlich den privaten Kapitalverkehr betraf. Die Grundbilanz war für das gesamte Jahr mit 189 Millionen Pfund defizitär (verglichen mit einem Fehlbetrag von 348 Millionen Pfund 1965), während sie im vierten Quartal allein betrachtet einen Überschuß von 121 Millionen Pfund aufwies, und dies trotz der Wiederaufnahme der Bedienung der nordamerikanischen Nachkriegsanleihen.

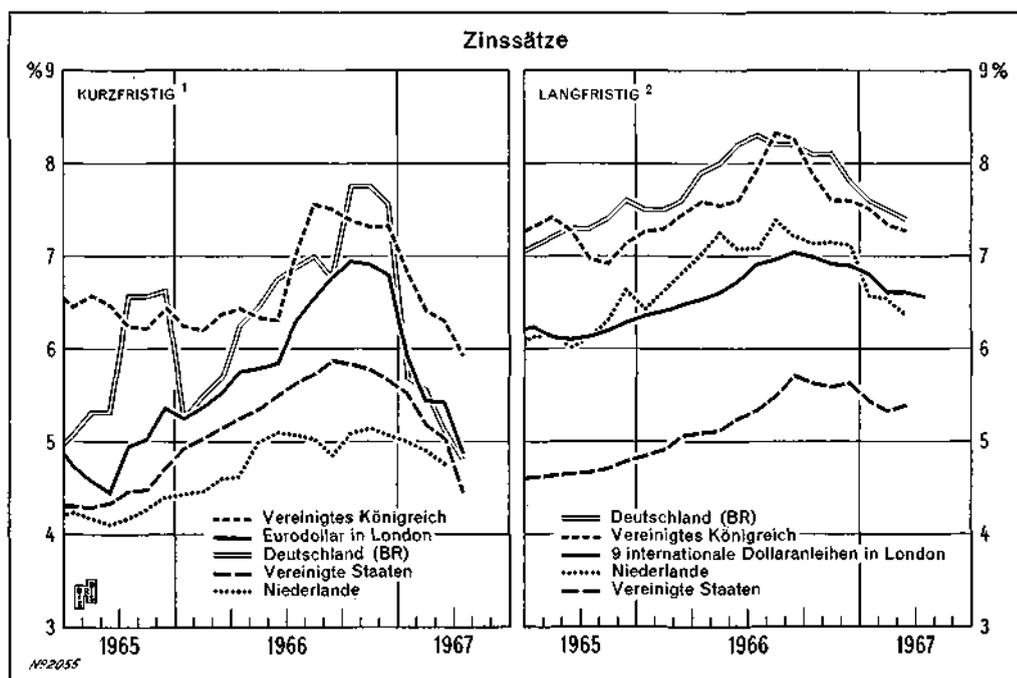
Der Druck am Devisenmarkt hielt eine Zeitlang an, und im August wurde ein erneuter Rückgriff auf die kurzfristige Hilfe des Auslands erforderlich. Im späteren Verlauf des Monats September setzte aber der Wandel ein, und im Oktober wurde mit der Rückzahlung der Zentralbankhilfe begonnen. Im Zuge der erheblichen Entspannung der monetären Verhältnisse in den Vereinigten Staaten im Dezember, die mit einer Stärkung des Vertrauens in die Sterlingwährung zusammenfiel, kehrten in großem Umfang kurzfristige Mittel nach London zurück. Im ersten Quartal 1967 war die Zahlungsbilanz außerdem in einem mehr als saisonüblichen Maße aktiv. Alle diese Faktoren zusammen ließen Devisen in großem Umfang in die Reserven fließen, so daß der größte Teil der kurzfristigen Hilfe bis Ende März zurückgezahlt werden konnte.

In großen Zügen läßt sich die Entwicklung von 1964 bis zu jenem Zeitpunkt folgendermaßen skizzieren. Die Belastung der Sterlingwährung ergab sich aus Zahlungsbilanzdefiziten in den Jahren 1964–1966 und aus einem auf Vertrauensmangel beruhenden Abzug von Geldern aus London. Die Finanzierung erfolgte durch mittelfristige Kredite des IWF und der Schweiz im Betrage von 900 Millionen Pfund Sterling, durch Dotierung der Reserven aus den Beständen des Schatzamtes im Betrage von 316 Millionen Pfund und durch umfangreiche Inanspruchnahme ausländischer Währungshilfe. Ende März war der Bestand an Sterlingguthaben größtenteils wieder hergestellt und die kurzfristige Hilfe weitgehend zurückgezahlt, während die ausstehende mittelfristige Schuld und die Dotierung der Reserven aus Schatzamtsbeständen ungefähr ebenso viel ausmachten wie die vorherigen, durch die Überschüsse der jüngsten Zeit leicht kompensierten außenwirtschaftlichen Defizite.

Am 25. Mai zahlte das Vereinigte Königreich dem IWF 405 Millionen Dollar von dem im Dezember 1964 in Anspruch genommenen Ziehungsbetrag von

1 Milliarde Dollar zurück. Die Rückzahlungssumme entsprach dem Gesamtbetrag der AKV-Kredite, die der IWF im Zusammenhang mit der britischen Ziehung von 1964 erhalten hatte. Gleichzeitig wurde auch der Kredit von 80 Millionen Dollar getilgt, den die Schweiz dem Vereinigten Königreich im Dezember 1964 gewährt hatte.

Ende 1966 hatte die britische Wirtschaft den ersten Schock der Juli-Maßnahmen überwunden. Ab November stabilisierte sich die Industrieproduktion; in ähnlicher Weise verminderte sich um die Jahreswende sowohl der Anstieg der Arbeitslosigkeit wie auch die Abnahme der Zahl der offenen Stellen. Der Rückgang der Verbraucherausgaben wurde allem Anschein nach schwächer, und es war mit einem gewissen Anziehen der Lohnsätze zu rechnen. Die privaten Investitionen nahmen zwar weiter ab, doch hatten sie einen gewissen Impuls durch die Erhöhung der Investitionsbeihilfen für die nächsten beiden Jahre und durch deren beschleunigte Zahlung erhalten. Die Zinssätze befanden sich um einiges unterhalb ihres vorherigen Höchststandes, und bei rückläufiger Entwicklung der kurzfristigen Sätze im Ausland wurde die Bankrate bis Mitte März auf 6 Prozent zurückgenommen. Außerdem war, auch wenn im Juli-Programm eine Kürzung der öffentlichen Ausgaben im nächsten Haushaltsjahr vorgesehen war, den amtlichen Schätzungen zu entnehmen, daß insbesondere die öffentlichen Investitionen ein Auftriebsfaktor bleiben würden. Und trotz der Erholung der Sterlingwährung im ersten Quartal war es dringlich, die Verbesserung der Zahlungsbilanz nicht zu gefährden.



<sup>1</sup> Vereingtes Königreich: Dreimonatseinlagen bei Kommunalbehörden; Bundesrepublik Deutschland: Dreimonatsgeld am Geldmarkt; Vereingte Staaten: Dreimonats-Depositenzertifikate (Sekundärmarkt); Niederlande: Dreimonats-Schatzwechsel. <sup>2</sup> Bundesrepublik Deutschland: Industrieobligationen; Vereingtes Königreich: nichtgestückelte Anleihen mit zwanzigjähriger Laufzeit; Niederlande: drei private Anleihen (4½-4% Prozent); Vereingte Staaten: Industrieobligationen.

Vereinigtes Königreich: Staatshaushalt

	Haushaltsjahr			
	1965/66	1966/67		1967/68
	Ergebnisse	Voranschlag <sup>1</sup>	Ergebnisse <sup>2</sup>	Voranschlag <sup>1</sup>
	Millionen Pfund Sterling			
<b>Einnahmen</b>				
Steuereinnahmen . . . . .	8 324	9 626	9 371	10 679
Sonstige Einnahmen . . . . .	821	893	909	1 025
<b>Gesamteinnahmen . . . . .</b>	<b>9 145</b>	<b>10 519</b>	<b>10 279</b>	<b>11 704</b>
<b>Ausgaben</b>				
Käufe von Gütern und Leistungen . . . . .	7 140	8 023	8 108	9 507
Schuldendienst . . . . .	1 316	1 449	1 433	1 560
<b>Gesamtausgaben . . . . .</b>	<b>8 456</b>	<b>9 472</b>	<b>9 541</b>	<b>11 067</b>
<b>Überschuß . . . . .</b>	<b>689</b>	<b>1 047</b>	<b>739</b>	<b>637</b>
Kreditgewährung (netto) . . . . .	- 1 265	- 1 334	- 1 478	- 1 580
<b>Gesamtdefizit (-) . . . . .</b>	<b>- 576</b>	<b>- 287</b>	<b>- 740</b>	<b>- 943</b>

<sup>1</sup> Neue Basis.    <sup>2</sup> Vorläufig.

Das Budget vom April 1967 beruhte auf der Erwartung, daß die Produktion im Kalenderjahr 1967 um 3 Prozent, das heißt ungefähr ebenso schnell wie die Produktionskapazität wachsen würde. Da dies mit den konjunkturpolitischen Zielen vereinbar war, wurden im Budget nur geringfügige Steueränderungen vorgesehen.

In der vorgelegten Form enthielt das Budget eine veranschlagte Einnahmesteigerung um 1 425 Millionen Pfund Sterling bei zusätzlichen Ausgaben von 1 526 Millionen Pfund. Die Kreditgewährung, insbesondere an die verstaatlichte Industrie, soll um 102 Millionen Pfund erhöht werden, so daß das Gesamtdefizit von 740 auf 943 Millionen Pfund steigen würde. Dieser fiskalische Stimulus war in Verbindung mit dem großen Umfang des Defizits nicht ohne Risiko und erforderte eine Mäßigung möglicher erneuter inflationärer Kräfte aus dem privaten Sektor.

Eine Kreditaufnahme in diesem Umfang konnte zweifellos überreichliche monetäre Liquidität schaffen. Um dieser Gefahr zu begegnen, wurden im Budget zur Sparförderung neue Ausgabebedingungen für bestimmte Kategorien der nicht-marktfähigen Staatsschuld vorgesehen. Ferner sollen die Clearingbanken und die schottischen Banken, obwohl sie aus der Kreditplafondierung entlassen wurden, der — flexibleren — Handhabung des Instruments der Sondereinlagen unterstellt bleiben. Für die anderen Banken und Finanzhäuser werden die direkten Beschränkungen einstweilen beibehalten.

Unter Kontrolle bleiben auch die Preise und die Einkommen, wobei allerdings die Kriterien für geplante Erhöhungen etwas großzügiger gestaltet werden sollen. Die Regierung soll Befugnisse zur Verzögerung von Erhöhungen behalten, doch rechnet sie damit, daß mit dem geringeren Nachfragedruck auch die Notwendigkeit amtlicher Eingriffe abnehmen wird.

Bemerkenswert war im Verlauf der letzten beiden Jahre, wie unempfindlich die britische Volkswirtschaft gegenüber Restriktionsmaßnahmen war und wie hart solche Maßnahmen dann gestaltet werden mußten, damit die Voraussetzungen für eine Erholung im außenwirtschaftlichen Verkehr gegeben waren. Neben dem übersteigerten Lohnauftrieb war ein grundlegender Faktor hierbei die expansionistische Rolle der öffentlichen Ausgaben, die, so wünschbar sie an sich gewesen sein mögen, nicht in den Dienst der kurzfristigen Nachfragegestaltung gestellt wurden. Einen sehr großen Teil der Anpassungslast hatten daher die privaten Investitionen zu tragen. Da die Lockerung der Anforderungen an die Zahlungsbilanzdisziplin auf längere Sicht unmittelbar mit solchen Investitionen zusammenhängt, ist es wichtig, daß im Falle einer Erholung der Unternehmensausgaben die Ansprüche des öffentlichen Sektors an die Wirtschaft entsprechend beschnitten werden.

### **Frankreich**

Bei expansionsorientierter Wirtschaftspolitik setzte sich in Frankreich die konjunkturelle Erholung, die im Frühjahr 1965 begonnen hatte, bis zum Ende des Sommers 1966 in raschem Tempo fort. Seither hat sie sich verlangsamt, woran hauptsächlich die Abschwächung der Verbrauchernachfrage sowie des Exports beteiligt war, der vor allem im Verkehr mit der Bundesrepublik Deutschland und dem Vereinigten Königreich zurückging. Im Frühjahr 1967 trat die Konjunktur auf der Stelle, ähnlich wie in anderen kontinentalen Ländern. Im gesamten Jahr 1966 wuchs das Bruttosozialprodukt aber um 4,8 Prozent, verglichen mit 4,2 Prozent im Jahr vorher, und die industrielle Erzeugung lag um mehr als 6 Prozent über dem Vorjahresergebnis.

In erster Linie bestimmend für diesen Zuwachs waren der anhaltend rasche Anstieg der öffentlichen Investitionsausgaben und eine zufriedenstellende Belegung der privaten Produktivinvestitionen; den letztgenannten kam eine 10prozentige Steuergutschrift zugute, die ab Februar 1966 bis zum Jahresende galt. Die private Wohnungsbaunachfrage schwächte sich im Gegensatz zu 1965 ab und führte zu einem Rückgang der Bautätigkeit.

Da bedeutende Teile des Stabilisierungsprogramms von 1963 — nämlich die fiskalische Restriktion und der Preisstop — nach wie vor galten, ging mit dem Wirtschaftswachstum kein größerer Inflationsdruck einher. Die Teuerung um 2,8 Prozent auf der Einzelhandelsstufe und die praktisch völlige Stabilität der Preise auf der Großhandelsstufe waren zumindest kein schlechteres Ergebnis als das von 1965, wenn nicht sogar ein besseres, und der Lohnauftrieb wurde eher etwas schwächer. Mitbeteiligt waren hieran neben der Preiskontrolle und der Einkommenspolitik des öffentlichen Sektors auch andere Faktoren wie die verstärkte Auslandskonkurrenz, die bis zu einem gewissen Grade durch die Beseitigung einiger Einfuhrbeschränkungen gefördert wurde, sowie eine fortschreitende Entspannung am Arbeitsmarkt.

Was die Zahlungsbilanz betrifft, so verbirgt sich 1966 hinter dem positiven Gesamtjahresergebnis ein Umschwung im Laufe des Jahres. In der ersten Jahreshälfte blieb der vorherige hohe Überschuß erhalten, aber seit dem Herbst war

die Zahlungsbilanz defizitär. Der größte Teil der Verschlechterung entfiel auf die Grundbilanz, und zwar sowohl auf den langfristigen Kapitalverkehr wie auf die laufenden Transaktionen. Die Einfuhr stieg mit der Belebung der Binnenkonjunktur weiter, während die Ausfuhr mit der konjunkturellen Abschwächung in den Nachbarländern nachließ. Der Überschuß in der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen war niedriger, und im Kapitalverkehr wurde der Zufluß langfristiger Mittel stark durch die angespannten Kreditverhältnisse und die hohen Zinssätze im Ausland vermindert.

Im monetären Bereich erhöhte sich, bei gleichzeitig weiterhin raschem Wachstum des Quasigeldes und der liquiden Ersparnisse, die Geldmenge nur wenig und im Gegensatz zu den Vorjahren nicht stärker als das nominale Brutto-sozialprodukt. Entsprechend der Entwicklung der Zahlungsbilanz sank die außenwirtschaftlich bedingte Schöpfung binnenwirtschaftlicher Liquidität im Laufe des Jahres immer mehr, bis dann vom Herbst an Liquidität absorbiert wurde. Im Jahr 1966 als Ganzes flossen dem Staat an Ersparnissen mehr Mittel zu, als zur Deckung des Haushaltsdefizits von rund 2 Milliarden französischen Franken benötigt wurden, so daß einige Liquidität abgeschöpft werden konnte. Als einzige Liquiditätsquelle verblieben somit die Bankkredite an die Wirtschaft, die 1966 um 15 Prozent stiegen. Angesichts dieser Entwicklung und der schlaffen Konjunktur hob die Bank von Frankreich im Februar 1967 die Kreditbeschränkungen vollständig auf.

Die Behörden nutzten die Gelegenheit der einigermaßen ausgeglichenen Verfassung der Wirtschaft zu weiteren Finanzreformen. Der Finanzverkehr zwischen Frankreich und dem Ausland wurde mit Wirkung vom 31. Januar 1967 von allen Beschränkungen befreit. Dazu gehörte die Aufhebung aller Devisenkontrollbestimmungen sowie die Einführung der vollen Konvertibilität des Francs und der vollständigen Freizügigkeit im Auslandsverkehr mit allen Zahlungsmitteln, Wertpapieren und Gold. Außerdem trat für die Banken an die Stelle des früheren „coefficient de trésorerie“ ein flexibles Mindestreservesystem, und der Tätigkeitsbereich sowohl der Banken wie der Sparinstitute wurde erweitert. Obwohl bestimmte Transaktionen — besonders solche im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Direktinvestitionen sowie ausländische Emissionen in Frankreich — kontrollpflichtig bleiben, stellen diese Liberalisierungsmaßnahmen einen grundlegenden Wandel dar, der seinen dauernden Effekt auf die französische Wirtschaft nicht verfehlen dürfte.

Wenn die neue Freizügigkeit im Finanzverkehr dem privaten Sektor vermehrten Spielraum zur Entfaltung eigener Initiative gewährt — was ja auch ihr Zweck ist —, so engt sie andererseits doch die Möglichkeiten der amtlichen Politik ein. Bereits mußten die Währungsbehörden den gesteigerten Einfluß der ausländischen Zinsniveaus in Rechnung stellen. Es drängte sich eine Erweiterung der Offenmarktoperationen auf, und erstmals intervenierten die Behörden am Markt als Verkäufer, um die inländischen Sätze so hoch zu halten, daß nicht in größerem Umfang Mittel ins Ausland flossen. Und in Zukunft wird es noch notwendiger sein, weiterhin eine gesunde Budgetpolitik zu betreiben und eine nennenswerte Beschleunigung des Preis- und Lohnanstiegs verhindern.

## Niederlande

In den Niederlanden hatte die Lohnexplosion, die sich gegen Ende 1963 ereignet hatte, die Wirtschaft in einen stürmischen Boom getrieben, angesichts dessen die Notenbank eine straffe Geld- und Kreditpolitik verfolgen mußte, um wieder Herr der Lage zu werden. Auch wenn 1965 die reale Expansion und die monetäre Gesamtnachfrage viel geringer waren als im Jahr vorher, beruhte das doch mehr auf materiellen Begrenzungen als darauf, daß die Wirtschaftspolitik die Konjunktur fest im Griff gehabt hätte. Somit trat die niederländische Volkswirtschaft Anfang 1966 wiederum in ein Jahr der Überbeschäftigung und starker inflationärer Spannungen.

Unter solchen Umständen behielt man die einschränkende Kreditpolitik bei. Ferner wurde die Gewährung langfristigen Kredits auf das Maß des Eingangs langfristiger Mittel begrenzt. Außerdem wurden die öffentlichen Finanzen, die vorher ein expansiver Faktor gewesen waren, restriktiver gestaltet. Steuererhöhungen und andere finanzpolitische Maßnahmen dienten dem Ziel, das Haushaltsdefizit 1966 wesentlich geringer ausfallen zu lassen als 1965. Bei dieser Sachlage rechnete man für 1966 mit einem einigermaßen ausgeglichenen Wachstum, und in der Zahlungsbilanz wurde ein Überschuß erwartet.

Die tatsächliche Entwicklung zu Beginn des Jahres deutete dann aber auf eine neuerliche Verstärkung des inflationären Drucks hin. Das Volumen der Bankkredite weitete sich, auf Jahreswert umgerechnet, in den ersten vier Monaten ungefähr doppelt so schnell aus, als in den Beschränkungsmaßnahmen festgelegt worden war. Außerdem wurde bis zum Frühjahr ersichtlich, daß die Staatsausgaben — vor allem für Übertragungen und Gehälter — über die Vorausschätzungen hinausgingen und daß mit einem Haushaltsfehlbetrag gerechnet werden mußte, der größer war als jener von 1965. Gleichzeitig beschleunigte sich der Preisauftrieb, und das Defizit im Außenhandel weitete sich erheblich aus.

Diese Situation zog neue Dämpfungsmaßnahmen nach sich. Die Notenbank erhöhte am 2. Mai den Diskontsatz und reduzierte den höchstzulässigen Jahreszuwachs an kurzfristigen Bankkrediten. Im Rahmen eines neuen Regierungsprogramms wurden die Lohnerhöhungen 1966 auf 7 Prozent begrenzt, die Preise im allgemeinen auf ihrem Stand von Ende Mai blockiert, öffentliche Investitionsvorhaben zurückgestellt und Neueinstellungen im öffentlichen Dienst untersagt. Schließlich wurde die 1965 zur Schonung des Kapitalmarktes eingeführte Finanzierung über die Bank für Niederländische Gemeinden auf wirklich dringenden Bedarf beschränkt.

Diese Maßnahmen waren recht erfolgreich, obwohl der Fehlbetrag in den öffentlichen Finanzen ziemlich hoch blieb. Vom April an bauten die Banken die Normüberschreitung bei der Gewährung kurzfristiger Kredite bis zum Jahresende wieder ganz ab. Auch die Weisung bezüglich des langfristigen Kredits wurde befolgt. Eine Nebenwirkung war aber, daß sich die Banken mehr von der Wertpapieranlage abwandten und dadurch die Versorgung des Rentenmarktes beeinträchtigten. Auf dem Kapitalmarkt verstärkte sich die vorhandene Knappheit, und bei der immer noch hohen Nachfrage stiegen die Zinssätze auf 7 Prozent für neue Staatsanleihen und auf fast 8 Prozent für Hypothekarkredite. Die

außerordentlich angespannte Marktlage veranlaßte den öffentlichen Sektor, seinen Finanzbedarf vermehrt mit kurzfristigen Krediten zu decken. Nach der Jahresmitte wurden die Kapitalmarktsätze aber stabil, und gegen Jahresende gingen sie sogar etwas zurück.

Die finanzielle Anspannung wirkte zusammen mit der nachlassenden Auslandsnachfrage und der Kürzung öffentlicher Investitionsvorhaben konjunkturdämpfend. Die industrielle Erzeugung stieg ab August langsamer, in der Metallindustrie blieb der Auftragseingang praktisch stationär, und vor allem schwächte sich die Knappheit am Arbeitsmarkt ab. Die Zahl der offenen Stellen (nach statistischer Bereinigung) sank von rund 85 000 im Spätfrühjahr 1966 auf 47 000 im März 1967; die Arbeitslosenquote erhöhte sich im selben Zeitraum von gut 1 Prozent auf 2,5 Prozent.

Im gesamten Jahr 1966 stieg das reale Bruttosozialprodukt um 4,3 Prozent, verglichen mit 5,4 Prozent 1965, wobei sich allerdings umgekehrt bei den volkswirtschaftlichen Gesamtausgaben das prozentuale Wachstum beschleunigte, da die Zahlungsbilanz sich passivierte. Die hauptsächlichsten Auftriebskräfte waren der bedeutende Anstieg der privaten Produktivinvestitionen, der öffentlichen Investitionen und des öffentlichen Verbrauchs. Im Gegensatz dazu schwächte sich das Wachstum des privaten Verbrauchs, des Wohnungsbaus und des Exports ab. Dennoch war es ein Jahr verstärkter Teuerung; die Verbraucherpreise stiegen um 6 Prozent (zum Teil durch indirekte Steuern bedingt), verglichen mit 5 Prozent 1965, und die Investitionsgüterpreise zogen um 5,5 Prozent an, gegenüber 4 Prozent im Jahr davor.

Wie bereits erwähnt, hielt aber der inflationäre Druck nur in der ersten Jahreshälfte mit voller Stärke an; in der zweiten flaute er ab. In den ersten Monaten des Jahres 1967 waren die Preise einigermaßen stabil, und die Gesamtkonjunktur kam nur langsam voran. Der Einfuhrsog hatte bereits vor mehr als sechs Monaten nachgelassen, und die Zahlungsbilanz war dem Gleichgewicht nahe. Die höchstzulässigen Lohnanhebungen waren für das erste Halbjahr auf 4 Prozent und für das zweite auf 1,5 Prozent festgesetzt worden.

Die Aussichten für das Jahr 1967 wurden zu dessen Beginn als nicht allzu schlecht beurteilt. Aber die neuere Entwicklung deutete auf eine weitere Abschwächung der Konjunktur hin. Insbesondere die Arbeitslosigkeit nahm weiter zu, und in bestimmten strukturell schwachen Landesteilen wurde sie sehr hoch. Das führte schon im Januar und Februar zu besonderen Hilfsmaßnahmen des Staates, der Investitionsanreize gewährte und Mittel freigab, um in den betreffenden Gebieten Arbeitsplätze zu schaffen. Auch die Geld- und Kreditpolitik wurde den Gegebenheiten angepaßt; im März wurde der Diskontsatz gesenkt, und die Banken wurden von der Verpflichtung entbunden, bei Überschreitung des Kreditplafonds zinslose Einlagen bei der Zentralbank zu bilden.

## **Belgien**

Der Konjunkturwandel, von dem im letzten Jahr die meisten Industrieländer erfaßt wurden, war in Belgien ziemlich ausgeprägt. In den ersten Monaten des Jahres 1966 setzte sich die Konjunkturerholung noch verstärkt fort,

und obwohl die Kapazität nicht sehr überbeansprucht war, ging die Expansion mit verschärften inflationären Anspannungen einher. Daher sahen sich die Behörden im April und Mai wieder zu stabilisierenden Interventionen veranlaßt; es wurden Schritte unternommen, um die Steigerung der Staatsausgaben zu dämpfen und die Preise von Gütern und Leistungen auf drei Monate zu blockieren. Im Juni wurde dann auch die Bankkreditgewährung durch Anhebung des Diskontsatzes eingeengt.

Auch wenn diesen milden Maßnahmen wohl eine gewisse Wirkung nicht abgesprochen werden kann, so dürften sie doch nur geringfügig an dem Wandel beteiligt gewesen sein, in dessen Verlauf die Wachstumsrate im Sommer rückläufig wurde, woran sich bis zum Frühling des laufenden Jahres nichts mehr geändert hat. Andere Faktoren, wie die Abschwächung des Exports und der privaten Inlandsnachfrage, waren die hauptsächlichlichen Bestimmungsgründe.

Der Ausfuhrückgang betraf wie in Nachbarländern vor allem die Lieferungen nach der Bundesrepublik Deutschland; er war der Grund für das Defizit in der laufenden Rechnung wie auch größtenteils für das Gesamtdefizit der Zahlungsbilanz, das sich auf 5,9 Milliarden belgische Franken stellte, verglichen mit einem Überschuß von 8,5 Milliarden Franken 1965.

Die industrielle Erzeugung war im vergangenen Jahr, nach ihrem anfänglichen Aufschwung, infolge der verschiedenen dämpfenden Einflüsse nicht sehr hoch, und im Dezember 1966 befand sie sich auf demselben Stand wie zwölf Monate vorher. Es gab einige ungenutzte Kapazität, und die Arbeitslosenzahl stieg. Das Bruttosozialprodukt erhöhte sich im gesamten Jahr dem Volumen nach um rund 3,5 Prozent und damit nur geringfügig mehr als 1965, wobei die Verbesserung auf dem Aufschwung im ersten Quartal beruhte.

Der Preisauftrieb war zu Beginn des Jahres noch stark, aber mit dem Abflauen der Nachfrage in der Zeit nach dem ersten Quartal schwächte er sich ab, und im Dezember war der Einzelhandelspreisindex ungefähr so hoch wie im Juni. Die Steigerung im gesamten Jahr betrug 3,2 Prozent, verglichen mit 4,1 Prozent 1965. Seit Januar 1967 ist die Preisbildung wieder völlig frei, wenn man von der Verpflichtung absieht, Erhöhungen vorher zu melden. Im Gegensatz zur Preisentwicklung setzten die Löhne 1966 ihren raschen Anstieg trotz der Entspannung am Arbeitsmarkt fort, wobei die Bruttostundenverdienste im gesamten Jahr um 10 Prozent anzogen, verglichen mit 7,6 Prozent 1965.

Angesichts anhaltender inflationärer Spannungen, bei denen es sich nun um die kosteninduzierte Variante handelte, ließen die Behörden nur eine mäßige Auflockerung der Geld- und Kreditlage zu. Während der offizielle Diskontsatz im Februar, im März und nochmals im Mai 1967 gesenkt wurde — zum Teil in Anpassung an die Entwicklung im Ausland —, wurde die im April 1966 eingeführte Begrenzung der Kreditausweitung für die ersten sechs Monate dieses Jahres verlängert. Jedoch ergriff die Regierung, indem sie sich auf neue gesetzliche Sondervollmachten zur Belebung der Konjunktur und zur Sicherung des Budgetgleichgewichts stützte, im April 1967 mehrere Maßnahmen. Ihr Zweck ist die

Investitionsförderung, der ein mit 5 Milliarden Franken dotierter Fonds für Wirtschaftsexpansion und Regionale Reorganisation sowie Steuererleichterungen für Neuinvestitionen dienen. Ferner handelt es sich bei diesen Maßnahmen um Steuererhöhungen, die im laufenden Jahr 1,5 Milliarden Franken einbringen sollen.

### Schweiz

Den schweizerischen Behörden ist es im vergangenen Jahr gelungen, Vollbeschäftigung mit einer im Gleichgewicht befindlichen Zahlungsbilanz zu verbinden, aber das Problem des ziemlich raschen Preisanstiegs ist geblieben. Während das Wachstum des Bruttosozialprodukts real von 4,2 auf 2,3 Prozent sank, verlangsamte es sich in jeweiligen Preisen gerechnet nur von 7,8 auf 7,2 Prozent. Ende 1966 war der Index der Konsumentenpreise um 4,6 Prozent höher als ein Jahr vorher.

Die 1964 beschlossenen Maßnahmen zur Teuerungskämpfung hatten die Ausweitung der privaten Inlandsnachfrage recht wirksam gedämpft. Die Gesamtinvestition, die sich, in konstanten Preisen, 1964 um 8,9 Prozent ausgedehnt hatte, ging 1965 um 3,5 Prozent und 1966 erneut um 0,9 Prozent zurück. Der Zustand chronischer Übernachfrage im Bausektor wurde behoben, und der private Verbrauch wuchs langsamer weiter als die volkswirtschaftlichen Gesamtausgaben.

Die stabilisierenden Wirkungen der verschiedenen Teuerungskämpfungsmaßnahmen wurden jedoch weitgehend durch die anhaltende Intensität der öffentlichen Konsumausgaben und des Exports zunichte gemacht. 1966 erhöhte sich der öffentliche Verbrauch in jeweiligen Preisen um 11,5 Prozent und die Ausfuhr um 9,8 Prozent.

Ein zweiter Grund, warum der Wirtschaftspolitik kein größerer Erfolg im Bereich der Preise beschieden war, bestand darin, daß im inflatorischen Prozeß die Kosteninduktion viel mehr in den Vordergrund getreten ist. Die Politik der Beschränkung der Zahl ausländischer Arbeitskräfte hat die Anspannungen am Arbeitsmarkt tendenziell verstärkt. Die Anpassung des schweizerischen Zinsniveaus nach oben, die durch den Zinsanstieg im Ausland unvermeidlich geworden war, trug angesichts der hohen Hypothekarverschuldung der schweizerischen Wirtschaft zum Aufwärtstrend der Mieten bei. Ein dritter autonomer Faktor des Preisauftriebs war der Grundsatz, eine gewisse Parität der landwirtschaftlichen Einkommen mit den Verdiensten in der Industrie zu gewährleisten. Solange der ganze Produktivitätsgewinn der Industrie in die Lohnerhöhungen geht und somit eine ausgleichende Ermäßigung der Industriepreise ausgeschlossen ist, setzt diese Politik zwangsläufig die Lohn-Preis-Spirale in Bewegung, gegen die man nicht ohne weiteres auf dem konventionellen Wege der Beschränkung der Gesamtnachfrage angehen kann.

Abgesehen von den Ergebnissen im Bereich der Preise waren die Leistungen der schweizerischen Volkswirtschaft im vergangenen Jahr eindrucksvoll. Das langsamere Wachstum des Bruttosozialprodukts war zum Teil auf die Politik der Regierung zurückzuführen, die für die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte

eine weitere Reduktion um 5 Prozent im Zeitraum März 1966–Januar 1967 vorschrieb. Pro Beschäftigten war das Wachstum des Bruttosozialprodukts mit 3,3 Prozent in der Tat ungefähr ebenso hoch wie in den vorangegangenen Jahren der Hochkonjunktur. Die industrielle Erzeugung war, obwohl die Zahl der Beschäftigten in der Industrie um 1,3 Prozent zurückging, im vierten Quartal 1966 um 4,4 Prozent höher als ein Jahr vorher. Die Investitionen bestreiten auch jetzt nach ihrer Verringerung immer noch über ein Viertel des Bruttosozialprodukts, was eine der höchsten Quoten im Bereich der Industrieländer ist. Außerdem erzielte die schweizerische Volkswirtschaft 1966 in der Ertragsbilanz nach fünf Jahren des Defizits einen erheblichen Überschuß.

### **Schweden**

Der Auftrieb der Gesamtnachfrage in der schwedischen Wirtschaft, der seit 1963 stark gewesen war, ließ im Laufe des Jahres 1966 nach. Dieser Wandel beruhte erstens auf der Weiterführung der restriktiven Konjunkturpolitik des Vorjahres und zweitens auf der konjunkturellen Entspannung in anderen Ländern, vor allem in der Bundesrepublik Deutschland. Da die Abschwächung mäßig war und lediglich die vorangegangene Überhitzungstendenz dämpfte, wurde die Beengung der Liquidität der Geschäftsbanken in der ersten Jahreshälfte nicht gemildert, und im Juni wurde der amtliche Diskontsatz auf 6 Prozent und der Überschreitungszins auf 12 Prozent erhöht.

Die Nachfrageabschwächung des vergangenen Jahres zeigte sich sowohl bei den privaten Haushalten wie bei den Unternehmen. Der private Verbrauch wuchs nur ungefähr ein Drittel so rasch wie 1965, was zum Teil an der langen Dauer der Lohnverhandlungen und am Aufschub von Zahlungen lag. Die angespannte Kreditlage führte, in Verbindung mit der Erschwerung der Bautätigkeit im Frühjahr, zu einem Rückgang des Wohnungsbaus. Und da sich auch die Vorratsbildung erheblich verminderte, war die Gesamtinvestition im privaten Sektor im Laufe des Jahres praktisch stationär, während sie 1965 um 11 Prozent zugenommen hatte. Auch wenn dies zum Teil an der geringeren Rentabilität und Selbstfinanzierungskraft lag, so war die Kreditknappheit doch ebenfalls ein wichtiger Dämpfungsfaktor.

Verglichen mit der Verringerung der Wachstumsrate im privaten Sektor veränderte sich die Zuwachsrate der öffentlichen Ausgaben 1966 nicht so sehr. Die unmittelbare Nachfrage des Staates schwächte sich ab, zum Teil im Zusammenhang mit der Übertragung bestimmter Aufgabenbereiche auf die Selbstverwaltungsorgane, und im gesamten öffentlichen Sektor erreichte das Wachstum nicht ganz den Umfang von 1965, was daran lag, daß der Ausweitung der Investitionen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte Grenzen gesetzt worden waren. Dies und eine kräftige Steigerung der Einnahmen führten 1966 zu einer Verbesserung der finanziellen Lage dieser Haushalte. Dagegen ergab sich bei den Staatsfinanzen an Stelle des 1965 verzeichneten Überschusses ein Defizit von über 1 Milliarde schwedischen Kronen, hauptsächlich wegen der Ausweitung der Kreditgewährung und eines verringerten Anstiegs der Einnahmen.

Mit der Entspannung am Arbeitsmarkt nahmen die Lohnkosten etwas verlangsamt zu. Doch wirkte sich das unmittelbar nur wenig auf die Preisentwicklung aus; die Verbraucherpreise erhöhten sich, unter Ausschluß der durch indirekte Steuern und Subventionen hervorgerufenen Veränderungen, um rund 5 Prozent und damit etwas mehr als 1965, und vom nominalen Anstieg des Bruttozialprodukts um 8,8 Prozent entfielen auf den realen Zuwachs nur rund 3 Prozent.

Als nach der Jahresmitte die Konjunkturverflachung spürbar wurde, lockerte die Zentralbank ihre Politik etwas. Die Anpassung der Kreditpolitik an die Markttendenzen wurde 1967 fortgesetzt; im Februar wurde der Diskontsatz auf 5½ Prozent und im März auf 5 Prozent gesenkt. Die Lockerung der Geld- und Kreditpolitik war auf die Förderung der Produktivinvestitionen abgestellt; dagegen wurden bestimmte Typen nichtvordringlicher Bauten durch Erhebung einer Gebühr erschwert und die privaten Verbrauchsausgaben im März durch Erhöhung der Umsatzsteuer von 10 auf 11 Prozent zusätzlich belastet.

Diese Kombination von Maßnahmen läßt erkennen, daß ein größerer Konjunkturabschwung nicht ernsthaft befürchtet wird; vielmehr sprechen die Prognosen von einer Belebung der Nachfrage im weiteren Verlauf des Jahres. Eine erneute Überhitzung der Konjunktur wird aber für dieses Jahr nicht erwartet, und die Verringerung des 1966 immer noch beträchtlichen Defizits in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz sowie die Bremsung des Preisanstiegs bleiben wichtige Ziele der Wirtschaftspolitik.

### **Kanada**

Mehrere Jahre rascher Expansion hatten die kanadische Wirtschaft zunehmend aus der Konjunkturflaute herausgebracht. Ende 1965 war die Bruttoproduktion um ein Drittel größer als 1961, und die Arbeitslosigkeit war auf 3½ Prozent und damit auf ihren niedrigsten Stand seit 1956 gesunken. Gleichzeitig hatten sich jedoch eindeutige inflationäre Anspannungen gezeigt; die Ausgaben des öffentlichen Sektors stiegen rasch weiter, und die betrieblichen Anlageinvestitionen nahmen im Boomtempo zu. Um die übermäßige Gesamtnachfrage und den mit ihr einhergehenden Kosten- und Preisaufrtrieb zu begrenzen und die außenwirtschaftliche Zahlungsposition des Landes zu wahren, begann man, die Geld- und Kreditpolitik zu straffen.

Ein unverkennbarer Übergang zur Restriktion erfolgte im Budget vom März 1966; die öffentlichen Bauausgaben wurden gekürzt, einige Abschreibungsvergünstigungen stark reduziert und die versteuerten Unternehmensgewinne mit einer 5prozentigen zurückzuerstattenden Steuer belegt. Als Anreiz zur zeitlichen Dehnung von Investitionen sollte die Verkaufsteuer auf Produktionsmaschinen im April 1967 gesenkt und ein Jahr darauf ganz abgeschafft werden. Zur Dämpfung der Verbrauchsausgaben wurde in teilweiser Zurücknahme der Steuer senkung von 1965 die Einkommensteuer im Juni 1966 erhöht, außer für die unteren Einkommenskategorien. Später im Jahr wurde diese fiskalische Restriktion durch zusätzliche Maßnahmen verstärkt, so durch Einstellung der Förderung

des Winter-Wohnungsbaus, und in einem Nachtragshaushalt vom Dezember wurden die Bundesverkaufsteuer und die Altersrentenversicherungsteuer erhöht.

Infolge der verschiedenen monetären und fiskalischen Maßnahmen begann sich die Investitionskonjunktur in der zweiten Jahreshälfte abzuschwächen, und obgleich der Jahreszuwachs der Anlageinvestitionen mit 16 Prozent immer noch hoch war, blieb er doch wesentlich unter dem 23prozentigen Anstieg, der auf Grund der Erhebung über die Investitionspläne um die Jahresmitte anzunehmen gewesen war. Andererseits stiegen die Ausgaben des Bundes für Güter und Leistungen um 19 Prozent, verglichen mit einer Zunahme von 11 Prozent im Jahre 1965, und trotz den Maßnahmen vom März verschlechterte sich die Nettosition des Bundes nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung um 444 Millionen kanadische Dollar. Die Ausgaben der Provinz- und Munizipalbehörden stiegen wie üblich rascher als ihre Einnahmen.

Wie in den Vereinigten Staaten wirkte sich die extreme Kreditknappheit auf die einzelnen Sektoren der kanadischen Wirtschaft sehr ungleichmäßig aus; besonders betroffen waren Hypothekarkreditnehmer. Der Mangel an Hypothekendarlehen hatte bereits gegen Ende 1965 zu einer Verlangsamung des Wohnungsbaus geführt, und dieser Trend verstärkte sich im vergangenen Jahr. Die verschärften Kreditkonditionen und die höheren Steuern wirkten auch dämpfend auf den Inlandsabsatz von Automobilen und anderen Gebrauchsgütern, wobei sich der Kurs einbruch am Effektenmarkt als zusätzlicher Dämpfungsfaktor bemerkbar machte.

Mit der Mäßigung des Nachfragedrucks im Sommer und Frühherbst entschloß sich die Bank von Kanada zu einer Lockerung ihrer Kreditpolitik. Im Schlußquartal des Jahres war die Konjunktur wieder lebhafter, aber es bestand wenig Grund, mit einer erneuten Überhitzung zu rechnen. In der Tat ließ die Erhebung über die Investitionspläne für 1967 erkennen, daß für gewerbliche Bauten und Ausrüstungen insgesamt ungefähr der gleiche Betrag veranschlagt war wie 1966. Die Bank von Kanada ging zu einer reichlicheren Geldversorgung über, ein Schritt, der durch eine ähnliche Politik in den Vereinigten Staaten erleichtert wurde. Gegen Ende 1966 und Anfang 1967 beschloß auch die Regierung mehrere Maßnahmen, die der Förderung des Wohnungsbaus dienten, und im April wurden einige der früher eingeführten steuerlichen Erschwerungen der Unternehmensinvestitionen aufgehoben. Von der veranschlagten Steigerung der Staatsausgaben dürften in diesem Jahr ebenfalls beträchtliche Auftriebskräfte ausgehen.

Trotz dem Nachlassen des Nachfragedrucks von der Mitte des Jahres 1966 an stiegen die Preise und die Löhne stark, und von dem 11prozentigen letztjährigen Zuwachs des Bruttosozialprodukts bestanden rund zwei Fünftel aus Teuerung. Die angespannte Verfassung des Arbeitsmarktes fiel mit einer großen Anzahl neuer Tarifvereinbarungen zusammen, und die Anhebung der Löhne und Gehälter im nichtlandwirtschaftlichen Sektor um 6,9 Prozent überstieg die Produktivitätsverbesserung beträchtlich. Der Wirtschaftspolitik ist 1967 nicht zuletzt das Ziel gesetzt, den Preis- und Lohnauftrieb zum Stillstand zu bringen und dabei doch eine befriedigende Wachstumsrate zur Beschäftigung des rasch zunehmenden Arbeitskräftepotentials zu gewährleisten.

Die Handelsbilanz hat sich im vergangenen Jahr trotz der starken Wirtschaftsexpansion verbessert. Im Kapitalverkehr haben die Direktinvestitionen in Kanada stark zugenommen, und auch die kanadische Emissionstätigkeit in den Vereinigten Staaten weitete sich aus, aber andererseits kam es zu umfangreichen Nettokäufen von US-Papieren und zu einem erheblichen Abfluß von Mitteln über das Bankensystem.

### **Italien**

Nachdem die italienische Wirtschaft 1964 einen ernsthaften Rückschlag durchgemacht hatte, wich ihre Entwicklung im vergangenen Jahr von der allgemeinen Rezessionstendenz im westlichen Europa ab; es wurde ein Zuwachs des realen Bruttosozialprodukts um 5,5 Prozent bei gleichzeitig anhaltend aktiver Bilanz der laufenden Posten und weitgehender Preisstabilität erzielt.

Die Konjunkturbelebung, die im Frühjahr 1965 zögernd begonnen hatte, wurde zunächst durch einen Anstieg der öffentlichen Ausgaben und eine eindrucksvolle Exportleistung vorangetrieben, während sich die private Investitionsnachfrage trotz entspannter Geld- und Kreditlage und fiskalischen Investitionsanreizen nicht sehr erholte. Im Laufe des Jahres 1966 griff der Aufschwung jedoch weiter um sich. Die Ausfuhr behielt ihre Konjunkturdynamik bei, aber nun kam mit der allmählichen Verbesserung der Gewinnmargen und der gesteigerten Kapazitätsnutzung auch die private Investitionstätigkeit wieder in Schwung. So wuchs die Gesamtinvestition 1966 um 6,1 Prozent, nachdem sie 1964 und 1965 um 8,2 bzw. 7,5 Prozent zurückgegangen war. In der Industrie erhöhten sich die Investitionen um fast 10 Prozent, im öffentlichen Sektor um 5,4 Prozent. Der private Verbrauch, der 1965 unterdurchschnittlich zugenommen hatte, expandierte etwas rascher als das Bruttosozialprodukt insgesamt, während sich der Zuwachs der öffentlichen Verbrauchsausgaben (in jeweiligen Preisen) von 12,8 auf 6,9 Prozent verringerte. Die Expansionsrate der Importe schnellte von 2,7 auf 16 Prozent empor.

In Übereinstimmung mit der anhaltenden Exportkonjunktur war die Erholung am ausgeprägtesten in der Industrie (ohne den Bausektor), auf die rund zwei Drittel des Wachstums des Bruttosozialprodukts entfielen. Die Industrieproduktion nahm vom vierten Quartal 1965 bis zum vierten Quartal 1966 um rund 11 Prozent zu und übertraf damit die vor der Rezession erzielte Bestleistung um 18 Prozent. Allerdings haben einige Branchen, wie die Textil- und die Baustoffindustrie, noch nicht wieder ihren vorherigen Höchststand erreicht. Der hauptsächlich schwache Punkt in einem sonst recht freundlichen Bild blieb der Bausektor, aber auch hier sind Anzeichen einer Verbesserung vorhanden. So wurden 1966 zwar um 25 Prozent weniger Wohnungen fertiggestellt als 1965, aber um fast 10 Prozent mehr Baugenehmigungen erteilt.

Die Konjunkturerholung äußerte sich vor allem in der Rückkehr von der Kurzarbeit zur Vollarbeit. Die Gesamtbeschäftigung nahm allerdings etwas ab, was hauptsächlich an der schlechten Verfassung des Bausektors und an einer erneuten Abwanderung von Arbeitskräften aus der Landwirtschaft lag. Nach den bisherigen Angaben für 1967 dürfte sich die Beschäftigungslage aber verbessern.

Die anhaltende Entspannung am Arbeitsmarkt hat zu einer Mäßigung des Lohnauftriebs beigetragen. Die tariflichen Mindestlohnsätze lagen Ende Dezember nur um 4,7 Prozent über ihrem Niveau ein Jahr vorher. Die Verlangsamung des Lohnauftriebs war schon an sich einer der Hauptgründe dafür, daß sich die Anhebung der automatischen Lohnskala von 10 Punkten im Jahre 1964 auf 6 Punkte 1965 und nur 3 Punkte 1966 verringerte. Der Index der Lebenshaltungskosten war Ende 1966 nur um 1,8 Prozent höher als ein Jahr vorher, während der Index der Großhandelspreise im Laufe des Jahres praktisch überhaupt nicht zunahm.

Die Geld- und Kreditpolitik war das ganze Jahr 1966 hindurch auf eine reichliche Liquiditätsversorgung gerichtet — zu dem hauptsächlichen Zweck, den Aufschwung der Investitionskonjunktur zu fördern. Ferner gelang es, mit dieser Politik den italienischen Kreditmarkt gegen den Zinsanstieg im Ausland abzusichern, und die Folge war eine erhebliche Zunahme der Nettokapitalausfuhr, die rund zwei Drittel des gesamten Ertragsbilanzüberschusses in Anspruch nahm. Gleichzeitig expandierte der Nettoabsatz von Rentenwerten am Kapitalmarkt ganz gewaltig von rund 2 000 auf 2 800 Milliarden Lire.

Der Staatshaushalt war weniger expansiv als 1965. Nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sank das Gesamtdefizit des Staates von 819 Milliarden Lire auf 689 Milliarden. Zugleich stieg aber der staatliche Nettofinanzbedarf um 324 Milliarden Lire auf 1 867 Milliarden, da der Staat vermehrt Investitionskredite gewährte. Dank der günstigen Kapitalmarktlage konnte die Staatskasse einen größeren Prozentsatz ihres Bedarfs durch langfristige Verschuldung finanzieren.

Der Bedarf an Mitteln für Notstandshilfe, Wiederaufbau und Schutzmaßnahmen nach den Überschwemmungskatastrophen führte zu kräftigen Steuererhöhungen im November. Die Einkommensteuer wurde für ein Jahr um 10 Prozent angehoben, und die Steuern auf Benzin, alkoholische Getränke und Tabak wurden für die Dauer von zwei Jahren erhöht.

Trotz diesen Belastungen bleiben die Aussichten für die italienische Volkswirtschaft günstig. Infolge der konjunkturellen Entwicklung im Ausland steigt der Export zwar nicht mehr so rasch, aber mit der Inbetriebnahme brachliegender Kapazität dürfte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zunehmende Expansionsimpulse von der inländischen Investitionstätigkeit erhalten.

## **Japan**

Im Klima einer locker geführten Geld- und Kreditpolitik und expansiver fiskalischer Maßnahmen begann sich die japanische Wirtschaft Anfang 1966 von der Vorjahresrezession zu erholen, und im weiteren Verlauf des Jahres wurde die Belebung immer schwungvoller. Ein entscheidender Faktor für die Erholung und ihr Tempo waren die günstigen internationalen Voraussetzungen für den japanischen Export, vor allem in die Vereinigten Staaten und die benachbarten Fernostländer. Aber auch die Verbraucherausgaben expandierten nach einer Periode der Stagnation, die Lager wurden wieder aufgefüllt, und die privaten Ausrüstungsinvestitionen begannen ebenfalls bald zu wachsen; im gesamten Jahr betrug ihre Zunahme rund 8 Prozent.

Unter diesen Umständen stieg das Bruttosozialprodukt, das sich schon 1965 um 10 Prozent erhöht hatte, im vergangenen Jahr erneut um 15 Prozent. 1965 waren davon aber rund 6 Prozent auf den Preisanstieg entfallen, verglichen mit 5 Prozent 1966.

Die monetäre Lockerung aus dem Jahre 1965 wurde das ganze Jahr 1966 und auch 1967 fortgeführt. Jedoch erholte sich die Kreditnachfrage erst nach einiger Zeit, und in der ersten Jahreshälfte nahmen die Bankkredite langsamer zu als in der gleichen Zeit des Jahres 1965. Das änderte sich im zweiten Halbjahr, in dem die Konjunktur im privaten Sektor schwungvoller wurde, so daß die Bankkredite rascher expandierten. Was die Budgetpolitik betrifft, so wurde die neue Praxis der Ausgabe staatlicher Obligationen 1966 intensiviert, und von den steigenden öffentlichen Ausgaben ging eine beträchtliche Auftrieb Wirkung aus.

Infolge der entspannten monetären Lage, die 1966 in Japan herrschte, sanken die inländischen Zinssätze auf ein im Vergleich zu den ausländischen Sätzen weniger hohes Niveau. Dies veranlaßte die japanischen Außenhandelsfirmen, sich vermehrt bei inländischen statt bei ausländischen Banken zu finanzieren. Im weiteren Verlauf des Jahres und in den ersten Monaten des Jahres 1967 kehrte das Verhältnis zwischen den ausländischen und den inländischen Zinssätzen wieder mehr zur Norm zurück, da die erstgenannten unter ihre Höchstwerte vom Herbst fielen und die zweitgenannten eher leicht anzogen.

Trotz der lebhafteren Konjunktur schloß die Handelsbilanz 1966 mit einem Überschuß von 2,3 Milliarden Dollar, verglichen mit 1,9 Milliarden Dollar im Vorjahr, wobei die Ausfuhr um 15,7 Prozent und die Einfuhr um 14,4 Prozent stieg. Der Überschuß deckte reichlich den erheblichen Fehlbetrag von 1 Milliarde Dollar in der Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen und das Defizit im Kapitalverkehr von über 900 Millionen Dollar, so daß in der Gesamtbilanz ein Überschuß von 320 Millionen Dollar verblieb.

Gegen Ende 1966 und Anfang 1967 beschleunigte sich der Aufschwung, und der Arbeitsmarkt verknappte sich merklich. Die Konjunkturpolitik hatte damit nicht mehr Rezessionstendenzen entgegenzuwirken, sondern es begann sich ihr die Aufgabe zu stellen, die neue Expansion in Grenzen zu halten, um eine Kosten-Preis-Spirale und eine Verschlechterung der Zahlungsbilanz des Landes zu verhindern. Angesichts des unerwartet starken Ausmaßes der Erholung kürzte die Regierung in den ersten Wochen des Jahres ihre beabsichtigte Ausgabensteigerung und zugleich auch das geplante Volumen staatlicher Emissionen. Die Zügel der Zentralbankpolitik wurden generell locker gehalten.

### **Osteuropa**

In ihren Plänen für das vergangene Jahr rechneten die osteuropäischen Länder mit verbesserten Resultaten in der Landwirtschaft, aber einem langsameren Wachstum in der Industrie. Doch wurden dann die Produktionsziele in beiden Schlüsselbereichen fast überall übertroffen, so daß das materielle Nettoprodukt allgemein rascher als erwartet wuchs und gegenüber dem Mittelwert der fünf

vorangegangenen Jahre sehr günstig abschnitt. Was die quantitativen Ergebnisse betrifft, so war das Jahr 1966 daher eindeutig erfolgreich.

In letzter Zeit wurde mehr Wert darauf gelegt, die Leistungsfähigkeit zu heben und die Produktion sowohl qualitativ wie strukturell besser der Nachfrage anzupassen. Für eine Beurteilung der diesbezüglichen Resultate ist es noch zu früh; jedoch hat das neue Konzept zu Änderungen in der Agrarpolitik geführt. In den letzten Jahren wurden die Ankaufpreise für Agrarprodukte selektiv angehoben, so daß der Anteil des Sektors am verteilten Einkommen gestiegen ist. Damit hat sich sowohl der Verbrauchsstandard der ländlichen Bevölkerung relativ verbessert wie auch das Volumen der landwirtschaftlichen Investitionen erhöht, die zudem durch staatliche Investitionsbeihilfen und -kredite gefördert wurden. Außerdem wurde die Belieferung der landwirtschaftlichen Betriebe mit wichtigen industriellen Produktionsmitteln, insbesondere chemischen Düngemitteln und landwirtschaftlichen Maschinen, gesteigert. Diese Politik in Verbindung mit dem guten Wetter hatte ihren Anteil an den günstigeren Ergebnissen von 1966. In den Ländern, in denen die Landwirtschaft anteilmäßig am bedeutendsten ist, stieg ihre Gesamterzeugung sehr kräftig, nämlich um etwa 15 Prozent in Albanien und Bulgarien und um über 11 Prozent in Rumänien. In der Tschechoslowakei erhöhte sie sich, nachdem sie 1965 zurückgegangen war, um 10 Prozent, und ein ähnliches Ergebnis wurde in der Sowjetunion erzielt, wo das Wachstum seit den Ausfällen von 1962–1963 im Jahresdurchschnitt über 8 Prozent betrug. In Polen mit seiner nach wie vor weitgehend privaten Landwirtschaft stieg die Erzeugung um 5 ½ Prozent, während sie 1965 um 7 ½ Prozent zugenommen hatte. Nur in Ungarn waren die Ergebnisse enttäuschend; hier konnten die Ausfälle vom Vorjahr kaum wettgemacht werden.

Im osteuropäischen Bereich als Ganzes rechnete man für das vergangene Jahr mit einer Fortsetzung des längerfristigen Trends zu verlangsamter industrieller Expansion; das Wachstumsziel lag bei weniger als 7 Prozent, während

Osteuropäische Volkswirtschaften:  
Volkseinkommen, Industrie- und Agrarproduktion

	Materielles Nettoprodukt			Industrielle Gesamterzeugung			Landwirtschaftliche Gesamterzeugung		
	1961-65	1966	1966-70 Plan	1961-65	1966	1966-70 Plan	1961-65	1966	1966-70 Plan
	Prozentualer jährlicher Zuwachs								
Albanien . . . . .	5,7	.	7,4-8,2	6,8	12,0	8,7	5,2	15,0	6,2-7,0
Bulgarien . . . . .	6,5	11,0	8,5	11,7	12,2	11,2	3,2	15,0	5,4
Deutschland (Ost)	3,5	4,5	.	5,8 <sup>1</sup>	6,5 <sup>1</sup>	.	.	.	.
Polen . . . . .	6,0	6,0	6,0	8,5	7,4	7,6	2,8	5,5	2,4
Rumänien . . . . .	9,1	7,9	7,0	13,8	11,7	10,6-11,6	2,5	11,2	4,7-5,7
Sowjetunion . . . . .	6,8	7,5	6,6-7,1	8,6	8,6	8,0-8,5	2,3	10,0	4,5
Tschechoslowakei	1,8	7,0	4,1-4,4	5,3	7,4	5,1-5,4	-0,4	10,0	2,8
Ungarn . . . . .	4,7	6,0	3,5-3,9	7,9	6,8	5,7-6,3	1,3	5,0-6,0	2,5-2,8
Jugoslawien . . . . .	7,5 <sup>2</sup>	9,0 <sup>2</sup>	7,5-8,5 <sup>2</sup>	10,8	4,3	9,0-10,0	1,6	16,0	4,6

<sup>1</sup> Nach 1964 „Warenproduktion“ (das heißt ohne Bestandsveränderungen).    <sup>2</sup> Materielles Bruttoprodukt.

das effektive Wachstum 1965 noch 8,6 Prozent betragen hatte. Doch wurden die Pläne dann mit einer Produktionssteigerung von knapp 8½ Prozent übererfüllt. Diese Zahlen werden stark durch die Ergebnisse in der Sowjetunion bestimmt, wo insbesondere die Übererfüllung des Plans durch die Investitionsgüterindustrie die Gesamterzeugung um 8,6 Prozent und damit weit über die geplanten 6,7 Prozent hinaus steigen ließ, so daß fast das Vorjahresergebnis erreicht wurde.

In anderen Ländern war der Unterschied zwischen den Produktionsplänen und den Ergebnissen weniger groß. In Albanien, Bulgarien und Rumänien führte die raschere Expansion im Bergbau, im Maschinenbau und in den vom landwirtschaftlichen Bedarf abhängigen Verarbeitungsindustrien zu einem außergewöhnlichen industriellen Wachstum von 12 Prozent. Ebenso setzte sich die Expansion in der Tschechoslowakei fort, wo die seit 1963 verzeichnete Erholung jetzt konsolidiert wird, sowie in Polen, obgleich dort die Wachstumsrate sank. Immerhin betrug sie in diesen beiden Ländern fast 7½ Prozent. In Ungarn und in Ostdeutschland war das industrielle Wachstum mit 6½ Prozent zwar geringer als in den anderen Ländern dieses Bereichs, aber immer noch rascher als 1965. Besonders ausgeprägt war die Verbesserung in Ungarn, wo die Produktion im vorausgegangenen Jahr im Zuge der Bemühungen um die Korrektur der ungünstigen Zahlungsbilanz beschränkt worden war.

Der Übergang zu einer intensiveren Entwicklung ist ein wichtiges Ziel der laufenden Reformen, die im vergangenen Jahr begrenzte Fortschritte machten. In der Sowjetunion und in Bulgarien wurden neue dezentralisierte Kontrollmethoden auf weitere Sektoren der Industrie ausgedehnt, aber in den anderen Ländern schritt die Durchführung nur langsam voran. Bestimmend hierfür war, daß erst ein modernes, die vollen Kosten berücksichtigendes Großhandelspreissystem geschaffen werden muß. Diese Preise werden im laufenden Jahr in der Tschechoslowakei, Ostdeutschland, der Sowjetunion und Bulgarien eingeführt werden; sie sind eine unerläßliche Voraussetzung dafür, daß die Gewinne vermehrt als Kriterium der — durch materielle Anreize zu fördernden — Unternehmensleistung herangezogen werden. In mehreren Ländern sieht man hierin den ersten Schritt in Richtung auf eine nachfragebedingte Beeinflussung der Produktionsentscheidungen über die Gewinne, wobei dann die zentrale Planung mehr durch Maßnahmen im Bereich der öffentlichen Finanzen, des Kredits und der Zinssätze als durch verbindliche Weisungen wirken würde.

Auf längere Sicht kann dieser Wandel auch zu einer flexibleren Lenkung des Außenhandels führen. Gegenwärtig werden die Importe durch die staatlichen Ankaufsmonopole im Rahmen dessen gehalten, was die Exporterlöse und die Möglichkeiten des Rückgriffs auf Auslandskredite zulassen. Die Reserven dienen im wesentlichen zur Überbrückung von Engpässen. Durch diese Politik haben alle diese Länder zusammengenommen in der Periode 1961–1965 einen Überschuß im Außenhandel erzielt, wobei aber der kumulative Überschuß in dieser Periode weniger als 1 Milliarde Dollar betrug, bei einem Außenhandelsumsatz von durchschnittlich über 34 Milliarden Dollar im Jahr.

Der Dezentralisierungsprozeß in Osteuropa gleicht jenem, der in Jugoslawien schon seit viel längerer Zeit abläuft. Im jüngsten Stadium dieses Prozesses wurden

1965 durchgreifende Strukturreformen eingeführt, deren Zweck es war, die Verwendung der Produktionsmittel nach marktwirtschaftlichen Grundsätzen auszurichten. Diese Änderungen kamen zu einer Zeit, da die jugoslawische Volkswirtschaft unter Nachfragedruck stand, und waren daher von einer Politik der Kreditbeschränkung begleitet. In Verbindung mit der Neuorganisierung der Produktion ließ diese Politik das Wachstum der industriellen Erzeugung 1965 auf die Hälfte sinken, und desgleichen im vergangenen Jahr, in dem es nur 4,3 Prozent betrug. Da gleichzeitig aber die Landwirtschaft 1966 ein Rekordergebnis erzielte und ihre Produktion um 16 Prozent ausweitete, stieg das gesamte materielle Bruttoproduct kräftig um 9 Prozent, verglichen mit nur 3 Prozent im Jahr vorher. Trotz dieser Verbesserung bildete sich im Zusammenhang mit der starken Belebung der Investitionsausgaben in der zweiten Jahreshälfte und mit dem erneuten Wachstum des Verbrauchs wieder ein Nachfrageüberhang heraus, und gegen Ende 1966 wurden weitere Restriktionsmaßnahmen getroffen.

Unter der Wirkung der Reform, zu der auch eine 40prozentige Abwertung des Dinars gehörte, sowie der Restriktion im Inland hatte sich 1965 die Zahlungsbilanz verbessert, wobei die Ertragsbilanz ausgeglichen war. Im letzten Jahr stiegen die Exporte weiter um 12 Prozent, aber dennoch verschlechterte sich das Außenhandelsergebnis, da die Importe um 22 Prozent zunahmen. Die Verschlechterung in der Ertragsbilanz — in ihr ergab sich ein Defizit von 30 Millionen Dollar — war jedoch weniger ausgeprägt, da die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und anderen Dienstleistungen stiegen.

### **Die Entwicklung der Gesamtreserven**

Die Diskussionen über die Reform des internationalen Währungssystems haben sich in den letzten Jahren um drei grundlegende Probleme gedreht: 1. die Mittel zur Gewährleistung eines ausreichenden Wachstums der Gesamtreserven, 2. die Verbesserung des Anpassungsprozesses und 3. die Auswirkungen der Knappheit an neuem Währungsgold auf die Zusammensetzung der Reserven. Da die einzelnen Länder diesen Problemen unterschiedliches Gewicht beimessen, ist es zu keiner geschlossenen Konzeption des künftigen Systems gekommen.

Greift man einmal die Frage des Reservenwachstums heraus, so kann das den Erörterungen zugrunde liegende Problem folgendermaßen formuliert werden. Da feste Wechselkurse in der Rangordnung der wirtschaftspolitischen Zielsetzungen einen hohen Platz einnehmen, müssen die Währungsbehörden Reserven unterhalten, um ihre Kurse im Wandel der Marktlage verteidigen zu können. Außerdem müssen diese Reserven auf längere Sicht in einem gewissen Verhältnis zum Wachstum der internationalen Transaktionen zunehmen. Das Neuangebot an Gold allein wird bei seinem gegebenen Preis diesem Bedürfnis nicht voll gerecht. Ebenso wenig kann das Reservenwachstum durch Aufstockung der Dollar Guthaben im früheren Ausmaß bestritten werden, weil der im Verhältnis zum Gold überproportionale Anstieg der Dollarreserven schon als solcher die Stabilität des Systems gefährden würde. Daher sucht man nach einem gesunden und annehmbaren Mittel zur Gewährleistung des Reservenwachstums. Dieses Bedürfnis bezieht sich auf den Gesamtbetrag an Reserven, denn wenn deren Anstieg

einigermaßen ausreichend ist, sollten ja alle Länder, die eine angemessene Wirtschafts- und Währungspolitik betreiben, an ihm teilhaben können.

Da die Knappheit an neuem Währungsgold und die Überfülle an Dollar jetzt schon seit einigen Jahren erkennbar sind, kann untersucht werden, wie sich die Gesamtreserven unter diesen Umständen entwickelt haben. Zunächst sind die Gesamtreserven begrifflich abzugrenzen.

Reserven bestehen aus internationalen, im Besitz von Währungsbehörden befindlichen Werten, die ohne weiteres zur Stützung der Währungsparität am Devisenmarkt verfügbar sind. Traditionellerweise wurden die Reserven als Gold und Fremdwährungsguthaben gehalten, insbesondere in Dollar und Pfunden. Da jedoch die Länder umfangreiche Mittel beim IWF eingezahlt haben und die entsprechenden bedingungsfreien Forderungen gegen den Fonds die Funktion von Reserven erfüllen, müssen auch die „Reservepositionen im IWF“ (wie sie zunehmend genannt werden) zu den Gesamtreserven gezählt werden. Somit gelten als Gesamtreserven die amtlichen Goldbestände, Devisenbestände und IWF-Reservepositionen aller Länder zusammengenommen. Die Reserven sind hier brutto genommen, das heißt ohne Abzug der Verbindlichkeiten; das ist bei den Reserven der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs, deren Währungen ja Reservewährungen sind, besonders wichtig, während die Verbindlichkeiten der anderen Länder zu klein sind, um ins Gewicht zu fallen.

Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die kumulativen Veränderungen der Reserven in den beiden Perioden 1955–1960 und 1961–1966.

Als Trennungslinie zwischen den beiden Perioden wurde die Jahreswende 1960/61 gewählt, weil etwa um jene Zeit das Problem des neuen Währungsgoldes und die Überfülle an Dollar offenbar wurden. Die Eruption des Goldpreises am Londoner Markt im Oktober 1960 war ein Signal der gewandelten Lage. Seither zeigt die Funktionsweise des Systems deutliche Unterschiede zu vorher; im Zuge der Zusammenarbeit zwischen den wichtigsten Ländern hat die Gestaltung der amtlichen Finanzierung eine große Rolle gespielt, und neue Instrumente kamen auf Ad-hoc-Basis zur Anwendung, um die häufig auftretenden verstärkten Belastungen zu überwinden. Dieser Unterschied zwischen den beiden Perioden zeigt sich deutlich in der Entwicklung der Gesamtreserven.

Zunächst ist zu erkennen, daß der Zuwachs an Gesamtreserven seit 1961 um über 50 Prozent größer war als in der ersten Periode und im Jahresdurchschnitt 2,8 Prozent betrug, gegenüber vorher 2,1 Prozent. Diese Vergrößerung des Zuwachses kam ausschließlich den Ländern außerhalb der Zehner-Gruppe zugute.

Besonders stark verbessert hat sich die Position der weniger entwickelten Länder, die 1,9 Milliarden Dollar an Reserven gewannen, im Gegensatz zu einem Verlust von 1 Milliarde Dollar in der ersten Periode, womit der Umschwung fast 3 Milliarden Dollar betrug. In den fünfziger Jahren hatten diese Länder unter den Nachwirkungen des Koreakrieges zu leiden; dagegen ist ihnen seit 1961 offensichtlich auch die starke Expansion der US-Volkswirtschaft zugute

Veränderungen in den Gesamtreserven 1955-1966  
in Milliarden US-Dollar und prozentualen mittleren Jahreszuwächsen

	Gold		IWF-Reservepositionen	Devisen		Gesamtbestand	
	Betrag	%		Betrag	Betrag	%	Betrag
Alle Länder							
1955-1960 . . . . .	+ 3,1	1,4	+ 1,7	+ 2,1	2,0	+ 6,9	2,1
1961-1966 . . . . .	+ 2,9	1,2	+ 2,8	+ 5,2	4,2	+ 10,8	2,8
Zehner-Gruppe							
1955-1960 . . . . .	+ 3,1	1,7	+ 1,4	+ 2,8	6,3	+ 7,3	2,9
1961-1966 . . . . .	+ 1,3	0,6	+ 2,0	+ 2,2	3,6	+ 5,5	1,9
Übrige entwickelte Länder							
1955-1960 . . . . .	+ 0,4	4,6	+ 0,2	+ 0,0	—	+ 0,6	2,1
1961-1966 . . . . .	+ 1,6	11,2	+ 0,5	+ 1,3	6,2	+ 3,4	8,9
Weniger entwickelte Länder							
1955-1960 . . . . .	- 0,4	—	+ 0,2	- 0,7	—	- 1,0	—
1961-1966 . . . . .	- 0,1	—	+ 0,3	+ 1,7	4,0	+ 1,9	3,2
Zehner-Gruppe ohne USA und VK							
1955-1960 . . . . .	+ 6,8	13,2	+ 0,8	+ 2,6	6,3	+ 10,2	10,5
1961-1966 . . . . .	+ 6,7	7,2	+ 3,7	+ 0,1	0,2	+ 10,5	6,6
Vereinigte Staaten							
1955-1960 . . . . .	- 4,0	—	+ 0,4	—	—	- 3,6	—
1961-1966 . . . . .	- 4,6	—	- 1,2	+ 1,3	—	- 4,5	—
Vereinigtes Königreich							
1955-1960 . . . . .	+ 0,3	1,7	+ 0,3	+ 0,2	8,2	+ 0,7	3,5
1961-1966 . . . . .	- 0,9	—	- 0,5	+ 0,7	18,0	- 0,6	—

Quelle: International Financial Statistics. Die „weniger entwickelten Länder“ sind dieselben wie die in der Reservenstatistik des IWF angegebenen. Das gleiche gilt für die „übrigen entwickelten Länder“, nur daß die obigen Werte zusätzlich die Zahlen für Dänemark, Norwegen und Österreich enthalten. Da die Zahlen gerundet sind, ergibt die Summierung der Einzelwerte nicht immer genau die angegebenen Gesamtwerte.

gekommen. Indessen kann der Zuwachs ihrer Reserven in den letzten sechs Jahren kaum als exzessiv angesehen werden.

Die Position der entwickelten Länder außerhalb der Zehner-Gruppe hat sich ebenfalls sehr verbessert; hier war der Zuwachs in der zweiten Periode um fast 3 Milliarden Dollar größer als in der ersten. Die Zuwachsrate war mit nahezu 9 Prozent sehr hoch, und selbst im Durchschnitt beider Zeiträume betrug sie noch 5,4 Prozent.

Die Länder der Zehner-Gruppe erhielten in der zweiten Periode um 1,8 Milliarden Dollar weniger Reserven, und die Zuwachsrate war hier sehr viel niedriger. Noch bedeutender war aber der Unterschied innerhalb der Gruppe zwischen den beiden Reservezentren und den anderen Ländern. Diese erhielten in jeder der beiden Perioden mehr als 10 Milliarden Dollar, was einer jahresdurchschnittlichen Zuwachsrate für die gesamten zwölf Jahre von 8,5 Prozent entsprach. Die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich zusammen haben in beiden Perioden Reserven verloren; im ersten Abschnitt war der Verlust in den Vereinigten Staaten größer als der Gesamtverlust von 3 Milliarden Dollar, während das Vereinigte Königreich noch Reserven erhielt; in der zweiten Periode war am Gesamtverlust von 5 Milliarden Dollar das Vereinigte Königreich mit 600 Millionen Dollar beteiligt.

Am Wachstum der Gesamtreserven hatten also die Länder außerhalb der Zehner-Gruppe in der zweiten Periode einen sehr viel besseren Anteil, und innerhalb der Gruppe war der Zuwachs bei den Nichtreserveländern in beiden Perioden mehr als ausreichend. Die Reservezentren waren am Anstieg der Gesamtreserven nicht beteiligt; die britischen Reserven waren am Ende der zwölf Jahre kaum höher als an ihrem Beginn, und die Vereinigten Staaten hatten Reserven im Gegenwert von 8,1 Milliarden Dollar verloren.

In diesem Bild spiegelt sich natürlich das größere Ungleichgewicht im internationalen Zahlungsverkehr der zweiten Periode. Die gewandelte Funktionsweise des Systems zeigt sich hingegen in der Zusammensetzung des Zuwachses. In großen Zügen läßt sich sagen, daß neues Gold an der Reservenschöpfung weniger beteiligt war, während die Reservepositionen im IWF und die Devisenguthaben zu viel wichtigeren Quellen wurden.

Die Verringerung des Zuwachses bei den nationalen Goldreserven erfolgte trotz einem erheblich vermehrten Angebot an neuem Gold. Goldproduktion und sowjetische Verkäufe zusammengenommen erhöhten sich von 7,5 Milliarden Dollar in der ersten Periode auf 10,2 Milliarden in der zweiten, aber die noch stärker gestiegene private Nachfrage ließ weniger Gold für monetäre Zwecke übrig. Im zweiten Abschnitt kam es per Saldo sogar zu einer Übertragung von Gold für 195 Millionen Dollar von internationalen Institutionen (IWF und BIZ) an Länderreserven, während diese Institutionen im ersten Zeitraum ihren Goldvorrat um 505 Millionen Dollar erweitert hatten. Damit stieg der Goldbestand von Ländern und internationalen Institutionen zusammengenommen in der zweiten Periode um 2,7 Milliarden Dollar, verglichen mit 3,6 Milliarden Dollar in den sechs Jahren davor.

In der Zehner-Gruppe ohne die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich war der Goldanteil am gesamten Reservenzuwachs in den beiden Perioden ungefähr gleich groß, nämlich rund zwei Drittel; da aber in der zweiten Periode weniger neues Währungsgold vorhanden war und da der Anstieg des Goldvorrats der Länder außerhalb der Zehner-Gruppe von praktisch Null auf 1,5 Milliarden Dollar answoll, bedeutete dies, daß vermehrt Gold aus den zwei Reservezentren abgezogen wurde.

Was den in der zweiten Periode um 1,1 Milliarden Dollar größeren Zuwachs bei den Reservepositionen im IWF betrifft, so kommen darin die IWF-Ziehungen innerhalb der Kredittranche zum Ausdruck — insbesondere die Ziehung des Vereinigten Königreichs. Wenn Länder Goldbeiträge an den Fonds leisten, verändert sich der Gesamtbestand an Reserven nicht, sondern nur deren Zusammensetzung. In ähnlicher Weise verändert sich durch Ziehungen auf IWF-Reservepositionen nur die geographische Verteilung dieser Positionen. Hingegen bewirken Kredittranche-Ziehungen bei den Gesamtreserven eine Erhöhung, da ja neue IWF-Reservepositionen zugunsten derjenigen Länder entstehen, deren Währung gezogen wurde. Es ist zu erkennen, daß es die Nichtreserveländer der Zehner-Gruppe waren, die den größten Teil des IWF-Bedarfs in der zweiten Periode finanzierten.

Bei den Devisenreserven vergrößerte sich der Zuwachs in der zweiten Periode ausschließlich wegen der Verbesserung außerhalb der Zehner-Gruppe; die

Länder der Zehner-Gruppe erwarben insgesamt sogar etwas weniger Devisen als in der ersten Periode. Auch hier kam es aber zu einer bedeutenden Umschichtung innerhalb der Gruppe. Die beiden Reservezentren, die traditionellerweise nur Gold in ihren Reserven hielten, sammelten in der zweiten Periode Devisen im Betrage von 2 Milliarden Dollar an; die anderen Länder der Gruppe, die ihre Devisenbestände in der ersten Periode um 2,6 Milliarden Dollar erhöhten, hatten in der zweiten praktisch keinen Zuwachs mehr zu verzeichnen. Auch wenn darin die Zurückhaltung bei der Ansammlung von Dollarbeträgen zum Ausdruck kommt, so war ein zusätzlicher Bestimmungsfaktor doch auch, daß die Nichtreservewährungsländer in der Gruppe neben der Fortsetzung ihres umfangreichen Golderwerbs noch Mittel im Betrage von 3 Milliarden Dollar dem IWF zur Verfügung stellten. Die vermehrten Devisenbestände der zwei Reservezentren dagegen beruhten weitgehend auf Sondertransaktionen, die in den letzten sechs Jahren ein wichtiger Bestandteil in der Funktionsweise des Systems geworden sind.

In den Jahren 1955–1960 wuchsen die Reserven durch Ansammlung neuen Goldes und durch den Erwerb gewöhnlicher — meist auf Dollar lautender — Devisenforderungen wie Schatzwechsel, Bankguthaben usw. Der aus Kreditoperationen des IWF herrührende Betrag war gering, und es gab nur sehr wenige reservenwirksame Sonderoperationen. Eine dieser Operationen war die Liquidation der Europäischen Zahlungsunion; da hierbei die laufenden Positionen in längerfristige Schulden umgewandelt wurden, sanken die Devisenreserven der Gläubigerländer um ungefähr 550 Millionen Dollar. Eine andere Transaktion dieser Art war der Ankauf von Gold durch die Vereinigten Staaten beim IWF im Betrage von 800 Millionen Dollar gegen besondere Schatzpapiere, wodurch sich ihre Reserven um diesen Betrag erhöhten. Da diese Operationen einander in ihrer Wirkung auf die Gesamtreserven weitgehend ausglich, kann man sagen, daß sich das Reservenwachstum in dieser ersten Periode sozusagen automatisch einstellte.

Demgegenüber gab es in den Jahren 1961–1966 Sondertransaktionen mit Ad-hoc-Liquiditätsschöpfung, die im Wachstum der Gesamtreserven eine sehr bedeutende Rolle spielten. Diese Transaktionen beschränkten sich fast ganz auf die Zehner-Gruppe. Sie lassen sich zum einen Teil erklären durch: 1. die Bemühungen der Vereinigten Staaten um Eindämmung des Goldverlustes, der sich hauptsächlich aus dem Defizit des Landes, zeitweise aber auch aus dem Übergang von Dollarreserven von einem Land zum anderen ergab; 2. den Bedarf des Vereinigten Königreichs an Mitteln zur Aufrechterhaltung des Wechselkurses bei defizitärer Zahlungsbilanz und Geldbewegungen gegen das Pfund, die durch die Vertrauensentwicklung bedingt waren. Zum andern Teil können diese Transaktionen auch so gesehen werden, daß durch sie europäische Überschußländer, die ihre gewöhnlichen Dollardevisenbestände nicht über Gebühr steigen lassen oder den Goldvorrat der Vereinigten Staaten nicht stärker beanspruchen wollten, auf diese Weise akzeptable Werte erhielten.

Zu den reservensteigernden Sondertransaktionen gehörte die Ausgabe von Fremdwährungspapieren durch das US-Schatzamt (Roosa-Bonds), die Inanspruchnahme von Zentralbankfazilitäten — vor allem Swaps — und die Übertragung von Dollar aus dem Bestand des britischen Schatzamtes in die britischen Reserven.

Im allgemeinen ist die statistische Reservenwirkung dieser Transaktionen gleich dem Betrag, der den Reserven hinzugefügt wird. Das gilt auch für Zentralbank-swaps, wenn das Gläubigerland Mittel aus seinen Reserven zur Verfügung stellt. Ein von der Bank von England bei der Deutschen Bundesbank in Anspruch genommener Swap Dollar gegen Sterling beispielsweise erhöht die Reserven des Vereinigten Königreichs und läßt den Betrag der Reserven der Bundesrepublik unverändert, wobei Pfund Sterling an die Stelle der zur Verfügung gestellten Dollar getreten sind. Wenn jedoch keine der beiden Seiten die Mittel aus ihren Reserven zur Verfügung stellt — zum Beispiel, wenn die Bank von England einen Swap Dollar gegen Sterling bei der Federal Reserve in Anspruch nimmt —, erhöhen sich die Reserven beider Länder, so daß die Gesamtreserven um den doppelten Betrag des Swaps steigen.

Angaben über die durch Sondertransaktionen entstandenen Reserven mit ihrem Umfang von Ende 1966 enthält die folgende Tabelle. Auf alle diese Sondertransaktionen entfielen in den Jahren 1961–1966 mehr als ein Drittel des Zuwachses bei den Gesamtreserven und drei Viertel des Zuwachses bei den gesamten Devisenreserven. Im Bereich der Zehner-Gruppe entfielen auf sie 69 Prozent des Zuwachses bei den Gesamtreserven und mehr als der ganze Zuwachs bei den Devisenreserven, nämlich 3,8 gegenüber 2,2 Milliarden Dollar. Bei Ausschluß der Sondertransaktionen sind die Devisenreserven der Nichtreserveländer der Zehner-Gruppe in diesem Zeitraum um 0,7 Milliarden Dollar gesunken.

Quellen der Erhöhung der Gesamtreserven

	1955–1960	1961–1966
	Millionen US-Dollar	
Gold . . . . .	3 115	2 860
Gewöhnliche Devisenforderungen . . . . .	2 075	1 385
Reservepositionen im IWF auf Grund von		
Goldbeiträgen . . . . .	1 515	1 410
Kredittranche-Ziehungen . . . . .	210	1 350
Nichtmarktfähige Papiere der US-Regierung . . . . .	—	430
Zentralbankfazilitäten . . . . .	—	2 470
Britisches Dollarpapier-Portefeuille . . . . .	—	885
Zusammen . . . . .	6 915	10 790

Während die beschriebenen Sondertransaktionen reservensteigernd wirkten, führten die Länder der Zehner-Gruppe Sondertransaktionen auch mit umgekehrter Wirkung durch; das heißt, der Reservenanstieg wurde vermindert. Hier ist zunächst die vorfristige Rückzahlung staatlicher Schulden, weitgehend an die Vereinigten Staaten, zu nennen. In der Periode 1961–1966 beliefen sich diese Voraustilgungen auf etwa 2,1 Milliarden Dollar, unter Ausschluß der Zahlungen, die in dieser Periode ohnehin fällig geworden wären. Zweitens erwarben Währungsbehörden Auslandsforderungen, die nicht zu den Reserven gerechnet wurden. Dies hing zwar zum Teil davon ab, wie das betreffende Land die Reserven definiert, aber immerhin läßt sich sagen, daß die meisten dieser Forderungen, die Ende 1966 zusammengenommen etwa 1,3 Milliarden Dollar betragen, weniger

liquide sind als die zu den Reserven gerechneten; vielfach handelt es sich hierbei um die längerfristige Anlage von Guthaben, die nicht als Reserven benötigt werden.

Ohne diese reservenmindernden Sondertransaktionen in ihrer Gesamtheit wäre der statistische Anstieg der Gesamtreserven in der Periode 1961–1966 um 3,4 Milliarden Dollar größer gewesen.

Die berechneten Reservenwirkungen der Sondertransaktionen sind natürlich statistischer Natur; wären diese Transaktionen unterblieben, so wäre sowohl die internationale Zahlungslage wie auch die Veränderung der Gesamtreserven eine ganz andere gewesen.

\* \* \*

Das Wachstum der Gesamtreserven ist hier einigermaßen detailliert untersucht worden, weil seine Bedeutung in hohem Maße in der Zusammensetzung der angesammelten Reserven und ihrer geographischen Verteilung begründet liegt. Auch so verbleibt aber noch beträchtlicher Spielraum für die Schlußfolgerungen, die sich aus dem Tatsachenmaterial ziehen lassen, und für deren Auswirkungen in der Zukunft.

Beim gegebenen Gewicht der Sondertransaktionen sind die Gesamtreserven eine nicht mehr so einheitliche und aussagekräftige Gesamtgröße wie früher; da die Forderungen, die aus amtlichen Kreditvereinbarungen entstehen, bis zu einem gewissen Grade nicht ohne weiteres verwertbar sind, bieten sie nicht dasselbe Maß von „Liquidität“ wie die traditionellen Reserven. Das mag unwichtig sein, solange der Gesamtbetrag solcher Forderungen verhältnismäßig klein ist, aber problematisch könnte es werden, wenn von ihnen das stetige Wachstum der Gesamtreserven abhinge.

Es liegt auch auf der Hand, daß die Ergebnisse der letzten sechs Jahre nicht als Beweis für den „Bedarf“ an Gesamtreserven herangezogen werden können, insbesondere wenn man das Volumen der Sondertransaktionen bedenkt, die dazu dienen, Reservenakkumulationen zu begrenzen. Das tatsächliche Reservenwachstum wurde stark von den Zahlungsbilanzdefiziten der zwei Reservewährungsländer beeinflußt, und da es denkbar ist, daß diese Defizite beträchtlich kleiner ausgefallen wären, hätte auch das Wachstum der Gesamtreserven geringer und dennoch in Übereinstimmung mit dem „Bedarf“ sein können.

Nichtsdestoweniger war der Anteil der Goldversorgung und der gewöhnlichen Devisenforderungen am Wachstum der Gesamtreserven in dieser Periode ziemlich klein; das auf diesen beiden Quellen allein beruhende Wachstum betrug 1,1 Prozent. Die tatsächliche Wachstumsrate von 2,8 Prozent hing also von den Fazilitäten im IWF und von besonderen reservenschöpfenden Transaktionen ab. Es ist schwer, sich vorzustellen, daß das System bei einem Reservenwachstum von nur 1,1 Prozent auf die Dauer reibungslos funktionieren würde, und somit scheint die Aussage zu vertreten zu sein, daß die amtlichen Kredittransaktionen bis zu einem gewissen Grade den Gesamtreservenbedarf widerspiegeln.

Wenn das Vorhandensein eines ausreichenden Gesamtbestandes an Reserven offensichtlich ein Aspekt des Reserven-„Bedarfs“ ist, so hat das System, wie die Währungsgeschichte zeigt, auch Bedarf an einem ziemlich stetigen Anstieg dieses

Gesamtbetrages. Dies nicht so sehr, weil die Länder bewußt auf eine Reservensteigerung hinarbeiten würden, als vielmehr einfach deshalb, weil sie bestrebt sind, Defizite zu vermeiden und keine Reserven zu verlieren. Per Saldo haben die Gesamtreserven also die Tendenz zu steigen. Das Dilemma des Systems liegt darin, daß diese Alimentierung der Reserven bei den gegebenen engen Grenzen der Versorgung mit neuem Währungsgold von einem anhaltenden Defizit in der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten abhing. Auch wenn die Reserven-Umverteilung der fünfziger Jahre ihre vorteilhafte Seite hatte, weil sie das Weltzahlungssystem stärkte, so fand man doch in den sechziger Jahren, als eine weitere Umverteilung unerwünscht war, keinen Weg, das Ungleichgewicht zu korrigieren.

Von Bedeutung ist auch, daß die Probleme des Systems und die dadurch bedingten Maßnahmen auf die Zehner-Gruppe konzentriert waren. Die übrigen Länder als Ganzes betrachtet erzielten einen befriedigenden Reservenwuchs, ohne zu Sondertransaktionen zu schreiten. Würden die Gesamtreserven jedoch zu wachsen aufhören, so dürften viele dieser Länder in Mitleidenschaft gezogen werden.

Für die Zukunft ist kaum daran zu zweifeln, daß das Wachstum der Gesamtreserven in Form von Gold und gewöhnlichen Devisen wahrscheinlich geringer sein wird als ehemals, da die Versorgung mit neuem Währungsgold rückläufig ist und die Bereitschaft, gewöhnliche Devisenguthaben zu unterhalten, an die Verfügbarkeit von Gold gebunden ist. Ferner ist ersichtlich, daß der Abzug von Gold aus den Vereinigten Staaten nicht mehr lange im bisherigen Ausmaß weitergehen kann. Inwieweit er aber durch Reduktion des Zahlungsungleichgewichts und inwieweit er durch Sondertransaktionen vermindert werden wird, bleibt abzuwarten.

Was die Reservenwirkung der amtlichen Kreditoperationen betrifft, so ist die Zukunft ebenfalls nicht so klar. Die amtlichen Kredite sind alle mit einer Rückzahlungsverpflichtung versehen, und wenn es zu Nettotilgungen kommt, verringern sich die Gesamtreserven. Das geschah in großem Umfang im ersten Viertel des Jahres 1967, als das Vereinigte Königreich Zentralbankhilfe zurückzahlte. Der damit verbundene Rückgang der Gesamtreserven als solcher ist allerdings zweifellos von geringer Bedeutung, und die Lage wurde durch die Rückzahlung dieser Schulden sicherlich gefestigt. Illustriert wird das Auf und Ab der amtlichen Kredite durch die Inanspruchnahme des Swapnetzes der Federal Reserve; in dessen Rahmen haben die verschiedenen Länder insgesamt schon Beträge im Gegenwert von 7,7 Milliarden Dollar gezogen, aber Ende März 1967 stand kein Ziehungsbetrag aus. Doch auf Dauer war das Reservenwachstum, so wie das System funktionierte, eine beharrliche Kraft, und bei allem Auf und Ab und allen zwischenstaatlichen Transformierungen von einem Kredittypus zum anderen zeigten die „geborgten“ Reserven insgesamt die Tendenz, zu steigen. Es spricht einiges dafür, daß es 1967 auch weiterhin dabei bleibt.

Abschließend ist zu sagen, daß ein nicht ganz zutreffendes Bild zu entstehen scheint, wenn man die gegenwärtige Sachlage gegen eine mögliche künftige Situation abgrenzt, in der die traditionellen Quellen die Reserven nur unzureichend speisen. Diese Quellen werden nun schon seit sechs Jahren ergänzt, und es sieht so aus, als würde dieser Prozeß weitergehen.

## TEIL II

### ÜBERSICHT ÜBER WÄHRUNG UND WIRTSCHAFT

#### I. KREDITENTWICKLUNG UND KREDITPOLITIK

Die dramatische Anspannung der monetären Verhältnisse sowohl im internationalen Bereich wie auf besonders wichtigen Inlandsmärkten trieb die Zinssätze bis zum Spätsommer 1966 beispiellos in die Höhe. Diese Bewegungen beruheten, trotz mancher Wechselbeziehung, vorwiegend auf einem zeitlichen Zusammentreffen weitgehend autonomer Entwicklungen in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in der Bundesrepublik Deutschland. In jedem dieser Länder hatte die Binnenwirtschaft unter inflationärem Druck gestanden und war die Zahlungsbilanz defizitär gewesen, und in ihnen allen war es großenteils der Geld- und Kreditpolitik überlassen geblieben, die Situation unter Kontrolle zu bringen. In verschiedenen Nachbarländern — Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz — verlief die Entwicklung nicht viel anders.

Die inländischen Geldmarktsätze und mit ihnen die Eurogeldmarktsätze bewegten sich in der letzten Zeit des Jahres 1965 und 1966 bis zum Sommer in enger Parallele aufwärts. Nach Diskontsatzanpassungen in den Vereinigten Staaten und in Kanada um die Jahreswende folgte bei den Diskontsätzen im Frühjahr eine Anhebungsrunde auf dem europäischen Kontinent und im Juli eine Erhöhung auf 7 Prozent im Vereinigten Königreich. Dazu erreichten die langfristigen Renditen in den Vereinigten Staaten, nachdem sie nach der Jahresmitte 1965 kräftig anzuziehen begonnen hatten, im August 1966 ihren höchsten Stand seit Jahrzehnten. In vielen Ländern des westlichen Europa hatte der Anstieg der langfristigen Sätze aber früher begonnen und noch größere Dimensionen angenommen.

Fast ebenso bemerkenswert wie die Verknappung der Kreditmärkte war ihre Auflockerung seit dem letzten Herbst. Das Niveau der kurzfristigen und der langfristigen Sätze ist in den Ländern, in denen sie vorher am meisten gestiegen waren, beträchtlich gesunken. Am Eurogeldmarkt war der starke Rückfluß von Mitteln entscheidend, die im letzten Jahr in die Vereinigten Staaten ausgeliehen worden waren. Im westlichen Europa liegen die langfristigen Sätze jetzt allgemein enger beieinander, aber das Gefälle zu den Vereinigten Staaten bleibt groß.

\* \* \*

#### **Bankkredit und Bildung liquider Mittel**

Die Kreditausweitung war in Nordamerika und in vielen Ländern des westlichen Europa 1965 und lange Zeit auch 1966 gemessen am Wachstum des Brutto-sozialprodukts eindeutig übersteigert. Die nachstehende Tabelle enthält eine

**Aktiva und Passiva des Bankensystems**

	Jahr	Forderungen			Verbindlichkeiten		Brutto-sozial-produkt zu Marktpreisen	Geld und Quasi-geld <sup>1</sup> in Prozent des Brutto-sozial-produkts
		Netto-aus-lands-forderungen	Kredite an den öffentlichen Sektor	Kredite an den privaten Sektor	Geld	Quasi-geld		
		Milliarden Einheiten der Landeswährung						
Belgien . . . . .	1964	8,80	9,00	10,70	19,70	6,10	773,82	45,7
	1965	6,60	16,10	13,90	21,10	11,60	836,96	46,0
	1966	- 5,60	18,30	22,50	21,00	12,90	902,00	46,1
Dänemark . . . . .	1964	0,82	- 0,98	3,42	1,40	1,53	61,91	48,2
	1965	0,12	0,88	2,36	1,70	1,19	69,47	47,4
	1966	0,22	0,14	4,47	2,23	2,04	76,67	48,2
Deutschland (BR) . . .	1964	2,00	8,40	21,70	5,40	13,90	413,80	38,6
	1965	- 0,20	8,80	25,30	5,10	17,30	448,60	40,3
	1966	3,10	6,00	19,40	1,30	19,90	477,90	42,3
Finnland <sup>2</sup> . . . . .	1964	126	- 48	1 130	56	949	23 433	39,7
	1965	- 282	69	1 167	45	1 022	25 819	40,5
	1966	- 457	215	1 378	126	1 218	27 591	42,0
Frankreich . . . . .	1964	3,80	- 0,32	10,66	12,21	2,61	431,90	39,5
	1965	3,33	1,28	12,04	15,27	2,77	461,40	40,6
	1966	1,83	1,03	14,40	13,64	5,05	497,50	41,6
Italien . . . . .	1964	483	548	1 104	908	870	33 077	61,9
	1965	992	922	1 470	1 871	1 490	35 575	65,3
	1966	418	821	2 646	2 080	1 690	38 397	69,9
Niederlande . . . . .	1964	0,11	0,17	1,08	1,15	2,42	61,83	58,8
	1965	0,08	0,89	1,47	1,70	2,50	68,65	59,4
	1966	- 0,27	1,17	1,09	1,18	2,43	75,88	58,4
Norwegen . . . . .	1964	0,27	0,20	1,39	0,57	1,23	48,18	53,2
	1965	1,13	0,34	1,23	0,77	1,76	50,10	52,0
	1966	0,07	0,48	1,98	0,84	1,45	54,17	52,3
Österreich . . . . .	1964	2,51	2,38	11,38	3,08	10,42	222,77	50,6
	1965	- 1,66	2,15	15,03	4,19	10,72	241,70	52,8
	1966	- 2,30 <sup>3</sup>	2,46 <sup>3</sup>	15,41 <sup>3</sup>	2,42	11,20	260,50	54,4
Schweden . . . . .	1964	1,06	- 0,36	4,82	1,27	3,83	92,97	67,3
	1965	0,12	- 0,67	3,92	1,08	1,64	102,15	65,4
	1966	0,56	1,57	5,19	1,44	4,81	110,80	64,7
Schweiz . . . . .	1964	0,85 <sup>4</sup>	0,61	3,92	1,72	4,30	55,54	124,8
	1965	0,56 <sup>4</sup>	0,86	4,46	1,09	4,73	59,88	125,8
	1966	0,41 <sup>4</sup>	0,79	4,50	1,12	4,16	64,17	125,8
Spanien . . . . .	1964	21,00	28,10	90,00	60,30	78,00	1 062,90	67,4
	1965	- 3,60	32,80	125,50	62,30	82,40	1 287,40	66,4
	1966	-14,60	49,00	112,50	50,90	79,90	1 474,20	66,9
Vereinigtes Königreich <sup>2</sup>	1964	- 578 <sup>5</sup>	- 200	967	585	-	33 066	34,3
	1965	- 304 <sup>5</sup>	550	570	909	-	35 426	34,3
	1966	- 10 <sup>5</sup>	99	308	554	-	37 424	34,5
Vereinigte Staaten . . .	1964	- 0,10 <sup>6</sup>	6,40	17,80	6,80	13,20	631,70	42,8
	1965	- 1,20 <sup>6</sup>	8,90	26,40	7,30	19,40	681,20	43,1
	1966	- 0,60 <sup>6</sup>	4,10	16,80	- 1,30	11,10	739,60	42,5
Kanada . . . . .	1964	0,35	- 0,26	1,02	0,71	0,50	47,40	35,4
	1965	0,16	0,04	1,67	1,20	0,78	52,11	35,9
	1966	0,34	0,65	0,75	0,80	0,53	57,78	34,8
Japan . . . . .	1964	- 274	727	3 791	1 012	2 503	27 645	90,4
	1965	154	745	2 774	1 611	2 908	30 441	95,1
	1966	133	912	4 656	1 459	3 697	35 190	96,3

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitte (aus Quartalszahlen). <sup>2</sup> Alle Beträge in Millionen Einheiten der Landeswährung. <sup>3</sup> Zwölf Monate bis Oktober. <sup>4</sup> Nur Nationalbank. <sup>5</sup> Forderungen des Devisenausgleichsfonds (ohne die Übertragung aus dem US-Dollar-Portefeuille), IWF-Nettoposition und Nettoforderungen der Depositenbanken. <sup>6</sup> Zentrale Forderungen und IWF-Nettoposition.

Quelle: IWF, International Financial Statistics.

vergleichende Zusammenstellung der Bildung liquider Mittel durch das Bankensystem und der entsprechenden Veränderungen der Bankenforderungen gegen die öffentliche Hand, den privaten Sektor und das Ausland. In ihr spiegeln sich damit bis zu einem gewissen Grade die Struktur der inländischen Kreditnachfrage und das Ausmaß wider, in dem die Wirtschaftspolitik — nicht nur die Kreditpolitik, sondern auch die Budget- und die Einkommenspolitik — die Bankkreditgewährung und die Liquiditätsbildung zu beeinflussen vermochte. Da in vielen Ländern die Kreditnachfrage gegen das Jahresende hin nachließ, vermitteln die in der Tabelle zusammengestellten Jahreswerte ein etwas gemischtes Bild.

In einer Anzahl von Ländern schwächte sich die Bankkreditgewährung an den öffentlichen Sektor, die 1965 zu einer immer bedeutenderen Quelle der monetären Expansion geworden war, im Jahre 1966 etwas ab. In bestimmten dieser Länder, so in Dänemark, der Bundesrepublik und Italien, beruhte diese verminderte Bankkreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Jahre 1966 zum Teil auf günstigeren Haushaltsergebnissen. Dagegen verbesserte sich in Belgien die Haushaltslage zwar ebenfalls, aber der Staat nahm zur Entlastung des Kapitalmarktes mehr Kredite beim Bankensystem auf als 1965 und begann sich auch wieder im Ausland zu finanzieren.

In einigen Ländern beruhte die verringerte Kreditgewährung der Banken an den Staat zum Teil auf einem Wandel der Kreditstruktur. In der Schweiz und in Italien finanzierten sich die öffentlichen Stellen zu einem größeren Prozentsatz auf dem Kapitalmarkt und in der Bundesrepublik durch Aufnahme kurzfristiger Nichtbankenkredite. In Frankreich wurde 1966 der Staatshaushalt, der im Jahr davor insgesamt ausgeglichen gewesen war, leicht defizitär. Jedoch erhielt der Staat seine Kredite, die er größtenteils an die Wirtschaft weiterleitete, ausschließlich außerhalb des Bankensystems, und zwar in solchem Umfang, daß er Bankschulden zurückzahlen konnte. Hingegen wurde in den Niederlanden nicht nur die staatliche Haushaltslage wiederum schlechter, sondern es stieg auch die staatliche Finanzierung über das Bankensystem einschließlich der Zentralbank.

In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich expandierte der Bankkredit an den öffentlichen Sektor im vergangenen Jahr verlangsamt, obgleich das Haushaltsdefizit in den Vereinigten Staaten stieg und im Vereinigten Königreich groß blieb. In den Vereinigten Staaten erwarben die Banken weniger öffentliche Papiere, während sich deren Umlauf außerhalb des Bankensektors rascher vergrößerte. Im Vereinigten Königreich wurde der Finanzbedarf des Schatzamtes in der Hauptsache durch Steigerung der Schatzwechselkäufe des Auslands und durch die Sterlingbeträge gedeckt, die über den Devisenausgleichsfonds verfügbar wurden.

In Kanada wiederum verschlechterte sich 1966 die Haushaltslage beim Bund (ohne die Operationen der neuen Sozialversicherungskasse) wie auch bei den Provinzen und Kommunen. Der erhöhte Kassenbedarf des öffentlichen Sektors wurde zum Teil über die Banken und die Zentralbank gedeckt. In Schweden verlief die Entwicklung ähnlich. In Japan wurde das Haushaltsdefizit als eine der Maßnahmen zur Konjunkturbelebung erweitert und hauptsächlich durch Absatz von Obligationen im Bankensystem finanziert.

Das Volumen der dem privaten Sektor gewährten Bankkredite weitete sich im vergangenen Jahr in einer Anzahl von Ländern langsamer aus, zuerst wegen der Straffung der Kreditpolitik, später wegen der Abschwächung der Nachfrage. Ziemlich ausgeprägt war die Verlangsamung in den Vereinigten Staaten, Kanada, dem Vereinigten Königreich, der Bundesrepublik und den Niederlanden, und in der Schweiz sowie in Österreich war der absolute Zuwachs nicht viel größer als 1965. In einigen dieser Länder — dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden und der Schweiz — war die Kreditgewährung an den privaten Sektor plafondiert.

Dagegen beschleunigte sich die Kreditgewährung an den privaten Sektor in Ländern, in denen die Konjunktur gedämpft gewesen war — Belgien, Frankreich, Italien und Japan —, sowie in den skandinavischen Ländern und in Finnland.

Bankkreditgewährung und Bildung volkswirtschaftlicher Liquidität stehen in enger Wechselbeziehung zueinander. Marginal wird dieser Prozeß von der Beeinflussung der Bankenliquidität durch die Zentralbank beschränkt, die ihrerseits dabei die Auswirkungen der Zahlungsbilanz, des staatlichen Zahlungsverkehrs und anderer Faktoren berücksichtigt. Normalerweise äußert sich die monetäre Restriktion in einem langsameren Wachstum der liquiden Mittel im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt und in einem Anstieg der langfristigen Zinssätze, und Umgekehrtes gilt für die monetäre Lockerung. Das Inversionsverhältnis zwischen Liquiditätstrends und langfristigen Zinssätzen wird im allgemeinen durch die letztjährigen Ergebnisse in den meisten Ländern bestätigt. Aber in der Bundesrepublik beispielsweise herrschte 1966 eine solche Liquiditätsvorliebe, daß ein kräftiger Anstieg der langfristigen Effektivzinsen mit einer Ausweitung des Geld- und Quasigeldvolumens im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt einherging. Auch in Dänemark expandierte trotz dem hohen Zinsniveau der Anteil der Bankeinlagenbildung.

### **Die Zinsentwicklung im internationalen Vergleich**

In den Vereinigten Staaten war der Anstieg der kurzfristigen Zinssätze im Jahre 1966 die Fortsetzung einer seit 1962 feststellbaren Aufwärtsbewegung unter gewandelten Verhältnissen. In diesem Zeitraum wurde der amtliche Diskontsatz dreimal — das letzte Mal im Dezember 1965 — erhöht, und zwar von 3 auf 4½ Prozent. Die nach Regulativ Q höchstzulässigen Zinsen für Termineinlagen wurden viel stärker heraufgesetzt, nämlich beispielsweise für Drei- bis Sechsmoneats-einlagen von 2½ auf 5½ Prozent. Bestimmend für diese Anhebungen war in erster Linie die Notwendigkeit einer positiven Beeinflussung des kurzfristigen Kapitalverkehrs, obwohl im Dezember 1965 binnenwirtschaftliche Überlegungen bereits entscheidende Bedeutung erlangt hatten.

Die Entwicklung der langfristigen US-Zinssätze nahm demgegenüber einen etwas anderen Verlauf. Die Renditen von Bundesanleihen blieben, nachdem sie in der Zeit von Ende 1962 bis Frühjahr 1964 mäßig gestiegen waren, von da an sehr stabil. Jedoch gerieten sie ab Sommer 1965, als der Nachfragedruck exzessiv wurde, in einen steilen Auftrieb, der bis zum August 1966 andauerte.

Änderungen der amtlichen Diskontsätze seit 1964

Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz Prozent	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz Prozent	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz Prozent
<b>Belgien</b>		<b>Japan</b>		<b>Schweden</b>	
31. Oktober 1963 . . . . .	4¼	20. April 1963 . . . . .	5,84	14. Juni 1963 . . . . .	4
3. Juli 1964 . . . . .	4¼	18. März 1964 . . . . .	6,57	31. Januar 1964 . . . . .	4½
2. Juni 1966 . . . . .	5¼	9. Januar 1965 . . . . .	6,205	6. November 1964 . . . . .	5
2. Februar 1967 . . . . .	5	3. April 1965 . . . . .	5,84	9. April 1965 . . . . .	5½
23. März 1967 . . . . .	4¾	26. Juni 1965 . . . . .	5,475	10. Juni 1966 . . . . .	6
11. Mai 1967 . . . . .	4½			3. Februar 1967 . . . . .	5½
		<b>Kanada</b>		10. März 1967 . . . . .	5
<b>Dänemark</b>		12. August 1963 . . . . .	4		
13. November 1963 . . . . .	5½	24. November 1964 . . . . .	4¼	<b>Schweiz</b>	
11. Juni 1964 . . . . .	6½	6. Dezember 1965 . . . . .	4¾	26. Februar 1959 . . . . .	2
		14. März 1966 . . . . .	5¼	3. Juli 1964 . . . . .	2½
<b>Deutschland (BR)</b>		30. Januar 1967 . . . . .	5	6. Juli 1966 . . . . .	3½
5. Mai 1961 . . . . .	3	7. April 1967 . . . . .	4¾		
22. Januar 1965 . . . . .	3½			<b>Vereinigtes Königreich</b>	
13. August 1965 . . . . .	4	<b>Niederlande</b>		3. Januar 1963 . . . . .	4
27. Mai 1966 . . . . .	5	8. Januar 1963 . . . . .	3½	27. Februar 1964 . . . . .	5
6. Januar 1967 . . . . .	4½	6. Januar 1964 . . . . .	4	23. November 1964 . . . . .	7
17. Februar 1967 . . . . .	4	4. Juni 1964 . . . . .	4½	3. Juni 1965 . . . . .	6
14. April 1967 . . . . .	3½	2. Mai 1966 . . . . .	5	14. Juli 1966 . . . . .	7
12. Mai 1967 . . . . .	3	15. März 1967 . . . . .	4¾	26. Januar 1967 . . . . .	6½
				16. März 1967 . . . . .	6
<b>Frankreich</b>		<b>Österreich</b>		4. Mai 1967 . . . . .	5½
14. November 1963 . . . . .	4	27. Juni 1963 . . . . .	4½		
8. April 1965 . . . . .	3½	18. April 1967 . . . . .	4¾	<b>Vereinigte Staaten</b>	
				17. Juli 1963 . . . . .	3½
<b>Island</b>		<b>Portugal</b>		24. November 1964 . . . . .	4
29. Dezember 1960 . . . . .	9	12. Januar 1944 . . . . .	2½	6. Dezember 1965 . . . . .	4½
1. Januar 1965 . . . . .	8	1. September 1965 . . . . .	3	7. April 1967 . . . . .	4
1. Januar 1966 . . . . .	9				

Das Gefälle zwischen den kurzfristigen und den langfristigen Zinssätzen in den Vereinigten Staaten kam in den Jahren 1962–1966 allmählich zum Verschwinden. Im letzten Teil der Periode stiegen die kurzfristigen Renditen sogar erheblich über die langfristigen.

Im Vereinigten Königreich begann der Anstieg sowohl der kurzfristigen wie der langfristigen Zinssätze gegen Ende 1963 mit der Belebung der Binnenkonjunktur. Danach blieb der Trend bis zum Spätsommer 1966 aufwärtsgerichtet, wobei allerdings die Sätze in den Krisenmonaten um die Jahreswende 1964/65 besonders stark stiegen und dann im weiteren Verlauf des Jahres 1965 nachgaben.

Auf dem Kontinent wurden die kurzfristigen Marktsätze in den Jahren 1962 bis 1966 im allgemeinen höher und mehr oder minder in Übereinstimmung mit denen in den Vereinigten Staaten und am Eurogeldmarkt gehalten. Die weitgehende Parallelität in den Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze liegt unter anderem darin begründet, daß die Geldmärkte der einzelnen Länder jetzt stärker als früher miteinander verbunden sind, und zwar sowohl unmittelbar wie auch über den Eurogeldmarkt. Ein anderer Grund ist, daß die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich als Reservewährungsländer ihre kurzfristigen Sätze aus Zahlungsbilanzgründen stark in Einklang mit der wirtschaftlichen Lage im Ausland halten mußten.

Demgegenüber hat sich bei den langfristigen Zinsen das Gefälle zwischen den Vereinigten Staaten und praktisch allen westlichen europäischen Ländern in den letzten Jahren erweitert. In der Zeit von 1962 bis Mitte 1965, in der die Renditen langfristiger Staatsschuldverschreibungen in den Vereinigten Staaten nur wenig stiegen, kam es zu starken Erhöhungen in der Bundesrepublik, Dänemark, den Niederlanden und dem Vereinigten Königreich. Nicht ganz so stark, aber immer noch größer als in den Vereinigten Staaten war der Zinsauftrieb in Belgien, Italien und Schweden. In der Schweiz stieg die langfristige Rendite, allerdings bei einem im Vergleich zu den Vereinigten Staaten viel niedrigeren Ausgangsniveau, fast ebenso sehr wie in der Bundesrepublik und in den Niederlanden. Nur in Frankreich war der Anstieg nicht größer als in den Vereinigten Staaten.

Die Zinsentwicklung im internationalen Vergleich<sup>1</sup> 1962-1967

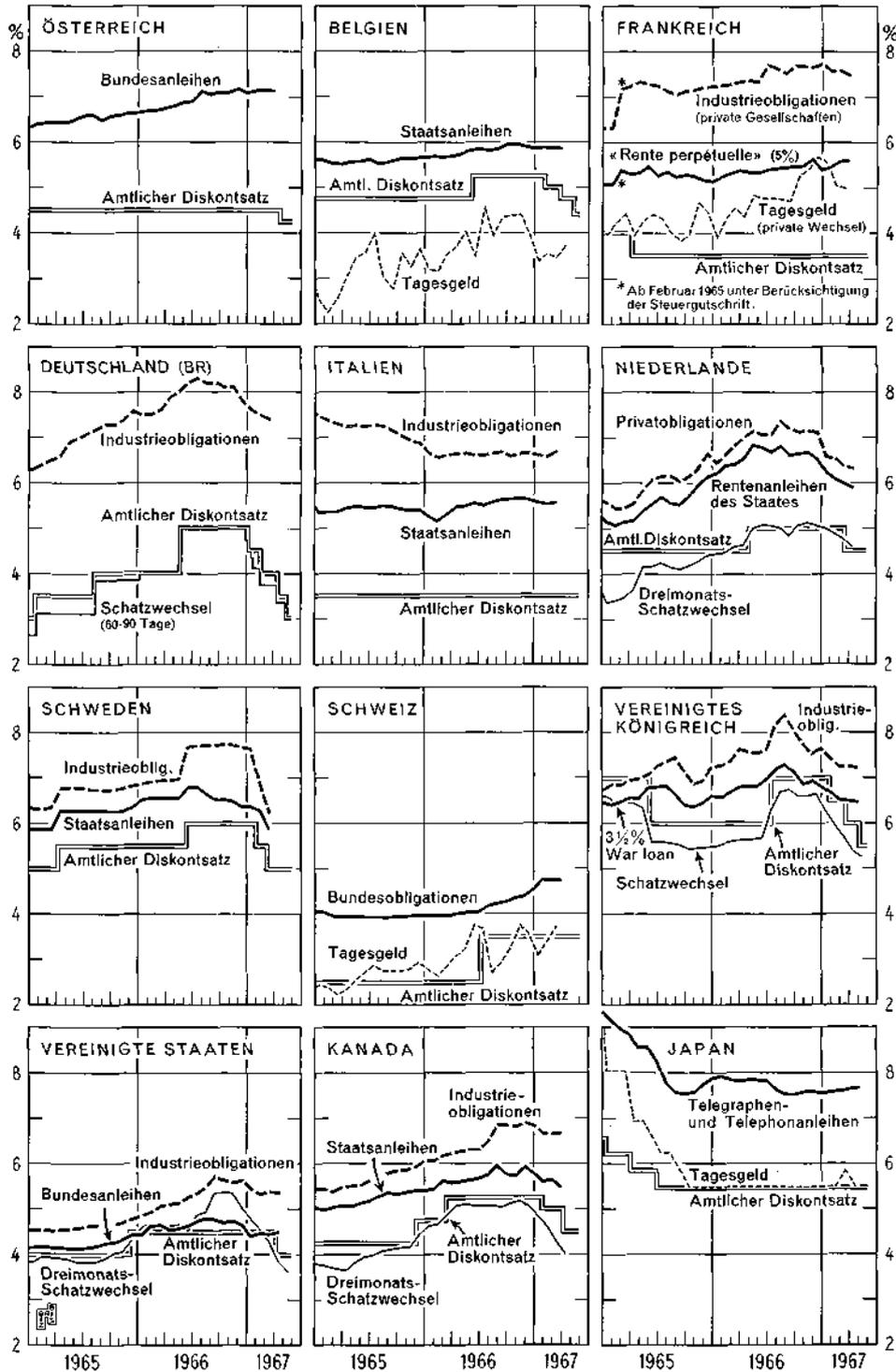
	Geldmarktsätze <sup>2</sup>					Renditen langfristiger Staatsschuldverschreibungen				
	Ende 1962	Mitte 1965	August 1966	März 1967	Veränderung 1962/März 1967	Ende 1962	Mitte 1965	August 1966	März 1967	Veränderung 1962/März 1967
	Prozent				Prozentpunkte	Prozent				Prozentpunkte
Niederlande . . . . .	2,02	4,18	5,03	4,76	+ 2,74	4,19	5,24	6,53	5,83	+ 1,64
Dänemark . . . . .					.	6,45	7,61	8,05	8,05	+ 1,60
Schweiz . . . . .	2,88	3,73	4,21	4,50	+ 1,62	3,12	3,92	4,24	4,72	+ 1,60
Deutschland (BR) . . . . .	4,37	4,87	7,00	5,12	+ 0,75	6,10	7,10	8,60	7,20	+ 1,10
Belgien . . . . .	2,73	3,57	3,95	3,45	+ 0,72	4,96	5,59	5,81	5,88	+ 0,92
Schweden . . . . .					.	4,35	5,00	6,10	5,23	+ 0,88
Vereinigtes Königreich . . . . .	3,64	5,59	6,70	5,69	+ 2,05	5,61	6,65	7,17	6,39	+ 0,78
Frankreich . . . . .	3,51	4,41	4,77	5,00	+ 1,49	5,31	5,47	5,98	6,08	+ 0,77
Italien . . . . .					.	4,88	5,46	5,55	5,56	+ 0,68
Vereinigte Staaten	2,86	3,81	4,93	4,29	+ 1,43	3,87	4,14	4,80	4,45	+ 0,58
Kanada . . . . .	3,87	3,95	5,07	4,26	+ 0,39	5,07	5,16	5,91	5,45	+ 0,38

<sup>1</sup> Die internationale Vergleichbarkeit der Zinssätze ist sehr beschränkt; sie ist mehr bei den relativen Veränderungen im Zeitverlauf gegeben als in bezug auf die absoluten Unterschiede. <sup>2</sup> Belgien, Frankreich: Tagesgeldsätze; Niederlande, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten, Kanada: Sätze für Dreimonats-Schatzwechsel; Bundesrepublik Deutschland, Schweiz: Sätze für Dreimonatseinlagen.

In der Zeit von Mitte 1965 bis August 1966 erhöhte sich in den Vereinigten Staaten die Rendite der langfristigen Staatsschuldverschreibungen kräftig von 4,14 auf 4,80 Prozent. Doch selbst in dieser Periode zogen die Renditen in einigen der kontinentalen Länder — Bundesrepublik, Niederlande und Schweden — noch mehr an, und in Frankreich, dem Vereinigten Königreich und Dänemark in mehr oder minder vergleichbarem Maße. In anderen Ländern allerdings — Belgien, Italien und Schweiz — blieb der Auftrieb beträchtlich hinter demjenigen in den Vereinigten Staaten zurück. Damit befand sich der Anstieg der langfristigen Renditen in den Vereinigten Staaten, auch wenn er eindrucklich genug war, ungefähr in der Mitte des Spektrums der internationalen Zinsentwicklung.

In der jüngsten Phase, also etwa ab August 1966 bis zum Frühjahr 1967, sind die langfristigen Renditen in den Vereinigten Staaten und einer Anzahl westlicher europäischer Länder zurückgegangen. In der Bundesrepublik, Schweden,

Zinssätze



den Niederlanden und dem Vereinigten Königreich war der Abstieg ziemlich steil, viel steiler als in den Vereinigten Staaten. In der Schweiz dagegen, wo die Renditen nach europäischen Maßstäben niedrig geblieben waren, zogen sie in diesem Zeitraum weiter an. Gleichzeitig ließen sie auch in Belgien, Frankreich und Italien, also in Ländern mit einem gemessen an den Vereinigten Staaten bereits hohen Niveau der langfristigen Zinsen, noch eine gewisse Auftriebstendenz oder zumindest keine Abschwächung erkennen.

Die verhältnismäßig starke Erhöhung der langfristigen Zinsen im westlichen Europa seit 1962 geht unter anderem darauf zurück, daß in den meisten Ländern des westlichen Europa der rasche Anstieg der öffentlichen Ausgaben zusammen mit nicht produktivitätsorientierten Lohnerhöhungen die volkswirtschaftlichen Sparquoten beeinträchtigt hat. In Verbindung hiermit hat die langanhaltende inflatorische Entwicklung die Liquiditätsvorliebe gesteigert. Ein weiterer Grund sind die Direktmaßnahmen der Vereinigten Staaten zur Verbesserung ihrer Zahlungsbilanz. Wenn US-Firmen Kredite in Europa aufnehmen, haben sie nach den Grundsätzen des Selbstbeschränkungsprogramms die Möglichkeit, die vorgeschriebenen Plafonds für Direktinvestitionen zu überschreiten und zugleich ihre individuelle Zahlungsposition empfehlungsgemäß zu verbessern. Ferner bietet die Zinsausgleichsteuer, die mit Wirkung vom Januar 1967 so erhöht wurde, daß ihr Zinsäquivalent von 1 auf  $1\frac{1}{2}$  Prozent stieg, für US-Bürger einen Anreiz zu Anlagen im Inland und andererseits für ausländische Emissionsinteressenten einen Anlaß, sich an die internationalen und nationalen Märkte in Europa zu halten.

Demgegenüber ist innerhalb des westlichen Europa das Gefälle bei den langfristigen Zinssätzen jetzt geringer als seit Jahren: Einesteils sind die Renditen in den Niederlanden, Schweden und der Schweiz, wo sie nach internationalen Begriffen niedrig gewesen waren, erheblich gestiegen, während andererseits die konjunkturelle Situation in Belgien, der Bundesrepublik, Frankreich und Italien verhältnismäßig entspannt war. In Frankreich hat außerdem die Haushaltsdisziplin zur Begrenzung des Renditenanstiegs beigetragen, und seit dem letzten Sommer hat sich auch in Belgien, der Bundesrepublik und Italien die Haushaltslage in ihren Grundzügen gebessert.

### **Nationale und internationale Kapitalmärkte**

Bei monetärer Restriktion ist der über das Bankensystem geleitete Anteil an der Gesamtkreditgewährung normalerweise rückläufig. Die Kreditinteressenten sehen sich vor die Notwendigkeit gestellt, sich vermehrt dem Kapitalmarkt zuzuwenden, und die Banken ihrerseits neigen zu einer Reduktion ihres Nettowertpapiererwerbs, um ihre Kreditgewährung im engeren Sinne nicht zu sehr in Mitleidenschaft zu ziehen. Mit dem Rückgang der Effektenkurse und dem Anstieg der Renditen treten dann auch zunehmend Nichtbanken-Anleger auf den Plan, insbesondere Kapitalsammelstellen, um Kaufgelegenheiten auf dem langfristigen Markt zu nutzen. Die Verlangsamung der Einlagenbildung begrenzt den Spielraum der Banken für multiple Kreditschöpfung und trägt auf diese Weise dazu bei, daß die Kreditexpansion im Finanzsystem als Ganzes gemäßiger verläuft.

Nettoinanspruchnahme der nationalen Kapitalmärkte

	Jahr	Öffentlicher Sektor		Privater Sektor <sup>1</sup>		Ausländische Emissionen	Insgesamt	Private und ausländische Emissionen	Neue Emissionen insgesamt
		Staat	Sonstige Stellen	Aktien	Obligationen				
		Milliarden Einheiten der Landeswährung							
Belgien . . . . .	1964	7,89	12,82	11,98	5,66	0,17	38,52	2,3	5,0
	1965	17,21	12,27	11,41	15,25	0,26	56,40	3,2	6,7
	1966	12,96	13,94	11,96	15,47	.	54,33	3,0	6,0
Dänemark . . . . .	1964	— 0,18	—	0,24	3,49	—	3,55	6,0	5,7
	1965	— 0,14	—	0,30	4,82	—	4,99	7,4	7,2
	1966	— 0,16	—	0,23	4,20	—	4,27	5,8	5,6
Deutschland (BR)	1964	1,51 <sup>2</sup>	1,76	2,24	10,24	0,89 <sup>3</sup>	16,64	3,2	4,0
	1965	1,15 <sup>2</sup>	1,96	3,96	9,36	1,36 <sup>3</sup>	17,79	3,3	4,0
	1966	0,36 <sup>2</sup>	0,06	2,69	5,10	0,62 <sup>3</sup>	8,83	1,8	1,9
Frankreich . . . . .	1964	0,55	0,47	5,01	5,14	0,15	11,32	2,5	2,6
	1965	0,00	0,68	5,02	8,34	0,12	12,16	2,5	2,6
	1966	0,00	0,84	3,66	7,66	0,20	12,36	2,3	2,5
Italien . . . . .	1964	70	159 <sup>4</sup>	555	1 221	—	2 005	5,4	6,1
	1965	161	501 <sup>4</sup>	406	1 295	14	2 377	4,8	6,7
	1966	1 551 <sup>4</sup>		470	1 197	72	3 290	4,5	8,6
Niederlande . . . . .	1964	0,20	0,29	0,21	0,14	— 0,05	0,78	0,5	1,3
	1965	— 0,03	0,59	0,11	0,71	0,04	1,41	1,2	2,1
	1966	— 0,02	0,66	0,06	0,80	— 0,07	1,43	1,0	1,9
Schweden . . . . .	1964	0,11	0,37	0,49	3,15	—	4,11	3,9	4,4
	1965	— 0,29	0,20	0,93	2,81	—	3,66	3,7	3,6
	1966	— 0,14	0,15	0,72	4,83	—	5,55	5,0	5,0
Schweiz <sup>5</sup> . . . . .	1964	— 0,16	0,66	1,54	2,12	0,28	4,44	7,1	8,0
	1965	— 0,22	0,75	1,54	1,81	0,26	4,14	6,0	6,9
	1966	0,00	0,90	1,21	1,59	0,42	4,12	5,0	6,4
Spanien . . . . .	1964	15,00	8,33	20,12	19,93	—	63,38	3,8	6,0
	1965	27,51	9,10	34,76	25,93	—	97,30	5,4	8,7
	1966	24,44	9,00	40,08	26,19	—	99,71	5,2	7,8
Vereinigtes Königreich . . . . .	1964	— 0,11 <sup>6</sup>	0,09	0,23	0,29	0,06	0,56	1,8	1,7
	1965	0,22 <sup>6</sup>	0,21	0,07	0,37	0,02	0,89	1,3	2,5
	1966	0,23 <sup>6</sup>	0,19	0,19	0,50	— 0,02	1,09	1,8	2,9
Vereinigte Staaten <sup>7</sup>	1964	0,80 <sup>8</sup>	5,10	3,30	6,60	1,20 <sup>9</sup>	17,00	1,8	2,7
	1965	— 4,70 <sup>8</sup>	6,10	3,10	8,10	1,50 <sup>9</sup>	14,10	1,9	2,7
	1966	— 1,20 <sup>8</sup>	5,50	4,40	11,30	1,30 <sup>9</sup>	21,30	2,3	2,9
Kanada . . . . .	1964	0,56	0,88	0,33	0,56	—	2,32	1,9	4,9
	1965	— 0,06	0,67	0,45	0,92	—	1,99	2,6	3,8
	1966	0,42	1,32	0,53	0,51	—	2,77	1,8	4,8
Japan . . . . .	1964	— 17	69	860	904 <sup>10</sup>	—	1 816	6,4	6,6
	1965	— 10	151	277	1 391 <sup>10</sup>	—	1 809	5,5	5,9
	1966	797	217	433	1 575 <sup>10</sup>	—	3 022	5,7	8,6

<sup>1</sup> Auch Emissionen halböffentlicher Kreditinstitute und verstaatlichter Unternehmen. <sup>2</sup> Veränderung des Umlaufs an Anleihen und Kassenobligationen. <sup>3</sup> Auch Absatz an Ausländer; vergleiche jedoch Fußnote 2 zur Tabelle auf Seite 52. Die Zahl für 1966 enthält nicht die Emissionen von US-Gesellschaften zum Austausch für Aktien deutscher Gesellschaften. <sup>4</sup> Einschließlich indirekter Kapitalaufnahme der Staatskasse. <sup>5</sup> Auch nichtöffentlich begebene Emissionen. <sup>6</sup> Veränderung der umlaufenden Staatsschuld (ohne Schatzwechsel). <sup>7</sup> Auf Grund von Angaben der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung des Federal-Reserve-System, ohne Hypothekarkredite. <sup>8</sup> Veränderung der umlaufenden Staatsschuld (nur Papiere mit mindestens einjähriger Verfallzeit). <sup>9</sup> Brutto. <sup>10</sup> Auch Obligationen öffentlicher Gesellschaften.

Eine diesen Zusammenhängen etwa entsprechende Entwicklung zeigte sich im vergangenen Jahr deutlich in der Ausweitung des Emissionsvolumens in Ländern wie den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Kanada.

In den ersten beiden Ländern entfiel die Ausweitung größtenteils auf die Kapitalaufnahme des privaten Sektors, während in Kanada die öffentlichen Stellen, insbesondere die Provinzen und die Gemeinden, mehr in den Vordergrund traten.

Auf dem Kontinent ging die Umstrukturierung der Finanzierungsströme in den Ländern mit restriktiver Geld- und Kreditpolitik oft eher in die Richtung der Termin- und Spareinlagenbildung als zum Emissionsmarkt. Das galt besonders für die Bundesrepublik Deutschland, in der die Liquiditätsvorliebe stark war und der Markt nur begrenzt institutionell gestützt wird. In der Schweiz war das Emissionsvolumen durch ein Kontingentierungssystem und in Dänemark durch eine Vereinbarung mit den Hypothekarinstitutionen beschränkt. Dagegen liefen in den Niederlanden im vergangenen Jahr verhältnismäßig mehr Mittel über den Kapitalmarkt, doch handelte es sich hierbei zum größten Teil um private Darlehen und nicht um öffentliche Emissionen. In Schweden wurde die Erweiterung des Emissionsvolumens durch die Käufe von Kapitalsammelstellen, insbesondere der öffentlichen Versicherungsinstitute, erleichtert.

In Italien und Japan, wo die monetäre Lage aufgelockert war, kamen dem kräftigen Anstieg der öffentlichen Emissionen die anhaltend hohen Wertpapierkäufe der Banken zugute. In Frankreich hatte die Emissionstätigkeit ungefähr den Umfang von 1965, aber verhältnismäßig mehr Mittel wurden außerhalb des Bankensystems in anderen Formen zur Verfügung gestellt, auch als Bauspargelder. In Belgien beruhte der Rückgang der Emissionstätigkeit weitgehend auf der Reduktion der staatlichen Emissionen, der nur zu einem kleinen Teil eine höhere Kreditaufnahme von privater und sonstiger Seite gegenüberstand.

Die Aktienkurse gingen 1966 in den meisten Ländern stark zurück; nur in Italien und Japan stiegen sie in der ersten Zeit des Jahres. Allenthalben wurde der Rückgang durch die angespannte monetäre Lage und den Anstieg der langfristigen Zinssätze bedingt. Aber während in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Kanada das Volumen der Aktienemissionen teilweise zunahm, wurde es in den meisten kontinentalen Ländern erheblich geringer. Für die Emissionsinteressenten war dabei zweifellos nicht zuletzt der tiefe Stand maßgebend, den die Aktienkurse nach mehrjähriger Baisse erreicht hatten. Für die Käufer war auf dem Kontinent ein besonderer Faktor das große Volumen der internationalen Anleihen, die den heimischen Märkten langfristige Mittel entzogen. Gegen Ende 1966, als die monetäre Lage sich entspannte und die Zinssätze zurückgingen, erholten sich die Aktienkurse wieder, vor allem in den Vereinigten Staaten, in Kanada und im Vereinigten Königreich.

Der Umfang der an nationalen Kapitalmärkten aufgelegten Auslandsanleihen ist ersichtlich aus den beiden Tabellen auf den Seiten 49 und 52, und zwar informiert die erstere über die Netto-Auflegungen in einzelnen Ländern, die zweite dagegen über die Stellung solcher Anleihen im größeren Rahmen des gesamten internationalen Anleihegeschäftes. Die einzigen Märkte — abgesehen von den Vereinigten Staaten —, an denen die Emissionen dieses konventionellen Typs zeitweise ein bedeutendes Ausmaß erreichten, sind die Schweiz, die Niederlande und die Bundesrepublik Deutschland. Im gesamten westlichen Europa

unter Ausschluß der Bundesrepublik sind solche Emissionen allgemein genehmigungspflichtig, und in den Vereinigten Staaten sind sie, mit gewissen Ausnahmen, der Zinsausgleichsteuer unterworfen. In den letzten Jahren haben die Behörden sowohl der Schweiz wie auch der Niederlande die Auslandsemissionen eingeschränkt, um ihre heimischen Kapitalmärkte nicht zu überlasten. In der Bundesrepublik war das Volumen solcher Emissionen mehr durch die gegebenen hohen Zinssätze begrenzt. Die Auslandsemissionen stiegen 1966 an den Märkten des Kontinents und des Vereinigten Königreichs auf 531 Millionen Dollar. Neben einer großen Anleihe einer internationalen US-Gesellschaft in der Bundesrepublik Deutschland ergab sich ein kleiner Zuwachs in der Schweiz, und in Italien und Frankreich wurden bestimmte Anleihen internationaler Institutionen genehmigt.

Die Auslandsanleihen in den Vereinigten Staaten beliefen sich 1966 auf 1 317 Millionen Dollar und damit auf rund 100 Millionen Dollar weniger als im Jahre 1963, in dem die Zinsausgleichsteuer eingeführt worden war. Die in den Vereinigten Staaten begebenen Anleihen Kontinentaleuropas und des Vereinigten Königreichs, die sich 1963 auf 347 Millionen Dollar gestellt hatten, betragen im vergangenen Jahr nur 9 Millionen Dollar. Dagegen bestritten die kanadischen Anleihen, die unter gewissen Bedingungen von der Steuer ausgenommen sind, 1966 vom Gesamtvolumen 82 Prozent, gegenüber 54 Prozent 1963. Bis zu einer bestimmten Verschuldungsgrenze ist auch Japan von der Zinsausgleichsteuer befreit; jedoch nahm dieses Land angesichts seines letztjährigen außenwirtschaftlichen Überschusses weder in den Vereinigten Staaten noch in anderen Ländern Anleihen auf.

Der Gesamtbetrag der internationalen Emissionen ging, nachdem er von 120 Millionen Dollar 1963 auf 1 192 Millionen Dollar 1965 hochgeschwungen war, letztes Jahr wieder etwas zurück — auf 1 155 Millionen Dollar. Im Gegensatz zu den „ausländischen“ Emissionen an inländischen Kapitalmärkten wird die Begebung dieser internationalen Anleihen von internationalen Übernahmekonsortien für den Verkauf in mehreren Ländern zugleich organisiert. Sie erfordern in den wichtigsten Ausgabezentren keine besondere Genehmigung, lauten auf verschiedene Schlüsselwährungen oder auf mehrere Währungen gleichzeitig, und ihr Absatz beruht in erster Linie auf der Voraussetzung, daß in einzelnen Staaten Inländer ausländische Wertpapiere erwerben dürfen. Innerhalb des Gesamtabsatzes von 1966 waren die Emissionen von Industrie- und Handelsunternehmen beträchtlich vergrößert und diejenigen von Staaten und internationalen Institutionen vermindert, wobei es teilweise zu einer Verlagerung auf die heimischen Märkte kam. Die auf US-Dollar lautenden Emissionen machten ungefähr zwei Drittel des Gesamtvolumens aus, während der Rest auf verschiedene Währungen, vor allem auf Deutsche Mark, lautete. Da die Effektivverzinsung neubegebener Anleihen bis zum Frühherbst weiter stieg, verkürzten die Emittenten zunehmend die Laufzeiten, um sich nicht zu den hohen Sätzen langfristig zu binden. Im September warfen neue private Emissionen mit fünfjähriger Verfallzeit effektiv über 7 Prozent ab, während die längerfristigen  $6\frac{3}{4}$  Prozent oder mehr einbrachten. Im Frühjahr 1967 ergaben neue fünfjährige Anleihen Renditen von 6 bis  $6\frac{1}{4}$  Prozent, und für die langfristigen waren  $6\frac{1}{4}$ – $6\frac{1}{2}$  Prozent typisch.

Ausländische und internationale Anleiheemissionen<sup>1</sup>

Emittenten	Jahr	Auslandsanleihen an Inlandsmärkten					Internationale Anleihen <sup>2</sup>	Anleihen im Ausland insgesamt
		Kontinental-europa <sup>2</sup>	Vereinigt-es König-reich	Kanada	Vereinigte Staaten	Insgesamt		
Millionen US-Dollar								
Kontinentaleuropa . . . . .	1963	149	—	—	192	341	93	434
	1964	74	4	—	45	123	406	529
	1965	66	4	—	25	95	441	535
	1966	75	14	—	9	98	413	512
Vereinigtes Königreich . . . . .	1963	16	—	—	155	171	—	171
	1964	15	—	—	5	20	—	20
	1965	23	—	—	80	103	25	128
	1966	12	—	—	—	12	40	52
Kanada . . . . .	1963	—	—	—	762	762	—	762
	1964	—	—	—	767	767	—	767
	1965	—	—	—	959	959	—	959
	1966	—	—	—	1 081	1 081	—	1 081
Vereinigte Staaten . . . . .	1963	—	—	—	—	—	—	—
	1964	—	—	—	—	—	—	—
	1965	10	—	—	—	10	296	306
	1966	192 <sup>3</sup>	—	—	—	192	474	666
Japan . . . . .	1963	25	19	—	136	180	22	202
	1964	36	—	—	—	36	162	198
	1965	—	—	—	63	63	35	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—
Übrige Welt . . . . .	1963	6	129	—	163	298	—	298
	1964	—	55	—	219	274	5	279
	1965	—	59	—	205	264	110	374
	1966	—	42	—	143	185	126	311
Internationale Institutionen . . . . .	1963	81	—	—	5	86	5	91
	1964	70	8	—	155	233	266	499
	1965	79	—	23	200	302	286	588
	1966	196	—	18	85	299	101	400
Placierte Anleihen insgesamt . . . . .	1963	277	148	—	1 413	1 838	120	1 958
	1964	195	68	—	1 191	1 454	838	2 292
	1965	178	63	23	1 532	1 796	1 192	2 988
	1966	475	56	18	1 317	1 866	1 155	3 021

<sup>1</sup> Auch nichtöffentlich begebene Emissionen. Anleihen, die Gesellschaften über ihre Auslandsniederlassungen begeben, werden normalerweise als Anleihen des Landes behandelt, in dem die Muttergesellschaft ihren Sitz hat.  
<sup>2</sup> Anleihen von Gebietsfremden, die in der Bundesrepublik Deutschland nach der Ankündigung der 25prozentigen Kuponsteuer im März 1964 begeben wurden, werden im allgemeinen als internationale Anleihen behandelt. Da solche Anleihen von dieser Steuer ausgenommen sind, wurden sie zu Zinssätzen emittiert, die unter denen des Inlandsmarktes lagen, und waren vorwiegend für den Absatz an Ausländer bestimmt.  
<sup>3</sup> Emissionen von US-Gesellschaften zum Austausch für Aktien deutscher Gesellschaften (vor allem von Texaco für Aktien der Deutschen Erdöl).

Die US-Unternehmen und ihre Auslandsniederlassungen erhöhten ihre Emissionen außerhalb der Vereinigten Staaten im vergangenen Jahr beträchtlich. Auf Grund ihrer umfassenden Direktinvestitionspläne in Verbindung mit den Leitlinien zur Verbesserung der US-Zahlungsbilanz steigerten diese Unternehmen das Volumen ihrer internationalen Anleihen von 296 Millionen Dollar 1965 auf 474 Millionen Dollar 1966. Damit entfielen 1966 vom Gesamtvolumen der internationalen Emissionen auf US-Unternehmen und ihre Auslandsniederlassungen über zwei Fünftel, verglichen mit rund einem Viertel 1965. Die Emissionen der

skandinavischen Länder, die 1964 einen großen Umfang erreicht hatten, gingen 1965 und ebenso im vergangenen Jahr zurück. Auf der anderen Seite emittierten die Kapitalnehmer der EWG-Länder, die den Markt 1965 stark vermehrt beansprucht hatten, 1966 einen etwas geringeren Betrag.

Ausländische und internationale Emissionen zusammen betragen 1966 mehr als 3 020 Millionen Dollar. Damit waren sie zwar nur geringfügig höher als 1965, aber mehr als eineinhalbmals so hoch wie 1963; damals hatten sie sich auf 1 960 Millionen Dollar gestellt. Der Zuwachs in dieser Dreijahresperiode entstand fast ausschließlich bei den internationalen Emissionen, deren Anteil am Gesamtvolumen von rund 6 Prozent 1963 auf 38 Prozent 1966 stieg. Ferner entfielen von dem Zuwachs, der rund 1 065 Millionen Dollar betrug, reichlich mehr als 90 Prozent auf die Vereinigten Staaten und Kanada. Die kontinentalen Emittenten, denen sowohl die Zinsausgleichsteuer wie die knappere Verfassung der wichtigsten kontinentalen Zentren im Wege war, gingen ab 1964 stark zu internationalen Anleihen über. Die Anleihen britischer Emittenten waren 1966 außerordentlich gering, und japanische Emissionen gab es überhaupt nicht. Die übrige Welt war bis zu einem gewissen Grade an dem Wachstum des Marktes in den letzten Jahren durch vermehrte Ausgabe internationaler Anleihen und indirekt durch die Emissionstätigkeit internationaler Institutionen beteiligt.

In den ersten vier Monaten des Jahres 1967 betragen die Emissionen des internationalen Typs zusammen 623 Millionen Dollar, verglichen mit 529 Millionen Dollar im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Innerhalb dieses Volumens schrumpften die Anleihen von US-Gesellschaften und ihren Auslandsniederlassungen von 261 Millionen Dollar auf 130 Millionen, während diejenigen von Emittenten aus dem westlichen Europa von 188 Millionen Dollar auf 338 Millionen stiegen.

### **Die monetäre Entwicklung in einzelnen Ländern**

*Vereinigte Staaten.* Bei dem wachsenden Defizit im Bundeshaushalt und bei der weiteren Verstärkung der privaten Kreditnachfrage gingen die Währungsbehörden gegen Ende 1965 ganz entschieden zur monetären Restriktion über. In der zweiten Jahreshälfte expandierten die Bargeld- und Sichteinlagenbestände des privaten Sektors nach der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung um — auf bereinigte Jahresrate umgerechnet — 12,8 Milliarden Dollar, verglichen mit nur 2,9 Milliarden Dollar in den ersten sechs Monaten. Zum größten Teil ging diese Beschleunigung auf das in Erscheinung tretende Haushaltsdefizit zurück, das durch Kassenmittel und kurzfristige Kredite gedeckt wurde. Außerdem begannen sich die Bankkredite an die Wirtschaft im vierten Quartal stark auszuweiten.

Im Dezember 1965 erhöhten die Federal-Reserve-Behörden, nachdem die Marktzinssätze im Herbst merklich angezogen hatten, den Diskontsatz von 4 auf 4½ Prozent. Gleichzeitig wurden die nach Regulativ Q höchstzulässigen Termineinlagenzinsen um 1–1½ Prozent auf einen neuen Höchststand von 5½ Prozent angehoben. Im Laufe der ersten acht Monate des Jahres 1966 verstärkten die

Federal-Reserve-Behörden die Restriktion immer mehr, vor allem durch Einschränkung ihrer Staatspapierkäufe. Die Anspannung zeigte sich in einem Anstieg der Nettoverschuldung der Mitgliedsbanken beim Federal-Reserve-System von nur 2 Millionen Dollar im Dezember 1965 auf 390 Millionen Dollar im August 1966.

Vereinigte Staaten: Gesamte Nettoversorgung der Kreditmärkte

Sektoren bzw. Kreditarten	1964	1965		1966	
		1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
	bereinigte Jahresraten in Milliarden US-Dollar				
<b>Erhöhung der Forderungen</b>					
Privater Sektor <sup>1</sup>					
Bargeld und Sichteinlagen . . . . .	6,5	2,9	12,8	3,2	2,5
Termin- und Spareinlagen					
bei Geschäftsbanken . . . . .	13,0	19,2	19,8	17,0	7,6
bei Sparinstituten . . . . .	15,8	12,8	13,4	7,3	7,3
Wertpapiere und sonstige Kreditmarkt- forderungen . . . . .	8,4	10,2	9,3	20,7	21,5
Private Versicherungen und Pensionskassen . .	11,1	11,5	11,9	12,1	13,5
Sonstige <sup>2</sup> . . . . .	12,0	15,5	6,9	19,3	9,1
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>66,8</b>	<b>72,1</b>	<b>74,1</b>	<b>79,6</b>	<b>61,5</b>
<b>Kreditgewährung</b>					
über Geschäftsbanken und Federal Reserve . .	24,9	28,5	37,9	27,7	16,7
über sonstige Finanzinstitute . . . . .	28,9	27,6	26,7	21,0	22,4
direkt . . . . .	13,0	16,0	9,5	30,9	22,4
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>66,8</b>	<b>72,1</b>	<b>74,1</b>	<b>79,6</b>	<b>61,5</b>
<b>Erhöhung der Verbindlichkeiten von Kreditnehmern</b>					
Privater Sektor <sup>1</sup>					
Bank- und sonstige Kredite . . . . .	10,7	17,9	18,6	20,0	15,3
Konsumkredit . . . . .	8,0	9,8	9,1	8,1	5,7
Hypotheken . . . . .	25,7	24,9	26,0	21,7	17,6
Wertpapiere von Unternehmen . . . . .	5,4	5,7	5,1	13,6	9,3
Rentenpapiere von Einzelstaaten und Gemeinden . . . . .	5,9	7,4	7,4	6,3	5,5
Bundesregierung					
Kurzfristige Wertpapiere . . . . .	4,0	4,6	2,4	- 6,6	4,6
Sonstige Wertpapiere . . . . .	3,0	0,7	- 0,6	15,5	
Kassenguthaben (Zunahme —) . . . . .	- 0,2	- 2,2	4,2	- 1,9	2,9
Ausländische Kreditnehmer . . . . .	4,4	3,3	1,9	2,4	1,2
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>66,8</b>	<b>72,1</b>	<b>74,1</b>	<b>79,6</b>	<b>61,5</b>

<sup>1</sup> Ohne Finanzinstitute.    <sup>2</sup> Forderungen des öffentlichen Sektors, Auslandsforderungen und Verschiedenes.

Gleichzeitig gerieten die Geschäftsbanken bei der Einlagenbeschaffung trotz der Anhebung der Zinshöchstgrenzen in den Wind des Wettbewerbs, den der Anstieg der Marktzinssätze, besonders der langfristigen, entfachte. Die Unternehmen beanspruchten den Emissionsmarkt mit einem mehr als verdoppelten Betrag, während sie zugleich ihre Bankschulden in ungefähr demselben Tempo wie früher steigerten. Außerdem veranlaßte die Bundesregierung, welche dadurch auch ihre Haushaltslage verbessern wollte, die Bundesstellen, vermehrt Haushaltsmittel durch den Absatz neuer Schuldtitel und Beteiligungszertifikate zu ersetzen.

Dies alles ließ den Anteil der nicht über die Finanzinstitute geleiteten, sondern den Kreditmärkten direkt zur Verfügung gestellten Mittel von 13 Prozent im zweiten Halbjahr 1965 auf 39 Prozent im ersten Halbjahr 1966 steigen.

Nichtsdestoweniger konnten die Geschäftsbanken ihre Kredite in dieser Zeit weiter kräftig ausweiten. Im Zuge ihrer verstärkten Bemühungen um Einlagen erhöhten die Banken rasch ihre Habenzinsen für Depositenzertifikate bis an die Obergrenze und boten solche Zertifikate nun auch in kleiner Stückelung an. Außerdem nahmen diejenigen Banken, die über Auslandsfilialen verfügten, in großem Umfang Dollarbeträge aus Auslandsbesitz auf. Um der Kreditnachfrage nachkommen zu können, reduzierten die Banken ferner ihre Bestände an Staatspapieren und den Erwerb von Anleihen von Einzelstaaten und Gemeinden, wodurch sie zur Marktverknappung und damit zur Zinssteigerung beitrugen. Sie paßten sich auch mit ihren eigenen Kreditbedingungen an — die Prime rate wurde im Zeitraum Dezember 1965–Mitte August 1966 viermal erhöht, insgesamt von  $4\frac{1}{2}$  auf 6 Prozent. Aber noch im Juli weitete sich das Volumen der Darlehen an die Wirtschaft, auf Jahreswert umgerechnet, um rund 20 Prozent aus.

Der Anstieg der Marktzinssätze traf, zusammen mit der Einlagenkonkurrenz der Geschäftsbanken, besonders hart die Sparinstitute und den Hypothekenmarkt. In den Vereinigten Staaten können diese Institute im Gegensatz zu anderen Ländern die Sollzinsen auf früher gewährte Hypotheken nicht periodisch dem Wandel der Marktverhältnisse anpassen. Daher hatten sie nicht viel Spielraum, um sich im Einlagenwettbewerb durch Anhebung ihrer Habenzinsen zu behaupten. Die Bildung von Termin- und Spareinlagen bei Sparinstituten sank von 15,8 Milliarden Dollar 1964 auf 13,1 Milliarden Dollar 1965 und fiel dann auf eine Jahresrate von 7,3 Milliarden Dollar 1966.

Im Sommer ergriff die Federal Reserve mehrere Maßnahmen, um das Gleichgewicht zwischen den Geschäftsbanken und den Sparinstituten wiederherzustellen. Im Juli wurde die nach Regulativ Q geltende Zinsobergrenze für neue Termineinlagen mit multipler Laufzeit gesenkt, und zwar auf 5 Prozent für Einlagen mit mindestens neunzig tägiger Laufzeit und auf 4 Prozent für kürzerfristige Einlagen. In der Zeit von Juli bis September wurden die Reserveanforderungen für Termineinlagen von mehr als 5 Millionen Dollar (hauptsächlich Depositenzertifikate im Besitz von Unternehmen) in zwei Etappen von 4 auf 6 Prozent erhöht. Auch wurden Banken-Solawechsel mit weniger als zweijähriger Verfallzeit ebenfalls der Reservepflicht und der Zinsplafondierung unterstellt.

Die Verknappung der Kreditmärkte näherte sich im Spätsommer einem kritischen Grad. Der Kurs der Fiskalpolitik blieb im Ungewissen, während die anhaltende vorsorgliche Kreditaufnahme der Unternehmen und der Verkauf der von Bundesstellen ausgegebenen Papiere den Markt schwer belasteten. Außerdem hatten die Banken mit einem möglichen Erlahmen des Absatzes von Depositenzertifikaten im Zusammenhang mit den Steuerzahlungen vom September zu rechnen. Etwa um diese Zeit erreichte bei den Geschäftsbanken auch das Verhältnis zwischen Krediten und Einlagen eine für die Nachkriegszeit einmalige Spitze von fast 67 Prozent, bei den New Yorker Banken sogar von fast 80 Prozent.

Unter diesen Umständen ersuchten die Federal-Reserve-Behörden die Mitgliedsbanken am 1. September um Einschränkung ihrer Kreditgewährung, vor allem an Unternehmen. Zudem wurde den Banken zu verstehen gegeben, daß die Federal-Reserve-Behörden ihre Haltung bei Diskontierungswünschen der Mitgliedsbanken davon abhängig machen würden, inwieweit diese sich nach der Empfehlung richteten.

Andere Maßnahmen folgten rasch. Anfang September gab die Regierung die Suspendierung von Steuervergünstigungen bei neuen Anlageinvestitionen sowie für die Zeit bis Jahresende eine Kürzung der Emissionen von Bundesstellen bekannt. Gegen Ende September verabschiedete der Kongreß befristete Regelungen, die vermehrte Differenzierungsmöglichkeiten bei der Begrenzung der Zinsen für Termin- und Spareinlagen boten. Daraufhin senkte die Federal Reserve den Zinsplafond für Termineinlagen von weniger als 100 000 Dollar von  $5\frac{1}{2}$  auf 5 Prozent, um die Wettbewerbsposition der Geschäftsbanken im Verhältnis zu den Sparinstituten weniger günstig zu gestalten.

Da das Wachstum der Kreditnachfrage zu einem nicht geringen Teil auf inflatorischen Erwartungen beruht hatte, riefen die September-Maßnahmen an den Kreditmärkten eine scharfe Reaktion hervor. In der Zeit von Anfang September 1966 bis Ende März 1967 erhöhten sich die Unternehmenskredite der wöchentlich berichtenden Federal-Reserve-Mitgliedsbanken um nur 3,7 Milliarden Dollar, verglichen mit einem Anstieg von 5,9 Milliarden Dollar ein Jahr vorher. Im selben Zeitraum erwarben die Banken unter Hilfestellung einer immer lockerer geführten Kreditpolitik Wertpapiere im Betrage von 5,2 Milliarden Dollar, während sie in der entsprechenden Periode 1965/66 ihren Bestand um 1,8 Milliarden Dollar verringert hatten.

Kurz vor dem Ende des Jahres 1966 machten die Federal-Reserve-Behörden ihre Erklärung vom September über die Gewährung von Unternehmenskrediten und über ihre Diskontierungsgrundsätze rückgängig. Im März 1967 wurden die Reserveverpflichtungen für Spareinlagen und für Termineinlagen bis zu 5 Millionen Dollar von 4 auf 3 Prozent gesenkt. In der gesamten Sechsmonatsperiode wurde den Banken außerdem durch Offenmarktoperationen Liquidität zugeführt, bis in der Zentralbankposition der Banken an die Stelle der „geborgten“ Guthaben von rund 400 Millionen Dollar, die in der Periode August–Oktober bestanden hatten, Anfang April 1967 freie Guthaben von rund 300 Millionen Dollar getreten waren. Darüber hinaus zahlten die Banken ihren ausländischen Niederlassungen in beträchtlichem Umfang Dollar zurück, die sie in den davorliegenden Monaten im Ausland aufgenommen hatten.

Etwa ab November 1966 gingen die kurzfristigen Marktzinssätze stark zurück. Gegen Ende Januar 1967 begannen die Banken ihre Prime rate anzupassen — in den meisten Fällen von 6 auf  $5\frac{3}{4}$  Prozent —, und gegen Ende März galt allgemein ein Satz von  $5\frac{1}{2}$  Prozent. Am 7. April 1967 wurde der amtliche Diskontsatz von  $4\frac{1}{2}$  auf 4 Prozent ermäßigt. Die Rendite langfristiger Staatspapiere, die im August 1966 einen Stand von 4,80 Prozent erreicht hatte und dann auf weniger als 4,45 Prozent Mitte März sank, war bis Mai wieder auf rund  $4\frac{3}{4}$  Prozent gestiegen. Dieser letzte Anstieg war bedingt durch ein großes Volumen

Bruttoersparnis und Bruttoinvestition der Volkswirtschaft

	Jahr	Volkswirtschaftliche Bruttoersparnis			Gesamt-ersparnis, Gesamt-Investition	Volkswirtschaftliche Bruttoinvestition			
		Private Haushalte	Unternehmen	Öffentliche Haushalte		Bruttoanlageinvestition im Inland		Vorratsinvestition	Außenbeitrag
						Wohnungsbau	Bauten und Ausrüstungen		
Prozent des Bruttonationalprodukts zu Marktpreisen									
Belgien . . . . .	1964	8,2	11,4	2,2	21,8 <sup>1</sup>	5,8	15,4	0,4	0,1
	1965	9,2	11,3	1,3	21,8 <sup>1</sup>	5,7	15,0	0,1	0,9
	1966	9,2	10,7	1,1	21,0	5,7	15,2	0,5	- 0,4
Dänemark . . . . .	1964	16,0		5,7	21,7	4,2	17,7	2,1	- 2,3
	1965	16,0		5,5	21,5	4,3	17,6	1,6	- 2,0
	1966				21,6	4,4	17,3	1,2	- 1,3
Deutschland (BR)	1964	8,3 <sup>2</sup>	11,8	7,7	27,8	6,3	20,1	1,1	0,3
	1965	9,2 <sup>2</sup>	11,3	6,2	26,7	6,0	20,5	1,5	- 1,3
	1966	8,7 <sup>2</sup>	11,2	6,3	26,2	6,0	19,6	0,2	0,4
Finnland . . . . .	1964	7,6	11,9	7,4	26,9	5,3	19,3	4,6	- 2,4
	1965	8,2	11,4	7,4	27,0	5,6	19,8	3,9	- 2,3
	1966	7,0	11,4	7,2	25,6	5,5	19,7	2,4	- 2,0
Frankreich . . . . .	1964	9,3	8,1	4,0	21,4	5,8	14,9	1,9	- 1,1
	1965	9,8	8,2	4,0	21,8	6,6	15,0	0,4	- 0,1
	1966	9,5	8,3	4,1	21,9	6,3	15,4	1,0	- 0,7
Italien . . . . .	1964	19,8		3,8	23,6	7,7	14,1	0,6	1,2
	1965	22,6		0,9	23,5	6,8	12,1	0,7	3,9
	1966	22,5		0,7	23,2	6,2	12,2	1,2	3,6
Niederlande . . . . .	1964	9,8	12,7	4,0	26,5	4,5	20,4	2,7	- 1,1
	1965	9,8	11,9	4,2	25,9	4,9	19,6	1,3	0,1
	1966	9,7	12,0	4,2	25,9	5,0	20,0	2,0	- 1,1
Norwegen . . . . .	1964	20,7		6,4	27,1	4,1	23,8	0,4	- 1,2
	1965	22,4		6,1	29,5	4,0	24,6	1,4	- 1,5
	1966	21,9		6,4	28,3	3,9	24,6	1,5	- 1,7
Schweden . . . . .	1964	8,4	6,6	9,1	24,1	5,7	17,3	1,2	- 0,1
	1965	7,0	6,1	10,4	23,5	5,8	17,3	1,9	- 1,5
	1966	6,8	15,9		22,7	5,3	17,6	0,9	- 1,1
Schweiz . . . . .	1964	8,9	13,1	5,5	27,5	7,6	21,9	1,4	- 3,4
	1965	9,7	13,2	5,1	28,0	7,1	20,6	0,8	- 0,5
	1966	9,0	18,9		27,9	6,7	20,0	0,7	0,5
Vereinigtes Königreich . . . . .	1964	5,8	10,7	2,5	18,4 <sup>3</sup>	3,7	14,0	1,9	- 1,2
	1965	5,7	10,4	3,4	18,6 <sup>3</sup>	3,7	14,1	1,1	- 0,3
	1966	5,1	9,2	4,4	18,1 <sup>3</sup>	3,5	14,1	0,7	- 0,2
Vereinigte Staaten	1964	7,4	8,7	2,8 <sup>3</sup>	18,7 <sup>3</sup>	4,5 <sup>3</sup>	12,6 <sup>3</sup>	0,7	0,9
	1965	7,2	8,8	3,6 <sup>3</sup>	19,4 <sup>3</sup>	4,2 <sup>3</sup>	13,3 <sup>3</sup>	1,3	0,6
	1966	7,0	8,7	3,6 <sup>3</sup>	19,2 <sup>3</sup>	3,6 <sup>3</sup>	13,8 <sup>3</sup>	1,6	0,2
Kanada . . . . .	1964	4,3	14,9	3,8	23,0 <sup>4</sup>	4,3	18,8	0,8	- 0,9
	1965	5,6	14,0	4,7	24,3 <sup>4</sup>	4,1	20,6	1,8	- 2,2
	1966	6,0	13,4	5,1	25,0 <sup>4</sup>	3,8	22,0	1,7	- 1,9
Japan . . . . .	1964	11,9	16,4	7,7	36,2 <sup>1</sup>	5,6	27,2	4,0	- 0,6
	1965	12,6	15,5	7,8	34,4 <sup>1</sup>	6,0	25,3	2,0	1,1
	1966 <sup>4</sup>	8,3	16,7	8,4	33,3 <sup>1</sup>	6,4	26,6	- 0,8	1,1

<sup>1</sup> Einschließlich eines ungeklärten Restbetrages. <sup>2</sup> Einschließlich der Abschreibungen in der Wohnungswirtschaft. <sup>3</sup> Einschließlich der Ersparnis bzw. der Ausgaben für zivile öffentliche Bauvorhaben. <sup>4</sup> Januar-September.

von Effektenemissionen, das sich sowohl aus der Kapitalnachfrage der Unternehmen wie auch aus der Wiederaufnahme der Emissionstätigkeit von Bundesstellen erklärt. Im allgemeinen standen aber langfristige Mittel verhältnismäßig

reichlich zur Verfügung, besonders am Hypothekenmarkt, und im Wohnungsbau waren Anzeichen eines Aufschwungs zu erkennen. Seit Anfang März gelten wieder die Steuervergünstigungen für Neuinvestitionen der Unternehmen, und die Investitionspläne könnten jetzt auch Auftrieb durch die vorläufige Zurückstellung des 6prozentigen Steuerzuschlags erhalten.

*Kanada.* Die weitere Verstärkung der kreditpolitischen Restriktion bald nach Beginn des Jahres 1966 und ein eindrucksvolles Paket fiskalischer und budgetärer Maßnahmen im März trugen dazu bei, daß die Kreditausweitung in der ersten Jahreshälfte langsamer wurde. In dieser Zeit sank der Zuwachs der Inlandsforderungen der eingetragenen Banken auf 3 Jahresprozent, nach 12 Prozent 1965. Im Dezember 1965 wurde der Diskontsatz von  $4\frac{1}{4}$  auf  $4\frac{3}{4}$  Prozent angehoben, zugleich mit der Erhöhung des US-Diskontsatzes. Doch anders als in den Vereinigten Staaten wurde er Mitte März vor der Bekanntgabe des neuen Budgets abermals heraufgesetzt, diesmal auf  $5\frac{1}{4}$  Prozent. In jenen Monaten wurde den Banken außerdem Liquidität durch Schulden- und Offenmarktoperationen entzogen, und der Bestand an längerfristigen Staatspapieren bei inländischen Nichtbanken (ohne staatliche Fonds) erhöhte sich. Der Liquiditätskoeffizient der eingetragenen Banken, der seit den letzten Wochen des Jahres 1963 rückläufig gewesen war, sank bis Juni 1966 weiter.

Gegen Mitte des Jahres ließ die Gesamtnachfrage Mäßigungstendenzen erkennen. Die internationale Finanzentwicklung verlief jedoch während der Sommermonate so, daß die monetären Verhältnisse in Kanada sich weiter anspannten. Die Bank von Kanada suchte dem — soweit die außenwirtschaftlichen Rücksichten das zuließen — entgegenzuwirken, indem sie am Rentenmarkt im Juli und August umfangreiche Stützungskäufe vornahm. Die durchschnittliche Rendite langfristiger Staatsschuldverschreibungen hatte gegen Ende August eine Spitze von fast 6 Prozent erreicht, was ein voller Prozentpunkt mehr war als im Januar 1965 beim Beginn des Anstiegs.

Jedenfalls waren die Maßnahmen der Währungsbehörden von der Mitte des Jahres 1966 an auf eine reichlichere Bankenliquidität und Kreditversorgung gerichtet. Das Kreditvolumen begann trotz den höheren Zinskosten wieder zu expandieren, und die gesamten Kredite der eingetragenen Banken weiteten sich in der zweiten Jahreshälfte, auf Jahreswert umgerechnet, um 9 Prozent aus. Auch die Bankenliquidität verbesserte sich — zum Teil infolge eines Anstiegs des staatlichen Finanzbedarfs, der in dieser Zeit auch durch Staatspapierkäufe der Zentralbank gedeckt wurde. Die Gewährung von Bankkrediten sowohl an den privaten Sektor wie an die nichtzentralen öffentlichen Haushalte beschleunigte sich, und die Industrieproduktion zeigte vom Spätsommer an einen neuen Aufschwung. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch die Umkehrung der Lage an den Finanzmärkten der Vereinigten Staaten und Kanadas im September, obgleich bei den langfristigen Zinsen das Gefälle zugunsten Kanadas bis zum Jahresende zur Erweiterung tendierte.

Sowohl die eingetragenen Banken wie auch die anderen Finanzinstitute hatten 1966 ein etwas langsames Wachstum ihrer Einlagen zu verzeichnen —

entsprechend ihrer erschwerten Konkurrenzposition im Passivgeschäft bei steigenden Kapitalmarktsätzen. Wie in den Vereinigten Staaten traf die Kreditrestriktion mit besonderer Schärfe den Wohnungsbau; die Hypothekenzusagen waren in der zweiten Jahreshälfte um fast ein Drittel niedriger als 1965. Im gesamten Jahr reduzierten die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors beträchtlich ihre Nettoinanspruchnahme von Bank- und sonstigen Krediten — und in geringerem Umfang auch des Kapitalmarktes —, doch bot einen Teilausgleich der kräftige Anstieg der Direktinvestitionen des Auslands. Der Rückgang der Unternehmensemissionen wurde überkompensiert durch eine starke Ausweitung der Emissionen der öffentlichen Haushalte, so daß die Nettoinanspruchnahme des Kapitalmarktes 1966 um fast 750 Millionen Dollar auf über 2,7 Milliarden Dollar answoll. Ein anderer bemerkenswerter Vorgang war im vergangenen Jahr das Inkrafttreten der staatlichen Altersversorgung. Das Beitragsaufkommen betrug nahezu 530 Millionen Dollar und wurde zu einem großen Teil an die Provinzen zur Finanzierung ihrer rasch wachsenden Ausgaben ausgeliehen.

Gegen Jahresende und Anfang 1967 lockerte sich die Kreditlage mit der rückläufigen Zinsentwicklung an den internationalen Märkten weiter auf. Bei der Schwächetendenz der privaten Investitionen sowohl in gewerblichen Bauten und Ausrüstungen wie auch im Wohnungsbau trat die Bank von Kanada auf den Plan, um die Bankenliquidität zu steigern. Der amtliche Diskontsatz wurde Ende Januar 1967 von  $5\frac{1}{4}$  auf 5 Prozent gesenkt und im April zusammen mit der Diskontsatzermäßigung in den Vereinigten Staaten weiter auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent zurückgenommen. Zur Anregung der Investitionstätigkeit wurden im weiteren Verlauf des Frühjahrs einige der im Budget vom März 1966 eingeführten Beschränkungen aufgehoben. Im Mai trat das neue Bankengesetz in Kraft, das eine Verschärfung des Wettbewerbs zwischen den Finanzinstituten und eine vermehrte Beteiligung der Banken am Hypothekengeschäft zur Folge haben dürfte.

*Vereinigtes Königreich.* So wie die Politik der Regierung im Frühjahr 1966 in ihren Grundzügen konzipiert war, bedingte sie, wenigstens bis zum Herbst, einen umfassenden Einsatz monetärer Restriktionen. Dem Budget vom Mai zufolge sollte zwar der Einnahmenüberschuß erheblich gesteigert werden, aber seine Hauptwirkung war erst später im Jahr mit dem Wirksamwerden der selektiven Beschäftigungssteuer zu erwarten. Auch die Einkommenspolitik, die immer noch auf freiwilliger Disziplin unter den Bedingungen einer sehr lebhaften Nachfrage beruhte, zeigte nicht die erforderlichen Ergebnisse.

Im Februar 1966 wurde die quantitative Beschränkung der Sterlingkreditgewährung an den privaten Sektor weiter verschärft. Während die Clearingbanken das Volumen ihrer Ausleihungen in den zwölf Monaten bis März 1966 um nicht mehr als 5 Prozent hatten ausweiten dürfen, wurden sie nun aufgefordert, den für März festgelegten Stand bis auf weiteres als Plafond zu betrachten, saisonale Bewegungen ausgenommen. Wie schon bei früheren Malen wurde auch an die anderen Banken und die Finanzinstitute das allgemeinere Ersuchen um Zurückhaltung bei der Kreditgewährung gerichtet. Außerdem erging wiederum die Empfehlung, Kredite für den Export und für produktive Investitionen bevorzugt zu gewähren. Etwa um die gleiche Zeit wurde im Teilzahlungsgeschäft die

Höchstdauer der Ratenzahlungen für Automobile auf 27 Monate und für die meisten anderen Güter auf 24 Monate reduziert und die Mindestanzahlung im allgemeinen auf 25 Prozent erhöht.

Infolge dieser Maßnahmen hat sich die Aufnahme von Teilzahlungskrediten im ersten Halbjahr 1966 leicht weiter verringert. Ein eventueller Effekt auf den Verbrauch wurde indessen durch das anhaltend rasche Wachstum der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte überspielt. Außerdem blieb die Investitionstätigkeit des privaten Sektors trotz einer gewissen Abschwächung rege. Begünstigt wurde das zum Teil durch Ausnutzung des verbliebenen Spielraums für die Ausweitung des Bankkredits. In der Zeit vom November 1965 bis Mai 1966 ergab sich bei den Krediten an die verarbeitende Industrie, die Bauwirtschaft und für Erschließungsarbeiten sowie an den Einzelhandel nach statistischer Bereinigung ein Zuwachs von fast 5 Prozent. Darüber hinaus wandten sich die Unternehmen immer mehr dem Kapitalmarkt zu, wo die Nettoemissionen von Gesellschaften in den ersten sechs Monaten des Jahres 1966 auf fast 400 Millionen Pfund stiegen, nachdem sie in den vorangegangenen sechs Monaten weniger als 300 Millionen Pfund betragen hatten. Angesichts des großen Umfangs der öffentlichen Ausgaben — bei denen es sich nicht zuletzt um produktive Investitionen öffentlicher Unternehmen handelte, die von der Kreditpolitik nicht wirklich beeinflußt werden konnten — blieben die Konjunkturerwartungen in der Wirtschaft zuversichtlich.

Die Geld- und Kreditpolitik leistete somit zwar ihren Beitrag zur Dämpfung der Ausweitung der Nachfrage im privaten Sektor, doch zu deren effektiver Verminderung vermochte sie nicht viel zu tun, ganz zu schweigen von einer Reduktion der Gesamtnachfrage.

Die monetären Maßnahmen im Rahmen des Dringlichkeitsprogramms vom Juli sollten sowohl die Kreditbeschränkung im Inland verstärken wie auch den vorausgegangenen Zinsanstieg im Ausland entschärfen. Zunächst gaben die Behörden bekannt, daß die bestehenden Plafonds für das Kreditgeschäft der Banken auf alle Fälle bis März 1967 und auch danach bis auf weiteres in Kraft bleiben würden und daß auch keine besonderen Kreditregelungen zur Erleichterung der im September beginnenden Zahlung der selektiven Beschäftigungssteuer zu erwarten seien. Kurz danach, am 14. Juli, wurde der amtliche Diskontsatz von 6 auf 7 Prozent erhöht und der Betrag der von den Londoner Clearingbanken und den schottischen Banken zu unterhaltenden Sondereinlagen verdoppelt. Daneben wurden die Teilzahlungsbedingungen abermals verschärft, vor allem durch eine kräftige Erhöhung der Mindestanzahlungen.

Noch bedeutender waren unter dem Gesichtspunkt der längerfristigen Zielsetzungen die Maßnahmen der Fiskal-, Budget- und Einkommenspolitik (siehe Seite 14). Diese Maßnahmen sollten zusammen mit der selektiven Beschäftigungssteuer die Kosteninflation zum Stillstand bringen, die Produktivität steigern und durch Verbrauchsdämpfung die volkswirtschaftliche Sparquote erhöhen. Man konnte also erwarten, daß eine hierdurch allenfalls induzierte Abnahme der privaten Investitionen nur vorübergehender Natur und weniger ausgeprägt sein würde, als wenn man sich allein auf die Kreditrestriktion gestützt hätte.

Die Auswirkung dieser Politik auf die Spar- und Investitionsstruktur läßt sich im größeren zeitlichen Rahmen der letzten drei Jahre erkennen. Ausgehend vom Stand im Jahre 1963 stiegen die nominalen Anlageinvestitionen bis 1966 im öffentlichen Sektor um über 45 Prozent auf 3 115 Millionen Pfund und im privaten Sektor um 25 Prozent auf 3 485 Millionen Pfund. Innerhalb des privaten Sektors betrug der Anstieg bei den Unternehmen rund 30 Prozent und bei den Haushalten etwa 10 Prozent. Noch rascher hat sich die Ersparnis des öffentlichen Sektors erhöht; 1963 deckte sie 48 Prozent der Anlageinvestitionen des Sektors, 1966 dagegen 73 Prozent. Das Wachstum der öffentlichen Ersparnis ging zu Lasten mehr des privaten Verbrauchs als der privaten Ersparnis, denn öffentliche und private Ersparnis zusammen stiegen von 18,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts 1963 auf 21,4 Prozent 1966. Trotz der starken Ausweitung der öffentlichen Investitionen erhöhten sich auch die Anlageinvestitionen der privaten Unternehmen im selben Zeitraum von 7,2 auf 7,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Vereinigtes Königreich: Ersparnis und Anlageinvestition nach Sektoren

	Jahr	Privater Sektor			Öffentlicher Sektor			Ins-gesamt	
		Haus-halte	Unter-nehmen	Zu-sammen	Unter-nehmen	Zentrale Haus-halte	Nicht-zentrale Haus-halte		Zu-sammen
Millionen Pfund Sterling (alle Positionen zu Marktpreisen)									
Ersparnis . . . . .	1963	1 590	2 410	4 000	530	225	265	1 020	5 020
	1964	1 815	2 640	4 455	590	485	330	1 405	5 860
	1965	1 880	3 190	5 070	660	890	310	1 860	6 930
	1966	1 890	2 675	4 565	640	1 190	455	2 285	6 850
Anlageinvestition .	1963	860	1 915	2 775	1 025	225	880	2 130	4 905
	1964	900	2 365	3 265	1 190	280	1 115	2 585	5 850
	1965	1 010	2 475	3 485	1 295	305	1 205	2 805	6 290
	1966	955	2 530	3 485	1 450	340	1 325	3 115	6 600
Prozent des Bruttoinlandsprodukts zu Faktorkosten									
Ersparnis . . . . .	1963	6,0	9,0	15,0	2,0	0,8	1,0	3,8	18,8
	1964	6,3	9,2	15,5	2,1	1,7	1,1	4,9	20,4
	1965	6,1	10,5	16,6	2,2	2,9	1,0	6,1	22,7
	1966	5,9	8,4	14,3	2,0	3,7	1,4	7,1	21,4
Anlageinvestition .	1963	3,2	7,2	10,4	3,8	0,9	3,3	8,0	18,4
	1964	3,1	8,3	11,4	4,1	1,0	3,9	9,0	20,4
	1965	3,3	8,1	11,4	4,2	1,0	4,0	9,2	20,6
	1966	3,0	7,9	10,9	4,5	1,1	4,1	9,7	20,6

Diese Entwicklung steht nicht im Widerspruch zu der Tatsache, daß während des größten Teils der Periode 1963–1966 die Bruttoinlandsinvestitionen (einschließlich der Vorratsbildung) im Verhältnis zum Anstieg der volkswirtschaftlichen Ersparnis zu rasch zunehmen konnten. Das Ergebnis waren inflationäre Anspannungen im Inland und eine Verschlechterung der Nettoauslandsinvestition. Sobald der gegenwärtige Abwärtstrend der privaten Investitionen sich umkehrt, wird es also darauf ankommen, die öffentlichen Investitionen entsprechend zu mäßigen, um eine erneute Überbelastung der Produktionskapazität zu vermeiden.

In der abgekühlteren binnenwirtschaftlichen Atmosphäre, die vom Juli an herrschte, blieb die Kreditpolitik grundsätzlich unverändert. Da die Aufgabe der Restriktion jetzt aber mehr von anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik übernommen worden war und die private Nachfrage sich zurückbildete, war die direkte Kreditlenkung für vorrangig zu bedienende Schuldner nicht mehr restriktiv. Hingegen traf sie selektiv noch die anderen Schuldnerkategorien und trug so dazu bei, daß die entlastete Produktionskapazität nicht sofort wieder für weniger wichtige Vorhaben herangezogen wurde. Außerdem schritten die Behörden mit der zunehmenden Festigung des Marktes für Staatspapiere zu umfassenden Wertpapierverkäufen, während sie zugleich eine allmähliche Senkung der Renditen zuließen.

Im gesamten Jahr 1966 stiegen die Ausleihungen des Bankensektors (in allen Währungen) an Inländer um nur 22 Millionen Pfund, verglichen mit 425 Millionen Pfund — 6½ Prozent — im Jahr davor. Die Richtung der Kreditströme entsprach einigermaßen der amtlichen Empfehlung. Die Ausweitung der Inlands-einlagen betrug nur 3 Prozent, gegenüber 7½ Prozent 1965, aber verglichen mit dem Anstieg der Ausleihungen war sie immer noch groß. Der Unterschied erklärt sich hauptsächlich aus der Verringerung der Nettoauslandsverbindlichkeiten des Bankensektors um etwa 260 Millionen Pfund, in der die einen großen Teil des Jahres hindurch bestehende Anziehungskraft der kurzfristigen Dollarzinssätze und der Vertrauensmangel gegenüber der Sterlingwährung zum Ausdruck kamen.

Für die Staatskasse ergab sich im Kalenderjahr 1966 ein erheblicher Anstieg der Einnahmen, dem zum großen Teil eine weitere Steigerung der Kreditgewährung vor allem für Investitionen öffentlicher Unternehmen und kommunaler Stellen gegenüberstand. Der gesamte Deckungsbedarf sank um 66 Millionen auf 531 Millionen Pfund. Jedoch wurden hiervon 462 Millionen Pfund — verglichen mit 118 Millionen Pfund im Vorjahr — durch die Auslandstransaktionen der Staatskasse gedeckt, bei denen es sich vorwiegend um den amtlichen Devisenverkauf und um kurzfristige Hilfe ausländischer Währungsbehörden handelte. Die Kreditaufnahme im Inland sank daher sehr erheblich von 479 Millionen Pfund im Vorjahr auf nur 69 Millionen Pfund. Außerhalb des Bankensektors zahlte der Staat per Saldo sogar 52 Millionen Pfund zurück (nachdem er 1965 den Betrag von 171 Millionen Pfund aufgenommen hatte), wobei der Nettoverlust an „national savings“ trotz großzügigeren Bedingungen besonders stark war. Vom Bankensektor erhielt der Staat 121 Millionen Pfund, verglichen mit 308 Millionen Pfund 1965. Diese Kredite waren außerdem sehr weitgehend nichtliquid: 100 Millionen Pfund brachte der Aufruf weiterer Sondereinlagen ein, für 119 Millionen Pfund übernahmen die Banken Staatspapiere und für 85 Millionen Pfund Steuergutscheine. Der Schatzwechselbestand der Banken verringerte sich um 209 Millionen Pfund. Diese Vorgänge milderten die kräftige Liquidisierung der Banken im Zuge der Kreditkontraktion ab Juli.

Die Finanzierung des Haushaltsdefizits wurde in nennenswertem Umfang durch die Entwicklung am Kapitalmarkt beeinflußt. Die Nettoemissionen der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors stiegen 1966 um 40 Prozent auf 566 Millionen Pfund, wobei sich das Aufkommen zugunsten der verarbeitenden Industrie,

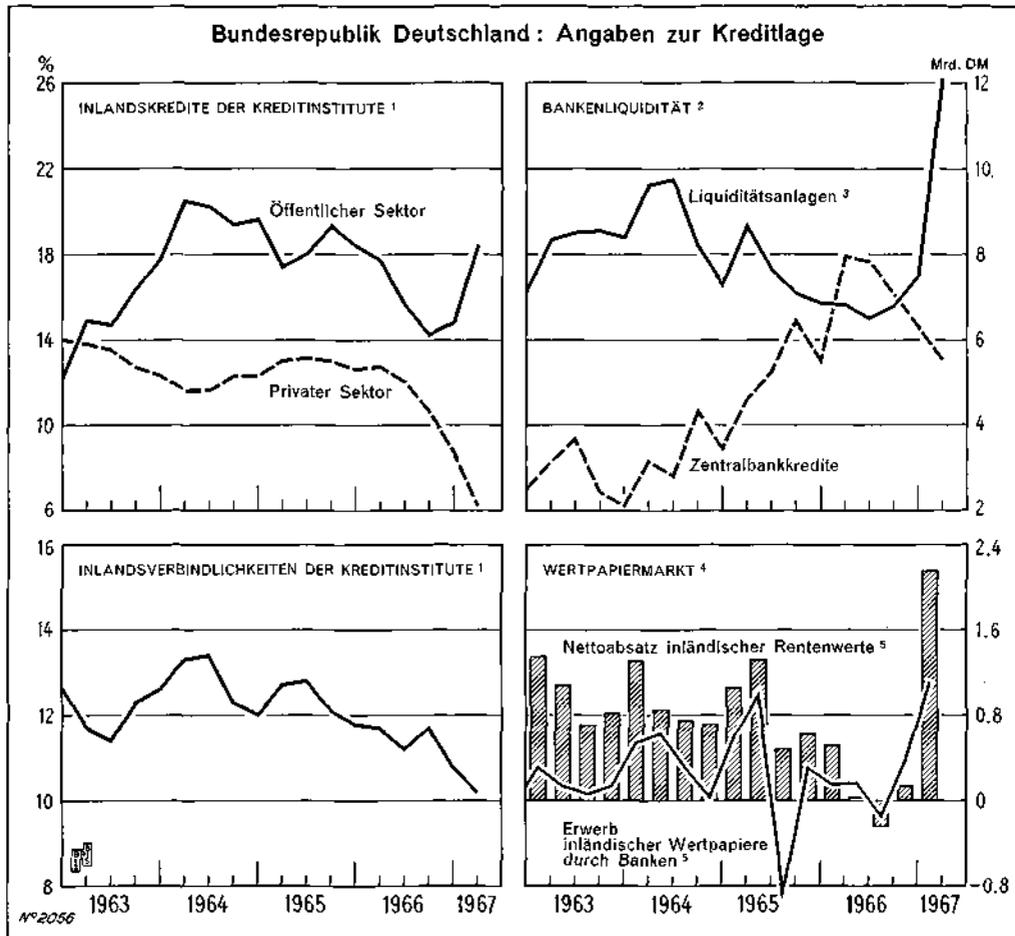
vor allem der chemischen Industrie, um über 60 Prozent erhöhte. Die Finanzinstitute nahmen am Kapitalmarkt 120 Millionen Pfund auf, verglichen mit nur 38 Millionen Pfund 1965, und die Emissionen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte waren mit 189 Millionen Pfund zwar um 10 Prozent geringer als im Vorjahr, aber immer noch sehr hoch. Vom gesamten Nettoabsatz von Wertpapieren — 859 Millionen Pfund — konzentrierten sich fast 40 Prozent auf die ersten drei Monate, was eine entsprechende Beeinträchtigung des Staatspapiermarktes zur Folge hatte. Bis zum Jahresende hatten sich die Staatspapiere aber bei gleichzeitigem Zurücktreten der anderen Emissionsinteressenten wieder beträchtlich erholt, und im Schlußquartal erreichte der Nettoabsatz im Publikum 410 Millionen Pfund, so daß die Kreditaufnahme der Staatskasse in dieser Form für das gesamte Jahr 229 Millionen Pfund betrug.

Die Lockerung der Kreditpolitik in den Vereinigten Staaten Ende 1966 und die damit zusammenhängende rückläufige Tendenz der kurzfristigen Zinssätze in Europa ermöglichten eine Ermäßigung des amtlichen britischen Diskontsatzes um  $1\frac{1}{2}$  Prozent im Laufe der ersten fünf Monate des Jahres 1967. Diese Senkung gab dem Markt der Staatsobligationen einen zusätzlichen Aufschwung, der, wenn er anhält, seinen Beitrag zur Erleichterung des beträchtlichen Finanzierungsproblems leisten wird, das sich mit dem jüngsten Budget für das Haushaltsjahr 1967 ergeben hat. Mit dem Fehlen eines Nettozuwachses an Einnahmen aus neuen Steuern wird ein um 100 Millionen Pfund geringerer Überschuß der Einnahmen über die Ausgaben veranschlagt, so daß in Verbindung mit einem vergleichbaren Anstieg der staatlichen Kreditgewährung der Kreditbedarf der Staatskasse auf 943 Millionen Pfund steigen würde, gegenüber 740 Millionen Pfund im Haushaltsjahr 1966/67. Der erwartete Überschuß in der britischen Zahlungsbilanz und die vorgesehene Rückzahlung der Kredite des IWF und der Schweiz lassen außerdem vermuten, daß die Staatskasse erheblich ihre Kreditaufnahme aus inländischen Quellen steigern müssen. Somit könnten Schritte erforderlich werden, um die staatliche Kreditaufnahme beim Bankensystem in vertretbaren Grenzen zu halten. Auf alle Fälle wird die durch staatliche Kreditaufnahme bedingte monetäre Expansion insofern gemildert werden, als die Kreditlenkung in der Form amtlicher Richtlinien für die Orientierung der Kreditgewährung und auch dadurch weitergeführt wird, daß für die Clearingbanken und die schottischen Banken, die mit Wirkung vom 12. April aus der Kreditplafondierung entlassen wurden, weiterhin das Sondereinlagensystem gilt. Die anderen Banken und die Finanzhäuser bleiben der Plafondierung (während der Dauer der Ausarbeitung anderer Regelungen) und den Orientierungs-Richtlinien unterstellt.

*Bundesrepublik Deutschland.* Die allmähliche Verstärkung der kreditpolitischen Restriktionen vom Sommer 1964 an ließ nicht wieder denselben wirtschaftspolitischen Zielkonflikt entstehen, wie er bei früheren Gelegenheiten aufgetreten war. Insoweit der Inflationsdruck im Inland von einem Zahlungsbilanzdefizit begleitet war, bestand nicht die frühere Gefahr eines ausgleichshindernden Kapitalzufflusses. Problemlos war die Lage deswegen allerdings nicht. Die öffentlichen Haushalte trugen, statt die übermäßige private Nachfrage zu kompensieren, selber zum

Nachfragedruck und indirekt zur Kosteninflation bei. Zwangsläufig wurden die Wirkungen der Kreditrestriktion außerdem bis zu einem gewissen Grad dadurch umgangen, daß die inländischen Kreditinteressenten sich im Ausland finanzierten. Unter diesen Umständen führte die Eindämmung der Inflation durch Maßnahmen der Geld- und Kreditpolitik zu immer höheren Zinssätzen, womit das übliche Risiko eines plötzlichen Umschwungs bei den Erwartungen bezüglich der Rentabilität von Investitionen gegeben war.

In den ersten Monaten des Jahres 1966 blieb die Nachfrage nach Finanzierungsmitteln stark, und die Kreditmärkte verknappten sich weiter. Mehrmals erhöhte die Bundesbank ihre Sätze für Geldmarktpapiere. Im Mai hob sie den offiziellen Diskontsatz von 4 auf 5 Prozent und den Lombardsatz von 5 auf 6 ¼ Prozent an, nachdem die Zinsen sowohl im Ausland wie im Inland beträchtlich gestiegen waren. Ebenfalls im Mai trat die zweite Phase einer Kürzung der Rediskontkontingente in Kraft, wodurch der unausgenutzte Refinanzierungsspielraum um rund 1,3 Milliarden DM vermindert wurde.



<sup>1</sup> Prozentuale Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. den DM. <sup>2</sup> Inländische Geldmarktpapiere und kurzfristige Auslandsanlagen. <sup>3</sup> Ohne Absatz bzw. Erwerb von Bankschuldverschreibungen.

<sup>4</sup> Am Quartalsende, in Milliarden DM. <sup>5</sup> Quartalswerte, in Milliarden DM.

Die Einlagenbildung und die Bankkreditausweitung wurden in den ersten sechs Monaten des Jahres 1966 deutlich langsamer. In diesem Zeitraum stiegen die gesamten Einlagenverbindlichkeiten der Kreditinstitute um nur 9,4 Milliarden DM (ein Jahr vorher: 12,6 Milliarden DM), wobei vor allem die Sichteinlagen weniger stark wuchsen. Außerdem verringerten die Kreditinstitute wegen der sehr ungünstigen Kapitalmarktverhältnisse die Ausgabe von Bankschuldverschreibungen auf rund 3,0 Milliarden DM, nachdem sie im gleichen Vorjahreszeitraum noch 6,1 Milliarden DM betragen hatte. In gewissem Grade ging das verlangsamte Wachstum des Passivgeschäfts mit einer bescheideneren Expansion des Kreditgeschäfts einher, die sich auf 14,7 Milliarden DM verringerte (in den ersten sechs Monaten 1965: 16,5 Milliarden DM). Innerhalb dieses Betrages hielt sich jedoch die Kreditgewährung an den privaten Sektor gut; der Kreditzuwachs war hier mit 12,5 Milliarden DM ungefähr so groß wie 1965. Dagegen nahm die Kreditgewährung an den öffentlichen Sektor im ersten Halbjahr 1966 ab, nämlich auf 1,8 Milliarden DM (im entsprechenden Vorjahreszeitraum: 2,6 Milliarden DM), und zwar hauptsächlich im Zusammenhang mit der Verbesserung der Kassenlage des Bundes und der Länder. Zum Teil mag dies an bewußter Haushaltsdisziplin gelegen haben, aber daneben scheinen die öffentlichen Ausgaben doch auch durch die beschränkten Kreditmöglichkeiten und die hohen Kreditkosten begrenzt worden zu sein. Schließlich reduzierten die Kreditinstitute angesichts der zunehmenden Einengung des Liquiditätsspielraums ihren Wertpapiererwerb auf weniger als 300 Millionen DM (im ersten Halbjahr 1965: 1 580 Millionen DM).

Durch autonome Faktoren und die Erhöhung der Mindestreserveanforderungen wurden den Banken im ersten Halbjahr 1966 fast 3,1 Milliarden DM an Liquidität entzogen, und dies nach einem Liquiditätsentzug von über 6,1 Milliarden DM in den vorangegangenen achtzehn Monaten. Die wichtigsten liquiditätsmindernden Faktoren waren das im ersten Quartal noch große Zahlungsbilanzdefizit und die Zunahme der öffentlichen Guthaben bei der Zentralbank. Die Kreditinstitute deckten ihren Liquiditätsbedarf hauptsächlich aus inländischen Quellen, indem sie Refinanzierungskredite von rund 2,6 Milliarden DM bei der Bundesbank aufnahmen und an sie Geldmarktpapiere im Betrage von fast 0,5 Milliarden DM zurückgaben.

Der Emissionsmarkt, dessen Aufnahmefähigkeit sich schon 1965 erheblich vermindert hatte, ließ in der ersten Hälfte des Jahres 1966 Anzeichen einer beginnenden Krise erkennen. Die Rendite von Anleihen der öffentlichen Hand stieg, nachdem sie von durchschnittlich 6,2 Prozent im Jahre 1964 auf 7,7 Prozent Ende 1965 zugenommen hatte, kontinuierlich weiter und erreichte im Juni 1966 einen Stand von 8,4 Prozent. An festverzinslichen Inlandspapieren wurden in den Monaten Januar–Juni insgesamt nur 3,2 Milliarden DM begeben, verglichen mit 7,8 Milliarden DM in der entsprechenden Vorjahresperiode. Zu erklären ist dieses geringere Volumen nicht zuletzt durch den eingeschränkten Wertpapiererwerb der Banken sowie durch ihre eigene zurückhaltende Emissionspolitik. Bis zu einem gewissen Grade lassen die Zahlen auch nicht das vollständige Bild erkennen, weil Versicherungen und andere Nichtbanken-Institute stark vermehrt mittel- und langfristige Direktkredite gewährten, statt wie früher Rentenwerte am Markt zu kaufen. Außerdem hielten sich die öffentlichen Stellen im Rahmen

einer freiwilligen Rationierung mit Emissionen zurück. Nicht zuletzt blieb auch das allgemeine Anlegerpublikum dem Markt fern, teils wegen der geringeren Ersparnis der privaten Haushalte, teils wegen der Zinsauftriebserwartungen.

Der entscheidende Wandel, wie er in der Gesamtnachfrage zum Ausdruck kam, scheint im Frühsommer 1966 eingetreten zu sein; damals hatte die angespannte Kreditlage bereits die privaten Anlageinvestitionen sinken lassen. In den darauffolgenden Monaten führte die ausgeprägte Aktivierung der Zahlungsbilanz in Verbindung mit einer Mäßigung der Nachfrage nach Bankkrediten zu einem völligen Umschwung im Trend der Bankenliquidität. Da jedoch die Banken ihren Liquiditätszuwachs weitgehend zur Rückzahlung von Zentralbankschulden verwendeten, änderte sich die Lage an den Kreditmärkten nicht so schnell.

Die Bankkreditnachfrage des privaten Sektors fiel im zweiten Halbjahr 1966 auf 6,6 Milliarden DM, also fast auf die Hälfte jener 12,4 Milliarden DM, die im selben Vorjahreszeitraum aufgenommen worden waren. Die öffentlichen Haushalte dagegen erhöhten ihre Bankschulden verstärkt, nämlich um 4,7 Milliarden DM (in der vergleichbaren Vorjahresperiode: 4,3 Milliarden DM). In dieser Zahl sind jedoch auch die 1,0 Milliarden DM enthalten, die um die Jahreswende aufgenommen wurden, um Devisenzahlungen an die Vereinigten Staaten zum Ausgleich militärischer Ausgaben in der Bundesrepublik zu finanzieren. Die Einlagen bei den Kreditinstituten erhöhten sich in der zweiten Jahreshälfte um 19,1 Milliarden DM, also etwas mehr als ein Jahr früher. Die Wertpapierbestände der Banken stiegen um 220 Millionen DM, während sie in der zweiten Hälfte 1965 um 580 Millionen DM gesunken waren. Die Bankenliquidität weitete sich durch autonome Marktfaktoren im zweiten Halbjahr 1966 per Saldo um 2 850 Millionen DM aus. Hiervon wurden etwa 1 850 Millionen DM zur Abdeckung von Bundesbankkrediten verwendet, während der Rest größtenteils im Ausland angelegt wurde.

Der Absatz festverzinslicher Wertpapiere stellte sich in der Periode Juli–Dezember auf lediglich 2,3 Milliarden DM und war damit nur halb so hoch wie in derselben Vorjahresperiode. Die Beanspruchung des Marktes wurde durch entsprechende Gestaltung des Emissionskalenders und durch Kapitalmarktvereinbarungen der öffentlichen Kreditnehmer in Grenzen gehalten. Auf der Anlegerseite blieb der Rentenerwerb der Banken gering, während das private Publikum bei den gegebenen Unsicherheiten an seiner starken Liquiditätsvorliebe festhielt. Die Rendite von Anleihen der öffentlichen Hand stieg weiter auf 8,6 Prozent im Juli und August, wurde dann aber bis November leicht rückläufig und sank anschließend um einen halben Prozentpunkt auf 7,7 Prozent im Dezember.

Gegen Jahresende hatte sich die Nachfrage beträchtlich abgeschwächt, die Haushaltslage der öffentlichen Hand war ihrer Grundtendenz nach besser geworden, und die Zahlungsbilanz wies einen hohen Überschuß auf, der noch größer zu werden drohte. Unter diesen Umständen ging die Bundesbank zu einer Politik aktiver monetärer Lockerung über. Anfang Dezember senkte sie, zunächst als vorübergehende Jahresendmaßnahme, die Mindestreservesätze für Sicht- und Terminverbindlichkeiten um 9 Prozent. Etwa um dieselbe Zeit suspendierte sie, um mehr Mittel an den inländischen Markt zu bringen, mit Wirkung vom

1. Januar die Bestimmung, wonach kurzfristige Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Gebietsfremden, insoweit sie durch kurzfristige Auslandsanlagen kompensiert wurden, von der Mindestreservepflicht ausgenommen waren. Zum Ausgleich hierfür erhielt die Senkung der Mindestreservesätze definitiven Charakter. Am 6. Januar 1967 wurde der offizielle Diskontsatz von 5 auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent und der Lombardsatz von  $6\frac{1}{4}$  auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent gesenkt. Mit Wirkung vom 1. Februar nahm die Bundesbank die besonderen Mindestreservesätze für Auslandsverbindlichkeiten von der gesetzlichen Höchstgrenze auf den Stand der Sätze für Inlandsverbindlichkeiten zurück. Am 17. Februar ermäßigte sie den offiziellen Diskontsatz abermals um  $\frac{1}{2}$  Prozent auf nunmehr 4 Prozent und die Mindestreservesätze durchgehend um 10 Prozent. Nach der Senkung des US-Diskontsatzes im April reduzierte die Bundesbank ihren Satz erneut, diesmal auf  $3\frac{1}{2}$  Prozent. Mit Wirkung vom Mai wurden die Mindestreserveverpflichtungen nochmals um 5 Prozent gekürzt. Schließlich wurde am 12. Mai der Diskontsatz auf 3 Prozent zurückgenommen.

Der Übergang zur kreditpolitischen Lockerung und insbesondere die Zinssenkung erfolgten in Einklang mit der Entwicklung im Ausland. Da die Bundesbank in ihrer Handlungsfreiheit durch die ausländischen Zinsniveaus beschränkt ist, ging sie mit ihrer Zinssenkungspolitik behutsam vor. Im Sinne einer Strukturmaßnahme erklärte sich die Bundesbank im März mit der völligen Aufhebung der Höchstzinsen für Kredite und Einlagen der Banken einverstanden. Auf dem Rentenmarkt gaben die Renditen in den ersten Monaten des Jahres 1967 weiter nach, und im April ging die öffentliche Hand von einer Nominalverzinsung von 7 Prozent zu einer solchen von  $6\frac{1}{2}$  Prozent über. Bis zu einem gewissen Grade werden die auf Seite 11 und 13 geschilderten antizyklischen Maßnahmen, zu denen auch die Steigerung der öffentlichen Ausgaben mit Hilfe kurzfristiger Kredite gehört, einer Nachfragebelebung zugute kommen. In allgemeinerer Sicht wird, angesichts der Kreditlockerung, für den weiteren Verlauf des Jahres auch mit einer gewissen autonomen Erholung der Nachfrage gerechnet.

*Niederlande.* In den Jahren 1963–1966 befand sich die niederländische Volkswirtschaft in einem ausgeprägten Kosten- und Preisauftrieb, mit dem eine eher mäßige Verschlechterung der Zahlungsbilanz einherging, mit dem aber im vergangenen Jahr auch eine Erschwerung der Lage in strukturell schwachen Industriesektoren verbunden war. Angeheizt wurde diese inflationäre Bewegung durch einen kräftigen Anstieg der Löhne, der öffentlichen Ausgaben, des Wohnungsbaus und der industriellen Investitionen. Wie stark die aufgetretene Nachfrage nach Finanzierungsmitteln war, während die Zentralbank sich gleichzeitig um Beschränkung der Kreditversorgung bemühte, kann an der Zinsbewegung abgelesen werden. Die Rendite der Industrieobligationen, die in der Zeit von 1959 bis 1963 im engen Bereich zwischen  $3\frac{3}{4}$  und  $4\frac{1}{2}$  Prozent fluktuiert hatte, stieg danach steil und stand im Sommer 1966 bei  $7\frac{1}{2}$  Prozent. Natürlich spiegelt sich in dieser Entwicklung auch der Einfluß des Zinsauftriebs im Ausland wider.

Der staatliche Nettofinanzbedarf vergrößerte sich, nachdem er von 310 Millionen holländischen Gulden 1963 auf 1 040 Millionen Gulden 1965 zugenommen hatte, 1966 weiter auf 1 620 Millionen Gulden. Im Jahresverlauf konnte der Staat

jedoch seine Finanzen verbessern, nicht zuletzt dank der im Mai beschlossenen Kürzung der Ausgaben besonders für Investitionen. Im zweiten Halbjahr 1966 wuchsen die Einnahmen erstmals seit 1963 wieder rascher als die Ausgaben. Im Jahre 1966 als Ganzes beanspruchte der Staat vermehrt langfristige Finanzierungsmittel, aber deren Anteil am gesamten Nettofinanzbedarf sank von 74 auf 66 Prozent. Um den Kapitalmarkt nicht noch stärker zu überlasten, nahm der Staat verhältnismäßig mehr kurzfristige Mittel auf. Der Betrag der dem Staat zufließenden Bankkredite, der 1965 um 570 Millionen Gulden zugenommen hatte, erhöhte sich 1966 um 800 Millionen Gulden, von denen ein erheblicher Teil sich in einer Erhöhung der schwebenden Schuld bei der Zentralbank niederschlug.

Der Nettofinanzbedarf der nichtzentralen öffentlichen Haushalte ging, nachdem er 1964 auf eine Spitze von 2 220 Millionen Gulden emporgeschwungen war, in den beiden anschließenden Jahren zurück und hatte 1966 nur noch einen Umfang von 1 760 Millionen Gulden. Diese Kontraktion ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, daß die Kreditaufnahme der öffentlichen Körperschaften begrenzt worden war. Außerdem durften die nichtzentralen öffentlichen Haushalte im letzten Jahr den Kapitalmarkt nur über die der öffentlichen Kreditaufnahme dienenden Zentralinstitute, insbesondere die Bank für Niederländische Gemeinden, in Anspruch nehmen. Der Anteil der langfristigen Kredite an der Deckung des gesamten Nettofinanzbedarfs des Sektors sank viel stärker als beim Staat, nämlich von über 95 Prozent 1965 auf 61 Prozent 1966. Bankkredite und andere kurzfristige Kredite wurden jedoch größtenteils nur in der ersten Jahreshälfte aufgenommen. In der zweiten Jahreshälfte wurde der Finanzbedarf des Sektors weiter verringert und fast ganz durch langfristige Finanzierungsmittel gedeckt.

Die Bankkreditnachfrage des privaten Sektors war 1966 zunächst lebhaft. Obgleich die Nederlandsche Bank die Ausweitung des Volumens der kurzfristigen Kredite an diesen Sektor für den Zeitraum Januar–April auf 5 Prozent und damit auf drei Viertel der tatsächlichen Ausweitung im entsprechenden Vorjahreszeitraum begrenzt hatte, erhöhten sich die Ausleihungen um rund 10 Prozent. Dies führte zu einer weiteren Straffung der Kreditpolitik im Mai; der Diskontsatz wurde von  $4\frac{1}{2}$  auf 5 Prozent angehoben und der Kreditausweitungsplafond, zum Teil aus saisonalen Gründen, für den gesamten Zeitraum Januar–August auf 4 Prozent gesenkt. Bald darauf begann die Kurve der Inlandsnachfrage sich zu verflachen. Im Spätsommer war die Nachfrage nach kurzfristigen Bankkrediten schon nicht mehr so stark, und im weiteren Verlauf des Jahres blieb ihre übliche saisonale Erholung aus. Dagegen belebte sich in der zweiten Jahreshälfte die Gewährung längerfristiger Bankkredite, die auf Ersuchen der Zentralbank dem Aufkommen längerfristiger Mittel angepaßt werden sollte.

Die Einlagenbildung blieb 1966 noch mehr als 1965 hinter der Bankkreditexpansion zurück, was zum Teil am Defizit in der Zahlungsbilanz und zum Teil an den hohen Kapitalmarktrenditen lag. Das Gesamtvolumen der Kredite der Geschäftsbanken stieg um 1 520 Millionen Gulden und damit um  $12\frac{1}{2}$  Prozent, während ihr gesamtes Einlagenvolumen nur um 690 Millionen Gulden bzw. 6 Prozent zunahm. Unter diesen Umständen reduzierten die Banken etwas ihr Wertpapierportefeuille — insbesondere in den ersten Monaten des Jahres — und

refinanzierten sich bedeutend mehr als sonst bei der Zentralbank. Ein noch wichtigerer Faktor war der weitere Abbau ihrer Nettoauslandsforderungen um rund 380 Millionen Gulden. Es ist auch festzustellen, daß niederländische Firmen vermehrt ausländische Lieferantenkredite in Anspruch nahmen, womit sie sich nicht nur den Kreditbeschränkungen im Inland entzogen, sondern auch die Liquiditätsbeengung bei den Banken milderten.

Die Nettoaufnahme von Kapitalmarktmitteln durch Inländer, meistens in der Form von Privat- und Hypothekendarlehen, war 1966 mit 7 130 Millionen Gulden um 2 Prozent größer als im Vorjahr, verglichen mit einem Zuwachs von 10 Prozent im Jahre 1965. Von diesem Aufkommen erhielt der private Sektor aber nicht weniger als 4 990 Millionen Gulden — was einer Erhöhung um 17 Prozent gegenüber dem Vorjahresvolumen entsprach —, während sich die öffentlichen Stellen zurückhielten und lediglich 2 140 Millionen Gulden aufnahmen, also um 21 Prozent weniger als 1965. Die Banken und die Sparinstitute stellten dem Kapitalmarkt nur noch 1 660 Millionen Gulden und damit 28 Prozent weniger als im Vorjahr zur Verfügung, doch bekam der Markt dafür mehr Mittel von den Kapitalsammelstellen, und auch im Wertpapierverkehr mit Ausländern strömte per Saldo etwas mehr Kapital ins Land. Von Unternehmen und privaten Haushalten flossen dem Kapitalmarkt insgesamt 1 200 Millionen Gulden zu, was geringfügig weniger war als 1965, aber immer noch um ein Drittel mehr als 1964.

Die 1966 vorgenommene Kombination budgetärer und monetärer Restriktionsmaßnahmen scheint die inflationären Anspannungserscheinungen gemildert zu haben, ohne das anhaltende Wachstum der industriellen Erzeugung ernsthaft zu beeinträchtigen. Die Renditen langfristiger Obligationen blieben bis November hoch, gaben dann aber erheblich nach. Am 15. März ermäßigte die Nederlandsche Bank ihren Diskontsatz von 5 auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent und befreite die Banken einstweilen von der Verpflichtung, bei Überschreitung der Kreditausweitungsgrenzen zinslose Einlagen bei der Zentralbank zu bilden. Die Grenzen selber wurden für den Zeitraum Januar–April 1967 bei 4 Prozent des Kreditvolumens vom letzten Quartal 1965 festgesetzt. Im Staatshaushalt wird für 1967 mit einer ungefähr ebenso großen Deckungslücke wie 1966 gerechnet, was angesichts der entspannteren Nachfragesituation eher den Verhältnissen entsprechen würde als im vergangenen Jahr. Die nichtzentralen öffentlichen Haushalte wurden aufgefordert, ihre kurzfristige Schuld bis auf weiteres auf 105 Prozent des Volumens vom Juli 1966 zu beschränken, und sie werden auch 1967 ihre Kreditaufnahme auf dem Kapitalmarkt in zentralisierter Form vornehmen müssen.

*Belgien.* Gegen Ende 1965 und Anfang 1966 schien sich endgültig ein erneuter Konjunkturaufschwung durchzusetzen. Als Vorsichtsmaßnahme zur Eindämmung der Kreditausweitung auf ein nichtinflationäres Maß forderte die Nationalbank im April 1966 die Banken auf, das Wachstum ihrer Kreditforderungen im gesamten Jahr 1966 auf 12 Prozent des Standes von Ende 1965 zu begrenzen. Innerhalb dieses Spielraums sollten die Banken Kredite vorzugsweise für produktive Investitionen und erst in zweiter Linie für den Wohnungsbau, den Verbrauch und spekulative Vorratsinvestitionen gewähren. Außerdem wurde

den Banken empfohlen, mittel- und langfristige Kredite nur in dem Maße zu vergeben, in dem sie selber solche Gelder erhielten. Die Sparkassen, Lebensversicherungen und öffentlichen Kreditinstitute blieben in das Programm der Kreditbeschränkung einbezogen.

Die Expansion erwies sich dann aber als kurzlebig. Unter dem Einfluß einer Exportabschwächung, die hauptsächlich durch antiinflationäre Maßnahmen in Nachbarländern verursacht war, begann sich die Konjunktur im Frühjahr zu verflachen. Die Kosteninflation ging jedoch weiter, woraufhin im Mai ein temporärer Preisstop erlassen wurde. Ebenfalls der Bekämpfung des Kostenanstiegs, aber gleichzeitig auch dem Zweck der Anpassung der inländischen Zinssätze an die Zinsentwicklung im Ausland diente die Erhöhung des Diskontsatzes der Nationalbank von  $4\frac{3}{4}$  auf  $5\frac{1}{4}$  Prozent am 2. Juni.

Die 1966 verzeichnete Passivierung der Grundbilanz verminderte die Bildung volkswirtschaftlicher Liquidität durch das Bankensystem. Andererseits wirkte die Expansion der Bankkredite an das Inland in der entgegengesetzten Richtung. Der Staat deckte seinen Finanzbedarf vermehrt durch Aufnahme kurzfristiger Kredite — zum Teil im Ausland —, und dem privaten Sektor wurden Bankkredite in gesteigertem Umfang gewährt. Somit wuchs die Geld- und Quasigeldmenge um 34 Milliarden belgische Franken bzw.  $8\frac{1}{2}$  Prozent, so daß fast die 9prozentige Ausweitung vom Vorjahr erreicht wurde.

Der Nettofinanzbedarf des Staates sank von 22,1 Milliarden Franken 1965 auf 17,1 Milliarden Franken im vergangenen Jahr — teils dank der Erhöhung indirekter Steuern mit Wirkung von Anfang 1966, teils dank der disziplinierten Ausgabengestaltung. 1965 hatte der Staat am heimischen Markt 26,9 Milliarden Franken aufgenommen — davon rund zwei Drittel mittel- und langfristig — und aus diesem Aufkommen seine Auslandsschuld um 4,8 Milliarden Franken verringert. Im vergangenen Jahr wandte sich der Staat aber in Anbetracht der Überbelastung der inländischen Kreditmärkte wieder der Kreditaufnahme im Ausland zu, und von der verringerten inländischen Schuldenaufnahme entfiel ein beträchtlicher Teil abermals auf Bankkredite.

Die Expansion der Bankkredite an den privaten Sektor stellte sich, soweit sie plafondierte war, im ersten Halbjahr 1966 auf 4,4 Prozent und im gesamten Jahr auf 15,4 Prozent, verglichen mit 17 Prozent 1965. Der im April eingeführte Plafond blieb zwar bestehen, aber Ende Juni gab die Nationalbank ihre Bereitschaft zu erkennen, einer Überschreitung des Plafonds zuzustimmen, insofern dies auf die Gewährung staatlich garantierter oder subventionierter Investitionskredite zurückzuführen war. Das Gesamtvolumen der Bankkredite an den privaten Sektor stieg 1966 um 22,4 Milliarden Franken und damit um 20 Prozent, verglichen mit  $14\frac{1}{2}$  Prozent 1965. Die Lebhaftigkeit der Kreditnachfrage beruhte weitgehend auf der Gewinnbeengung, die durch die Abschwächung der Gesamtnachfrage und durch den anhaltenden Lohnauftrieb verursacht war.

Ende 1966 verlängerte die Nationalbank die Kreditbegrenzung bis Mitte 1967; zu dieser Zeit soll das Kreditvolumen nicht mehr als 118 Prozent seines Umfangs von Ende 1965 betragen. Ausdrücklich von der Begrenzung ausgenommen sind jetzt aber staatlich garantierte oder subventionierte Investitionskredite

und auch Exportkredite in Form von Bankakzepten. Zur weiteren Lockerung sowie zur Anpassung der Zinsen an das internationale Niveau wurde der amtliche Diskontsatz in der Zeit von Februar bis Mitte Mai in drei Etappen von  $5\frac{1}{4}$  auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent gesenkt.

*Frankreich.* Die Wirtschaftspolitik war 1966 darauf gerichtet, den erneuten Konjunkturaufschwung zu fördern, ohne den Grad an Preis- und Kostenstabilität zu gefährden, der in den letzten Jahren im Zuge der Stabilisierungsbemühungen erreicht worden war. Dieses Ergebnis wurde erzielt durch eine mäßig expansive Budget- und Kreditpolitik, der als Gegengewicht die Fortführung von beschränkenden Regelungen im Bereich der Einkommen im öffentlichen Sektor und der Liquiditätsbildung beigegeben war. Während des Jahres wurden die Industriepreiskontrollen etwas gelockert und die Preise bestimmter Agrarprodukte und öffentlicher Versorgungsleistungen angehoben.

Im Staatshaushalt, der nach dem hohen Defizit von 1963 im Verlauf der beiden darauffolgenden Jahre wieder ins Gleichgewicht gebracht worden war, erschien 1966 abermals ein Fehlbetrag, der aber mit seinem nicht allzu großen Umfang von 2 Milliarden französischen Franken mehr oder weniger in Einklang mit der Notwendigkeit der Konjunkturförderung stand. Zu einem beträchtlichen Teil beruhte er auf der Steigerung von Ausgaben zugunsten der verstaatlichten Industrie und des Sozialversicherungssystems. Mitbestimmend war ferner, daß für Investitionsgüter, die im Laufe des Jahres gekauft oder bestellt wurden, eine 10prozentige Steuergutschrift gewährt wurde und daß der Fonds für wirtschaftliche und soziale Entwicklung mehr Kredite erhielt.

Die Haushaltsgestaltung wirkte zwar auf die Gesamtnachfrage expansiv, doch wurde die Deckungslücke im Sinne einer Begrenzung des Wachstums der Geld- und Quasigeldmenge finanziert. Das erreichte man zum einen Teil durch Ausgabe einer weiteren Nationalen Investitionsanleihe im Betrage von 1,5 Milliarden Franken — verglichen mit 1,0 Milliarden Franken 1965 —, die hauptsächlich an die Industrie weitergeleitet wurden. Von größerer Bedeutung waren aber die Mittel, die der Staatskasse aus Konten der Postverwaltung und von öffentlichen Kreditinstituten (*correspondants*) zufflossen. Die Operationen der Staatskasse waren 1966 für die Liquiditätsbildung ein restriktiver Faktor in der Größenordnung von 1,7 Milliarden Franken, wogegen sie 1965 mit 0,5 Milliarden Franken zur monetären Expansion beigetragen hatten.

Die Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Zahlungslage war ebenfalls ein Faktor, der das Wachstum der volkswirtschaftlichen Liquidität hemmte. Die Nettoauslandsposition des Bankensystems wies, nachdem sie sich 1965 um 5,58 Milliarden Franken verbessert hatte, für das gesamte Jahr 1966 zwar ebenfalls noch einen Gewinn (einschließlich der Schuldenrückzahlungen) von 2,13 Milliarden Franken auf, aber vom Spätsommer an entwickelte sie sich im defizitären Sinne. Andererseits expandierten die Kreditforderungen des Bankensystems (einschließlich der Zentralbank) an den privaten Sektor um 15,3 Milliarden Franken bzw. 12,6 Prozent, verglichen mit 11 Prozent 1965. Das war vor allem auf den weiteren Konjunkturaufschwung zurückzuführen. So stellte sich die Zunahme der

Geld- und Quasigeldmenge über das Bankensystem, mit dem dämpfenden Einfluß der staatlichen Schuldenegebarung und des Auslandszahlungsverkehrs, auf 19,1 Milliarden Franken und damit auf 9,7 Prozent, womit sie geringfügig hinter dem 10prozentigen Wachstum aus dem Vorjahr zurückblieb.

Teilweise im Zusammenhang mit der verlangsamten Ausweitung des Bargeldumlaufs erhöhten sich die Gesamteinlagen bei den Banken, einschließlich der längerfristigen, um 13,8 Milliarden Franken und damit um 12,9 Prozent, verglichen mit 11,8 Prozent 1965. Innerhalb dieses Gesamtzuwachses stiegen die Quasigeldverbindlichkeiten der Banken um 26,5 Prozent, nachdem in den ersten Monaten des Jahres 1966 die Banken erweiterte Möglichkeiten erhalten hatten, sowohl im Sparbuchgeschäft wie auch im Rahmen eines neuen Wohnungsbau-sparsystems Spargelder in Konkurrenz zu den Sparkassen an sich zu ziehen. Andererseits verringerte der Staat, indem er vermehrt Mittel aus anderen Quellen aufnahm, seine Nettoschuld bei den Banken um etwa 3,9 Milliarden Franken. Das setzte die Banken, in Verbindung mit der starken Einlagenbildung, in den Stand, ihre Kredite an die Wirtschaft um 16,9 Milliarden Franken auszuweiten. Damit stellte sich dieser Zuwachs auf 15,5 Prozent, verglichen mit 13,4 Prozent 1965. Die mittelfristigen Baukredite und — in geringerem Umfang — Ausrüstungskredite weiteten sich beträchtlich aus. Die Banken nahmen den Rediskontkredit der Zentralbank und anderer Institute in Anspruch, aber nur im Betrage von 1,8 Milliarden Franken und damit um rund 1 Milliarde Franken weniger als 1965.

Die gesamten Ausleihungen der anderen Finanzinstitute, einschließlich der Sonderkreditinstitute und der Staatskasse, stiegen 1966 um 18,4 Milliarden Franken bzw. 15,2 Prozent, verglichen mit 13,8 Prozent 1965. Ermöglicht wurde das dadurch, daß die Staatskasse vermehrt öffentliche Gelder zur Verfügung stellte, die Einlagenbildung bei den Sparkassen sich beschleunigte und die Sonderkreditinstitute stärker auf den Kapitalmarkt zurückgriffen.

Der Nettoabsatz von Wertpapieren war 1966 etwas größer als im Vorjahr, nämlich 12,4 gegenüber 12,2 Milliarden Franken. Innerhalb dieses Gesamtbeitrages verringerten sich die Aktienemissionen beträchtlich, worin die weitere Verschlechterung der Verfassung des Aktienmarktes zum Ausdruck kam. Jedoch erhielt die Industrie vermehrt Mittel über die Sonderkreditinstitute und die Staatskasse. Insgesamt erhöhten sich die von diesem Sektor begebenen Bruttoemissionen festverzinslicher Wertpapiere von 4,7 Milliarden Franken 1965 auf 6,5 Milliarden Franken 1966, deren Gegenstück auf der Aktivseite die im vorstehenden Absatz erwähnten Ausleihungen sind. Etwa um die Jahresmitte hoben die Behörden, um das Kapitalaufkommen zu fördern, die Nominalverzinsung neuer Anleihen um  $\frac{1}{2}$  Prozent an.

Die Geldmarktzinsen, die stärker unter dem Einfluß der Entwicklung im Ausland standen, zogen beträchtlich an; Tagesgeld verteuerte sich um über 1 Prozent auf durchschnittlich 5,7 Prozent im Dezember 1966. Das ganze Jahr hindurch wurde der Diskontsatz unverändert bei  $3\frac{1}{2}$  Prozent gehalten, und die Behörden milderten zeitweise die Marktanspannung, hauptsächlich durch

mehrfachmalige Reduktion des „coefficient de trésorerie“. Doch in der zweiten Jahreshälfte, als die Zahlungsbilanz sich passiviert hatte, stellte die Zentralbank dem Markt Mittel nur zu steigenden Sätzen zur Verfügung, wodurch sie dazu beitrug, den Kapitalabfluß zu begrenzen. Bis zu den ersten Monaten des Jahres 1967 war der Tagesgeldsatz wieder auf rund 5 Prozent gesunken.

Auf der Grundlage der anhaltenden monetären Stabilität setzten die Behörden weitere Regelungen in Kraft, um die Tätigkeit der Finanzinstitute zu erweitern und den Wettbewerb zwischen ihnen anzufachen. Zum Beispiel erhielten Sonderinstitute zur Finanzierung der Investitionstätigkeit — wie der Crédit National — und des privaten Wohnungsbaus — wie der Crédit Foncier — die Erlaubnis zur Ausgabe marktfähiger mittelfristiger Obligationen, die sich als Anlage für Banken eignen. Außerdem wurde den Banken die Genehmigung erteilt, langfristige Sparverträge anzubieten, die mit Steuervorteilen ausgestattet wurden. Zur Verringerung der Kosten von Wohnungsbaukrediten und zur Verlängerung von deren Laufzeit bemühte man sich auch um die Schaffung eines Hypothekenmarktes, hauptsächlich über den Crédit Foncier.

Das kreditpolitische Instrumentarium erhielt im Januar 1967 eine wichtige Bereicherung durch die Einführung eines Pflichtreservesystems für alle Banken und alle Depositeninstitute mit Sonderstatut. Dieser Regelung zufolge müssen die Banken bei der Zentralbank zinslose Einlagen proportional zu den wichtigsten Arten ihrer kurzfristigen Frankenverbindlichkeiten mit bis zu dreijähriger Fälligkeit bilden. Das System wird stufenweise eingeführt und soll seine volle Gültigkeit am 21. Oktober 1967 erlangen, mit Reservesätzen von 4½ Prozent für Sichteinlagen und 2 Prozent für andere Einlagen. Die Obergrenze, bis zu der diese Sätze von der Zentralbank angehoben werden dürfen, beträgt nach der gegenwärtigen Regelung des Nationalen Kreditrates 10 Prozent. Gleichzeitig wurde der „coefficient de trésorerie“ abgeschafft, aber als Übergangsregelung gibt es jetzt einen Mindestanlagesatz für Papiere zur Verbriefung mittelfristiger Kredite. Die Schatzwechsel-Übernahmequote der Banken, die ein Bestandteil des „coefficient“ war, soll in der Zeit von Januar bis 1. September 1967 von 5 Prozent nach und nach auf Null gesenkt werden. Im Hinblick darauf, daß im Januar dieses Jahres die praktisch uneingeschränkte Konvertibilität im Kapitalverkehr eingeführt worden ist, eröffnet das System variabler Reserveanforderungen in Verbindung mit der Intensivierung der Offenmarktoperationen den Behörden zusätzliche Aktionsmöglichkeiten im kreditpolitischen Bereich. Was die unmittelbare Zukunft betrifft, so dürfte die Gefahr eines übermäßigen Wachstums der Inlandsliquidität gering sein, wenn man bedenkt, daß die Zahlungsbilanz sich verschlechtert hat, die Haushaltsvoranschläge für 1967 nach orthodoxen Vorstellungen gestaltet sind und die Konjunktur zögernder verläuft.

*Italien.* Das hauptsächlich wirtschaftspolitische Ziel war 1966 und Anfang 1967 die Förderung des Konjunkturaufschwungs, vor allem im Bereich der Investitionen. Die Budgetpolitik, die Schuldengemarung und die Kreditpolitik arbeiteten gemeinsam auf dieses Ziel hin — in einer Situation, in der die Preise und die Löhne verhältnismäßig stabil waren und der Aktivsaldo in der Zahlungsbilanz abnahm.

Was die Rolle des Staates betrifft, so erhöhte sich dessen Überschuß im ordentlichen Haushalt nach der Volkseinkommensrechnung von 186 Milliarden Lire 1965 auf 433 Milliarden Lire 1966. Damit verringerte sich, immer auf der Basis der Volkseinkommensrechnung, nach Berücksichtigung der eigenen Investitionsausgaben der Regierung und ihrer Vermögensübertragungen das Gesamtdefizit von 819 auf 689 Milliarden Lire. Dagegen stieg der Nettofinanzbedarf der Staatskasse (einschließlich der Postsparkasse) von 1 543 Milliarden Lire 1965 auf 1 867 Milliarden Lire 1966, weitgehend im Zusammenhang mit staatlichen Investitionskrediten.

Bei den Kreditinstituten nahm der Staat 1966 rund 800 Milliarden Lire auf, verglichen mit 600 Milliarden Lire 1965. Aber während 1965 ungefähr ein Drittel dieses Betrages durch Schatzwechsellabgaben hereinkam, erwarben die Banken 1966 fast ausschließlich langfristige Staatspapiere. Außerdem stiegen die staatlichen Nettowertpapierverkäufe an das Publikum von rund 195 Milliarden Lire 1965 auf 668 Milliarden Lire 1966. Auf diesen Wegen, zu denen dann noch das Aufkommen aus dem Postsparen und die Aufnahme sonstiger Mittel kamen, konnte die Staatskasse ungefähr drei Viertel ihres Nettokassenbedarfs durch längerfristige Verschuldung decken, verglichen mit rund zwei Fünfteln 1965. Ihre Zentralbankposition, die sich 1965 um 293 Milliarden Lire verschlechtert hatte, verbesserte sich 1966 per Saldo um 78 Milliarden Lire.

Die Ausleihungen der Kreditinstitute an die inländische Wirtschaft erhöhten sich um 14,6 Prozent (1965: 7,2 Prozent), wobei die Zuwachsraten bei den Krediten an den privaten und an den öffentlichen Sektor einander ungefähr die Waage hielten. Der Anstieg der Einlagenverbindlichkeiten war mit 15,3 Prozent noch größer, obgleich geringer als im Vorjahr, in dem er 17,7 Prozent betragen hatte. Das Verhältnis zwischen Krediten und Einlagen bei den Banken ging 1966 daher von 67,7 auf 67,3 Prozent zurück, nachdem es noch Ende 1963 bei nicht weniger als 78,6 Prozent gelegen hatte. Die Kreditinstitute intensivierten nicht nur ihre Kreditgewährung, sondern erwarben wiederum in großem Umfang Wertpapiere. Sieht man von ihrem Schatzwechselfortefeuille ab, das im letzten Jahr schrumpfte, so erhöhte sich ihr Effektenbestand um 1 340 Milliarden Lire und damit um 32 Prozent, nach 38 Prozent 1965. Zum größten Teil wurden Emissionen des Staates oder mit Staatsgarantie erworben; etwa 300 Milliarden Lire, darunter 200 Milliarden Lire an Hypothekendarlehen, dienen der Erfüllung der Anlageverpflichtungen. Rund 500 Milliarden waren ferner als Sicherheit bei der Zentralbank hinterlegt. Dergestalt wuchs das freie Wertpapierfortefeuille der Kreditinstitute um weniger als 525 Milliarden Lire und damit um knapp über 20 Prozent.

Unter den Faktoren, die 1966 die Bankenliquidität steigerten, hatte die staatliche Defizitfinanzierung einen liquiditätserweiternden Effekt von 1 867 Milliarden Lire, während die durch den Zahlungsbilanzüberschuß bewirkte Liquiditätsschöpfung auf 418 Milliarden Lire sank, nachdem sie 1965 noch 994 Milliarden Lire betragen hatte. Demgegenüber wurde Bankenliquidität in Höhe von 1 392 Milliarden Lire durch die Zunahme des Bargeldumlaufs und der Mindestreserveverpflichtungen absorbiert. Somit stellte sich die diesen autonomen Faktoren zuzuschreibende Liquiditätsvermehrung 1966 per Saldo auf 809 Milliarden

Lire, gegenüber 1 066 Milliarden Lire 1965. Was die Effekte der Maßnahmen der wirtschaftspolitischen Instanzen betrifft, so verringerte sich die Bankenliquidität durch den Nettowertpapierverkauf der Behörden im Rahmen der Schulden- und Offenmarktoperationen um 1 370 Milliarden Lire, obgleich diese Verminderung durch die bereits erwähnte Verwendung von Wertpapieren im Betrage von 300 Milliarden Lire zur Erfüllung der Reserveverpflichtungen abgeschwächt wurde. Außerdem benützten die Banken weisungsgemäß einen Teil ihrer liquiden Mittel dazu, ihre Nettoauslandsposition ins Gleichgewicht zu bringen. Per Saldo entzogen diese wirtschaftspolitischen Faktoren den Banken mehr Liquidität, als ihnen durch die autonomen Faktoren zufließ, so daß die Banken ihre Zentralbankschulden um fast 535 Milliarden Lire vergrößern mußten, verglichen mit einem Zuwachs von nur 35 Milliarden Lire 1965.

Die Darlehen der Sonderkreditinstitute erhöhten sich um 14 Prozent auf ein Volumen von fast 9 310 Milliarden Lire Ende 1966. Hiermit entsprechen die Darlehen dieser Institute, bei denen es sich vorwiegend um längerfristige Kredite für industrielle Investitionen, für Bauten und für die Landwirtschaft handelt, rund drei Fünfteln des Kreditvolumens der anderen Kreditinstitute. Im vergangenen Jahr emittierten die Sonderkreditinstitute für eigene Rechnung Schuldverschreibungen im Gesamtbetrag von 945 Milliarden Lire und damit um 12 Prozent mehr als im Vorjahr. Außerdem begaben sie 887 Milliarden Lire für Rechnung des Staates (einschließlich der Schuldverschreibungen der Staatsbahnen).

Der Kapitalmarkt war 1966 sehr aufnahmefähig; seine Nettoinanspruchnahme durch Emissionen erhöhte sich von 2 377 auf 3 290 Milliarden Lire. Obgleich der Bankensektor einen größeren absoluten Betrag übernahm, ging sein Anteil am Gesamtvolumen merklich zurück, worin das lebhafteste Interesse des allgemeinen Anlegerpublikums und der Kapitalsammelstellen an Rentenpapieren zum Ausdruck kam. Mitbestimmend hierfür war die relative Stabilität der Verbraucherpreise und der Zinssätze über längere Zeit hinweg, aber eine bedeutende Rolle spielte auch die Abneigung, Geld im Wohnungsbau und in Aktien anzulegen. Der Aktienmarkt blieb überschattet von fiskalischen Beratungen, die schließlich im Februar 1967 dazu führten, daß die Möglichkeit abgeschafft wurde, Dividendeneinkommen durch Zahlung eines Pauschalsatzes von 30 Prozent zu versteuern, statt sie in der Einkommensteuererklärung anzugeben.

Auch 1967 blieb die Konjunktur lebhaft. Im März war die Rendite für Industrieanleihen mit 6,7 Prozent ungefähr so hoch wie ein Jahr vorher.

*Schweiz.* Obwohl die Sparquote unvermindert hoch blieb, die realen Investitionen weiter abnahmen und das reale Sozialprodukt nicht mehr so rasch wuchs, hielt die Anspannung an den Kreditmärkten das ganze Jahr 1966 hindurch an. Bis zu einem gewissen Grade beruhte das auf der Kosteninflation, die den Kreditbedarf der Wirtschaft steigerte. Maßgeblicher war jedoch, daß die schweizerische Kreditmarktentwicklung 1966 weitgehend durch die Verknappung an den Kapital- und Kreditmärkten im Ausland beeinflusst wurde. Trotz einer weiteren Anpassung der inländischen Zinssätze nach oben — bei Industrieanleihen um  $\frac{3}{4}$  Prozent und bei Hypotheken um  $\frac{1}{4}$  Prozent — erhöhte sich die statistisch

erfaßte Nettoausfuhr langfristigen Kapitals von 260 Millionen Schweizer Franken auf fast 750 Millionen Franken 1966.

Jedwede Bemühung der Währungsbehörden, durch Liquiditätsschöpfung einen Anstieg der inländischen Zinssätze zu verhindern, wäre angesichts der Anziehungskraft der höheren ausländischen Zinssätze dem hauptsächlichsten Ziel einer Eindämmung der inflatorischen Tendenzen im Inland entgegengerichtet gewesen. In bezug auf die Zinssätze beschränkte sich die Politik der Nationalbank deshalb im wesentlichen darauf, die Aufwärtsbewegung zu glätten und in Grenzen zu halten. So erfolgte die Anhebung des amtlichen Diskontsatzes von 2,5 auf 3,5 Prozent im Juli 1966 vorwiegend in Anpassung an die höheren Tagesgeldsätze, die von monatsdurchschnittlich 2,75 Prozent im Januar auf 3,75 Prozent im Juni gestiegen waren.

Die Kapitalausfuhr wurde im vergangenen Jahr größtenteils durch den Ertragsbilanzüberschuß gedeckt, und abgesehen von vorübergehenden Schwankungen ging von der Zahlungsbilanz keine restriktive Wirkung auf den inländischen Geldumlauf aus. Beim Vergleich der Dezemberzahlen waren die Gold- und Devisenbestände der Nationalbank Ende 1966 sogar um 340 Millionen Schweizer Franken höher als ein Jahr vorher. Der Notenumlauf stieg um 610 Millionen Franken und damit um 6,1 Prozent, während die gesamte Geldmenge nur um 3,8 Prozent und damit beträchtlich weniger zunahm als das nominale Bruttosozialprodukt mit 7,2 Prozent.

Die angespannte monetäre Lage im Ausland zeigte sich auch im verlangsamten Zufluß neuer Mittel zu den Banken, der nur 5 025 Millionen Franken betrug und damit einem Zuwachs von 7,3 Prozent entsprach, verglichen mit 5 480 Millionen bzw. 8,7 Prozent 1965. Die Sichteinlagen wuchsen praktisch überhaupt nicht, während die Termineinlagen um 12½ Prozent zunahmen. Diese Entwicklung beruhte zum Teil auf den höheren Zinssätzen, welche die Banken für befristete Einlagen auf Grund der Anlagemöglichkeiten an den Eurogeldmärkten bieten konnten. Bis zu einem gewissen Grade kam darin auch die abwartende Haltung der schweizerischen Anleger zum Ausdruck, die wegen der Aufwärtstendenz der Zinssätze nur zögernd mittelfristige Kassenobligationen und andere längerfristige Bankpapiere erwarben. Die Ausweitung des Umlaufs von Kassenobligationen ging sogar von 13,6 auf 4,0 Prozent zurück. Die Spareinlagen erhöhten sich, mit etwas mehr als 8 Prozent, ungefähr ebenso rasch wie 1965.

Im Gegensatz zum verminderten Mittelzustrom zu den Banken beschleunigte sich die Expansion der von ihnen gewährten Kredite von 8,8 Prozent 1965 auf 9,3 Prozent, so daß sich ihre Liquiditätslage verschlechterte. Besonders ausgeprägt war das Anwachsen der Auslandskredite, aber auch die Kreditforderungen an das Inland, die im Falle einiger Banken die amtlicherseits gesetzten Plafonds erreichten, erhöhten sich um rund 8 Prozent. Das System der Begrenzung der Kreditausweitung auf gesetzlicher Grundlage, das nicht über den Monat März 1967 hinaus fortgeführt werden konnte, wurde mit Wirkung vom Januar 1967 durch Richtlinien der Nationalbank ersetzt, die (mit gewissen Ausnahmen) die Ausweitung der Bankkredite an das Inland für 1967 auf 7 Prozent des

Gesamtvolumens von Ende 1966 begrenzen und somit eine etwas bessere Übereinstimmung zwischen dem Wachstum der Kreditschöpfung und den tatsächlichen volkswirtschaftlichen Wachstumsmöglichkeiten herzustellen trachten. Wichtig bei der Beurteilung dieses Plafonds ist auch, daß für 1967 mit einem beträchtlichen Anwachsen des öffentlichen Finanzbedarfs gerechnet wird.

An den Kapitalmärkten herrschte 1966 Übernachfrage. Die Schweizerische Bankenkommision rationierte weiterhin die Emissionstätigkeit ziemlich stark, aber die gesamte Nettobeanspruchung war, bei einem Anstieg der Obligationenrenditen um  $\frac{3}{4}$  Prozent, mit 2 810 Millionen Schweizer Franken um rund 250 Millionen Schweizer Franken größer als 1965. Innerhalb dieses Gesamtvolumens blieb ein höherer Anteil den Auslandsanleihen vorbehalten, die von 260 auf 425 Millionen Schweizer Franken stiegen. Außerdem erhielten die schweizerischen Banken im März 1966 die Genehmigung, sich mit maximal 10–15 Prozent an Emissionskonsortien für bestimmte internationale Anleihen zu beteiligen. Darüber hinaus bauten die schweizerischen Behörden im Laufe des Jahres 1966 nach und nach die Beschränkungen ab, die im Frühjahr 1964 für die Anlage ausländischer Gelder in schweizerischen Obligationen, Aktien und Werten anderer Art eingeführt worden waren. Das Verbot der Verzinsung ausländischer Frankenguthaben und die Verpflichtung der Banken, jeden Nettozuwachs bei diesen Guthaben im Ausland anzulegen oder auf ein unverzinsliches Konto bei der Nationalbank einzuzahlen, fielen im März 1967 dahin.

*Österreich.* Das Jahr 1966 war für das Land ein Jahr guter, aber nicht ansteigender Konjunktur. Die Ausfuhr zeigte, teilweise wegen des verlangsamten Wachstums in anderen Ländern, Schwächetendenzen. Die industriellen Arbeitsverdienste erhöhten sich um 12 Prozent, die Lebenshaltungskosten dagegen nur um 2 Prozent. Die Ausweitung des Verbrauchs trug dazu bei, daß die Einfuhr kräftig answoll und das Defizit in der Zahlungsbilanz stieg. Demgegenüber waren die industriellen Investitionen nur geringfügig höher als 1965.

Die Kreditnachfrage blieb lebhaft, besonders in der ersten Jahreshälfte, und die Kreditunternehmungen gerieten unter Liquiditätsdruck, was zum Teil auf dem Zahlungsbilanzdefizit beruhte. Angesichts des Lohn- und Preistrends und des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts steuerten die Währungsbehörden einen vorsichtigen Kurs. Um die Kreditaufnahme bei der Nationalbank zu erschweren, wurde der Lombardsatz um die Jahresmitte um  $\frac{1}{2}$  Prozent auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent erhöht. Andererseits wurde der Kreditplafond der Banken von 68 auf 70 Prozent ihrer Verbindlichkeiten angehoben, so daß die über eine entsprechende Liquiditätsposition verfügenden Banken vermehrt Kredite gewähren konnten. Im August löste die Nationalbank außerdem Geldmarkt-Schatzscheine im Betrage von 1 Milliarde Schilling ein, die im Juli 1965 zur Liquiditätsabschöpfung ausgegeben worden waren. Im Durchschnitt des Jahres 1966 belief sich die Zentralbankschuld der Kreditinstitute auf 2,4 Milliarden Schilling, verglichen mit 535 Millionen Schilling 1965, wobei sie allerdings im Dezember nicht sehr viel höher war als ein Jahr vorher. Ein noch bedeutenderer Faktor war, daß die Kreditinstitute sich in beträchtlichem Umfang kurzfristig im Ausland finanzierten und daß in ihrer gesamten Auslandsposition die Ende 1965 bestehenden

Nettoauslandsforderungen in Höhe von 240 Millionen Schilling sich daher bis Ende 1966 in Nettoverbindlichkeiten von 1,6 Milliarden Schilling verwandelt hatten. Infolgedessen erhöhten sich die amtlichen Reserven trotz dem außenwirtschaftlichen Defizit um über 500 Millionen Schilling.

Die Kredite der Kreditunternehmungen stiegen 1966 um 14,7 Milliarden Schilling und damit um 16 Prozent, verglichen mit rund 18 Prozent 1965. Ihr Nettoerwerb inländischer Wertpapiere war mit 2,1 Milliarden Schilling ungefähr ebenso groß wie im Vorjahr. Dagegen weiteten sich ihre Einlagen nur um 11,2 Milliarden Schilling bzw. um 10,8 Prozent aus, gegenüber 13,3 Prozent 1965. Infolgedessen begaben die Kreditinstitute, zusätzlich zur Verringerung ihres Bestandes an Bundesschatzscheinen und zur Inanspruchnahme von Krediten der Zentralbank und des Auslands, auch vermehrt eigene Emissionen, deren Volumen sich um 2,4 Milliarden Schilling erhöhte, verglichen mit einem Zuwachs von 1,5 Milliarden Schilling im Jahr davor.

In der ersten Zeit des Jahres 1967 wurde für die Industrie, für die sich die Konjunktur gegenüber dem Stand ein Jahr vorher verschlechtert hatte, mit einem Rückgang der Investitionen um rund 7 Prozent für das gesamte Jahr 1967 gerechnet. Dagegen sollen die öffentlichen Ausgaben kräftig steigen, und die Bundesregierung trägt sich mit der Absicht, einen Teil ihres Finanzbedarfs im Ausland zu decken, damit der Kapitalmarkt zur Verfügung des privaten Sektors bleibt. Die Kreditpolitik wurde bald nach Beginn des Jahres 1967 gelockert, und am 18. April ermäßigte die Nationalbank ihren Eskontsatz von  $4\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{1}{4}$  Prozent.

*Dänemark.* Der Nachfragedruck, der fast das ganze Jahr 1965 hindurch stark gewesen war, hatte in den ersten Monaten des Jahres 1966 nachgelassen, wobei vor allem die industriellen Investitionen und der Export nicht mehr so rasch wuchsen. Diese Abschwächung war zum Teil auf die monetären und fiskalischen Maßnahmen aus dem Jahr 1965 zurückzuführen, zugleich aber auch auf die Stabilisierungsbemühungen anderer Länder und auf den anhaltenden Kostenanstieg in Dänemark. Vom Frühjahr an wurde die Konjunktur wieder lebhafter, mit dem Wohnungsbau als Spitzenreiter. Die industriellen Investitionen und der Export hatten am Aufschwung jedoch wenig Anteil, und die Verbraucherpreise stiegen im gesamten Jahr um rund 5 Prozent, was allerdings weniger war als 1965.

Vom Staatshaushalt ging eine wesentliche verbrauchsmindernde und ersparnissteigernde Wirkung aus. 1966 erhöhte sich der Kassenüberschuß auf 1 215 Millionen dänische Kronen, nachdem er sich 1965 auf 685 Millionen Kronen belaufen hatte. Dieser Überschuß schlug sich zum größten Teil, das heißt abzüglich der geplanten Schuldentilgung, in einer Erhöhung der staatlichen Guthaben bei der Zentralbank nieder. Diese stellte ihrerseits einen ungefähr entsprechenden Betrag dem Kapitalmarkt durch Ankauf langfristiger Staatsschuldverschreibungen zur Verfügung.

Die Staatspapierkäufe der Zentralbank zuzüglich der staatlichen Schuldentilgung beliefen sich 1966 auf 1,0 Milliarden Kronen, verglichen mit 1,5 Milliarden Kronen 1965. Damals hatte die Intervention der Zentralbank am Markt

jedoch den Zweck gehabt, eine noch größere Belastung des Kapitalmarktes zu mildern, da die Emissionen von Pfandbriefen und sonstigen Wertpapieren um 37 ½ Prozent auf 5,1 Milliarden Kronen gestiegen waren. Hingegen gingen diese Emissionen 1966 um 14 Prozent auf 4,4 Milliarden Kronen zurück, und zwar weitgehend infolge der Begrenzung der Hypothekarkreditgewährung von der Mitte des Jahres 1965 an. Die Verzinsung erstrangiger Hypotheken blieb, nachdem sie von rund 6¾ Prozent Anfang 1964 auf über 9 Prozent im Frühjahr 1965 gestiegen war, bis gegen Ende 1966 relativ stabil und erhöhte sich dann auf über 9¼ Prozent.

Die Tätigkeit der Geschäftsbanken weitete sich 1966 kräftig aus; ihre Kredite erhöhten sich um 15 ½ Prozent (1965: 9 ½ Prozent). In etwa demselben Maße wurden Sicht- und Termineinlagen gebildet — nicht zuletzt als Ausdruck der Liquiditätsvorliebe des Publikums —, so daß die Banken Spielraum für eine Steigerung ihrer Wertpapieranlagen hatten. Ihre Käufe von Obligationen und Aktien, die sich von 180 Millionen Kronen 1965 auf 535 Millionen Kronen 1966 erhöhten, gaben dem Kapitalmarkt eine zusätzliche Stütze.

Die 1966 geltenden Kreditregelungen waren im wesentlichen dieselben wie die aus dem Jahre 1965. Im Februar 1965 hatten sich die Geschäftsbanken in einer freiwilligen Vereinbarung mit der Nationalbank bereit erklärt, 20 Prozent ihres Einlagenzuwachses auf ein Sonderkonto bei der Nationalbank einzuzahlen oder zur Verbesserung ihrer Nettoauslandsposition zu verwenden. Im März war eine ähnliche Vereinbarung mit den Sparkassen getroffen worden. Seit Januar 1967 dürfen die Banken ihre ab Dezember 1966 neu entstehenden Sondereinlageverpflichtungen durch Hinterlegung von Obligationen mit weniger als zehnjähriger Fälligkeit bei der Nationalbank erfüllen.

Diese Maßnahmen begrenzten wirksam den Rückgriff der Banken auf liquide Mittel des Auslands. In der Tat reduzierten die Geschäftsbanken ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten von 305 Millionen Kronen im Dezember 1965 auf 180 Millionen Kronen im Dezember 1966. Außerdem hatten diese Maßnahmen den Erfolg, daß rund 100 Millionen Kronen im Laufe des Jahres auf Sondereinlagekonten stillgelegt wurden. Hingegen konnten sie die Banken nicht davon abhalten, bei der Zentralbank weitere Diskont- und Lombardkredite aufzunehmen, die von 895 Millionen Kronen im Dezember 1965 auf 1 615 Millionen Kronen im Dezember 1966 anwuchsen. Der offizielle Diskontsatz blieb unverändert bei 6 ½ Prozent, also auf dem Stand, auf den er im Juni 1964 angehoben worden war.

*Norwegen.* Bei der bereits sehr lebhaften Konjunktur wurde 1966 die Produktionskapazität im Zuge einer raschen erneuten Ausweitung der Nachfrage, besonders für die Ausfuhr und für Investitionen, überlastet. Die Löhne und die Verbraucherpreise erhöhten sich wesentlich, und der Beitrag des außenwirtschaftlichen Gesamtüberschusses zur Binnenliquidität verringerte sich erheblich.

Nach der amtlichen Empfehlung von Anfang 1966 sollte die Bankkreditausweitung auf 6–6 ½ Prozent begrenzt werden. Schon bald nach Jahresbeginn wiesen die Behörden, gestützt auf das neue Währungs- und Kreditgesetz, die

Geschäftsbanken an, liquide Reserven im Betrage von 5 Prozent ihrer gesamten Aktiva zu unterhalten. Im Juni wurde diese Reserveverpflichtung, nachdem sich die Bankkreditgewährung beschleunigt hatte, auf 8 Prozent erhöht. Jedoch blieb die Kreditnachfrage unter dem Einfluß binnenwirtschaftlicher Sonderfaktoren und der Schwierigkeiten bei der Aufnahme von Auslandskrediten hoch. Im August befanden sich die Kreditforderungen der Geschäftsbanken um rund 1,1 Milliarden norwegische Kronen über dem Vorjahresstand und um rund 500 Millionen Kronen über den empfohlenen Plafonds. Infolgedessen wurde Ende September denjenigen Banken, die in den vorangegangenen zwölf Monaten ihre Kreditgewährung um mehr als 10 Prozent ausgeweitet hatten, eine Zusatzreserve von 50 Prozent des Überschreibungsbetrags vorgeschrieben. Ende Oktober wurde der empfohlene Höchstzuwachs für eine Zwölfmonatsperiode auf 9 Prozent und Ende November auf 8 Prozent festgesetzt; diese Regelung galt bis März 1967, als die Zusatzreserveverpflichtungen aufgehoben wurden. Nicht plafoniert waren Wohnungsbaukredite. Ende 1966 waren die Inlandskredite der Geschäftsbanken ohne die Wohnungsbaukredite um rund 9 Prozent höher als ein Jahr vorher.

Der Nachfragedruck blieb in das Jahr 1967 hinein bestehen, und es wurde mit einer beträchtlichen Erhöhung sowohl der privaten wie der öffentlichen Ausgaben gerechnet. Das veranschlagte Wachstum der öffentlichen Ausgaben lag mit 9,7 Prozent weit über dem Zuwachs von 1966 und dem erwarteten Zuwachs des realen Sozialprodukts. Zur weiteren Kreditverknappung empfahlen die Behörden für 1967 eine Begrenzung der Kreditausweitung auf nur 700 Millionen Kronen für die Geschäftsbanken (rund 7 Prozent) und auf 550 Millionen Kronen für die Sparkassen (rund 6½ Prozent). Im Frühjahr wurden dann noch der Verbrauch und die Investitionstätigkeit gedämpft, und zwar durch Verschärfung der Teilzahlungsbedingungen, zeitliche Streckung der Kreditgewährung der staatlichen Banken und selektive Kürzung der Baukontingente.

*Schweden.* Angesichts der anhaltend starken Kreditnachfrage wurde die monetäre Politik 1966 frühzeitig weiter gestrafft. In den ersten fünf Monaten des Jahres erhöhten sich die Kredite der Geschäftsbanken um 2,2 Milliarden schwedische Kronen, verglichen mit 1,8 Milliarden Kronen in der gleichen Zeit des Jahres 1965. Um dieser Nachfrage nachkommen zu können, reduzierten die Geschäftsbanken ihr Portefeuille an Staatspapieren und verschuldeten sich verstärkt bei der Zentralbank. So erreichte ihre Nettoschuld bei der Riksbank im Mai 800 Millionen Kronen, verglichen mit 590 Millionen Kronen ein Jahr vorher. Am 10. Juni erhöhte die Zentralbank zur Steigerung des Aufkommens längerfristiger Mittel ihren Diskontsatz von 5½ auf 6 Prozent, womit der höchste Stand seit fünfunddreißig Jahren erreicht war. Entsprechend hoben die Banken ihre Aktiv- und Passivzinsen an, und für Pfandbriefe und Industrieobligationen erhöhte sich die Nominalverzinsung um ½ auf 6¾ bzw. 7 Prozent.

Die volkswirtschaftliche Nachfrage schwächte sich gegen die Jahresmitte merklich ab. Die Lagerbildung, die 1965 und Anfang 1966 an dem Zahlungsbilanzdefizit wesentlich mitbeteiligt gewesen war, normalisierte sich, und die Anlageinvestitionen der Unternehmen nahmen nicht mehr so rasch zu. Gleichzeitig verringerte sich die Ausweitung der Bankkredite an den privaten Sektor, und die

Einlagenbildung sowie die Bankenliquidität begannen zu steigen — zum Teil in Verbindung mit einer Verbesserung der Zahlungsbilanz. Ein anderer entscheidender Vorgang war das Auftreten eines erheblichen Defizits in den Staatsfinanzen, dessen Ursache weitgehend die weniger schwungvolle Einnahmenentwicklung bei gleichzeitiger Steigerung der Wohnungsbaukredite und der Einkommensübertragungen an die nichtzentralen öffentlichen Haushalte war. Indem die Behörden dieses Defizit zum Teil über die Zentralbank finanzierten, gaben sie der monetären Expansion und der Liquiditätsbildung bei den Banken zusätzlichen Auftrieb. Im gesamten Jahr 1966 stiegen die liquiden Anlagen der Banken um fast 2,0 Milliarden Kronen, nachdem sie 1965 um 350 Millionen Kronen zurückgegangen waren. Mit Wirkung vom Juli wurden diejenigen Banken, die sich genau an die von der Zentralbank festgelegten Liquiditätsquoten hielten, von der Zahlung des Zuschlagszinses für Überschreitungskredite befreit.

Per Saldo weiteten sich 1966 die Ausleihungen des gesamten Kreditsystems um 12,6 Milliarden Kronen aus, verglichen mit 10,6 Milliarden Kronen 1965 und 9,4 Milliarden Kronen 1964. Die vom privaten Sektor — ohne den Wohnungsbau — aufgenommenen Mittel waren mit 4,7 Milliarden Kronen nicht umfangreicher als 1965, obgleich ein bedeutend größerer Anteil über den Kapitalmarkt lief. Dagegen hatte der Staat 1966 einen Nettofinanzbedarf von fast 1,3 Milliarden Kronen, nachdem er 1965 den Kreditinstituten und dem Publikum 250 Millionen Kronen zurückgezahlt hatte. Vom gesamten staatlichen Nettofinanzbedarf des Jahres 1966 wurden 880 Millionen Kronen bei der Zentralbank gedeckt, während die Geschäftsbanken und die sonstigen Banken ihre Forderungen gegen den Staat um fast 200 Millionen Kronen reduzierten. Der Rest — 570 Millionen Kronen — wurde dem Staat von Kapitalmarktinstituten und aus dem Publikum zur Verfügung gestellt. Der Nettofinanzbedarf der nichtzentralen öffentlichen Haushalte blieb ungefähr auf dem Stand vom Vorjahr, was zum Teil an den vermehrten Einnahmen lag, zum Teil aber auch darauf zurückging, daß die Investitionstätigkeit dieser Haushalte durch Baubeschränkungen eingeengt war. Die Kreditgewährung an den Wohnungsbau weitete sich 1966 rascher aus, insbesondere seit der Erleichterung der Finanzierung in der zweiten Jahreshälfte. Die gesamte Kreditgewährung für den Wohnungsbau expandierte 1966 um 5,5 Milliarden Kronen (1965: knapp 5,0 Milliarden Kronen), woran hauptsächlich die Hypothekeninstitute beteiligt waren, die bei den höheren Zinssätzen mehr Mittel an sich zu ziehen vermochten.

Das Haushaltsdefizit und seine teilweise Finanzierung über die Zentralbank bedingten, daß im letzten Jahr ein etwas größerer Prozentsatz der Gesamtkreditgewährung über das Bankensystem floß. Jedoch steigerte sich auch die Kapitalmarktaktivität recht erheblich; insbesondere die Zahl der Emissionen von Hypothekendarlehen war nach der Anhebung der Zinssätze im Juni größer. Wie in den Vorjahren waren am vermehrten Aufkommen langfristiger Mittel in erster Linie die öffentlichen Kreditinstitute beteiligt, vor allem die Sozialversicherungskasse.

Die Schwächetendenzen, die im Laufe des Jahres 1966 in einigen Sektoren aufgetreten waren, setzten sich 1967 fürs erste fort. Die Währungsbehörden blieben

aus binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Gründen auf einem vorsichtigen Kurs, doch senkten sie den Diskontsatz im Februar auf 5 ½ Prozent und im März weiter auf 5 Prozent.

*Finnland.* Unter dem Einfluß einer restriktiven Geld- und Kreditpolitik setzte sich die Konjunkturverlangsamung, die gegen Ende 1965 begonnen hatte, im vergangenen Jahr fort, wobei der Rückgang der privaten Kapitalbildung besonders ausgeprägt war. Indessen stiegen die Staatsausgaben kräftig weiter, und trotz der Erhöhung von Steuern und Gebühren in der Jahresmitte spitzten sich die Kassenschwierigkeiten des Staates immer mehr zu, bis er im Dezember von der Zentralbank eine Kreditfazilität in Höhe von 300 Millionen Finnmark erhielt. Da einschneidendere fiskalische Maßnahmen ausblieben und da nach wie vor die Einkommen beachtlich stiegen, nahm auch der private Verbrauch beträchtlich zu, was dazu beitrug, daß der Außenhandel defizitär blieb und die amtlichen Reserven sich verringerten.

Trotz der Konjunkturverlangsamung war die Kreditnachfrage 1966 lebhaft, worin nicht zuletzt der Kostenauftrieb und die Gewinnbeengung zum Ausdruck kamen. Die Kreditgewährung aller Kreditinstitute zusammengenommen erhöhte sich um 11 ½ Prozent auf 12,1 Milliarden Finnmark, während die Kreditgewährung der Geschäftsbanken, die weitgehend auf die Refinanzierungshilfe der Zentralbank angewiesen waren, um 14 Prozent auf 4,9 Milliarden Finnmark zunahm. Zur Begrenzung dieses Wachstums legte die Bank von Finnland quantitative Restriktionen für die Bankkreditgewährung bis Ende Oktober fest; zu diesem Zeitpunkt sollten diese Kredite nicht mehr als 115 Prozent ihres Volumens von Ende 1964 betragen. Ab Anfang Mai bestanden bei der Zentralbank auch neue Rediskontkontingente, die um maximal 25 Prozent überschritten werden konnten, jedoch nur bei Zahlung steil progressiver Überschreitungszinsen. Wegen der Verschlechterung der Devisenposition ergingen Ende Oktober noch strengere Weisungen; den Banken wurden nun bestimmte Obergrenzen bekanntgegeben, auf die sie ihre Rediskontverschuldung bis Januar und Juni 1967 zurückzuführen hatten. Das wochendurchschnittliche Rediskontvolumen belief sich 1966 auf 725 Millionen Finnmark, das heißt auf 150 Millionen Finnmark mehr als 1965. Gegen Jahresende wurde im Zusammenhang mit dem Kredit an die Staatskasse eine Sonderreserve-Vereinbarung mit den Banken geschlossen. Danach bilden die Banken Sondereinlagen bei der Bank von Finnland nach Maßgabe des Wachstums ihrer Einlagen im Jahr 1967, aber nur bis zum Höchstbetrag von 300 Millionen Finnmark für alle Banken zusammen.

Wenn auch die straffe Kreditpolitik 1966 den Druck der Gesamtnachfrage zu vermindern vermochte, so richtete sie gegen die Kosten-Preis-Inflation nicht so viel aus. Die Verbraucherpreise stiegen um fast 5 Prozent, die Löhne um rund 9 Prozent, und die Zahlungsbilanz war mit ungefähr 500 Millionen Finnmark defizitär. Daher wurde die Geld- und Kreditpolitik durch verschiedene fiskalische Maßnahmen im Staatshaushalt von 1967 verstärkt, unter anderem durch Erhöhung der Kaufsteuer von 10 auf 11 Prozent am Jahresbeginn sowie der Einkommen-, Vermögen- und Körperschaftsteuer. Diese Maßnahmen sollten die Staatsfinanzen ins Gleichgewicht bringen und zugleich die Zunahme der

Verbrauchs- und der Importnachfrage dämpfen. Die Auflockerung des internationalen Kapitalmarktes könnte auch die Beschaffung von Mitteln im Ausland erleichtern. Unterdessen hat Finnland vom IWF eine Kreditzusage von 300 Millionen Finnmark zur Stützung der amtlichen Reserveposition des Landes erhalten.

*Spanien.* Die Wirtschaft setzte 1966 ihren raschen Aufschwung fort, wobei vor allem die Investitionen in der Industrie — um 18 Prozent — und die Ausgaben des öffentlichen Sektors — um 21 Prozent — stiegen. Auf der Angebotsseite erhöhte sich das reale Sozialprodukt um mehr als 8 Prozent, dank überdurchschnittlichen Ergebnissen in der Landwirtschaft und einer kräftigen Steigerung der Industrieproduktion. Jedoch war der Preis- und Lohnauftrieb stark, was dazu beitrug, daß die Einfuhr erneut kräftig zunahm.

Im Laufe des Jahres 1966 wurden verschiedene neue Stabilisierungsmaßnahmen ergriffen. Bald nach Beginn des Jahres wurden erstmals Kreditplafonds festgelegt, welche die Ausweitung der Bankkredite an den privaten Sektor auf 17 Prozent des Volumens von Ende 1965 begrenzten. Im März hob die Zentralbank ihre Lombardsätze um 1 Prozent auf 5–6 Prozent je nach Kategorie an. In der zweiten Hälfte des Jahres 1966 wurde der Prozentsatz, der die Staatspapier-Pflichtbestände der Banken im Verhältnis zu den Einlagen bestimmt, zweimal erhöht, und zwar jedesmal um einen Prozentpunkt auf schließlich 17 Prozent. Im Oktober wurden durch Gesetz die öffentlichen Ausgaben für das Jahr 1966 beschränkt und die öffentlichen Investitionen für das Jahr 1967 provisorisch auf den Vorjahresumfang begrenzt. Ferner wurden die Teilzahlungsbedingungen verschärft sowie die Spartätigkeit und der Export gefördert.

Die Kreditforderungen der Kreditinstitute an den privaten Sektor einschließlich ihrer Wertpapierbestände erhöhten sich um 112 Milliarden Peseten und damit um die höchstzulässigen 17 Prozent, während die Ausweitung im Jahr davor 24 Prozent betragen hatte. Die Erhöhung der Kredite an den öffentlichen Sektor stellte sich demgegenüber auf 47 Milliarden Peseten und damit auf 20 Prozent, verglichen mit 19 Prozent 1965. Der Staat reduzierte zwar sein Kassendefizit von 33,3 Milliarden Peseten 1965 auf 30,6 Milliarden Peseten im vergangenen Jahr, aber diese Verbesserung hatte ihren Gegenposten hauptsächlich in einer Kürzung der Emissionstätigkeit. Außerdem erfolgte die Beschränkung der öffentlichen Ausgaben in einem Zeitpunkt, in dem sie das Ergebnis von 1966 nicht mehr wesentlich beeinflussen konnte. Unter der Wirkung des Defizits in der Zahlungsbilanz erhöhte sich die Einlagenbildung bei den Kreditinstituten nur um 106 Milliarden Peseten und damit um 13,6 Prozent, verglichen mit 19,3 Prozent 1965. Wiederum machte daher die Kredittätigkeit der Banken 1966 die Refinanzierungshilfe der Zentralbank erforderlich, die sich um fast 23 Milliarden Peseten erhöhte.

Das Restriktionsprogramm hatte im Laufe des Jahres einen dämpfenden Einfluß auf die Nachfrage, und dies ließ in Verbindung mit dem Anstieg der Arbeitskosten und der sinkenden Rentabilität die Investitionen langsamer wachsen. Ebenfalls gemäßigt hat sich der Preisanstieg; die Erhöhung der Lebenshaltungskosten war mit 5,3 Prozent wesentlich geringer als im Jahre 1965, in

dem sie 9,4 Prozent betragen hatte. Nichtsdestoweniger geben die außenwirtschaftliche Situation sowie die Lohn- und Preisentwicklung immer noch Anlaß zur Besorgnis, so daß die restriktive Politik fortgesetzt werden muß. Im März 1967 wurde der für die Staatspapier-Pflichtanlagen der Banken maßgebliche Einlagen-Prozentsatz auf 18 Prozent erhöht.

*Japan.* Die erste akute Nachkriegsrezession wurde in Japan durch eine wirksame Kombination fiskalischer und kreditpolitischer Maßnahmen überwunden. Die Regierung entschloß sich mit ihrer Sonderaktion vom Juli 1965 und dann wieder im Haushaltsvoranschlag für 1966/67 zu einem umfassenden reflationären Budgetprogramm, dessen Schwergewicht bei den öffentlichen Investitionen lag. Das in Erscheinung tretende Defizit wurde durch Ausgabe von Obligationen finanziert, die hauptsächlich bei den Banken und anderen Finanzinstituten untergebracht wurden. Was den monetären Bereich anlangt, so senkte die Bank von Japan ihren Diskontsatz im ersten Halbjahr 1965 in drei Etappen von 6,57 auf 5,48 Prozent, ein Stand, auf dem er von da an blieb. Ferner machte die Zentralbank, mit der Erweiterung des Marktes der Staatsobligationen, auch von Offenermarktgeschäften Gebrauch, um die monetäre Lage zu erleichtern.

Im ersten Halbjahr 1966 kam die Produktion kräftig in Schwung, und zwar unter dem Einfluß der steigenden öffentlichen Ausgaben und eines rascheren Exportwachstums. Unter diesen Umständen belebte sich die Kreditnachfrage des privaten Sektors erst in der zweiten Jahreshälfte, als auch die Expansion der Investitionen kräftiger geworden war. Darüber hinaus wandten sich die japanischen Außenhandelsfirmen angesichts der relativen Verteuerung des Auslandskredits fast das ganze Jahr hindurch immer mehr den heimischen Kreditquellen zu, während sie zugleich verstärkt Exportkredite gewährten. Gegen Jahresende begann sich diese Tendenz umzukehren, als die ausländischen Sätze sanken und die inländischen gleichzeitig stabil blieben. Ein letzter Bestimmungsfaktor der höheren Kreditnachfrage war das verlangsamte Wachstum der Exporte und die anhaltende Ausweitung der Importe gegen Ende 1966 und in der ersten Zeit des Jahres 1967.

1966 expandierten die gesamten Einlagen bei Geschäftsbanken, Postsparbanken und Genossenschaftsbanken um 4 830 Milliarden Yen bzw. fast 17 Prozent, verglichen mit 10 Prozent 1965. Die Zunahme der Kredite an den privaten Sektor belief sich auf über 4 650 Milliarden Yen bzw. 15 Prozent, verglichen mit 10 Prozent 1965. Die Nettokreditgewährung an den öffentlichen Sektor betrug 910 Milliarden Yen, gegenüber 745 Milliarden Yen im Vorjahr. Bei der lockeren Kreditpolitik und den niedrigen inländischen Geldmarktsätzen verbesserten die Banken auch ihre Nettoauslandsposition um rund 150 Milliarden Yen, wobei sie sowohl ihre Auslandsanlagen erhöhten wie auch ihre Auslandsverbindlichkeiten verringerten. Insgesamt stellte die Bank von Japan 1966 durch Kredite und durch Ankauf von Wechseln und Effekten fast 560 Milliarden Yen an Liquidität zur Verfügung, verglichen mit weniger als 55 Milliarden Yen 1965. Zum größten Teil diente diese zusätzliche Liquidität jedoch zum Ausgleich des Liquiditätsverlustes, der sich durch die Zunahme des Bargeldumlaufs und die Verbesserung der Zentralbankposition des Staates ergab.

Der Staatshaushalt für das Rechnungsjahr 1966/67, der erstmals als flexibles wirtschaftspolitisches Instrument gehandhabt wurde, leistete zum Konjunkturaufschwung einen bedeutenden Beitrag. Die Ausgaben in der Allgemeinen Rechnung stiegen um über 20 Prozent auf 4 477 Milliarden Yen, während Obligationen im Betrage von 730 Milliarden Yen abgesetzt wurden, verglichen mit 197 Milliarden Yen im Jahre 1965/66, in dem diese Praxis eingeführt wurde. Vom Absatz aus dem Rechnungsjahr 1966/67 wurden 11 Prozent bei Einzelpersonen und 89 Prozent im Bankensystem und bei anderen Finanzinstituten untergebracht.

1967 verlagerte sich mit der Verstärkung des Nachfragedrucks die konjunkturpolitische Aufgabe von der Rezessionsbekämpfung zu der Begrenzung der erneuten Expansion auf ein vertretbares Maß. Zwecks Dämpfung der über Erwartungen starken Belebung der Wirtschaftstätigkeit kürzte die Regierung ihre geplanten Ausgaben in der Allgemeinen Rechnung für das Haushaltsjahr 1967/68, so daß die jetzt vorgesehene Ausgabensteigerung noch 15,9 Prozent betragen soll. Die Ausweitung des staatlichen Investitions- und Darlehensprogramms ist auf 17,8 Prozent angesetzt — die geringste seit fünf Jahren. Die Emission staatlicher Obligationen schließlich soll den Betrag von 800 Milliarden Yen nicht übersteigen.

## II. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Die Ausdehnung des Welthandels, die sich 1965 etwas verlangsamt hatte, beschleunigte sich im letzten Jahr leicht. Die Weltausfuhr zu laufenden Preisen stieg um 9,5 Prozent, gegen 8,5 Prozent im Jahr zuvor. Diese ziemlich gleichmäßige Zuwachsrates verdeckt zwei gegenläufige Bewegungen, nämlich eine starke Beschleunigung der Ausfuhr von Kanada und Westeuropa in die Vereinigten Staaten und eine weitere Verlangsamung des Wachstums des innereuropäischen Handels, die hauptsächlich auf der konjunkturellen Abschwächung in der Bundesrepublik Deutschland beruhte.

### Der Welthandel

	Ausfuhr			Einfuhr			Volumenmäßige Veränderung der	
	1964	1965	1966	1964	1965	1966	Ausfuhr	Einfuhr
	Milliarden US-Dollar						Prozent	
<b>Industrialisierte Gebiete</b>								
Westliches Europa								
EWG . . . . .	42,6	47,9	52,7	45,1	49,1	53,7	+ 8,0	+ 8,1
EFTA . . . . .	24,5	26,6	28,5	30,7	32,2	33,9	+ 5,3	+ 6,0
Sonstige Länder . . . . .	4,6	5,1	5,7	7,5	8,9	10,0	+ 9,1	+ 11,4
Westliches Europa zusammen . . . . .	71,7	79,6	86,9	83,3	90,2	97,6	+ 7,2	+ 7,7
Vereinigte Staaten . . . . .	26,6	27,5	30,5	20,3	23,2	27,7	+ 14,1 <sup>1</sup>	+ 19,1 <sup>1</sup>
Kanada . . . . .	8,1	8,5	10,0	7,6	8,7	10,0	+ 12,3	+ 12,5
Japan . . . . .	8,7	8,5	9,8	7,9	8,2	9,5	+ 16,2	+ 17,9
Sonstige Gebiete <sup>2</sup> . . . . .	5,5	5,5	5,8	6,6	7,5	7,3	+ 4,3	- 6,3
Industrialisierte Gebiete zusammen . . . . .	118,6	129,6	143,0	125,7	137,8	152,1	+ 8,1	+ 9,7
<b>Entwicklungsgebiete</b>								
Lateinamerika . . . . .	9,9	10,4	11,1 <sup>3</sup>	8,6	8,8	9,3 <sup>3</sup>	+ 6,0 <sup>3</sup>	+ 5,3 <sup>3</sup>
Sonstige Gebiete . . . . .	24,1	25,6	27,0 <sup>3</sup>	26,6	28,4	30,5 <sup>3</sup>	+ 5,0 <sup>3</sup>	+ 4,2 <sup>3</sup>
Entwicklungsgebiete zusammen . . . . .	34,0	36,0	38,1 <sup>3</sup>	35,2	37,2	39,8 <sup>3</sup>	+ 5,3 <sup>3</sup>	+ 4,5 <sup>3</sup>
<b>Insgesamt<sup>4</sup></b> . . . . .	152,6	165,6	181,1	160,9	175,0	191,9	+ 7,8	+ 8,8

<sup>1</sup> Erstes Halbjahr 1966 gegenüber erstem Halbjahr 1965.   <sup>2</sup> Australien, Neuseeland und Südafrika.   <sup>3</sup> Vorläufig.  
<sup>4</sup> Umfaßt ungefähr 90 Prozent des Welthandels, da der Handel von Ländern mit zentralgesteuerter Wirtschaft nur insoweit enthalten ist, als er sich in der Einfuhr bzw. der Ausfuhr ihrer Handelspartner im Westen niederschlägt.

Im ersten Vierteljahr von 1966 war die Weltausfuhr um 13 Prozent höher als im gleichen Zeitraum von 1965, in dem sie von einem anhaltenden Streik in Häfen der Vereinigten Staaten beeinflusst worden war. Im zweiten Quartal flachte sich die Zuwachsrates ab, und im vierten Quartal ging sie auf 7 Prozent zurück.

Wie 1965 war die wertmäßige Zunahme des Welthandels fast ausschließlich auf die Ausdehnung des Handelsvolumens zurückzuführen, da die Durchschnittswertindizes nur um 1 Prozent gestiegen sind. In den industrialisierten

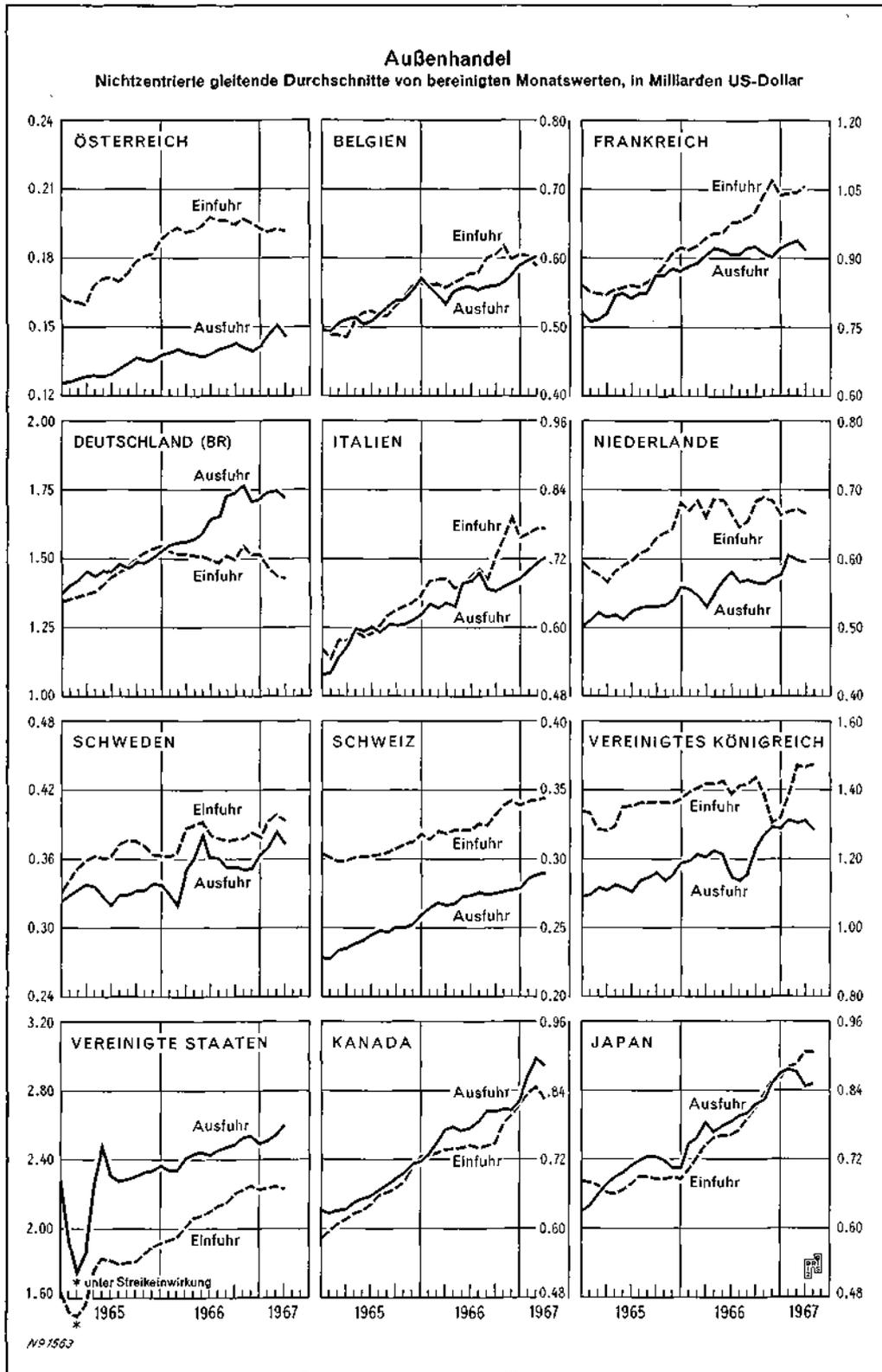
Ländern expandierte das Importvolumen stärker als das der Exporte, nämlich um fast 10 gegenüber 8 Prozent. Umgekehrt verhielt es sich bei den Entwicklungsländern, wo die Exporte um 5,5 Prozent und die Importe um 4,5 Prozent wuchsen. Insgesamt gesehen haben sich die Terms of trade der industrialisierten Länder im vergangenen Jahr nicht verändert und diejenigen der Entwicklungsländer geringfügig verschlechtert.

Die Ausführpreise für Rohstoffe, die 1965 im Jahresvergleich nachgegeben hatten, erhöhten sich im letzten Jahr um 1 Prozent. Die Exportpreise für Rohstoffe aus Entwicklungsländern, die sich im vorangegangenen Jahr am ungünstigsten entwickelt hatten, blieben stabil, während diejenigen für Produkte aus den industrialisierten Ländern um 2 Prozent heraufgingen, größtenteils wegen der gestiegenen Weltmarktpreise für Getreide und Wolle. Die Ausführpreise für Nichteisenmetalle erhöhten sich um 15 Prozent, was ausschließlich auf der Zunahme der Kupferpreise beruhte. In den vergangenen drei Jahren sind die Preise für Nichteisenmetalle um 60 Prozent geklettert, ein Trend, von dem unter anderem einige Entwicklungsländer, so Chile, Malaysia und Sambia, profitiert haben.

Was den jüngsten Verlauf der Weltmarktpreise anlangt, so folgte auf den Preisaufrtrieb, der von Mitte 1965 bis zum ersten Vierteljahr 1966 zu verzeichnen war, in den beiden nächsten Quartalen eine beträchtliche Ermäßigung, die fast alle Güter, Kakao und Weizen ausgenommen, erfaßte. Gegen Ende des Jahres hörten die Preisrückgänge fast ganz auf, und im ersten Quartal von 1967 blieb das Preisniveau konstant; es war nun um etwa 5 Prozent niedriger als im entsprechenden Quartal von 1966.

Unter den Industrieländern war die wertmäßige Zunahme des Außenhandels in Nordamerika und Japan im vergangenen Jahr viel höher als in Westeuropa. Die Einfuhr der Vereinigten Staaten stieg um fast 20 Prozent, was teilweise eine Folge des Vietnamkonfliktes war, und da die Ausfuhr sich nur halb so stark erhöhte, verringerte sich der Überschuß in der Handelsbilanz von 4,3 auf 2,8 Milliarden Dollar. Dem Wachstum der US-Einfuhr entsprach eine kräftige Expansion der westeuropäischen, kanadischen und japanischen Ausfuhr, die sich nach den Vereinigten Staaten um 25 bzw. 24 und 20 Prozent und insgesamt um 9 bzw. 18 und 15,5 Prozent ausweitete. Sowohl die Ausfuhr als auch die Einfuhr der EWG-Länder expandierten um ungefähr 9 Prozent, während die Exporte der EFTA-Gruppe um 7 Prozent und ihre Importe um 5 Prozent heraufgingen (das letzte Ergebnis erklärt sich hauptsächlich mit dem sehr bescheidenen Anstieg der Einfuhr des Vereinigten Königreichs). Die Exporte der in einer Gruppe zusammengefaßten Länder Australien, Neuseeland und Südafrika dehnten sich um 8 Prozent aus, während ihre Einfuhr sogar um 3 Prozent abnahm, was überwiegend auf die kräftig verringerten südafrikanischen Importe zurückzuführen ist. Bei den Entwicklungsländern scheint insgesamt gesehen sich die Einfuhr in Übereinstimmung mit der Ausfuhr ausgeweitet zu haben.

Die Entwicklung des Außenhandels der EWG-Länder spiegelt primär die Veränderungen des deutschen Außenhandels wider. Als 1965 die deutsche Wirtschaft überbeschäftigt war, schnellten ihre Einfuhren aus den EWG-Partnerländern um 31 Prozent empor, während die Exporte in diese Länder nur um



7 Prozent stiegen, was im wesentlichen eine Folge fehlender Produktionskapazitäten in der Bundesrepublik Deutschland wie auch einer schwachen Nachfrage in Frankreich und Italien war. Eine völlig entgegengesetzte Situation herrschte 1966, als wegen der abflauenden Binnennachfrage die deutschen Importe aus den anderen EWG-Ländern sich nur um 4 Prozent erhöhten, während die Ausfuhr in diese Länder um 16 Prozent ausgedehnt wurde, was hauptsächlich mit der wirtschaftlichen Erholung in Italien und Frankreich zusammenhing.

### Die Entwicklung der unsichtbaren Transaktionen

Zu den wesentlichen Entwicklungen in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg gehört die zunehmende wirtschaftliche Verflechtung der verschiedenen Länder und Gebiete der Welt. Dies fand seinen Ausdruck nicht nur im Bereich des Außenhandels, sondern auch bei den unsichtbaren Transaktionen, das heißt beim Dienstleistungsverkehr und den einseitigen Übertragungen.

Von 1955 bis 1965 erhöhten sich die Einnahmen aus den unsichtbaren Transaktionen Westeuropas, Nordamerikas und Japans von insgesamt 22,4 auf 49,0 Milliarden Dollar, oder um 119 Prozent. In der gleichen Zeit nahmen ihre Gesamtausgaben für unsichtbare Transaktionen von 22,2 Milliarden auf 47,8 Milliarden Dollar zu, oder um 116 Prozent. Da ihre Ausfuhren und Einfuhren um 120 bzw. 116 Prozent stiegen, ging der Anteil der unsichtbaren Transaktionen in ihren Bilanzen der laufenden Posten ein wenig zurück.

Westeuropa, Nordamerika und Japan:  
Saldo der unsichtbaren Transaktionen

	Jahr	Trans- port <sup>1</sup>	Kapital- erträge	Reise- verkehr	Über- weisun- gen <sup>2</sup>	Regie- rungs- trans- aktionen <sup>3</sup>	Sonstiges	Ins- gesamt
		Millionen US-Dollar						
Westeuropa .	1955	+ 450	+ 620	+ 570	+ 210	+ 1 230	+ 805	+ 3 885
	1960	+ 850	+ 825	+ 1 275	+ 410	- 390	+ 870	+ 3 840
	1965	+ 1 300	+ 1 110	+ 1 925	+ 510	- 1 325	+ 550	+ 4 070
Vereinigte Staaten . .	1955	+ 200	+ 1 955	- 500	- 455	- 4 835	+ 395	- 3 240
	1960	- 165	+ 2 350	- 855	- 485	- 4 770	+ 850	- 3 075
	1965	- 275	+ 4 255	- 1 190	- 630	- 4 465	+ 1 680	- 625
Kanada . . .	1955	- 15	- 330	- 120	- 70	+ 40	- 155	- 650
	1960	- 95	- 495	- 215	- 155	- 100	- 235	- 1 295
	1965	- 75	- 705	- 30	- <sup>4</sup>	- <sup>5</sup>	- 430	- 1 240
Japan . . . .	1955	- 160	- 40	+ 5	- <sup>5</sup>	+ 500	- 30	+ 275
	1960	- 285	- 35	-	- <sup>5</sup>	+ 325	- 130	- 125
	1965	- 550	- 190	- 20	- <sup>5</sup>	+ 215	- 425	- 970

<sup>1</sup> Einschließlich Transportversicherung. <sup>2</sup> Einkommen von zeitweilig im Ausland beschäftigten Arbeitskräften und Überweisungen von Auswanderern. <sup>3</sup> Dienstleistungen und Übertragungen sowohl des zivilen als auch des militärischen Bereichs. <sup>4</sup> Nur Auswandererüberweisungen; private und institutionelle Überweisungen sind in der Position „Sonstiges“ enthalten. <sup>5</sup> Nicht gesondert verfügbar; in der Position „Sonstiges“ enthalten.

Anmerkung: Die Abweichungen zwischen den Zahlenangaben in der obigen Tabelle und denen in der zusammengefaßten westeuropäischen Bilanz sowie in den einzelnen Ländertabellen erklären sich aus der unterschiedlichen Methodik. Die obigen Daten basieren bei fast allen Ländern auf deren Transaktionsbilanzen und schließen die Lohnveredelung sowie den Transithandel aus, die zum Außenhandel gezählt werden; bei den anderen Tabellen mußte hingegen in einigen Fällen auf die Kassenbilanzen zurückgegriffen werden, und die Lohnveredelung sowie der Transithandel wurden dort den unsichtbaren Transaktionen zugerechnet. Bei den Vereinigten Staaten beruht die Differenz auf der Einbeziehung der unentgeltlichen Leistungen der Regierung in die obige Tabelle und auf ihrer Ausklammerung aus den Dienstleistungen in der Tabelle auf Seite 96.

Die Aufteilung der unsichtbaren Transaktionen nach Gebieten weist per Saldo für Westeuropa einen Überschuß und für Nordamerika und Japan Defizite aus. In dem Zeitabschnitt von 1955–1965 ist der europäische Überschuß bei den unsichtbaren Transaktionen, zu dem alle wichtigen Positionen der unsichtbaren Transaktionen, ausgenommen jene der Regierung, beitrugen, mit ungefähr 4 Milliarden Dollar pro Jahr ziemlich konstant geblieben. Was die nordamerikanische Entwicklung angeht, so schrumpfte das Defizit der Vereinigten Staaten bei den unsichtbaren Transaktionen von 3,2 Milliarden auf 0,6 Milliarden Dollar dank dem dynamischen Wachstum der Kapitalerträge, dem einzigen Hauptposten dieser Rechnung, der Überschüsse abwirft; Kanadas Fehlbetrag stieg hingegen gleichzeitig von 0,7 auf 1,2 Milliarden Dollar. Japans Bilanz der unsichtbaren Transaktionen hat sich ebenfalls in den letzten Jahren wesentlich verschlechtert, nämlich von einem Überschuß von 0,3 Milliarden Dollar im Jahr 1955 zu einem Defizit von knapp 1 Milliarde Dollar zehn Jahre später.

Unter den fünf Hauptkomponenten der unsichtbaren Transaktionen ist die *Transport-Bilanz* für die fraglichen Länder immer noch am bedeutendsten; sie machte 1965 ein Viertel ihrer gesamten Einnahmen und Ausgaben aus. Mit 1,3 Milliarden Dollar hat sich der westeuropäische Überschuß in der Transportbilanz zwischen 1955 und 1965 fast verdreifacht. Unter den traditionellen Seefahrernationen entwickelten sich die Positionen Griechenlands und der nordischen Staaten am günstigsten. Ihre Schiffstonnage hat sich mehr als verdoppelt, und ihre Nettofrachteinkünfte stiegen von 0,6 auf 1,4 Milliarden Dollar. Bei dem Vereinigten Königreich, dessen Anteil an der Handelsflotte der Welt von 20 auf 14 Prozent abnahm, war die Verbesserung — von einem Nettodefizit von 0,1 Milliarden Dollar im Jahre 1955 auf einen Nettoüberschuß der gleichen Größenordnung im Jahre 1965 — viel weniger ausgeprägt. Der niederländische

Westeuropa, Nordamerika und Japan:  
Bilanz der unsichtbaren Transaktionen

	Einnahmen			Ausgaben			Saldo		
	1955	1960	1965	1955	1960	1965	1955	1960	1965
Millionen US-Dollar									
Transport <sup>1</sup> . . . .	6 580	8 840	12 900	6 105	8 535	12 500	+ 475	+ 305	+ 400
Kapitalerträge . . . .	4 925	6 940	11 570	2 720	4 295	7 100	+2 205	+2 645	+4 470
Reiseverkehr . . . .	2 780	5 010	9 075	2 825	4 805	8 390	— 45	+ 205	+ 685
Überweisungen <sup>2</sup> . . . .	515	1 075	2 095	830	1 305	2 215	— 315	— 230	— 120
Regierungs- transaktionen <sup>3</sup> . . . .	3 550	3 225	3 600	6 615	8 160	9 175	—3 065	—4 935	—5 575
Sonstiges . . . .	4 075	6 275	9 785	3 060	4 920	8 390	+1 015	+1 355	+1 375
Insgesamt . . . .	22 425	31 365	49 005	22 155	32 020	47 770	+ 270	— 655	+1 235
Außenhandel . . . .	53 725	77 620	118 110	53 700	74 745	115 885	+ 25	+2 875	+2 225
Unsichtbare Trans- aktionen in Prozent des Außenhandels	42	40	41	41	43	41	—	—	—

<sup>1</sup> Einschließlich Transportversicherung.  
Überweisungen von Auswanderern.

<sup>2</sup> Einkommen von zeitweilig im Ausland beschäftigten Arbeitskräften und Dienstleistungen und Übertragungen sowohl des zivilen als auch des militärischen Bereichs.

<sup>3</sup> Dienstleistungen und Übertragungen sowohl des zivilen als auch des militärischen Bereichs.

Überschuß in der Transportbilanz stieg in diesen zehn Jahren von 145 Millionen auf 350 Millionen Dollar. Gleichzeitig hat sich das Volumen der in niederländischen Häfen umgeschlagenen Güter verdoppelt.

Bei den Vereinigten Staaten, deren Anteil an der Welthandelsflotte seit dem Kriege von ungefähr 50 Prozent auf nur 12 Prozent zurückgegangen ist, hat die Transportbilanz sich ständig verschlechtert. Die Periode der Nachkriegsüberschüsse ging 1957 zu Ende, und 1965 wurde ein Fehlbetrag von 275 Millionen Dollar verzeichnet. Die japanische Transportbilanz ist ständig negativ gewesen; das Defizit nahm von 160 Millionen Dollar im Jahre 1955 auf 550 Millionen Dollar zehn Jahre später zu, obwohl die Tonnage der Handelsflotte erheblich gewachsen ist.

Die gesamten Netto-Kapitalerträge von Westeuropa, Nordamerika und Japan nahmen zwischen 1955 und 1965 von 2,2 auf 4,5 Milliarden Dollar zu. Der größte Teil des Anstiegs vollzog sich in den sechziger Jahren.

Die Nettokapitaleinkünfte der Vereinigten Staaten erhöhten sich von 2,0 auf 4,3 Milliarden Dollar und die Westeuropas von 0,6 auf 1,1 Milliarden Dollar, was hauptsächlich auf den von 0,5 auf 1,3 Milliarden Dollar gewachsenen Nettoeinnahmen des Vereinigten Königreichs beruhte. Andere Länder mit einem Einnahmenüberschuß im Jahr 1965 waren, in abnehmender Größenordnung, die Schweiz, die Niederlande, Frankreich, Irland, Schweden und Belgien-Luxemburg. Die Bundesrepublik Deutschland war das einzige europäische Land mit einem großen Defizit; die Nettozahlungen beliefen sich 1965 auf fast 500 Millionen Dollar. Außerhalb Europas verzeichneten Kanada und Japan sich ausweitende Passivsaldo.

Die Bruttoerträge der Vereinigten Staaten aus ihren Auslandsinvestitionen stiegen zwischen 1955 und 1965 von 2,4 auf 5,9 Milliarden Dollar und ihre gesamten Auslandsanlagen von 45 auf 106 Milliarden Dollar, während die Erträge der Investitionen von Ausländern in den Vereinigten Staaten von 0,5 auf 1,6 Milliarden Dollar und ihre Vermögensanlagen gleichzeitig von 30 auf 59 Milliarden Dollar anwuchsen. Rund die Hälfte aller Auslandsvermögensanlagen in den Vereinigten Staaten wird in der Form von kurzfristigen Forderungen gehalten, gegenüber etwa 10–15 Prozent im Falle der US-Anlagen im Ausland. Bis 1957 machten die Erträge aus Direktinvestitionen ungefähr 80 Prozent der gesamten amerikanischen Kapitalerträge aus dem Ausland aus. Seitdem hat dieser Anteil auf ungefähr zwei Drittel abgenommen, was hauptsächlich mit der Ausweitung der Kreditaufnahme des Auslands in den Vereinigten Staaten in der Form von Wertpapieremissionen zusammenhängt.

Das kanadische Defizit der Kapitalertragsbilanz, das von 330 Millionen im Jahr 1955 auf 700 Millionen Dollar 1965 gestiegen ist, besteht größtenteils gegenüber den Vereinigten Staaten, aus denen rund drei Viertel der gesamten Auslandsinvestitionen in Kanada stammen.

Das Auslandsvermögen des Vereinigten Königreichs, das von 14 Milliarden auf 8 Milliarden Dollar zwischen 1938 und 1948 geschrumpft war, wurde seitdem trotz der Kontrolle der außerhalb des Sterlingraumes vorgenommenen

Westeuropa, Nordamerika und Japan: Kapitalerträge

	Einnahmen			Ausgaben			Saldo		
	1955	1960	1965	1955	1960	1965	1955	1960	1965
	Millionen US-Dollar								
Westeuropa									
Belgien-Luxemburg . .	130	180	245	90	130	240	+ 40	+ 50	+ 5
Dänemark . . . .	10	25	40	20	20	50	- 10	+ 5	- 10
Deutschland (BR)	50	200	330	195	395	795	- 145	- 195	- 465
Finnland . . . . .	5	10	10	15	15	55	- 10	- 5	- 45
Frankreich . . . .	150	190	365	80	110	280	+ 70	+ 80	+ 85
Griechenland . . .	-	10	10	5	5	20	- 5	+ 5	- 10
Irland . . . . .	70	85	120	45	50	65	+ 25	+ 35	+ 55
Island . . . . .	-	-	-	-	5	5	-	- 5	- 5
Italien . . . . .	25	85	200	45	115	285	- 20	- 30	- 85
Niederlande . . .	195	320	560	110	215	360	+ 85	+ 105	+ 200
Norwegen . . . . .	10	20	40	25	60	110	- 15	- 40	- 70
Österreich . . . .	5	20	40	5	25	65	-	- 5	- 25
Portugal . . . . .	10	10	20	5	5	30	+ 5	+ 5	- 10
Schweden . . . . .	30	45	65	15	20	40	+ 15	+ 25	+ 45
Schweiz . . . . .	170	215	320	50	55	60	+ 120	+ 160	+ 260
Spanien . . . . .	-	10	30	10	25	65	- 10	- 15	- 35
Türkel . . . . .	-	-	-	10	30	45	- 10	- 30	- 45
Vereinigtes Königreich . . .	1 445	1 905	2 770	960	1 225	1 505	+ 485	+ 680	+ 1 265
Westeuropa insgesamt . . . .	2 305	3 330	5 185	1 685	2 505	4 075	+ 620	+ 825	+ 1 110
Kanada . . . . .	160	180	285	490	675	990	- 330	- 495	- 705
Vereinigte Staaten	2 445	3 350	5 900	490	1 000	1 645	+ 1 955	+ 2 350	+ 4 255
Japan . . . . .	15	80	200	55	115	390	- 40	- 35	- 190

Investitionen wiederaufgebaut. Ende 1964 verfügte das Vereinigte Königreich über langfristige Auslandsanlagen in Höhe von 28,7 Milliarden Dollar, denen langfristige Auslandsschulden in Höhe von 16,7 Milliarden Dollar gegenüberstanden. Die Einnahmen des Vereinigten Königreichs an Zinsen und Dividenden verdoppelten sich von 1955 bis 1965 auf 2,8 Milliarden Dollar. Die entsprechenden Zahlungen ans Ausland stiegen dagegen von 1,0 auf 1,5 Milliarden Dollar. Die Nettokapitalerträge sind bei weitem der größte Überschußposten in der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen, und in dem hier betrachteten Zeitraum ist er beinahe ebenso hoch gewesen wie das Nettodefizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen des öffentlichen Bereichs.

In der Schweiz wuchsen die Nettokapitalerträge, die die größte Überschußposition nach dem Fremdenverkehr darstellen, während der Referenzperiode kontinuierlich von 120 auf 260 Millionen Dollar. Ende 1965 wurden die schweizerischen Auslandsforderungen auf 18,5 Milliarden Dollar und die Auslandsverbindlichkeiten auf 8,5 Milliarden Dollar geschätzt. Die langfristigen Vermögensanlagen und Verbindlichkeiten machten 10,7 bzw. 4,5 Milliarden Dollar aus, während die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken bei 4,3 bzw. 3,9 Milliarden Dollar lagen.

In den Niederlanden haben sich die Einnahmen und Ausgaben in der Kapitalertragsbilanz von 1955 bis 1965 ungefähr verdreifacht. Die Einnahmen erhöhten sich von 195 auf 560 Millionen Dollar und die Zahlungen von 110 auf 360 Millionen Dollar. In den meisten Jahren gab es per Saldo einen Kapitalabfluß, wobei der bedeutendste Posten in der Kapitalverkehrsbilanz die Wertpapiertransaktionen waren. Abgesehen von 1961 übertrafen während des Zeitabschnitts 1955–1965 die ausländischen Käufe von niederländischen Wertpapieren den Erwerb von ausländischen Wertpapieren durch niederländische Deviseninländer.

Die Bundesrepublik Deutschland ist hinsichtlich der Kapitalerträge das einzige Land in Westeuropa mit einem großen Defizit, obschon die öffentliche Nettokapitalausfuhr in fast allen Jahren des hier betrachteten Zeitraumes den privaten Nettokapitalimport überstieg. Bis 1961 bestand der öffentliche Nettokapitalexport zum größten Teil aus vertraglichen Rückzahlungen im Rahmen des Londoner Schuldenabkommens; danach stellte er Anleihen und Kredite an Entwicklungsländer dar, die sich in den sechziger Jahren auf ungefähr 280 Millionen Dollar pro Jahr beliefen. Da die Renditen des Auslandsvermögens in Deutschland viel höher waren als die der deutschen öffentlichen Ausleihungen, wuchsen die von der Bundesrepublik netto an das Ausland gezahlten Kapitalerträge von 145 Millionen Dollar im Jahr 1955 auf 465 Millionen Dollar im Jahr 1965.

In den vergangenen Jahren ist der *Reiseverkehr* eine der bedeutenden westeuropäischen Devisenbringer geworden. Bei dieser Dienstleistungsposition expandierten die Bruttoeinnahmen während der Jahre 1955–1965 von 1,8 auf rund 7 Milliarden Dollar. Auf Frankreich, Italien und Spanien entfiel mehr als die Hälfte dieses Anstiegs, nämlich 0,7 Milliarden, 1,1 Milliarden bzw. 1,0 Milliarden Dollar. Außerdem vergrößerten sich während dieses Zeitraums die Bruttoreiseeinnahmen von Österreich und der Schweiz um ungefähr je 0,5 Milliarden Dollar. Im gleichen Zeitraum gingen die europäischen Bruttoausgaben für Auslandsreisen ebenfalls steil herauf, und zwar von 1,2 auf 4,9 Milliarden Dollar. Zwei Drittel der Zunahme entfielen auf Frankreich, die Bundesrepublik und das Vereinigte Königreich mit Beträgen von 0,8 Milliarden, 1,2 Milliarden bzw. 0,5 Milliarden Dollar.

Der westeuropäische Nettoüberschuß in der Reiseverkehrsbilanz stieg infolgedessen zwischen 1955 und 1965 von 0,6 Milliarden Dollar auf fast 2 Milliarden Dollar. Sowohl Italien als auch Spanien hatten 1965 Nettoüberschüsse von 1 Milliarde Dollar; dann folgten Österreich und die Schweiz mit je 0,4 Milliarden Dollar. Das Reiseverkehrsdefizit der Bundesrepublik belief sich in jenem Jahr auf 660 Millionen Dollar, das von Schweden auf 115 Millionen Dollar und das des Vereinigten Königreichs auf 270 Millionen Dollar.

Sowohl die Reiseausgaben als auch die Reiseeinnahmen der Vereinigten Staaten haben sich von 1955 bis 1965 annähernd verdoppelt; sie lagen im letzteren Jahr bei 2,4 Milliarden bzw. 1,2 Milliarden Dollar. Der Fehlbetrag erhöhte sich also von 0,5 Milliarden auf 1,2 Milliarden Dollar. Dagegen schrumpfte das kanadische Defizit, hauptsächlich wegen der gestiegenen Einnahmen von Besuchern aus den Vereinigten Staaten, von 120 Millionen auf 30 Millionen Dollar.

Die *Überweisungen*, die sich aus Einkommen der zeitweilig im Ausland beschäftigten Arbeitskräfte und Überweisungen von Auswanderern zusammensetzen, sind mit der zunehmenden Arbeiterwanderung sowohl innerhalb Europas als auch nach Europa angewachsen. Die Zahl der in europäischen Ländern beschäftigten ausländischen Arbeitskräfte dürfte zwischen 1962 und 1965 von 2,5 Millionen auf den Rekordstand von 5,4 Millionen gestiegen sein. Die wichtigsten europäischen Beschäftigungsländer für Ausländer waren 1965 die Bundesrepublik mit 1,1 Millionen, Frankreich mit 1 Million, die Schweiz mit 800 000 und das Vereinigte Königreich mit 700 000 Arbeitskräften. Hauptsächliche Heimatländer waren Italien für 1,5 Millionen, Spanien für 675 000 und Irland für 600 000 Arbeitskräfte.

Die Bruttoeinnahmen der westeuropäischen Länder aus den Überweisungen der im Ausland beschäftigten Arbeitskräfte nahmen von insgesamt 400 Millionen Dollar im Jahr 1955 auf 1 900 Millionen Dollar im Jahr 1965 zu, und ihre Nettoeinkünfte gingen von 200 Millionen Dollar auf 500 Millionen Dollar hinauf. Die Bruttoeinnahmen der europäischen Mittelmeerländer vergrößerten sich während dieser Periode von insgesamt 225 Millionen auf 1 430 Millionen Dollar; diejenigen von Italien allein erhöhten sich dabei von 125 auf 800 Millionen Dollar. 1965 betragen die Nettoeinkünfte der Mittelmeerländer aus dieser Quelle 1 350 Millionen Dollar und stellten in der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen nach dem Reiseverkehr den größten Posten dar.

Mit der fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung der europäischen Länder in den fünfziger Jahren verringerten sich ihre Einnahmen aus den *Regierungstransaktionen*, in denen sich im wesentlichen die Hilfe der Vereinigten Staaten niederschlug. 1955 betragen die gesamten Nettoeinkünfte allerdings infolge der umfangreichen Zahlungen der Vereinigten Staaten an Frankreich als Finanzierungsbeitrag für den Indochinakrieg 1,2 Milliarden Dollar. Danach erklärte sich der Saldo der Regierungstransaktionen hauptsächlich aus dem Nettodefizit des Vereinigten Königreichs, das von weniger als 400 Millionen 1955 auf ungefähr 1 250 Millionen Dollar im Jahr 1965 anwuchs. In der Bundesrepublik zeigte sich bei den Regierungstransaktionen in den meisten Jahren nur ein geringer Überschuß, da die hohen Einnahmen von ausländischen militärischen Stellen durch die deutschen Wiedergutmachungsleistungen annähernd kompensiert wurden. 1965 glichen sich Einnahmen und Ausgaben mit je fast 1 100 Millionen Dollar praktisch aus.

Außerhalb Europas blieben die Ausgaben der US-Regierung mit Nettobeträgen zwischen 4 und 5 Milliarden Dollar pro Jahr sehr hoch; davon stellte ungefähr die Hälfte militärische Ausgaben dar. In Japan nahm indessen der Nettozustrom von öffentlichen Mitteln — zumeist amerikanischer Militärhilfe — von 500 Millionen Dollar im Jahr 1955 auf 200 Millionen Dollar im Jahr 1965 ab.

### **Zahlungsbilanzen**

*Vereinigte Staaten.* Die Entwicklung der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten war 1966 von zwei Faktoren beherrscht: der Verschärfung des Vietnamkrieges und dem inländischen Investitionsboom. Aus dem ersteren folgte ein

Anstieg der Militärausgaben im Ausland um netto 0,7 Milliarden Dollar, während die Auswirkungen des letzteren gegenläufig waren. Einerseits führte die steigende Überbelastung des heimischen Produktionspotentials zu einer Abnahme des Handelsbilanzüberschusses um 1,1 Milliarden Dollar; andererseits trug die mit der Überbelastung in Zusammenhang stehende Verknappung an den heimischen Kreditmärkten zu einer Verringerung des privaten Nettokapitalexportes um 1,9 Milliarden Dollar bei. Die Verbesserung der Kapitalverkehrsbilanz, die bis zu einem gewissen Grade dank dem Selbstbeschränkungsprogramm wie auch infolge besonderer Konversionen bestimmter liquider Dollarguthaben von amtlichen ausländischen Stellen in nichtliquide Anlagen zustande kam, kompensierte praktisch die Verschlechterung der Bilanz der laufenden Posten, so daß das Defizit — auf Liquiditätsbasis — nur von 1,3 Milliarden auf 1,4 Milliarden Dollar stieg. Auf der Basis der amtlichen Ausgleichsoperationen ergab sich hingegen eine Umkehr in der Zahlungsbilanz von einem Fehlbetrag von 1,3 Milliarden Dollar zu einem Überschuß von 0,2 Milliarden Dollar, was im wesentlichen auf den 2,7 Milliarden Dollar betragenden Anstieg der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Geschäftsbanken zurückzuführen ist.

Die Verengung des Handelsbilanzüberschusses von 4,8 Milliarden auf 3,7 Milliarden Dollar war nicht die Folge einer Abflachung bei der Ausfuhr, sondern der außergewöhnlichen Ausweitung der Einfuhr. Nach einer 15prozentigen Zunahme im Jahr 1965 stieg sie im letzten Jahr um weitere 19 Prozent auf ein Niveau, das um mehr als 75 Prozent über ihrem konjunkturellen Tief von 1961 lag. Am deutlichsten hat sich die binnenwirtschaftliche Übernachfrage in der gewachsenen Einfuhr von Fertiggütern niedergeschlagen. Die Importe von Konsumgütern (ohne Nahrungsmittel und Getränke) expandierten nach einem Anstieg von 0,7 Milliarden Dollar im Jahr 1965 um 1,3 Milliarden Dollar bzw. 30 Prozent im Jahr 1966. Bestimmend war dabei die Einfuhr von Kraftwagen — in erster Linie aus Kanada und der Bundesrepublik —, die sich mit einer Vergrößerung von 670 auf 1 245 Millionen Dollar praktisch verdoppelte. Die Einfuhr von Investitionsgütern, die 1965 um 450 Millionen Dollar heraufgegangen war, erhöhte sich weiter um 1 Milliarde Dollar bzw. 60 Prozent, und die Käufe von industriellen Rohstoffen, die in ungefähr dem gleichen Tempo zunahmen wie die industrielle Produktion, wiesen einen Anstieg von 1,1 Milliarden Dollar auf.

Trotz steigender Kapazitätsauslastung beschleunigte sich (nach der Statistik des Bureau of Census) die Wachstumsrate der kommerziellen Exporte von 3 auf 11 Prozent. Teilweise kann die höhere Wachstumsrate mit dem Hafentarbeiterstreik im Jahre 1965 erklärt werden. Die landwirtschaftlichen Exporte erholten sich von ihrem Rückgang im Jahre 1965, aber auch die Wachstumsrate der nichtlandwirtschaftlichen Ausfuhr beschleunigte sich von 5 auf 10 Prozent. Allerdings verringerte sich der Export von Werkzeugmaschinen, für welche die inländische Nachfrage besonders kräftig war.

Der regionalen Verteilung nach verzeichneten die Exporte nach Kanada (+20 Prozent) und nach Japan (+14 Prozent) die größten Zunahmen; auf diese beiden Länder zusammen entfiel etwa die Hälfte des 2,7 Milliarden Dollar betragenden US-Ausfuhranstiegs. Die Verkäufe an die westeuropäischen Länder wurden dagegen um 8 Prozent ausgedehnt.

**Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz**

	1965	Ganzes Jahr	1966				1967
			I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
	Millionen Dollar <sup>2</sup>						
<b>Waren- und Dienstleistungsverkehr</b>							
<b>Ausfuhr (fob)</b>							
Staatlich finanziert . . . . .	2 765	2 945	715	805	665	760	.
Kommerziell . . . . .	23 510	26 236	6 360	6 565	6 305	7 005	.
<b>Gesamtausfuhr . . . . .</b>	<b>26 275</b>	<b>29 180</b>	<b>7 155</b>	<b>7 100</b>	<b>7 425</b>	<b>7 500</b>	<b>7 730</b>
<b>Einfuhr (fob) . . . . .</b>	<b>21 485</b>	<b>25 505</b>	<b>5 980</b>	<b>6 220</b>	<b>6 640</b>	<b>6 665</b>	<b>6 700</b>
<b>Saldo des Warenhandels .</b>	<b>+ 4 790</b>	<b>+ 3 675</b>	<b>+ 1 175</b>	<b>+ 880</b>	<b>+ 785</b>	<b>+ 835</b>	<b>+ 1 030</b>
<b>Kapitalerträge einschließlich</b>							
Gebühren, Tantiemen usw. . .	+ 5 165	+ 5 360	+ 1 330	+ 1 395	+ 1 360	+ 1 275	.
<b>Militärische Ausgaben</b>							
abzüglich Einnahmen . . . . .	- 2 035	- 2 740	- 655	- 640	- 720	- 725	.
<b>Pensionszahlungen und</b>							
<b>Überweisungen . . . . .</b>	<b>- 995</b>	<b>- 990</b>	<b>- 235</b>	<b>- 235</b>	<b>- 275</b>	<b>- 245</b>	<b>.</b>
<b>Sonstiges . . . . .</b>	<b>- 960</b>	<b>- 1 000</b>	<b>- 270</b>	<b>- 250</b>	<b>- 220</b>	<b>- 260</b>	<b>.</b>
<b>Dienstleistungen insgesamt</b>	<b>+ 1 175<sup>3</sup></b>	<b>+ 630</b>	<b>+ 170</b>	<b>+ 270</b>	<b>+ 145</b>	<b>+ 45</b>	<b>.</b>
<b>Saldo des Waren- und</b>							
<b>Dienstleistungsverkehrs</b>	<b>+ 5 965</b>	<b>+ 4 305</b>	<b>+ 1 345</b>	<b>+ 1 150</b>	<b>+ 930</b>	<b>+ 880</b>	<b>.</b>
<b>Private Kapitaleleistungen</b>							
<b>US-Kapitaleleistungen</b>							
Langfristig							
Direktinvestitionen . . . . .	- 3 370	- 3 365	- 690	- 975	- 735	- 965	.
Wertpapiere . . . . .	- 760	- 425	- 320	+ 5	- 70	- 40	- 260
Bankkredite . . . . .	- 230	+ 330	+ 120	- 30	+ 85	+ 155	+ 150
Sonstige . . . . .	- 90	- 115	- 15	- 55	- 30	- 15	.
Langfristig insgesamt . . .	- 4 450	- 3 575	- 905	- 1 055	- 750	- 865	.
Kurzfristig							
Banken . . . . .	+ 325	- 70	+ 140	- 90	+ 20	- 140	- 85
Nichtbanken . . . . .	+ 435	- 265	- 165	+ 50	- 15	- 135	.
Kurzfristig insgesamt . . .	+ 760	- 335	- 25	- 40	+ 5	- 275	.
<b>Gesamte private</b>							
<b>US-Kapitaleleistungen . .</b>	<b>- 3 690</b>	<b>- 3 910</b>	<b>- 930</b>	<b>- 1 095</b>	<b>- 745</b>	<b>- 1 140</b>	<b>.</b>
<b>Ausländische nichtliquide</b>							
<b>Kapitalanlagen<sup>4</sup></b>							
Käufe nichtliquider Wertpapiere	- 445	+ 890	+ 175	+ 505	+ 110	+ 90	+ 75
von US-Gesellschaften . . .	+ 440	+ 1 275	+ 160	+ 540	+ 75	+ 500	.
Sonstige . . . . .							
<b>Ausländische nichtliquide</b>							
<b>Kapitalanlagen insgesamt</b>	<b>- 5</b>	<b>+ 2 155</b>	<b>+ 335</b>	<b>+ 1 045</b>	<b>+ 185</b>	<b>+ 590</b>	<b>.</b>
<b>Saldo der privaten</b>							
<b>Kapitaleleistungen . . .</b>	<b>- 3 695</b>	<b>- 1 755</b>	<b>- 595</b>	<b>- 50</b>	<b>- 560</b>	<b>- 550</b>	<b>.</b>
<b>Unentgeltliche Leistungen</b>							
<b>und Kredite der Regierung</b>							
<b>(abzüglich Rückzahlungen) und</b>							
<b>verschiedene nichtliquide</b>							
<b>Kapitaltransaktionen . . . . .</b>	<b>- 3 175</b>	<b>- 3 385</b>	<b>- 1 005</b>	<b>- 1 025</b>	<b>- 740</b>	<b>- 615</b>	<b>.</b>
<b>Nichterfaßte Posten und</b>							
<b>Ermittlungsfehler . . . . .</b>	<b>- 430</b>	<b>- 590</b>	<b>- 290</b>	<b>- 195</b>	<b>+ 170</b>	<b>- 275</b>	<b>.</b>
<b>Saldo der Zahlungsbilanz</b>							
<b>auf Liquiditätsbasis,</b>							
<b>saisonbereinigt . . . . .</b>	<b>- 1 335</b>	<b>- 1 425</b>	<b>- 545</b>	<b>- 120</b>	<b>- 200</b>	<b>- 560</b>	<b>.</b>
<b>Saldo der Zahlungsbilanz</b>							
<b>auf Liquiditätsbasis, revidiert,</b>							
<b>aber nicht saisonbereinigt<sup>5</sup></b>	<b>- 1 335</b>	<b>- 1 365</b>	<b>- 50</b>	<b>- 145</b>	<b>- 700</b>	<b>- 470</b>	<b>- 230</b>

<sup>1</sup> Vorläufig.   <sup>2</sup> Die Vierteljahreszahlen sind, mit Ausnahme der Unterpositionen bei der Ausfuhr, saisonbereinigt.  
<sup>3</sup> Siehe Anmerkung zur Tabelle auf Seite 89.   <sup>4</sup> Ausländische private und amtliche Anlagen in nichtliquiden privaten US-Titeln.   <sup>5</sup> Revidierte Zahlen standen Mitte Mai nicht für alle Positionen zur Verfügung.

Die in der letzten Zeit zu verzeichnende Verlangsamung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten läßt sich bereits im Außenhandel erkennen. Der Anstieg der Einfuhr begann sich im vierten Quartal des letzten Jahres abzuschwächen, was sich im ersten Quartal 1967 fortsetzte, als — auch infolge einer merklichen Ausweitung der Ausfuhr — der Handelsbilanzüberschuß auf über 1 Milliarde Dollar anwuchs.

Die andere wesentliche Verschlechterung in der Zahlungsbilanz vollzog sich über eine Vermehrung der Militärausgaben von netto 2,0 Milliarden auf 2,7 Milliarden Dollar, was ausschließlich auf den Krieg in Vietnam zurückzuführen ist. Was die anderen Hauptpositionen der Bilanz der laufenden Posten betrifft, so nahmen die Nettokapitalerträge (einschließlich Gebühren, Tantiemen usw.) weiter zu, wenn auch bedeutend weniger schnell als in den vorangegangenen Jahren. Von 1960 bis 1965 hatte der jährliche Anstieg durchschnittlich 480 Millionen Dollar betragen, 1966 belief er sich hingegen auf nur 195 Millionen Dollar. Die Erträge aus Direktinvestitionen, die 1965 um 290 Millionen Dollar gestiegen waren, erhöhten sich kaum. Der Saldo der anderen Dienstleistungspositionen (einschließlich der privaten Überweisungen) zeigte praktisch keine Veränderung, da sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben um ungefähr 0,5 Milliarden Dollar wuchsen. Der Überschuß in der laufenden Rechnung ging daher um 1,7 auf 4,3 Milliarden Dollar zurück.

Das Defizit im privaten Kapitalverkehr, das schon 1965 von seinem 1964 verzeichneten Höchstbetrag von 6,3 Milliarden Dollar auf 3,7 Milliarden Dollar zurückgegangen war, verengte sich weiter auf 1,75 Milliarden Dollar. 1966 war der Verlauf der Entwicklung allerdings ganz anders als im vorangegangenen Jahr. Im Jahr 1965 hatte sich die Bilanz des kurzfristigen Kapitalverkehrs um 2,9 Milliarden Dollar verbessert, während der langfristige Kapitalabfluß um 0,3 Milliarden Dollar zugenommen hatte; 1966 hatte sich dagegen die kurzfristige Kapitalverkehrsbilanz von einem 0,9 Milliarden betragenden Überschuß zu einem Defizit von 0,1 Milliarden Dollar verschlechtert, die Ausfuhr von langfristigem Kapital wurde indessen von 4,6 auf 1,7 Milliarden Dollar reduziert. Während außerdem das kleinere Defizit im Kapitalverkehr 1965 infolge des Programms der freiwilligen Beschränkung das Ergebnis eines verringerten Nettokapitalabflusses aus den Vereinigten Staaten darstellte, war es 1966 fast gänzlich auf den erhöhten Nettozufluß von Auslandskapital zurückzuführen.

Die Nettoausfuhr von privatem amerikanischem Kapital, die von 6,5 Milliarden auf 3,7 Milliarden Dollar 1965 abgenommen hatte, ging auf 3,9 Milliarden Dollar herauf. Die Direktinvestitionen, die 1965 auf 3,4 Milliarden Dollar gestiegen waren, verblieben im vergangenen Jahr auf diesem hohen Niveau. Die in den kontinentalen westeuropäischen Ländern und in Kanada vorgenommenen Investitionen erhöhten sich um 210 bzw. 175 Millionen Dollar, aber in den asiatischen und afrikanischen Ländern (ohne Japan und Südafrika) verringerten sie sich um 300 Millionen auf 250 Millionen Dollar.

Die neuen Nettoauslandsemissionen auf dem US-Kapitalmarkt gingen von 1,0 Milliarden auf 0,7 Milliarden Dollar im vergangenen Jahr zurück, was zumeist auf größere Tilgungen zurückzuführen war. Unter dem Einfluß der

Zinsausgleichsteuer bauten zudem die US-Deviseninländer ihr Portefeuille an ausländischen Wertpapieren weiter ab, wobei sich die Nettoverkäufe auf 275 Millionen Dollar beliefen, also auf 50 Millionen mehr als 1965. Im Bankensektor fielen die längerfristigen US-Forderungen um 330 Millionen Dollar, während sich die kurzfristigen Kredite um 70 Millionen Dollar ausweiteten, so daß der Gesamtbestand der Banken an Auslandsforderungen um 260 Millionen Dollar verringert wurde und Ende des Jahres um 865 Millionen Dollar unterhalb der Obergrenze lag, die mit dem Programm der freiwilligen Beschränkung gesetzt worden war. Die kurzfristigen Auslandsforderungen der in den Vereinigten Staaten ansässigen Nichtbanken gingen dagegen, nach einer Abnahme von 435 Millionen Dollar im Jahr 1965, um 265 Millionen Dollar herauf. Die Anlage von durch amerikanische Gesellschaften auf dem europäischen Kapitalmarkt aufgenommenen Mitteln am Eurodollarmarkt scheint der Hauptgrund für diesen Anstieg gewesen zu sein.

Der Nettozufluß von nichtliquidem Auslandskapital in die Vereinigten Staaten dehnte sich vom Nullpunkt im Jahr 1965 auf ungefähr 2,2 Milliarden Dollar aus. Über die Hälfte dieses Anstiegs entfiel auf in ausländischem Besitz befindliche US-Wertpapiere (ohne vom Schatzamt ausgegebene Titel), deren Bestand sich um 880 Millionen Dollar erhöhte, nachdem er 1965 im Zuge der Auflösung des Dollarpapier-Portefeuilles des britischen Schatzamtes um 445 Millionen Dollar abgenommen hatte. Ein wesentlicher Teil der Zunahme von 1966 stammte aus ausländischen Käufen von Wertpapieren, die von amerikanischen Gesellschaften auf den europäischen Kapitalmärkten emittiert worden waren. Außerdem gab es beträchtlichen Erwerb von Wertpapieren der US-Bundesbehörden durch ausländische amtliche Stellen.

Die langfristigen Auslandsforderungen gegen Banken der Vereinigten Staaten, die sich schon 1965 um 205 Millionen Dollar erhöht hatten, stiegen um weitere 930 Millionen Dollar. Praktisch vollzog sich die gesamte Zunahme in Form von langfristigen Termineinlagen und von Käufen langfristiger Depositenzertifikate durch asiatische und lateinamerikanische Länder sowie internationale Institutionen.

Ungeachtet einer Zunahme der vorzeitigen Schuldentilgungen von 220 Millionen auf 430 Millionen Dollar stieg der Saldo der unentgeltlichen Leistungen und Kredite der Regierung (einschließlich verschiedener nichtliquider Kapitaltransaktionen) geringfügig von 3,2 auf 3,4 Milliarden Dollar. Die unentgeltlichen Leistungen erhöhten sich um gerade über 100 Millionen Dollar, und die amtlichen Bestände an Devisen außerhalb der Währungsreserven wiesen eine Zunahme von fast 250 Millionen Dollar auf.

*Kanada.* Trotz einem binnenwirtschaftlichen Aufschwung stieg der kanadische Exportüberschuß 1966 unter Einbeziehung der nichtmonetären Goldtransaktionen von 235 auf 465 Millionen Dollar. Außerdem war die Nettokapitaleinfuhr 315 Millionen Dollar höher als 1965, so daß die Gesamtbilanz sich von einem Fehlbetrag von 260 Millionen Dollar in einen Überschuß von 145 Millionen Dollar umkehrte.

Die Exporterlöse stiegen — auf Zahlungsbilanzbasis — um 1 400 Millionen Dollar bzw. 17 Prozent. Die Verkäufe an die Vereinigten Staaten, auf die drei Fünftel der Gesamtausfuhr entfallen, nahmen um 24 Prozent zu. Die Hälfte dieses Anstiegs vollzog sich über eine Vergrößerung der Lieferungen von Personewagen, Lastwagen und Ersatzteilen von 340 Millionen auf 900 Millionen Dollar, die im Rahmen des Abkommens zwischen den Vereinigten Staaten und Kanada für die Fahrzeugindustrie aus dem Jahre 1965 in beiden Richtungen zollfrei sind. Bei den Exporten in das Vereinigte Königreich gab es eine geringe Abnahme, doch die Verkäufe an alle übrigen Länder stiegen um 300 Millionen Dollar bzw. 13 Prozent. Mehr als zwei Drittel davon entfielen auf größere Verschiffungen von Weizen und Mehl, insbesondere nach der Sowjetunion und nach Indien.

Kanada: Zahlungsbilanz

	1965	1966				
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV
Millionen US-Dollar <sup>1</sup>						
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr . . . . .	8 215	9 615	2 340	2 335	2 450	2 490
Einfuhr . . . . .	7 980	9 150	2 205	2 240	2 310	2 395
Saldo des Warenhandels . . .	+ 235	+ 465	+ 135	+ 95	+ 140	+ 95
Dienstleistungen						
Kapitalerträge . . . . .	— 705	— 815	— 185	— 190	— 210	— 230
Sonstiges . . . . .	— 530	— 560	— 140	— 120	— 165	— 135
Saldo der Dienstleistungen . .	— 1 235	— 1 375	— 325	— 310	— 375	— 365
Saldo der laufenden Posten . .	— 1 000	— 910	— 190	— 215	— 235	— 270
Langfristige Kapitalleistungen						
Netto-Neuemissionen kanadischer Wertpapiere im Ausland . . . .	+ 765	+ 875	+ 435	+ 190	+ 185	+ 65
Transaktionen in umlaufenden kanadischen Wertpapieren . . .	— 185	— 215	— 20	— 60	— 80	— 55
Transaktionen in ausländischen Wertpapieren . . . . .	— 80	— 330	— 65	— 85	— 105	— 75
Direktinvestitionen . . . . .	+ 260	+ 620	+ 95	+ 140	+ 220	+ 165
Sonstige . . . . .	— 100	— 70	— 30	+ 15	— 40	— 15
Zusammen . . . . .	+ 660	+ 880	+ 415	+ 200	+ 180	+ 85
Saldo der Grundbilanz . . . .	— 340	— 30	+ 225	— 15	— 55	— 185
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>2</sup>	+ 80	+ 175	— 215	— 105	+ 250	+ 245
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	— 260	+ 145	+ 10	— 120	+ 195	+ 60

<sup>1</sup> Die Vierteljahresangaben in der Bilanz der laufenden Posten sind saisonbereinigt. <sup>2</sup> Einschließlich des Restpostens.

Wie in den beiden vorangegangenen Jahren sind auch 1966 die kanadischen Importe um 14,5 Prozent gestiegen. Die Käufe im Rahmen des US-kanadischen Abkommens für die Fahrzeugindustrie nahmen um 41 Prozent zu und die anderen Einfuhren um 10,5 Prozent, ungefähr genausoviel wie 1965.

Das Defizit in der Dienstleistungsbilanz stieg, hauptsächlich wegen des größeren Ausmaßes der Zins- und Dividendenzahlungen, um 140 Millionen

Dollar. Ebenfalls beeinflußt wurde diese Position durch die vermehrte Auslandshilfe der kanadischen Regierung, vor allem zur Finanzierung der Weizenverschiffungen nach Indien.

Die Einfuhr von langfristigem Kapital erreichte mit netto 880 Millionen Dollar den höchsten Betrag seit 1959 und lag 220 Millionen Dollar über dem Ergebnis des vorangegangenen Jahres. Die Nettodirektinvestitionen nahmen sogar um 360 Millionen Dollar zu. Die ausländischen Direktinvestitionen in Kanada wurden sehr kräftig aufgestockt, nämlich von 375 auf 610 Millionen Dollar; sie stammten zumeist aus den Vereinigten Staaten. Außerdem gab es erstmals seit 1950 per Saldo keine kanadischen Direktinvestitionen im Ausland, was auf den Verkauf eines ausländischen Tochterunternehmens durch eine kanadische Erdölgesellschaft zurückzuführen ist.

Die Nettoemission von neuen kanadischen Wertpapieren im Ausland wurde von 765 auf 875 Millionen Dollar gleichfalls ausgedehnt. Die Hälfte des Mittelzuströmes aus dieser Quelle fiel ins erste Viertel des Jahres, als der im vorangegangenen Quartal hinausgeschobene Transfer der Erlöse von umfangreichen kanadischen Emissionen, die in den letzten Monaten von 1965 am New Yorker Markt placiert worden waren, nachgeholt wurde. Die kanadischen Nettokäufe von ausländischen Wertpapieren, zumeist US-Papieren, wuchsen von 80 Millionen auf 330 Millionen Dollar, während der Nettozufluß an kurzfristigem Kapital (ohne die Transaktionen der kanadischen Banken) sich von 80 Millionen auf 175 Millionen Dollar verbreiterte und so ebenfalls zum Umschwung in der Zahlungsbilanz beitrug.

*Westliche europäische Länder.* Das Defizit in der zusammengefaßten Bilanz der laufenden Posten der westeuropäischen Länder wurde von 1,3 Milliarden Dollar im Jahr 1965 auf 0,7 Milliarden Dollar im letzten Jahr abgebaut. Der Überschuß der EWG-Länder stieg von 0,8 auf 1,3 Milliarden Dollar, während sich der Fehlbetrag der EFTA-Länder von 1,1 auf 0,8 Milliarden Dollar verringerte.

Die herausragende Veränderung war 1966 der Umschwung in der laufenden Rechnung der deutschen Zahlungsbilanz von einem Defizit von 1,5 Milliarden Dollar zu einem Überschuß von 0,1 Milliarden Dollar, was ausschließlich auf einem Anstieg des Ausfuhrüberschusses beruhte. Bei den übrigen EWG-Ländern verschlechterte sich die Bilanz der laufenden Posten, da die französischen und die italienischen Überschüsse sich verringerten, bei Belgien an die Stelle des Aktivsaldo ein Defizit trat und bei den Niederlanden der Fehlbetrag zunahm. Mit Ausnahme von Österreich und Norwegen verbesserte sich die Bilanz der laufenden Posten bei allen EFTA-Ländern.

Der Gesamtfehlbetrag der sechs weder der EWG noch der EFTA angehörenden Länder nahm, hauptsächlich wegen größerer Defizite in Spanien und in der Türkei, um über 200 Millionen Dollar zu.

*Vereinigtes Königreich.* Weitgehend infolge der im Juli 1966 ergriffenen Maßnahmen wurde der Passivsaldo in der Grundbilanz wiederum beträchtlich abgebaut, nämlich von 975 Millionen auf 530 Millionen Dollar. Wenn man die

Die Zahlungsbilanzen der westlichen europäischen Länder

	Jahr	Saldo des Warenhandels (fob)	Dienstleistungen <sup>1</sup>	Saldo der laufenden Posten	Nettokapitalleistungen (Zufluß +) <sup>2</sup>		Saldo der Gesamtbilanz <sup>3</sup>
					Langfristig	Kurzfristig	
					Millionen US-Dollar		
Belgien-Luxemburg . . . . .	1965	- 90	+ 240	+ 150	+ 50	- 65	+ 135
	1966	- 350	+ 250	- 100	-	10	- 110
Deutschland (BR) . . . . .	1965	+ 1 275	- 2 795	- 1 520	+ 205	+ 1 035	- 280
	1966	+ 2 915	- 2 810	+ 105	- 250 <sup>4</sup>	+ 595	+ 450
Frankreich . . . . .	1965	+ 390	+ 130	+ 520	+ 110 <sup>4</sup>	+ 330 <sup>5</sup>	+ 960
	1966	- 45	+ 80	+ 35	+ 10 <sup>4</sup>	+ 295 <sup>5</sup>	+ 340
Italien . . . . .	1965	- 475 <sup>6</sup>	+ 2 110	+ 1 635	- 45	- 15	+ 1 575
	1966	- 995 <sup>4</sup>	+ 2 380	+ 1 385	- 805 <sup>5</sup>	- 20	+ 560
Niederlande . . . . .	1965	- 670	+ 650	- 20	- 45	+ 65	-
	1966	- 605	+ 515	- 90	+ 55	- 5	- 40
EWG zusammen . . . . .	1965	+ 430	+ 335	+ 765	+ 275	+ 1 350	+ 2 390
	1966	+ 920	+ 415	+ 1 335	-	135	+ 1 200
Dänemark . . . . .	1965	- 285	+ 175	- 110	+ 130	-	+ 20
	1966	- 265	+ 205	- 60	+ 90	-	+ 30
Norwegen . . . . .	1965	- 780 <sup>4</sup>	+ 670	- 110	+ 200	+ 70	+ 160
	1966	- 850 <sup>4</sup>	+ 685	- 165	+ 135	+ 35	+ 5
Österreich . . . . .	1965	- 525 <sup>4</sup>	+ 490	- 35	- 55	+ 35	- 55
	1966	- 670 <sup>4</sup>	+ 480	- 190	- 30	+ 155	- 65
Portugal . . . . .	1965	- 295	+ 170	- 125	+ 65	+ 145 <sup>7</sup>	+ 85
	1966	- 325	+ 300	- 25	+ 110	+ 30 <sup>7</sup>	+ 115
Schweden . . . . .	1965	- 405 <sup>4</sup>	+ 105	- 300	-	+ 325	+ 25
	1966	- 300 <sup>4</sup>	+ 65	- 235	-	+ 330	+ 95
Schweiz . . . . .	1965	- 710 <sup>4</sup>	+ 640	- 70	+ 130	-	+ 60 <sup>8</sup>
	1966	- 650 <sup>4</sup>	+ 730	+ 80	-	95	- 15 <sup>4</sup>
Vereinigtes Königreich . . . . .	1965	- 755	+ 450	- 305	- 670	+ 280	- 695
	1966	- 385	+ 215	- 170	- 360	+ 30	- 500
EFTA zusammen . . . . .	1965	- 3 755	+ 2 700	- 1 055	+ 655	-	- 400
	1966	- 3 445	+ 2 680	- 765	+ 430	-	- 335
Finnland . . . . .	1965	- 225 <sup>4</sup>	+ 35	- 190	+ 35	+ 70	- 85
	1966	- 230 <sup>4</sup>	+ 25	- 205	+ 50	+ 10	- 145
Griechenland . . . . .	1965	- 700 <sup>4</sup>	+ 435	- 265	+ 205	+ 30	- 30
	1966	- 725 <sup>4</sup>	+ 490	- 235	+ 220	+ 40	+ 25
Irland . . . . .	1965	- 415 <sup>4</sup>	+ 300	- 115	-	65	- 50
	1966	- 365 <sup>4</sup>	+ 320	- 45	+ 120	-	+ 75
Island . . . . .	1965	+ 5	+ 0	+ 5	-	-	+ 5
	1966	- 10	+ 0	- 10	+ 10	-	+ 0
Spanien . . . . .	1965	- 1 670	+ 1 280	- 390	+ 195	+ 90	- 105 <sup>9</sup>
	1966	- 2 000	+ 1 420	- 580	+ 360	+ 15	- 205 <sup>4</sup>
Türkei . . . . .	1965	- 115 <sup>4</sup>	+ 40	- 75	+ 100	-	+ 25 <sup>4</sup>
	1966	- 235 <sup>4</sup>	+ 65	- 170	+ 135	-	- 35 <sup>9</sup>
„Übrige“ Länder zusammen . . . . .	1965	- 3 120	+ 2 090	- 1 030	+ 790	-	- 240
	1966	- 3 565	+ 2 320	- 1 245	+ 960	-	- 285
Alle Länder zusammen . . . . .	1965	- 6 445	+ 5 125 <sup>4</sup>	- 1 320	+ 3 070	-	+ 1 750
	1966	- 6 090	+ 5 415	- 675	+ 1 255	-	+ 580

<sup>1</sup> Mit Saldo der Übertragungen. <sup>2</sup> Berechnet als Differenz zwischen dem Saldo der laufenden Posten und dem Saldo der Gesamtbilanz. Die langfristigen Kapitalleistungen sind, wenn möglich, gesondert ausgewiesen. Der Gesamtwert bzw. der Wert für die kurzfristigen Kapitalleistungen schließt die nichterfaßten Posten und Ermittlungsfehler ein. <sup>3</sup> Veränderung der zentralen Reserveposition und der Netto-devisenposition der Geschäftsbanken. <sup>4</sup> Einschließlich der amtlichen vorzeitigen Schuldentrückzahlungen. <sup>5</sup> Einschließlich des Saldos der französischen Überseegebiete im Verkehr mit den Ländern außerhalb der Frankenzone. <sup>6</sup> Einfuhr cif. <sup>7</sup> Einschließlich des Saldos der portugiesischen Überseegebiete im Verkehr mit den Ländern außerhalb des Escudo-Gebiets. <sup>8</sup> Nur zentrale Reserveposition. <sup>9</sup> Siehe Anmerkung zur Tabelle auf Seite 89.

von der Wiederaufnahme des Schuldendienstes für die nordamerikanischen Nachkriegsanleihen ausgehende Auswirkung auf die Zahlungsbilanz berücksichtigt, so bewegte sich die tatsächliche Verbesserung der Grundbilanz in der Größenordnung von 625 Millionen Dollar. Sowohl die Handelsbilanz als auch die Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs trugen wesentlich zu der Verbesserung bei, denn das Handelsbilanzdefizit nahm um 370 Millionen Dollar ab und der Nettokapitalexport um 310 Millionen Dollar. Dagegen ermäßigten sich die Nettoeinnahmen aus der Dienstleistungsbilanz um 235 Millionen Dollar. Da sich der Überschuß beim Restposten ebenfalls kräftig verringerte, nahm das Gesamtdefizit lediglich von 695 Millionen auf 500 Millionen Dollar ab. Trotz einer gewissen Verschlechterung in der Handelsbilanz dürfte der Saldo der Gesamtbilanz im ersten Quartal von 1967 wieder aktiv gewesen sein.

Auf Transaktionsbasis wuchs die Ausfuhr um 6,5 Prozent, verglichen mit 7 Prozent im Jahr 1965. Zum großen Teil ist der Anstieg von 1966 den um 25 Prozent höheren Verkäufen an die Vereinigten Staaten zuzuschreiben, denen ein fast ebenso großer Exporterfolg im Vorjahr voranging. Die Ausfuhr in die EFTA-Länder verstärkte sich um 11 Prozent und die in die EWG-Länder um 5,5 Prozent, wozu eine eindrucksvolle Belebung der Verkäufe nach Italien und nach Frankreich beitrug. Die Exporte nach Osteuropa und in die Sowjetunion setzten ihr rasches Wachstum fort, wogegen die Ausfuhren in den Sterlingraum (ohne Rhodesien), die 1965 um 7 Prozent gewachsen waren, um 1,5 Prozent fielen.

Die Einfuhren erhöhten sich um 3,5 Prozent, verglichen mit nur 1 Prozent 1965; 1 Prozent des Anstiegs beruhte auf höheren Preisen und 2,5 Prozent auf einem Wachstum des Volumens. Trotz der Beibehaltung des Einfuhrzusatzzolles bis fast zum Jahresende expandierten die Einfuhren bei den ihm überwiegend unterliegenden Güterkategorien, das heißt überall mit Ausnahme von Nahrungsmitteln, Treib- und Grundstoffen, um 9,5 Prozent im Jahr 1966, während die Einfuhr von Nahrungsmitteln auf ihrem Niveau von 1965 verharrte und die von Grundstoffen um 4 Prozent fiel. Die Importe von Investitionsgütern gingen um 13 Prozent (Maschineneinfuhren um 17 Prozent) herauf, während die von Konsumgütern um 11 Prozent erhöht wurden. Die Einfuhr von Halbfabrikaten stieg um 8 Prozent, was zum großen Teil auf den höheren Kupferpreisen beruhte, obwohl die Kupferimporte mengenmäßig abnahmen.

Im Verlauf des Jahres besserte sich die Handelsbilanz beträchtlich, nämlich von einem Defizit von 505 Millionen Dollar in der ersten Hälfte zu einem Überschuß von 120 Millionen Dollar im zweiten Teil. Bis zu einem gewissen Umfang geht das auf zwei Sonderfaktoren zurück: den Seeleutestreik, wodurch einige Exporte vom zweiten in das dritte Quartal des Jahres verlagert wurden (ein ähnlicher Einfluß auf die Importe war weniger ausgeprägt), und die vorübergehende Einschränkung der Importe, die der Abschaffung des Zusatzzolles Ende November unmittelbar voranging. Im wesentlichen ist jedoch die Aktivierung den antiinflationären Maßnahmen vom Juli zuzuschreiben. Auch wenn die Nachwirkungen der Aufhebung des Zusatzzolles die Interpretation der für die ersten Monate des Jahres 1967 vorliegenden Außenhandlungsergebnisse erschweren, so lagen immerhin die Exporte in den ersten vier Monaten 1967 um

7 Prozent über dem entsprechenden Vorjahresstand, während sich die Importe in den sieben Monaten Oktober 1966–April 1967 im Durchschnitt auf dem gleichen Niveau bewegten wie von Januar–September 1966.

Vereinigtes Königreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1964	1965	Ganzes Jahr	1966			
				I	II	III	IV
Millionen US-Dollar							
Warenhandel (fob) <sup>2</sup>							
Einfuhr . . . . .	14 040	14 150	14 695	3 750	3 665	3 810	3 470
Ausfuhr und Wiederausfuhr . . . . .	12 520	13 395	14 310	3 540	3 370	3 615	3 785
Saldo des Warenhandels . . . . .	-1 520	- 755	- 385	- 210	- 295	- 195	+ 315
Dienstleistungen <sup>2</sup> . . . . .	+ 420	+ 450	+ 215	+ 90	+ 5	+ 55	+ 65
Saldo der laufenden Posten <sup>2</sup> . . . . .	-	-	-	- 120	- 290	- 140	+ 380
Saldo der laufenden Posten vor Bereinigung . . . . .	-1 100	- 305	- 170	- 95	- 205	- 310	+ 440
Langfristige Kapitalleistungen							
Öffentlich . . . . .	- 325	- 235	- 220	- 70	+ 50	- 40	- 160
Privat							
Anlagen von Inländern im Ausland	-1 135	- 995	- 885	- 225	- 280	- 175	- 175
Anlagen von Ausländern im Inland	+ 430	+ 560	+ 745	+ 120	+ 255	+ 135	+ 235
Saldo der privaten langfristigen Kapitalleistungen . . . . .	- 705	- 435	- 140	- 135	- 25	- 40	+ 60
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen insgesamt . . . . .	-1 030	- 670	- 360	- 205	+ 25	- 80	- 100
Saldo der Grundbilanz . . . . .	-2 130	- 975	- 530	- 300	- 180	- 390	+ 340
Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	+ 75	+ 280	+ 30	+ 180	- 75	+ 100	- 175
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	-2 055	- 695	- 500	- 120	- 255	- 290	+ 165

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Quartalszahlen sind saisonbereinigt.

Der Überschuß in der Dienstleistungsbilanz nahm 1966 kräftig ab, nämlich von 450 auf 215 Millionen Dollar. Das beruhte im wesentlichen auf einer Reihe von Sondereinflüssen wie der Wiederaufnahme des vollen Schuldendienstes für die nordamerikanischen Nachkriegsanleihen, Einnahmeneinbußen der Erdölgesellschaften im Zusammenhang mit beschleunigten Steuerzahlungen an die Produktionsländer und dem Seeleutestreik.

Im Bereich des langfristigen Kapitalverkehrs fiel die Nettoausfuhr von 670 Millionen auf 360 Millionen Dollar; dabei vollzog sich die Abnahme fast ausschließlich im privaten Sektor. Die privaten Nettokapitalanlagen im Ausland schrumpften um 110 Millionen Dollar, was zum großen Teil aus der Verringerung der Wertpapieranlagen infolge der Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen vom April 1965 herrührte, wonach Gebietsansässige verpflichtet sind, 25 Prozent der Erlöse aus ihren Verkäufen von ausländischen Wertpapieren zum amtlichen Wechselkurs umzutauschen. Ein Anstieg der Direktinvestitionen wurde verhindert durch

verschiedene restriktive Eingriffe — einschließlich der im Mai 1966 verkündeten, die den Kapitalexport in die Industrieländer des Sterlingraumes betrafen. Außerdem haben die Investitionsausgaben der Ölgesellschaften in Übersee abgenommen.

Der Nettozufluß an privatem ausländischem Kapital in das Vereinigte Königreich stieg dagegen um 185 Millionen Dollar auf einen Gesamtbetrag von 745 Millionen Dollar. Die Direktinvestitionen nahmen um fast 100 Millionen Dollar zu, was mit verschiedenen Großtransaktionen einschließlich des Erwerbs von Mehrheitsbeteiligungen an Gesellschaften des Vereinigten Königreichs durch US-Konzerne zusammenhing. Außerdem ergab sich ein Zuwachs bei den Investitionen ausländischer Ölgesellschaften, unter anderem durch die Ausgaben derjenigen Gesellschaften, die in der Nordsee nach Erdgas suchen. Die Bestände an britischen Wertpapieren in Übersee schrumpften wiederum, wobei die Netto-liquidationen mit 145 Millionen Dollar um 10 Millionen Dollar höher waren als im vorangegangenen Jahr.

Mit 220 Millionen Dollar war die öffentliche Nettokapitalausfuhr etwas geringer als 1965. Die vom Vereinigten Königreich gewährten Darlehen haben um 55 Millionen auf 265 Millionen Dollar zugenommen und glichen damit die in der laufenden Rechnung verbuchte Abnahme der unentgeltlichen Entwicklungshilfe der Regierung mehr als aus. Im Laufe des Jahres wurden für ungefähr 145 Millionen Dollar Kredite bei der Export-Import-Bank in Anspruch genommen, um Militärflugzeuge und Raketen aus den Vereinigten Staaten zu bezahlen; diese Kredite führten bei den Regierungstransaktionen im zweiten Vierteljahr zu einem Überschuß, im vierten Quartal trug dagegen die Zahlung der ersten vollen Raten seit 1963 auf die nordamerikanischen Anleihen zu einem Nettoabfluß von 160 Millionen Dollar bei.

Der Restposten der Zahlungsbilanz, in dem sich teilweise die zeitlichen Unterschiede zwischen der Erfassung der Transaktionen in der Zahlungsbilanz und der Begleichung der Rechnungen niederschlagen, war 1965 in der Größenordnung von 280 Millionen Dollar positiv gewesen und hatte sich im Durchschnitt der Jahre 1958–1965 auf 175 Millionen Dollar gestellt; im letzten Jahr fiel er auf 30 Millionen Dollar. Die Abnahme wurde ausschließlich durch ein außergewöhnlich hohes negatives Ergebnis im vierten Quartal bewirkt, als die Abschaffung des Zusatzzolls dazu führte, daß für eine Weile das Eintreffen der Güter aus dem Ausland hinter der Bezahlung der Einfuhren herhinkte.

*Bundesrepublik Deutschland.* Das Hauptmerkmal der deutschen Zahlungsbilanzentwicklung im Jahre 1966 war die fortlaufende Besserung der Handelsbilanz, die im letzten Quartal von 1965 eingesetzt hatte und die zu einem Außenhandelsüberschuß für das Jahr von knapp 2 Milliarden Dollar führte, verglichen mit einem Betrag von 300 Millionen Dollar im Jahre 1965. Im Bereich des langfristigen Kapitalverkehrs vollzog sich eine teilweise ausgleichende Entwicklung in Höhe von 450 Millionen Dollar, wovon fast die Hälfte — 195 Millionen Dollar — auf eine vorzeitige Schuldentrückzahlung an die Vereinigten Staaten zurückgeht. In der Grundbilanz nahm daher das Defizit von 1 315 Millionen Dollar im Jahre 1965 auf lediglich 145 Millionen Dollar 1966 ab; wenn

die vorzeitige Schuldentrückzahlung ausgeklammert wird, so ergibt sich ein Aktivsaldo von 50 Millionen Dollar. Der Außenhandelsüberschuß dehnte sich im ersten Quartal 1967 weiter aus und erreichte mit 1 080 Millionen Dollar den bisher höchsten Vierteljahreswert. Da bei den restlichen Zahlungsbilanzpositionen per Saldo ein Defizit von 160 Millionen Dollar entstand, wies die Gesamtbilanz einen Überschuß von 920 Millionen Dollar auf.

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

	1965	1966				1967	
		Ganzes Jahr	I	II	III		IV
Millionen US-Dollar							
Warenhandel							
Ausfuhr (fob) . . . . .	17 910	20 155	4 740	4 905	4 970	5 540	5 190
Einfuhr (cif) . . . . .	17 610	18 165	4 530	4 560	4 405	4 670	4 110
Saldo des Warenhandels . . . . .	+ 300	+ 1 990	+ 210	+ 345	+ 565	+ 870	+ 1 080
Dienstleistungen . . . . .	- 355	- 410	- 75	- 120	- 190	- 25	- 40
Übertragungen . . . . .	- 1 465	- 1 475	- 385	- 350	- 335	- 405	- 320
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 1 520	+ 105	- 250	- 125	+ 40	+ 440	+ 720
Langfristige Kapitalleistungen							
Deutsche Investitionen im Ausland (netto) . . . . .	- 480	- 610	- 160	- 230	- 100	- 120	- 190
Ausländische Investitionen im Inland (netto) . . . . .	+ 1 005	+ 980	+ 295	+ 350	+ 190	+ 145	+ 115
Privat insgesamt . . . . .	+ 525	+ 370	+ 135	+ 120	+ 90	+ 25	- 75
Öffentlich . . . . .	- 320	- 620 <sup>2</sup>	- 85	- 150	- 85	- 300 <sup>2</sup>	- 50
Zusammen . . . . .	+ 205	- 250	+ 50	- 30	+ 5	- 275	- 125
Saldo der Grundbilanz . . . . .	- 1 315	- 145	- 200	- 155	+ 45	+ 165	+ 595
Kurzfristige Kapitalleistungen							
Privat . . . . .	+ 205	+ 425	+ 125	+ 100	+ 200	-	+ 155
Öffentlich . . . . .	+ 350	- 35	- 40	+ 115	-	- 110	- 25
Zusammen . . . . .	+ 555	+ 390	+ 85	+ 215	+ 200	- 110	+ 130
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler . . . . .	+ 480	+ 205	+ 175	+ 100	+ 55	- 125	+ 195
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	- 280	+ 450	+ 60	+ 160	+ 300	- 70	+ 920

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. Vereinigten Staaten.

<sup>2</sup> Einschließlich einer vorzeitigen Schuldentrückzahlung von 195 Millionen Dollar an die

Die günstige Entwicklung in der Handelsbilanz rührte größtenteils daher, daß die Einfuhr nur um 0,5 Milliarden Dollar bzw. 3 Prozent stieg, verglichen mit einem Anstieg von fast 3 Milliarden Dollar im Jahre 1965. In der ersten Hälfte von 1966 waren die Importe 8 Prozent höher als im entsprechenden Zeitraum von 1965, während sie in der zweiten Hälfte geringfügig unter das entsprechende Vorjahresniveau fielen. Im wesentlichen trugen drei Faktoren zu dieser Entwicklung bei. Der wichtigste Faktor war die Abschwächung der Binnennachfrage,

die hauptsächlich die Einfuhr von Fertiggütern für zivile Zwecke beeinflusste. Diese hatte sich 1965 um 29 Prozent und im ersten Quartal von 1966 um 24 Prozent ausgedehnt. Danach flachte sich die Wachstumsrate auf 13 bzw. 5 Prozent im zweiten und dritten Quartal des Jahres ab, während im vierten Quartal gegenüber der gleichen Periode von 1965 eine Abnahme von 2 Prozent zu verzeichnen war. Zweitens verringerten gute heimische Ernteergebnisse die Importzunahme bei den Ernährungsgütern von 20 auf 3,5 Prozent, und drittens fielen die Einfuhren von Verteidigungsgütern um ungefähr ein Drittel.

Die Ausfuhr stieg 1966 um 20,2 Milliarden Dollar oder um 12,5 Prozent, verglichen mit einer 10,5prozentigen Zunahme im vorangegangenen Jahr. Hauptsächlich war das eine Folge der kräftigen Nachfrage in Frankreich, in Italien und in den Vereinigten Staaten. Die Lieferungen nach diesen Ländern, auf die ungefähr ein Viertel der Gesamtausfuhr entfällt, nahmen um 18 bzw. 26 und 25 Prozent zu. In der zweiten Jahreshälfte beschleunigte sich das Exportwachstum mit einem kräftigen Aufwärtstrend bei den Verkäufen von Maschinen und Kraftfahrzeugen.

Was die regionale Struktur der Handelsbilanz anlangt, so ist das Defizit gegenüber den anderen EWG-Ländern von 360 Millionen Dollar in einen Überschuß von 380 Millionen Dollar umgeschlagen, während der Fehlbetrag gegenüber Nordamerika von 900 Millionen auf 500 Millionen Dollar verringert wurde und der Aktivsaldo allen übrigen Ländern gegenüber von 1,6 auf 2,1 Milliarden Dollar stieg.

Das Defizit in der Dienstleistungsbilanz (ohne die in der Handelsbilanz enthaltenen Ausgaben für Fracht- und Versicherungskosten für die Einfuhr) erhöhte sich von 355 Millionen auf 410 Millionen Dollar. Die Nettoausgaben im Reiseverkehr zeigten einen weiteren Anstieg von 160 Millionen Dollar, und die Ausgaben für „verschiedene Dienstleistungen“ nahmen um 185 Millionen Dollar zu, wovon über 25 Prozent höhere Ausgaben für die Exportförderung darstellten. Die Nettoeinnahmen von fremden, in der Bundesrepublik stationierten Truppen waren hingegen um 200 Millionen Dollar größer als 1965.

Beim langfristigen Kapitalverkehr ergaben sich sowohl im privaten als auch im öffentlichen Bereich 1966 bemerkenswerte Veränderungen. Im privaten Sektor stiegen die deutschen Nettoinvestitionen im Ausland von 480 auf 610 Millionen Dollar, was sich in erster Linie über einen Anstieg der Portfolio-Investitionen vollzog. Insbesondere schlug sich in diesem Zahlungsbilanzposten der als „Texaco-Transaktion“ bekanntgewordene Umtausch von Aktien einer deutschen Erdölgesellschaft im Gegenwert von 180 Millionen Dollar in Wandelschuldverschreibungen eines US-Tochterunternehmens als ein Anstieg der deutschen Portfolio-Investitionen im Ausland nieder. Dieser Vorgang hatte jedoch per Saldo keinen Einfluß auf die Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs, da der Verkauf der Anteile an der deutschen Erdölgesellschaft gleichzeitig als ausländische Direktinvestition in Deutschland ausgewiesen wurde. Dessen ungeachtet haben sich 1966 die neuen Nettoauslandsinvestitionen in der Bundesrepublik verringert, so daß sich der gesamte Zufluß an privatem langfristigem Kapital von 525 Millionen auf 370 Millionen Dollar ermäßigte.

Gleichzeitig erhöhte sich 1966 die langfristige Nettokapitalausfuhr der öffentlichen Hand beträchtlich, nämlich von 320 auf 620 Millionen Dollar. Größtenteils erklärt sich dies mit der vorzeitigen Schuldentrückzahlung in Höhe von 195 Millionen Dollar an die US-Regierung im Dezember 1966. Faßt man den privaten und den öffentlichen Sektor zusammen, so ist im langfristigen Kapitalverkehr ein Abfluß von 250 Millionen Dollar bzw. — ohne die vorzeitige Schuldentrückzahlung — von 55 Millionen Dollar zu verzeichnen.

Im kurzfristigen Kapitalverkehr wiesen die amtlichen Transaktionen einen Abfluß von 35 Millionen Dollar aus, verglichen mit einem Zufluß von 350 Millionen Dollar im Jahr zuvor. Diese Veränderung beruhte hauptsächlich auf dem Umstand, daß 1966 die Vorauszahlungen für Verteidigungsgüter über die tatsächlichen Lieferungen hinausgingen. Im privaten Bereich erhöhte dagegen die gestiegene kurzfristige Kreditaufnahme der deutschen Wirtschaftsunternehmen (die freilich im vierten Quartal aufhörte) den Kapitalimport von 205 Millionen auf 425 Millionen Dollar. Schließlich reduzierte das sich abflachende Wachstum der Einfuhr in Verbindung mit dem schnelleren Anstieg der Exporte den positiven Restposten von 480 auf 205 Millionen Dollar. Als Saldo der Gesamtbilanz erschien infolgedessen ein Überschuß von 450 Millionen Dollar, verglichen mit einem Fehlbetrag von 280 Millionen Dollar im Jahr zuvor.

*Italien.* Ein steigendes Außenhandelsdefizit in Verbindung mit einem Kapitalausfuhrrekord verminderte den italienischen Zahlungsbilanzüberschuß von 1,6 Milliarden Dollar im Jahre 1965 auf 0,6 Milliarden Dollar. Die Fehlbeträge im Außenhandel und im Kapitalverkehr stiegen um 0,5 bzw. 0,8 Milliarden Dollar, doch wuchsen gleichzeitig bei den Dienstleistungen die Nettoeinnahmen um weitere 0,3 Milliarden Dollar.

Die grundlegenden Komponenten für die Verschlechterung der Handelsbilanz waren einmal die kräftige Konjunkturbelebung in Italien und zum anderen die ungünstigeren Bedingungen auf bestimmten Exportmärkten, insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland.

Die Einfuhren, die 1965 fast konstant geblieben waren, nahmen im vergangenen Jahr um 16 Prozent zu. Vor allem wurden die Käufe von Halbfabrikaten um 30 Prozent ausgeweitet, wovon die Hälfte auf Stahl und Kupfer entfiel. Die Importe von Fertiggütern, die 1965 zurückgegangen waren, wuchsen um 17 Prozent und die von Rohstoffen um 15 Prozent. Dagegen schwächte sich die Zuwachsrate der Nahrungsmittelimporte infolge des gestiegenen heimischen Angebots von 20 auf 10 Prozent ab.

Die Zunahme der Exporte fiel von 21 auf 12 Prozent im Jahre 1966, wobei die Wachstumsrate erst in der zweiten Jahreshälfte zurückging. Die Verkäufe nach Deutschland erhöhten sich lediglich um 6 Prozent, gegen 35 Prozent im Jahre 1965; das erklärt drei Viertel der Wachstumsverlangsamung der Gesamtausfuhr. Auch die Ausweitung der Ausfuhr in die Länder außerhalb Europas hat etwas nachgelassen; eine Ausnahme stellten die Verkäufe in die Vereinigten Staaten dar, die um ungefähr 20 Prozent weiter ausgedehnt wurden.

Italien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1965	Ganzes Jahr	1966				1967
			I	II	III	IV	I
Millionen US-Dollar							
<b>Warenhandel</b>							
Einfuhr (cif) . . . . .	7 130	8 600	1 965	2 080	2 240	2 315	2 280
Ausfuhr (fob) . . . . .	6 655	7 600	1 840	1 915	1 975	1 970	1 960
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 475	- 1 000	- 125	- 265	- 265	- 345	- 320
<b>Dienstleistungen</b>							
Reiseverkehr . . . . .	+ 1 060	+ 1 200	+ 135	+ 285	+ 565	+ 215	+ 145
Überweisungen . . . . .	+ 675	+ 730	+ 135	+ 185	+ 210	+ 200	+ 140
Transport . . . . .	+ 360	+ 410	+ 95	+ 100	+ 120	+ 95	+ 95
Sonstiges . . . . .	+ 15	+ 45	+ 5	-	+ 20	+ 20	- 50
Saldo der Dienstleistungen . . . . .	+ 2 110	+ 2 385	+ 370	+ 570	+ 915	+ 530	+ 330
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+ 1 635	+ 1 385	+ 245	+ 305	+ 650	+ 185	+ 10
<b>Kapitalleistungen</b>							
Repatrierte Banknoten . . . . .	- 315	- 560	- 175	- 105	- 105	- 175	- 255
Anlagen von Devisen- ausländern . . . . .	+ 390	+ 260	+ 45	+ 15	+ 175	+ 25	
Anlagen von Devisen- inländern . . . . .	- 160	- 425	- 20	- 55	- 205	- 145	
Sonstige Kapitalleistungen (auch öffentliche)	+ 25	- 100 <sup>2</sup>	- 20	+ 25	- 105 <sup>2</sup>	-	
Gesamte Kapitalleistungen . . . . .	- 60	- 825	- 170	- 120	- 240	- 295	- 255
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 1 575	+ 560	+ 75	+ 185	+ 410	- 110	- 245

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

Bei den Dienstleistungen verbesserte sich der Nettoüberschuß um weitere 275 Millionen Dollar, um fast ebensoviel wie 1965. Davon beruhte die Hälfte auf größeren Einnahmen aus dem Reiseverkehr und je ein Fünftel auf Nettofrachteinnahmen und höheren Überweisungen von Arbeitskräften im Ausland. Die Zahl der Auswanderer in EWG-Staaten und andere europäische Länder, insbesondere in die Schweiz, war etwa 7 Prozent niedriger als im vorangegangenen Jahr. Da jedoch die Auswanderung in die überseeischen Länder steil anstieg, nahm die Gesamtzahl der Auswanderer um 3 Prozent zu.

Die andere 1966 dominierende Komponente war der Nettokapitalabfluß. Für das gesamte Jahr belief er sich auf 825 Millionen Dollar, wovon über 35 Prozent auf das vierte Quartal entfielen; 1965 hatte er nur 60 Millionen Dollar betragen. Italienisches Sparkapital wurde von den höheren ausländischen Zinssätzen angezogen, die zudem italienische Schuldner veranlaßten, Darlehen vorzeitig zu tilgen. Die italienischen Direktinvestitionen im Ausland nahmen um 75 Millionen Dollar zu, und die am italienischen Kapitalmarkt aufgenommenen

Auslandsanleihen stiegen um netto 190 Millionen Dollar. Die ausländischen Investitionen in Italien verringerten sich dagegen um 130 Millionen Dollar. Die Kapitalausfuhr in Form von Banknoten dehnte sich um 245 Millionen Dollar aus, worin sich die Ungewißheiten bezüglich der Kuponsteuer niederschlugen; sie wurden durch ein Gesetz vom Februar 1967 beendet, das alle an italienische Gebietsansässige zahlbaren Dividenden einer 5prozentigen Quellensteuer unterwirft. Die „sonstigen Kapitaleistungen“ schließen die vorfristige Schuldentrückzahlung an die Vereinigten Staaten von 145 Millionen Dollar im September 1966 ein.

Im ersten Quartal 1967 war die Bilanz der laufenden Posten ausgeglichen, wogegen der Nettokapitalabfluß auf hohem Niveau andauerte und über 250 Millionen Dollar hinausging.

*Frankreich.* Der Gesamtüberschuß der französischen Zahlungsbilanz, der sich in den vorangegangenen fünf Jahren zwischen 600 Millionen und 1 200 Millionen Dollar bewegt hatte, fiel 1966 auf 340 Millionen Dollar, seinen niedrigsten Stand seit 1958. Der 1965 verzeichnete Außenhandelsüberschuß von 390 Millionen Dollar schlug ein Jahr später in ein Defizit von 45 Millionen Dollar um, und bei den privaten Nettoauslandsinvestitionen in Frankreich ergab sich eine Abnahme von 205 Millionen Dollar. Die Grundbilanz war in der ersten Jahreshälfte noch aktiv, doch im zweiten Halbjahr geriet sie ins Defizit.

Von der binnenwirtschaftlichen Erholung angeregt, erhöhte sich die Einfuhr aus Ländern außerhalb des Frankengebiets (nach den Angaben der Zollstatistik) von 8,8 auf 10,3 Milliarden Dollar bzw. um 17 Prozent, verglichen mit nur 4,5 Prozent im Jahr 1965. Halbfabrikate wiesen das kräftigste Wachstum auf; die Einfuhren von Konsumgütern und Ausrüstungsgegenständen stiegen um 24 bzw. 18 Prozent. Die Käufe von Rohstoffen — ohne die Einfuhr von Erdöl, die nur ganz geringfügig zunahm — wurden, zum größten Teil wegen der Notwendigkeit der Wiederauffüllung der Lagervorräte, um 13 Prozent ausgedehnt.

Die Exporte in Länder außerhalb der Frankenzonen wuchsen auf 9,4 Milliarden Dollar bzw. um 11 Prozent, verglichen mit annähernd 14 Prozent in den beiden vorangegangenen Jahren. Die insgesamt langsamere Ausweitung beruhte vorwiegend auf einer abgeschwächten Wachstumsrate bei der Ausfuhr von Halbfabrikaten. Das Außenhandelsdefizit gegenüber dem Nichtfrankengebiet vergrößerte sich infolgedessen um 580 Millionen Dollar. Der Saldo gegenüber den EWG-Ländern schlug von einem Überschuß von 100 Millionen in ein Defizit von 245 Millionen Dollar um; annähernd zwei Drittel der Passivierung erklären sich aus einer Abnahme der Ausfuhr nach Deutschland. Im Handelsverkehr mit den EFTA-Ländern ermäßigte sich der Überschuß von 420 Millionen auf 280 Millionen Dollar, im wesentlichen wegen des größeren Fehlbetrags gegenüber Schweden und des kleineren Aktivsaldo im Gütertausch mit der Schweiz. Im Handel mit dem Frankengebiet verwandelte sich 1966 der Überschuß von 1965 in ein Defizit, was hauptsächlich eine Folge des scharfen Rückgangs der Exporte nach Algerien war.

Frankreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1965	Ganzes Jahr <sup>2</sup>	1966			
			I	II	III	IV
Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr . . . . .	8 600	9 485	2 310	2 420	2 330	2 330
Einfuhr . . . . .	8 210	9 530	2 280	2 385	2 300	2 530
Saldo des Warenhandels . . .	+ 390	- 45	+ 30	+ 35	+ 30	- 200
Dienstleistungen						
Transport . . . . .	+ 40	+ 55	- 10	+ 10	+ 40	+ 15
Reiseverkehr . . . . .	- 30	+ 30	+ 30	+ 80	- 120	+ 35
Überweisungen von ausländischen Arbeitskräften . . . . .	- 275	- 330	- 70	- 75	- 85	- 95
Sonstiges . . . . .	+ 395	+ 325	+ 95	+ 75	+ 20	+ 105
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 130	+ 80	+ 45	+ 90	- 145	+ 60
Saldo der laufenden Posten . .	+ 520	+ 35	+ 75	+ 125	- 115	- 140
Langfristige Kapitalleistungen						
Öffentlich . . . . .	- 250 <sup>3</sup>	- 145 <sup>4</sup>	- 15	-	- 105 <sup>4</sup>	- 25
Privat . . . . .	+ 360	+ 155	+ 65	+ 80	- 50	+ 50
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen . . . . .	+ 110	+ 10	+ 50	+ 80	- 155	+ 25
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 630	+ 45	+ 125	+ 205	- 270	- 115
Kurzfristige Kapitalleistungen und Restposten . . . . .	+ 60	+ 45	- 15	+ 85	+ 105	- 20
Übriges Frankengebiet . . . . .	+ 270	+ 250	+ 95	+ 55	+ 50	+ 45
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 960	+ 340	+ 205	+ 345	- 115	- 90

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Die Summe der Quartalswerte entspricht nicht den Jahresangaben, da letztere Berichtigungen enthalten, die in den Quartalswerten fehlen. <sup>3</sup> Einschließlich einer vorzeitigen Schuldentrückzahlung von 179 Millionen Dollar an die amerikanische Export-Import-Bank. <sup>4</sup> Einschließlich einer vorzeitigen Schuldentrückzahlung von 71 Millionen Dollar an die Vereinigten Staaten.

Weiter geschrumpft sind im letzten Jahr die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen; sie gingen von 130 Millionen auf 80 Millionen Dollar zurück. Die Auslandsüberweisungen von ausländischen Arbeitskräften stiegen um 55 Millionen Dollar, und die Erträge aus Lizenzen sowie sonstigen Dienstleistungen ließen nach. Eine Verbesserung um 60 Millionen Dollar ergab sich dagegen bei der Reiseverkehrsbilanz.

Wirtschaftspolitische Maßnahmen sowohl in Frankreich als auch in anderen Ländern (so zum Beispiel der Druck der Regierung der Vereinigten Staaten auf Unternehmen, ihre Direktinvestitionen im Ausland zu beschränken) bewirkten zusammen mit dem relativ niedrigen Zinsniveau in Frankreich, daß der Nettozufluß von privatem langfristigem Kapital von 360 auf 155 Millionen Dollar reduziert wurde. Wegen der schwachen Verfassung der französischen Wertpapierbörse ließ das ausländische Interesse an französischen Wertpapieren nach, während gleichzeitig Gebietsansässige per Saldo zu Käufern von ausländischen Wertpapieren wurden; daher reduzierte sich 1966 bei den Wertpapiertransaktionen der Nettozufluß auf 25 Millionen Dollar, wogegen er 1965 noch 175 Millionen

Dollar ausgemacht hatte. Der langfristige Nettokapitalexport öffentlicher Stellen ging von 250 auf 145 Millionen Dollar zurück, was ausschließlich eine Folge der niedrigeren vorzeitigen Schuldentrückzahlungen an die Vereinigten Staaten war.

Mit 250 Millionen Dollar lagen die Nettoeinnahmen aus den Überseeländern des Frankengebiets geringfügig unter ihrem Niveau von 1965; gegen Ende des Jahres hatten sie beträchtlich abgenommen.

*Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion.* Die Gesamtbilanz dieses Gebiets schlug 1966 von einem Überschuß von 135 Millionen Dollar in ein Defizit von 110 Millionen Dollar um, und zwar lag dies an einem Anstieg des Einfuhrüberschusses von 90 auf 350 Millionen Dollar.

Die wesentliche Veränderung im Warenverkehr war die Verlangsamung des Ausfuhranstiegs von 14 Prozent im Jahr 1965 auf 7 Prozent. In beträchtlichem Umfange spiegelte sich darin die ungünstigere Lage wider, die auf dem deutschen Markt herrschte, der ungefähr ein Fünftel aller belgischen Exporte aufnimmt. Während die Verkäufe von Nichteisenmetallen um 26 Prozent stiegen, was sich mit dem Auftrieb der Kupferpreise erklärt, und die Verkäufe von Textilien um 10 Prozent zunahmen, ging die Ausfuhr von Eisen und Stahl um 4 Prozent zurück, und die der Steinkohle fiel um ein Drittel. Die Einfuhr erweiterte sich um 10,5 Prozent, verglichen mit 9 Prozent im Jahr 1965; bei den Ausrüstungsgütern erhöhte sie sich um etwa 10 Prozent, zweimal so kräftig wie bei den Konsumgütern.

Der öffentliche Sektor verringerte im vergangenen Jahr seine Nettoauslandsverschuldung um 50 Millionen Dollar, verglichen mit 110 Millionen Dollar im Jahr zuvor; mehr als kompensiert wurde dieser Rückgang beim Kapitalabfluß freilich durch die gestiegenen Käufe von ausländischen Wertpapieren seitens belgisch-luxemburgischer Deviseninländer.

*Niederlande.* Infolge einer Verschlechterung der Dienstleistungsbilanz dehnte sich im letzten Jahr auf Zahlungsbasis das niederländische Defizit in der Bilanz der laufenden Posten, das 1965 geschrumpft war, wieder aus.

Nach der Zollstatistik war die Wachstumsrate bei der Einfuhr 1965 von 18 auf 6 Prozent gefallen. Im vergangenen Jahr erhöhte sie sich infolge der während des größeren Teils des Jahres herrschenden Übernachfrage auf 7 Prozent. Bei der Konsumgütereinfuhr war die Zunahme um 17 Prozent fast ebenso stark wie im vorangegangenen Jahr. Die Ausfuhr stieg um 6 Prozent, verglichen mit 10 Prozent im Jahr zuvor. Im ersten Quartal von 1966 wurde die Handelsbilanz durch einige Sonderfaktoren passivisch beeinflusst. So ging ein anomal hoher Anstieg der Importe für die Lagerhaltung mit einer Abnahme der landwirtschaftlichen Exporte infolge des ausländischen Einfuhrverbots für Fleisch und Vieh aus den Niederlanden wegen einer dort ausgebrochenen Maul- und Klauenseuche einher. Dieser Rückgang dürfte bei den Ausfuhrerlösen einen Verlust von ungefähr 50 Millionen Dollar bedeutet haben. Die Exporte in die EWG-Länder weiteten sich im ganzen Jahr um 5 Prozent aus (nach Frankreich und der Bundesrepublik

um 12 Prozent bzw. 2 Prozent) und diejenigen in die EFTA-Länder infolge stagnierender Verkäufe in das Vereinigte Königreich um 1 Prozent, während die Ausfuhr nach Nord- und Lateinamerika um 19 bzw. 25 Prozent expandierte.

Niederlande: Zahlungsbilanz\*

	1965	Ganzes Jahr	1966				1967 I
			I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar							
<b>Warenhandel (fob)</b>							
Einfuhr . . . . .	6 655	7 045	1 720	1 755	1 755	1 815	1 755
Ausfuhr . . . . .	5 985	6 440	1 500	1 585	1 625	1 730	1 635
Saldo des Warenhandels . .	- 670	- 605	- 220	- 170	- 130	- 85	- 120
<b>Dienstleistungen</b>							
Kapitalerträge . . . . .	+ 200	+ 150	+ 10	- 5	+ 80	+ 65	+ 45
Sonstiges . . . . .	+ 450	+ 365	+ 75	+ 100	+ 95	+ 95	+ 50
Saldo der Dienstleistungen . . . .	+ 650	+ 515	+ 85	+ 95	+ 175	+ 160	+ 95
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 20	- 90	- 135	- 75	+ 45	+ 75	- 25
<b>Kapitalleistungen</b>							
Langfristig							
Privat							
des Inlands . . . . .	- 290	- 275	- 130	- 10	- 85	- 50	- 15
des Auslands . . . . .	+ 305	+ 355	+ 95	+ 55	+ 90	+ 115	
Banken . . . . .	- 25	-	- 20	+ 15	-	+ 5	- 5
Öffentlich . . . . .	- 35	- 25	- 5	- 10	- 5	- 5	- 5
Langfristige Kapitalleistungen insgesamt . . . . .	- 45	+ 55	- 60	+ 50	-	+ 65	- 25
Kurzfristig . . . . .	+ 65	- 5	+ 30	+ 10	+ 5	- 50	- 10
Saldo der gesamten Kapitalleistungen	+ 20	+ 50	- 30	+ 60	+ 5	+ 15	- 35
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	-	- 40	- 165	- 15	+ 50	+ 90	- 60

\* Auf Zahlungsbasis.

Für das Jahr als Ganzes belief sich der Einfuhrüberschuß auf 605 Millionen Dollar, verglichen mit 670 Millionen Dollar 1965. Stärker als das Außenhandelsdefizit sanken aber die Nettoeinnahmen bei den Dienstleistungen, nämlich von 650 Millionen auf 515 Millionen Dollar. Die Kapitalerträge betragen 50 Millionen Dollar weniger als 1965, hauptsächlich wegen der niedrigeren Dividenden, die von ausländischen Tochterunternehmen niederländischer Gesellschaften gezahlt wurden. Die Ausgaben der niederländischen Touristen im Ausland stiegen um 60 Millionen Dollar, und die einseitigen Übertragungen, die 1965 einen Nettozufluß von 30 Millionen Dollar erbracht hatten, als die letzte Rate gemäß dem niederländisch-deutschen Finanzvertrag gezahlt worden war, führten zu einem Nettoabfluß von 20 Millionen Dollar.

Im langfristigen Kapitalverkehr kehrte sich die Entwicklung 1966 von einem Nettoabfluß von 45 Millionen Dollar zu einem Nettozufluß von 55 Millionen Dollar um, wobei nahezu drei Viertel der Veränderung auf Wertpapiertransaktionen beruhten. Insbesondere wurden durch Emissionen neuer Anleihen im Ausland netto 75 Millionen Dollar aufgenommen, verglichen mit nur 5 Millionen Dollar im Jahr 1965. Auf dem niederländischen Kapitalmarkt wurden im letzten Jahr keine Auslandsanleihen genehmigt.

*Österreich.* Infolge des Anstiegs des Außenhandelsdefizits von 525 Millionen auf 670 Millionen Dollar verschlechterte sich 1966 der Fehlbetrag in der Grundbilanz, und zwar von 90 Millionen auf 220 Millionen Dollar. Indessen wurde diese Verschlechterung weitgehend durch einen Anstieg der kurzfristigen Kapitalzufüsse (einschließlich der statistischen Differenz) von 35 auf 155 Millionen Dollar ausgeglichen, so daß das Gesamtdefizit in Höhe von 65 Millionen Dollar nur wenig größer war als 1965.

Die Einfuhr stieg um 11 Prozent; die höchste Zunahme gab es bei den Halbfabrikaten und — angeregt durch die starke Nachfrage für Maschinen und Personenkraftwagen — bei den Fertigwaren. Die Einfuhr von Nahrungsmitteln blieb nach dem kräftigen Anstieg von 1965 im letzten Jahr praktisch konstant. Die Ausfuhr vergrößerte sich nur um 5 Prozent, gegen 11 Prozent im Jahre 1965. Bei Rohstoffen und Ernährungsgütern ging sie sogar zurück, während die Exporte von Halb- und Fertigwaren um 7,5 Prozent zunahmen, obwohl die Unterposition Maschinen und Verkehrsmittel lediglich einen Anstieg von 4 Prozent aufwies. Wenngleich die flachere Wachstumsrate hauptsächlich auf einer Abschwächung der Nachfrage in der Bundesrepublik Deutschland beruhte, spielten auch eine Rolle die zunehmende Benachteiligung an den EWG-Märkten und die Tatsache, daß österreichische Exporteure nicht ebenso günstige Kreditkonditionen gewähren können wie viele ihrer Konkurrenten.

Das ununterbrochene Wachstum der Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr, auf die fast der gesamte Überschuß bei den Dienstleistungen entfällt, kam im letzten Jahr praktisch zum Stillstand. Mit 425 Millionen Dollar waren sie lediglich 5 Millionen Dollar höher als 1965. Die wachsende Konkurrenz anderer Länder, steigende österreichische Reiseausgaben im Ausland und schlechtes Wetter in Österreich trugen zu diesem Ergebnis bei. Da die Nettoeinnahmen aus anderen Dienstleistungen und den einseitigen Übertragungen etwas abbröckelten, gingen die Nettoeinnahmen bei den unsichtbaren Transaktionen insgesamt von 490 auf 480 Millionen Dollar zurück.

Der Nettoabfluß von langfristigem Kapital wurde von 55 auf 30 Millionen Dollar im letzten Jahr verringert, hauptsächlich infolge der gestiegenen Schuldenaufnahme österreichischer Unternehmen im Ausland. Die langfristigen Kredite des Auslands nahmen per Saldo von 10 auf 70 Millionen Dollar zu. Gleichzeitig dehnten sich die langfristigen Kredite an das Ausland von 70 auf 95 Millionen Dollar aus; dabei entfielen in den beiden Jahren auf Exportkredite 45 bzw. 65 Millionen Dollar. Der Nettoimport von kurzfristigem Kapital stieg von 10 Millionen auf 65 Millionen Dollar und der positive Restposten von 25 auf 90 Millionen Dollar.

*Schweiz.* Die anhaltende Verlangsamung des binnenwirtschaftlichen Wachstums in Verbindung mit der Entwicklung der Zinssätze im Ausland führte 1966 zu einer Struktur der schweizerischen Zahlungsbilanz, die sich von der in früheren Jahren ziemlich unterschied. In der Ertragsbilanz wich das Defizit einem Überschuß, und bei den Kapitaleleistungen trat an die Stelle des Aktivsaldo ein Fehlbetrag. Der Gesamtsaldo, gemessen an den Veränderungen der zentralen Nettoreserven, war mit 15 Millionen Dollar geringfügig passiv.

Das Außenhandelsdefizit verringerte sich von 710 auf 650 Millionen Dollar. Die Einfuhr, die gegen Ende 1965 sich auszudehnen begonnen hatte, stieg 1966 um 7 Prozent, verglichen mit 2,5 Prozent im vorangegangenen Jahr. Investitions- und Verbrauchsgüter waren kräftig gefragt, wogegen die Abkühlung im Bau-sektor zu einem Einfuhrrückgang bei Roheisen und Eisenhalbfabrikaten führte. Die Ausfuhr stieg mit 10,5 Prozent geringfügig weniger als 1965, und im Laufe von 1966 schwächte sich ihr Wachstum wegen der konjunkturellen Entwicklung in einigen anderen europäischen Ländern ab. Die Exporte in die Überseeländer, vor allem nach den Vereinigten Staaten, Brasilien und Japan, dehnten sich um volle 15 Prozent aus, während diejenigen in die EFTA und in die EWG um 9 bzw. 5,5 Prozent zunahmen.

Die Nettoeinnahmen bei den unsichtbaren Transaktionen haben sich nach Schätzungen von 640 auf 730 Millionen Dollar erhöht, was auf einer Zunahme der Kapitalerträge und der Einnahmen aus dem Reiseverkehr und auf einem Rückgang bei den Überweisungen der ausländischen Arbeitskräfte beruhte, deren Zahl abgebaut wurde. Der Saldo der Ertragsbilanz schlug folglich von einem Defizit von 70 Millionen Dollar in einen Überschuß von 80 Millionen Dollar um, den ersten seit 1960.

Hauptsächlich infolge des Anstiegs der Zinssätze im Ausland wiesen 1966 die Kapitaleleistungen insgesamt (einschließlich der statistischen Ermittlungsfehler und der nichterfaßten Posten) zum ersten Mal seit einigen Jahren einen Abfluß von 95 Millionen Dollar auf. Der statistisch erfaßte Mittelabfluß stieg von 85 Millionen auf 185 Millionen Dollar. Der Nettoabsatz von neuen Auslandsanleihen in der Schweiz erhöhte sich von 50 auf 75 Millionen Dollar und die genehmigten Bankkredite an Ausländer von 35 Millionen auf 110 Millionen Dollar. Gleichzeitig verringerte sich der Mittelzuström aus nichterfaßten Kapitaltransaktionen (einschließlich der Veränderung der Nettoauslandsposition der Banken sowie des Restpostens) von 215 Millionen auf 90 Millionen Dollar.

*Dänemark.* Die Besserung sowohl in der Handelsbilanz als auch bei den unsichtbaren Transaktionen verringerte das Defizit in der laufenden Rechnung von 110 Millionen auf 60 Millionen Dollar. Gleichzeitig schwächte sich der Nettokapitalzufluß von 130 Millionen auf 90 Millionen Dollar ab, und der Gesamtsaldo wies wiederum einen kleinen Überschuß auf.

Sowohl die Importe als auch die Ausfuhren stiegen um ungefähr 6 Prozent, wobei das Handelsbilanzdefizit von 285 Millionen auf 265 Millionen Dollar zurückging. In der zweiten Jahreshälfte erhöhte sich das Defizit allerdings gegenüber den ersten sechs Monaten etwas, als die Einfuhr mit der Belebung der

Binnenkonjunktur schneller zuzunehmen begann, während sich die Wachstumsrate der Ausfuhren abflachte. Im Ausfuhranstieg des Jahres 1966 war eine 5prozentige Erhöhung der Exportpreise, hauptsächlich der Agrarprodukte, enthalten. Die Exporte von Fertiggütern (ohne Schiffe) dehnten sich, nach Zunahmen von 17,5 Prozent im Jahre 1964 und 12,5 Prozent im Jahre 1965, um 8,5 Prozent aus. Die Abschwächung ihres Wachstums spiegelt einen gewissen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit wider, der auf rasch ansteigenden Kosten beruhte, sowie die im letzten Jahr nachlassende Nachfrage in der Bundesrepublik Deutschland, in Schweden und im Vereinigten Königreich.

Seit 1960 ist Dänemark sowohl im privaten als auch im öffentlichen Bereich ein bedeutendes Kapitaleinfuhrland gewesen. Im letzten Jahr verringerte sich der Nettozufluß von 130 auf 90 Millionen Dollar, da im öffentlichen Sektor die Rückzahlungen die Neuverschuldung übertrafen und die Nettoinanspruchnahme von Außenhandelskrediten sich ermäßigte. Die Kreditaufnahme privater Unternehmen, die 1965 nicht erlaubt war, setzte 1966 wieder in begrenztem Umfange ein.

*Finnland.* Die Expansion der finnischen Wirtschaft beschleunigte sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1966, und gleichzeitig ging die Einfuhr herauf. Im ganzen Jahr stiegen die Importe allerdings um nur 5 Prozent, gegen 9 Prozent im Jahr zuvor. Bei der Wachstumsrate der Ausfuhr gab es einen ähnlichen Rückschlag, nämlich von 10,5 auf 5,5 Prozent, so daß der Einfuhrüberschuß mit 230 Millionen ungefähr der gleiche war wie 1965. Das Handelsbilanzdefizit gegenüber westlichen Ländern verringerte sich um 45 Millionen Dollar, doch gegenüber Ländern, mit denen bilaterale Abkommen bestehen, dehnte es sich um einen genauso hohen Betrag aus. Die Terms of trade verschlechterten sich um 3 Prozent, da die Preise von Importgütern im Verlauf des Jahres zunahmen, während diejenigen von Ausfuhrgütern im ganzen gesehen stabil blieben. Obwohl sich der Passivsaldo hinsichtlich des Reiseverkehrs 1966 ermäßigte, schrumpfte der Überschuß bei den unsichtbaren Transaktionen etwas, hauptsächlich wegen der größeren Zinszahlungen auf die wachsenden Auslandsschulden.

Der Nettokapitalimport wurde 1966 von 105 auf 60 Millionen Dollar verringert. Der Nettozufluß von langfristigem Kapital wurde durch die Tilgungen von langfristigen Schulden niedrig gehalten, während der Zustrom von kurzfristigen Mitteln per Saldo nachließ. Gegen Ende des Jahres und Anfang 1967 wurden mehrere besondere Maßnahmen zur Reduzierung des Zahlungsbilanzdefizits ergriffen.

*Norwegen.* Das anhaltende Wirtschaftswachstum führte in Norwegen 1966 zu einem 9prozentigen Anstieg der Importe. Die Ausfuhren erhöhten sich um 8 Prozent — überwiegend bei Metallen und Erzeugnissen des Maschinenbaus —, und der Fehlbetrag beim Warenhandel und dem Handel mit Schiffen verschlechterte sich von 780 Millionen auf 850 Millionen Dollar. Der Aktivsaldo bei den unsichtbaren Transaktionen vergrößerte sich zwar um 15 Millionen Dollar, doch fiel das Defizit in der laufenden Rechnung mit 165 Millionen Dollar beträchtlich höher aus als 1965. Fast das ganze Defizit trat im letzten Vierteljahr ein, als die

Einfuhr sowohl von Gütern insgesamt als auch von Schiffen eine kräftige Zunahme aufwies, während die Einkünfte aus den unsichtbaren Transaktionen schrumpften.

In der gesamten Nachkriegszeit haben die amtlichen Stellen den Kapitalimport gefördert. 1966 wurden jedoch wegen der hohen Zinssätze auf dem internationalen Kapitalmarkt keine norwegischen Regierungsanleihen im Ausland begeben. An die Stelle der öffentlichen Nettokreditaufnahme im Ausland, die sich 1965 auf 40 Millionen Dollar belaufen hatte, traten per Saldo Rückzahlungen in Höhe von 10 Millionen Dollar. Die Schiffahrtsgesellschaften verringerten ebenfalls ihre Kreditaufnahme im Ausland. Dagegen vergrößerten sich die ausländischen Direktinvestitionen in Norwegen etwas. Per Saldo nahm der langfristige Kapitalzufluß von 200 Millionen auf 135 Millionen Dollar ab, so daß die Grundbilanz ein Defizit von 30 Millionen Dollar aufwies, das erste nach einer Reihe von Jahren. Es wurde durch einen kurzfristigen Kapitalzufluß in Höhe von 35 Millionen Dollar gerade gedeckt.

*Schweden.* Die Bilanz der laufenden Posten, die Anfang der sechziger Jahre annähernd ausgeglichen gewesen war, wies in den letzten beiden Jahren Defizite von 300 Millionen bzw. 235 Millionen Dollar aus. Die Besserung von 1966 ging von einem Abbau des Einfuhrüberschusses um 105 Millionen Dollar aus. Da die konjunkturelle Entwicklung in Schweden sich im Laufe des Jahres abschwächte, verlangsamte sich das Wachstum des Einfuhrvolumens, das 1965 noch 12 Prozent betragen hatte, auf 4,5 Prozent in der ersten Hälfte von 1966, und in der zweiten Hälfte hörte es fast ganz auf. Da freilich die Einfuhrpreise gegenüber 1965 gestiegen waren, lagen die Importe wertmäßig für das Jahr als Ganzes um 4,5 Prozent höher. Die Ausfuhr wuchs ungefähr im gleichen Ausmaß wie 1965, nämlich um 6 Prozent dem Volumen nach und um 7,5 Prozent wertmäßig. Die Verkäufe von Maschinen nahmen um 20 Prozent zu, während sich die von Eisenerz, Holz und Transporteinrichtungen rückläufig entwickelten.

Die Nettodienstleistungseinkünfte schrumpften weiter, da das Wachstum der Schiffahrtseinnahmen hinter dem Anstieg der Ausgaben bei den anderen Dienstleistungspositionen, einschließlich derjenigen für den Reiseverkehr, zurückblieb. Wie üblich reichte der erfaßte Nettozufluß an Kapital nicht aus, um das Defizit der laufenden Rechnung auszugleichen, doch der aktive Restposten schloß diese Lücke. Mit 210 Millionen Dollar war er fast ebenso hoch wie im vorangegangenen Jahr, während die erfaßte Kapitaleinfuhr von 95 auf 110 Millionen Dollar zunahm, obwohl ihre per Saldo bedeutsamste Komponente, die privaten langfristigen Anleihen, um 40 Millionen Dollar verringert wurde.

*Spanien.* Die Übernachtfrage in der ersten Jahreshälfte von 1966 verursachte ein steiles Anwachsen der Einfuhren. In der zweiten Jahreshälfte verlangsamte sich der Importanstieg beträchtlich, da die Investitionsausgaben sich abschwächten und eine reichliche Ernte auf den Markt kam, so daß das Handelsbilanzdefizit von 1 035 auf 965 Millionen Dollar schrumpfte. Wegen des saisonal starken Überschusses aus dem Reiseverkehr und eines kräftigen Kapitalzuflusses ergab sich in der Grundbilanz, die in der ersten Jahreshälfte einen Fehlbetrag von 285 Millionen Dollar aufgewiesen hatte, im zweiten Teil des Jahres ein Überschuß.

Nach den Angaben der Zollstatistik dehnten sich die Einfuhren, die sich 1965 sprunghaft um 34 Prozent erhöht hatten, in der ersten Hälfte von 1966 gleich schnell aus, doch im zweiten Halbjahr verlangsamte sich der Anstieg auf 6 Prozent. Während die Einfuhren von Ernährungsgütern und von Halbfabrikaten, die um 36 bzw. 28 Prozent in der ersten Jahreshälfte aufgestockt wurden, sich in dem folgenden Halbjahr effektiv ermäßigten, und zwar um 9 bzw. 5 Prozent, schwächte sich bei den Investitionsgütern der Zuwachs lediglich ab — von 36 auf 8 Prozent. Die Einfuhr von Konsumgütern stieg dagegen im zweiten Semester von 1966 um weitere 26 Prozent, verglichen mit 44 Prozent in der ersten Hälfte, und die von Rohstoffen um 20 Prozent, gegen 50 Prozent in den vorangegangenen sechs Monaten.

Die Ausfuhr, die 1965 infolge abnehmender Verkäufe von landwirtschaftlichen Erzeugnissen stagniert hatte, verzeichnete im vergangenen Jahr nicht nur einen 30prozentigen Anstieg, sondern wies auch eine bessere Zusammensetzung auf, da die höchsten Zuwachsraten auf die anspruchsvolleren Produkte entfielen. So hat sich im ganzen Jahr der Export von Investitionsgütern mehr als verdoppelt, die Ausfuhr von Konsumgütern vergrößerte sich um ein Drittel und die von Ernährungsgütern um ein Fünftel.

Spanien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1965			1966		
	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Millionen US-Dollar					
Warenhandel (fob)						
Einfuhr . . . . .	2 715	1 235	1 480	3 260	1 725	1 535
Ausfuhr . . . . .	1 045	560	485	1 260	690	570
Saldo des Warenhandels . . .	-1 670	- 675	- 995	-2 000	-1 035	- 965
Dienstleistungen . . . . .	+ 980	+ 325	+ 655	+ 940	+ 375	+ 565
Einseitige Übertragungen <sup>2</sup> . . .	+ 300	+ 155	+ 145	+ 480	+ 220	+ 260
Saldo der laufenden Posten . .	- 390	- 195	- 195	- 560	- 440	- 140
Langfristige Kapitalleistungen .	+ 195	+ 90	+ 105	+ 360	+ 155	+ 205
Saldo der Grundbilanz . . . .	- 195	- 105	- 90	- 220	- 285	+ 65
Kurzfristige Kapitalleistungen .	+ 90	+ 45	+ 45	+ 15	+ 70	- 55
Saldo der Gesamtbilanz (= Veränderung der amtlichen Reserven) . . . . .	- 105	- 60	- 45	- 205	- 215	+ 10

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis.   <sup>2</sup> Hauptsächlich Überweisungen von im Ausland beschäftigten Arbeitskräften.

Die Einnahmen aus den einseitigen Übertragungen, hauptsächlich die Überweisungen von im Ausland beschäftigten Arbeitskräften, gingen von 300 auf 480 Millionen Dollar 1966 herauf, doch die Einkünfte aus dem Reiseverkehr, die seit 1959 in großen Sätzen emporgeschneit waren, erhöhten sich nur um 8 Prozent. Die Zahl der Touristen stieg zwar um ein Fünftel auf 17,3 Millionen, doch die durchschnittliche Einnahme pro Besucher verringerte sich von 81 auf 72 Dollar.

Obwohl der Nettozufluß von lang- und kurzfristigem Kapital sich von 285 auf 375 Millionen Dollar erhöhte, reichte er nicht aus, um das umfangreiche Defizit in der laufenden Rechnung auszugleichen, und die amtlichen Währungsreserven fielen im zweiten Jahr hintereinander.

*Japan.* Trotz der raschen Erholung der Binnenkonjunktur nahm der kräftige Aktivsaldo der Handelsbilanz, der infolge der Rezession von 1965 eingetreten war, im Jahre 1966 zu. Die Einfuhr wuchs um 14,5 Prozent, nachdem sie 1965 ziemlich konstant geblieben war; die Ausfuhr stieg indessen um 15,5 Prozent. Ihr anhaltender Aufschwung war teilweise eine Folge des Vietnamkrieges und der Konjunkturüberhitzung in den Vereinigten Staaten. So erhöhten sich nach der Zollstatistik die Exporte in eine Ländergruppe des Fernen Ostens um 46 Prozent und die in die Vereinigten Staaten um 20 Prozent.

Japan: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1965			1966		
	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
	Millionen US-Dollar					
<b>Warenhandel (fob)</b>						
Ausfuhr . . . . .	8 330	3 875	4 455	9 640	4 380	5 260
Einfuhr . . . . .	6 430	3 290	3 140	7 360	3 560	3 800
Saldo des Warenhandels . .	+ 1 900	+ 585	+ 1 315	+ 2 280	+ 820	+ 1 460
<b>Dienstleistungen</b>						
Transport . . . . .	- 525	- 230	- 295	- 610	- 320	- 290
Kapitalerträge . . . . .	- 190	- 100	- 90	- 185	- 95	- 90
Regierung <sup>2</sup> . . . . .	+ 310	+ 125	+ 185	+ 440	+ 195	+ 245
Sonstiges . . . . .	- 565	- 275	- 290	- 675	- 325	- 350
Saldo der Dienstleistungen . .	- 970	- 480	- 490	- 1 030	- 545	- 485
Saldo der laufenden Posten . .	+ 930	+ 105	+ 825	+ 1 250	+ 275	+ 975
<b>Langfristige Kapitalleistungen</b>						
Saldo der Grundbilanz . . . .	+ 515	- 20	+ 535	+ 430	- 10	+ 440
<b>Kurzfristige Kapitalleistungen</b>						
Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	- 60	+ 30	- 90	- 55	-	- 55
	- 45	+ 20	- 65	- 55	+ 45	- 100
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 410	+ 30	+ 380	+ 320	+ 35	+ 285

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Hauptsächlich Transaktionen für Verteidigungszwecke.

Das Defizit in der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen dehnte sich von 970 Millionen Dollar im Jahre 1965 auf 1 030 Millionen Dollar 1966 aus; dennoch expandierte der Überschuß in der laufenden Rechnung von 930 Millionen auf 1 250 Millionen Dollar. Im ersten Quartal 1967 wurde freilich die Bilanz der laufenden Posten mit 170 Millionen Dollar defizitär, da der Außenhandelsüberschuß infolge einer kräftigen Importausweitung auf 150 Millionen Dollar sank.

Das Zusammenwirken von kreditpolitischer Lockerung im Inneren und zunehmender Versteifung an den Kapitalmärkten des Auslands führte zu einem

weiteren starken Anstieg der langfristigen Kapitalausfuhr, die sich auf 820 Millionen Dollar verdoppelte. Im wesentlichen handelte es sich dabei um Yen-Kredite an Indien und andere asiatische Länder, um private Schuldentrückzahlungen und um Handelskredite in Verbindung mit der gewachsenen Ausfuhr der chemischen Industrie sowie der Eisen- und Stahlindustrie.

### **Außenhandelspolitik**

Zehn Jahre nach ihrem Entstehen hat die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft jetzt ungefähr die Hälfte des Weges zu den im Vertrag von Rom niedergelegten Zielen bewältigt. Die Verwirklichung des Gemeinsamen Marktes ist in Sicht, doch bis zur Verschmelzung der sechs nationalen Volkswirtschaften zu einer einzigen Wirtschaftseinheit ist es noch weit. Die Fusion der Exekutiven der EWG, der Montanunion und der Euratom, die von den Mitgliedsländern in einem Vertrag vom 8. April 1965 vereinbart worden ist, soll am 1. Juli 1967 stattfinden.

Am 26. Juli 1966 beschloß der EWG-Ministerrat, die Binnenzölle der Gemeinschaft für Industriegüter am 1. Juli 1967 um 5 Prozent herabzusetzen und die verbleibenden 15 Prozent ein Jahr später abzuschaffen, wenn auch der gemeinsame Außenzolltarif in Kraft treten soll. Hinsichtlich der Agrarpolitik beschloß der Ministerrat am 26. Juli, Marktordnungen für Obst und Gemüse sowie Zucker und Fette einzuführen, und setzte die Preise für Milch, Rindfleisch, Zucker, Reis, Ölsaaten und Olivenöl fest. Das Olivenöl war das erste landwirtschaftliche Produkt, das am 10. November 1966 ohne Übergangsregelung das Stadium eines gemeinsamen Marktes erreichte. Im Februar 1967 wurden bedeutsame Schritte in Richtung auf eine Vereinheitlichung der Wirtschaftspolitik unternommen. Am 8. Februar stimmte der Ministerrat dem Programm der mittelfristigen Wirtschaftspolitik für den Zeitraum 1966–1970 zu, und am folgenden Tag billigte er die Richtlinien für die Harmonisierung der Umsatzsteuern, welche die Einführung einer spätestens ab 1. Januar 1970 anzuwendenden Mehrwertsteuer bedingt.

Im ganzen Jahr 1966 und in der ersten Hälfte von 1967 wurde mit Österreich über eine mögliche Verbindung mit der EWG weiter verhandelt; zu einem Abschluß ist es bisher noch nicht gekommen. Am 11. Mai 1967 stellte die Regierung des Vereinigten Königreichs mit starkem parlamentarischem Rückhalt einen formellen Antrag auf Mitgliedschaft in den drei Gemeinschaften. Fast zur gleichen Zeit legten Irland und Dänemark ihre Aufnahmegesuche vor, während andere EFTA-Länder ihre Bereitschaft zu Verhandlungen bekundeten.

Am 1. Januar 1967 schafften die EFTA-Länder — drei Jahre eher, als es der Zeitplan vorsah — die noch verbliebenen 20 Prozent der Zölle auf Industrieerzeugnisse ab. Finnland senkte seine Zölle um 10 Prozent, und der Rest wird Ende 1967 aufgehoben werden. Einige befristete Ausnahmen wurden Finnland, Norwegen, Österreich und der Schweiz zugestanden; seine Finanzzölle auf bestimmte Güter behält jedes Land hingegen bei, mit Ausnahme Dänemarks, das

keine derartigen Zölle hat. In der nächsten Zukunft wird das Schwergewicht eher auf der Abschaffung anderer Hemmnisse als derjenigen in Form von Zöllen und auf der Durchsetzung von Regeln des fairen Wettbewerbs liegen.

Nach vier Jahren mühevoller Verhandlungen wurde die Kennedy-Runde am 15. Mai 1967 abgeschlossen. Rund fünfzig Länder, auf die ungefähr 80 Prozent des Welthandels entfallen, nahmen an den Verhandlungen teil. Die am schwierigsten zu lösenden Probleme betrafen die EWG, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Viel Kleinarbeit bleibt noch zu tun, bis die vollen Auswirkungen des Abkommens sichtbar werden. Obwohl das Hauptziel einer 50prozentigen linearen Zolllenkung für Industrieprodukte nicht ganz verwirklicht worden ist, wurden die Zölle doch um 30 bis 40 Prozent ermäßigt. Diese Senkungen dürften Güter im Werte von etwa 40 Milliarden Dollar oder rund ein Drittel des Welthandels in Fertiggütern betreffen. Was die landwirtschaftlichen Erzeugnisse anlangt, so wurde der Mindestpreis für Weizen auf 1,725 Dollar pro Bushel festgesetzt, und es wurde vereinbart, den Entwicklungsländern jährlich 4,5 Millionen Tonnen Getreide als Hilfe zu gewähren. Einige Industrieländer setzten ihre Zölle auf tropische Produkte, zum Teil mit sofortiger Wirkung, herab. Obwohl die Zolllenkungen normalerweise innerhalb eines Zeitabschnitts von fünf Jahren durchgeführt werden sollen, wurde beschlossen, vor Unterzeichnung des Abkommens am 30. Juni 1967 die Möglichkeit von vorfristigen Reduktionen zugunsten der Entwicklungsländer zu prüfen.

### III. GOLD, RESERVEN UND DEVISEN

#### Gold: Produktion, Märkte und Reserven

Im Jahre 1966 betrug die Goldproduktion der Welt (ohne die Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, Kontinentalchina und Nordkorea) schätzungsweise 41,1 Millionen Unzen, also ebensoviel wie im vorangegangenen Jahr. Wie gewöhnlich ging die Gesamterzeugung aller goldproduzierenden Länder ohne Südafrika weiter zurück. Insbesondere die kanadische Produktion, die nach der südafrikanischen die größte ist, nahm spürbar ab, nämlich um über 300 000 Unzen oder fast 9 Prozent. Dagegen erhöhte sich die Erzeugung in den Vereinigten Staaten, Australien, Japan und den Philippinen ein wenig. Herausragendes Merkmal des Jahres war jedoch die Abflachung des Wachstums der südafrikanischen Erzeugung, nämlich von 1,4 auf nur 0,3 Millionen Unzen. In den vorangegangenen zwölf Jahren war die südafrikanische Golderzeugung von 11,9 auf 30,5 Millionen Unzen ausgedehnt worden; sie hatte damit den allmählichen Abwärtstrend der Produktion der übrigen Länder bei weitem ausgeglichen und den Anstieg der Gesamtproduktion von rund gerechnet 24 Millionen auf 41 Millionen Unzen ermöglicht. Diese Phase der Expansion im Goldbergbau dürfte nun beendet sein.

#### Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1963	1964	1965	1966
	1000 Unzen Feingold							
Südafrika . . . . .	10 412	14 046	11 927	11 941	27 432	29 137	30 540	30 669
Kanada . . . . .	1 928	5 333	2 849	4 056	4 003	3 799	3 587	3 274
Vereinigte Staaten . . . . .	2 059	4 870	1 575	1 958	1 454	1 458	1 705	1 790
Australien . . . . .	427	1 644	824	1 075	1 024	964	878	905
Ghana . . . . .	208	886	586	731	921	865	755	684
Japan . . . . .	335	867	40	258	433	460	519	555
Philippinen . . . . .	163	1 121	1	481	376	426	436	445
Kolumbien . . . . .	137	632	437	437	325	365	319	280
Mexiko . . . . .	655	883	420	483	238	210	216	212
Zusammen . . . . .	16 324	30 282	18 659	21 420	36 206	37 682	38 955	39 014
Sonstige Länder <sup>1</sup> . . . . .	2 276	6 719	3 041	2 680	2 494	2 418	2 145	2 086
Geschätzte Welterzeugung <sup>1</sup> . . . . .	18 600	37 000	21 700	24 100	38 700	40 100	41 100	41 100
	Millionen US-Dollar							
Wert der geschätzten Welterzeugung zu 35 Dollar je Feinunze . . . . .	650 <sup>2</sup>	1 295	760	845	1 355	1 405	1 440	1 440

<sup>1</sup> Ohne die Sowjetunion, Osteuropa, Kontinentalchina und Nordkorea.

<sup>2</sup> Zu dem damaligen amtlichen Preis von 20,87 Dollar je Feinunze 386 Millionen Dollar.

Das steile Wachstum der südafrikanischen Golderzeugung beruhte auf der Ausbeutung neuer Goldminen. Die Produktion dieser neuen Goldfelder stieg in den Jahren 1953–1966 von 2,5 auf 25,1 Millionen Unzen, während die Erzeugung in den älteren Abbaugebieten von 9,4 auf 5,8 Millionen Unzen zurückging. Die Erschließung der neuen Goldfelder erreichte ihren Höhepunkt in den Jahren 1961–1962; seitdem hat sich die Ausdehnung der südafrikanischen Goldproduktion tendenziell abgeflacht und scheint im Laufe des Jahres 1966 zum Stillstand gekommen zu sein. Obschon vielleicht auch Streiks um die Jahreswende etwas zu dem schlechten Ergebnis von 1966 beigetragen haben, sind die grundlegenden Faktoren für diesen Trend in der südafrikanischen Goldproduktion die fehlende Entdeckung neuer Goldvorkommen und die Auswirkung steigender Löhne und Materialkosten auf die Gewinne. In den der Bergbaukammer des Transvaal und Oranjerestaats angehörenden älteren Minen, wo die Ausbeute sich um 0,5 Millionen auf 5,3 Millionen Unzen im Jahre 1966 abschwächte, haben sich die Kosten pro Tonne verarbeiteten Gesteins seit 1958 um 22 Prozent verteuert, und ungeachtet des Übergangs zu höherwertigen Erzen haben sich die durchschnittlichen Gewinne pro Unze um 44 Prozent ermäßigt.

Auf der Basis der amtlichen Parität von 35 Dollar je Unze belief sich 1966 der Wert der gesamten Golderzeugung auf 1 440 Millionen Dollar. Da von der Sowjetunion kein Gold an den Markt gebracht wurde, war dies auch gleichzeitig das verfügbare Gesamtangebot an neuem Gold. Obwohl die Gesamtnachfrage nach Gold, ohne jene der westlichen Länder für Reservezwecke, beträchtlich unter dem 1965 erreichten Höchstwert von 1 750 Millionen Dollar lag, war sie doch nicht so stark geschrumpft wie die Goldversorgung. Das Ergebnis war, daß die westlichen Goldreserven amtlicher Stellen während des Jahres in Höhe von 95 Millionen Dollar in Anspruch genommen werden mußten, um Angebot und Nachfrage im Gleichgewicht zu halten.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

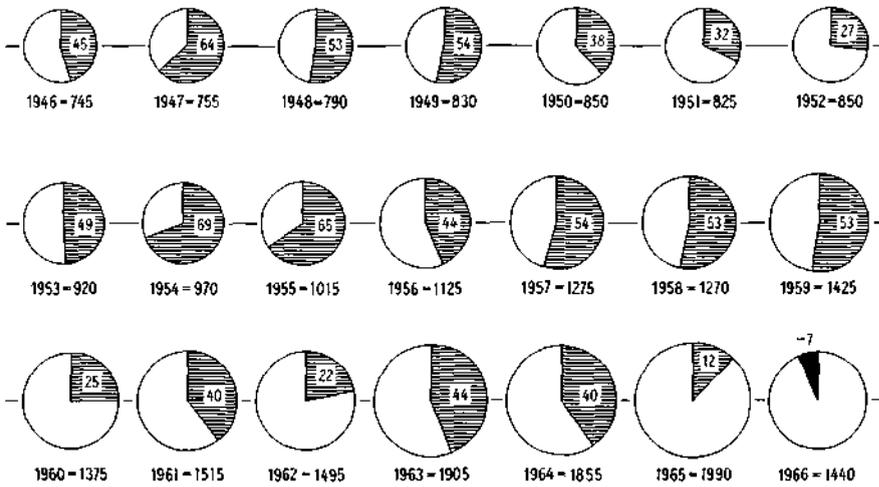
	1962	1963	1964	1965	1966
	Millionen US-Dollar				
Goldgewinnung <sup>1</sup> . . . . .	1 295	1 355	1 405	1 440	1 440
Goldverkäufe der Sowjetunion . . . . .	200	550	450	550	—
Zusammen . . . . .	1 495	1 905	1 855	1 990	1 440
Veränderung der amtlichen Goldbestände westlicher Länder . . . . .	330	840	750	240	— 95
Verwendung zu anderen Zwecken <sup>2</sup> . . . . .	1 165	1 065	1 105	1 750	1 535

<sup>1</sup> Ohne die der Sowjetunion, Osteuropas, Kontinentalchinas und Nordkoreas. <sup>2</sup> Als Rest errechnet; einschließlich der - geschätzten - chinesischen Käufe in Höhe von rund 150 Millionen Dollar 1965 und 75 Millionen Dollar 1966.

Die chinesischen Goldkäufe, die sich im Jahre 1965 auf schätzungsweise rund 150 Millionen Dollar belaufen hatten, können für 1966 mit etwa 75 Millionen Dollar veranschlagt werden. Die nichtmonetäre Nachfrage nach Gold bewegte sich deshalb in einer Größenordnung von 1 450 Millionen Dollar und war damit ungefähr um 150 Millionen Dollar geringer als 1965, lag aber beträchtlich über dem Durchschnitt der Jahre 1962–1964 von rund 1 100 Millionen Dollar.

### Goldversorgung und Goldverwendung 1946-1966

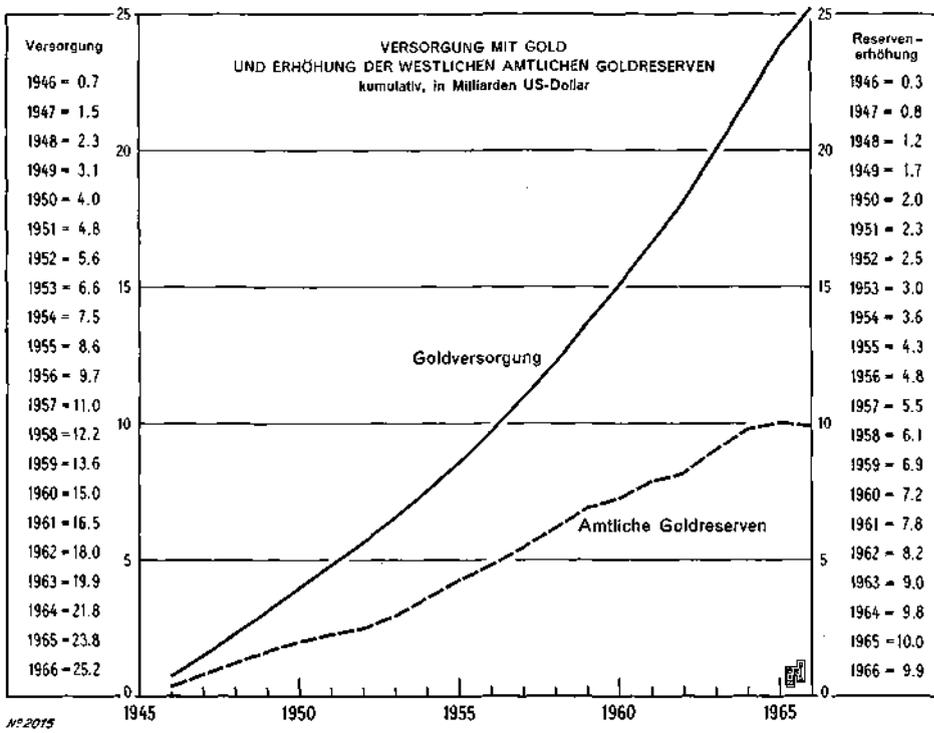
VERSORGUNG MIT NEUEM GOLD (IN MILLIONEN US-DOLLAR)  
UND ANTEIL FÜR DIE WESTLICHEN AMTLICHEN RESERVEN



Westliche amtliche Reserven (in Prozent)

Verwendung für andere Zwecke

Anmerkung: In der "Verwendung für andere Zwecke" sind für 1965 und 1966 Goldkäufe durch China im Betrage von schätzungsweise 150 Millionen bzw. 75 Millionen Dollar enthalten.

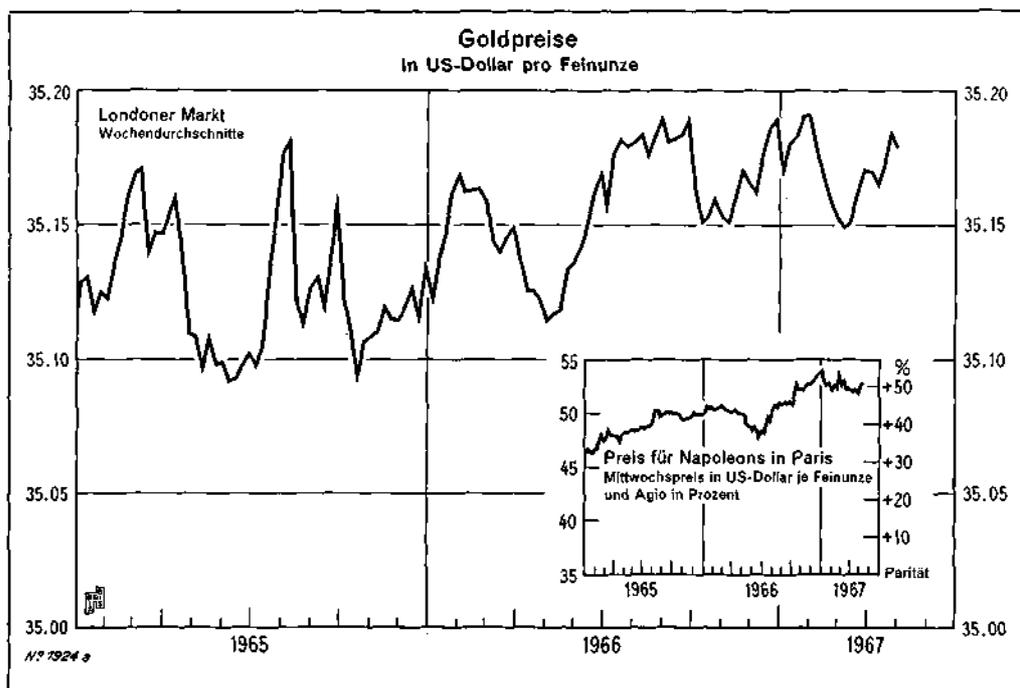


Das erklärt sich im wesentlichen mit dem aufwärtsgerichteten Trend der Goldnachfrage für industrielle Zwecke und für die traditionelle Goldhortung, obgleich es 1966 sicherlich auch spekulative Käufe gegeben hat.

Das Jahr 1966 war das erste nach dem Kriege, in dem die amtlichen Goldreserven nicht aufgestockt wurden. In den einundzwanzig Jahren seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges wurde aus der Gesamtversorgung mit neuem Gold im Werte von 25,2 Milliarden Dollar ein Anteil von zusammengekommen 9,9 Milliarden Dollar den amtlichen Goldbeständen der westlichen Länder zugeführt. Die Diagramme auf der vorstehenden Seite zeigen sowohl das jährliche Verhältnis zwischen monetärer und nichtmonetärer Nachfrage nach Gold während dieses Zeitabschnittes als auch die kumulative Entwicklung von Goldangebot und amtlichen Goldreserven.

Die Entwicklung auf dem Londoner Goldmarkt wurde von zwei bedeutsamen Faktoren bestimmt, die die Versorgung des Marktes in der Berichtsperiode beeinträchtigten und per Saldo 1966 zur — auf das Gesamtjahr bezogen — ersten Inanspruchnahme des Goldpools der Zentralbanken seit dessen Bestehen führten. Einmal war es das bereits erwähnte Ausbleiben der russischen Verkäufe und zum anderen bis lange in das Jahr 1966 hinein das geringe Volumen der Verkäufe Südafrikas, da seine Zahlungsbilanz aktiv war. Die Abschwächung der privaten Nachfrage in den ersten Monaten von 1966 führte dazu, daß der Londoner Fixing-Preis von über 35,17 Dollar für die Feinunze Ende Januar bis Anfang Mai auf weniger als 35,11 Dollar nachgab, sein niedrigstes Niveau im Jahr. Als jedoch im Juni die Pfundkrise wieder akut wurde, kam es zu einer verstärkten Nachfrage, und dann hielt die kräftige Kaufneigung bis nach der Jahresversammlung des IWF, also bis Anfang Oktober an. Infolgedessen kletterte der Fixing-Preis nach und nach auf 35,18 Dollar Mitte Juli und schwankte dann ziemlich stark um dieses Niveau bis Anfang Oktober, als er auf 35,15 Dollar zurückging. Gegen Ende des Jahres trugen Mutmaßungen über die Möglichkeit einer Verwicklung Südafrikas in die Rhodesienkrise und über eine Erhöhung des Goldpreises dazu bei, daß am Markt erneut Anspannungstendenzen auftraten. In der zweiten Dezemberhälfte erreichte der Fixing-Preis fast 35,19½ Dollar. Anfang des neuen Jahres gaben die Notierungen nach, aber erhöhten sich dann wieder auf über 35,19½ Dollar Ende Januar. Obwohl während des ersten Quartals von 1967 die südafrikanischen Goldverkäufe wesentlich über die laufende Erzeugung hinausgingen, betrug der Fixing-Preis zumeist über 35,15 Dollar, und Mitte Mai lag er bei ungefähr 35,18 Dollar. Nach der Einstellung der Silberverkäufe durch das US-Schatzamt (vergleiche nächste Seite) und teilweise auch im Zusammenhang mit den Vorgängen im Nahen Osten schwoll die Nachfrage nach Gold in der zweiten Maihälfte kräftig an, und am 25. Mai dieses Jahres erreichte der Fixing-Preis mit 35,19¾ Dollar seinen höchsten Stand seit Oktober 1962.

Die Marktpreise für Goldmünzen stiegen 1966, wie schon im Vorjahr, beträchtlich. Der Kurs des „Napoleon“ auf dem Pariser Markt, der in den ersten Monaten des Jahres noch nachgegeben hatte, kletterte, in Dollar pro Feinunze ausgedrückt, von 48,25 Dollar Ende Mai bis auf einen seit vierzehn Jahren nicht mehr erreichten Höchststand von 53,75 Dollar um die Jahreswende. Anfang 1967 ging er auf rund 52,50 Dollar zurück, aber Ende Mai erhöhte er sich auf 54 Dollar



aus denselben Gründen, die für den Preisauftrieb beim Barrengold maßgeblich waren. Im Rahmen ihres allgemeinen Liberalisierungsprogramms für den Devisenverkehr hoben die französischen Behörden mit Wirkung vom 31. Januar 1967 das Verbot der privaten Goldeinfuhr und -ausfuhr auf. Wenngleich dieser Schritt den Pariser Markt zu einem integralen Bestandteil des internationalen Goldmarktes gemacht hat, so ist doch bisher nicht zu erkennen, daß er den Umsatz am Pariser Goldmarkt hätte steigen lassen.

In Ausübung der ihm mit dem Münzgesetz von 1965 übertragenen Vollmachten stellte das US-Schatzamt am 18. Mai 1967 alle Verkäufe von Silber ein, ausgenommen diejenigen an „berechtigte inländische Unternehmungen, die

#### Herkunft und Verwendung von Silber in der Welt

Jahr	Herkunft			Verwendung <sup>1</sup>			Nachfrageüberhang	Abnahme des Silberbestandes des US-Schatzamtes
	Erzeugung <sup>1</sup>	Sonstiges <sup>2</sup>	Insgesamt	Münzprägung	Gewerbliche Verwendung	Insgesamt		
Millionen Feinunzen								
1959 . . . . .	189	35	224	86	213	299	75	47
1960 . . . . .	208	53	261	104	225	329	68	68
1961 . . . . .	203	55	258	137	240	377	119	130
1962 . . . . .	209	99	308	128	259	387	79	96
1963 . . . . .	215	75	290	166	261	427	137	184
1964 . . . . .	217	—	217	267	304	571	354	389
1965 . . . . .	223	98	321	376	347	723	402	418
1966 . . . . .	231	37	268	107	357	464	196	202

<sup>1</sup> Ohne die Sowjetunion, Osteuropa, Kontinentalchina und Nordkorea.   
 1) Ohne die Sowjetunion, Osteuropa, Kontinentalchina und Nordkorea.   
 2) Schrott, eingezogene Münzen, Veränderung der Lagerbestände sowie chinesische und sowjetische Verkäufe.

<sup>2</sup> Schrott, eingezogene Münzen, Veränderung der Lagerbestände sowie chinesische und sowjetische Verkäufe.

Silber in ihrem Betrieb verwenden“. Zusätzlich erließ es ein Verbot der Einschmelzung, Verarbeitung und Ausfuhr von Silbermünzen. Zu dieser Entwicklung kam es, nachdem mehr als acht Jahre lang die Weltnachfrage ständig über die Versorgung mit neuem Silber hinausgegangen war. Während dieses Zeitraums glied das US-Schatzamt am Markt durch seine Metallverkäufe das fehlende Angebot zu einem Festpreis (der sich seit September 1963 auf 1,293 Dollar pro Feinunze stellte) aus; die Folge war, daß von Ende 1958 bis zur Einstellung der Verkäufe der Silberbestand des US-Schatzamtens von 2 100 auf rund 500 Millionen Unzen abgebaut wurde — der letzte Bestand entsprach gerade ungefähr dem Betrag der umlaufenden Silberzertifikate des Schatzamtens. Unmittelbares Ergebnis der Einstellung der Verkäufe des Schatzamtens war, daß sich ein höherer Marktpreis als der amtliche US-Verkaufspreis bildete. Ende Mai 1967 lag dieser Marktpreis bei 1,55 Dollar pro Feinunze.

Die Goldreserven der Welt (ohne die Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, Kontinentalchina und Nordkorea) gingen — wie bereits erwähnt — im Jahr 1966 um 95 Millionen Dollar auf den Gesamtbetrag von 43 205 Millionen Dollar am Jahresende zurück. Davon abgesehen ist das Hauptmerkmal der amtlichen Goldbewegungen im Laufe des Jahres die Übertragung von Gold aus den nationalen Währungsreserven auf die internationalen Währungsorganisationen gewesen, was im wesentlichen auf die Erfüllung der Goldeinzahlungsverpflichtungen in Verbindung mit der allgemeinen Erhöhung der IWF-Quoten zurückzuführen ist.

Der Goldbestand der internationalen Währungsorganisationen stieg 1966 um 635 Millionen Dollar. Der größte Teil davon floß dem IWF zu, dessen Bestand sich um 515 Millionen Dollar erhöhte. Die 1966 an den Fonds geleisteten Goldbeiträge beliefen sich auf 853 Millionen Dollar; die Rückwirkungen dieser Einzahlungen auf die nationalen Goldreserven wurden jedoch teilweise dadurch abgemildert, daß der Fonds den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich für 254 Millionen Dollar Golddepositen überließ und ferner Gold in Höhe von 148 Millionen Dollar an Mitgliedsländer verkaufte. Auch die Goldkassaposition der BIZ wies im Verlauf von 1966 eine Verbesserung auf. Im wesentlichen waren es die Ende 1966 gegenüber dem Vorjahr um 220 Millionen Dollar geringeren Jahresend-Goldswaps zwischen der BIZ und der Schweizerischen Nationalbank, die dazu führten, daß die negative Gold-Kassaposition der BIZ Ende 1966 um 135 Millionen Dollar kleiner war als ein Jahr vorher.

Was die nationalen Goldreserven betrifft, so waren die größten Verluste im Jahre 1966 bei den beiden Reservezentren zu verzeichnen. Die Goldverluste der Vereinigten Staaten betragen 570 Millionen Dollar, was ganz erheblich unter dem Ergebnis für 1965 — 1 665 Millionen Dollar — blieb. Hauptsächlich beruhte die viel geringere Abnahme natürlich darauf, daß andere Länder den Umtausch von Dollar in Gold einschränkten. Die gesamten Nettoverkäufe der Vereinigten Staaten an andere Länder beliefen sich 1966 auf 610 Millionen Dollar, gegen 1 320 Millionen Dollar im Jahre zuvor. Die Verkäufe an westeuropäische Länder machten 660 Millionen Dollar aus; Frankreich übernahm 600 Millionen und Italien 60 Millionen Dollar. Dies waren 1966 praktisch die einzigen

Weltgoldreserven

	Veränderung		Bestand Ende 1966
	1965	1966	
Millionen US-Dollar			
Vereinigte Staaten . . . . .	- 1 665	- 570	13 235
Kanada . . . . .	+ 125	- 105	1 045
Westliches Europa . . . . .	+ 2 435	- 125	22 835
davon			
Belgien-Luxemburg . . . . .	+ 105	- 35	1 525
Deutschland (BR) . . . . .	+ 160	- 120	4 290
Frankreich . . . . .	+ 975	+ 530	5 240
Italien . . . . .	+ 300	+ 10	2 415
Niederlande . . . . .	+ 70	- 25	1 730
Österreich . . . . .	+ 100	-	700
Portugal . . . . .	+ 55	+ 70	645
Schweiz . . . . .	+ 315	- 200	2 840
Spanien . . . . .	+ 195	- 25	785
Vereinigtes Königreich . . . . .	+ 130	- 325	1 940
Sonstige . . . . .	+ 30	- 5	725
Lateinamerikanische Republiken . . . . .	- 80	- 70	985
davon			
Brasilien . . . . .	- 30	- 15	45
Kolumbien . . . . .	- 25	- 10	25
Mexiko . . . . .	- 10	- 50	110
Sonstige . . . . .	- 15	+ 5	805
Asien . . . . .	+ 75	- 30	1 690
Afrika . . . . .	- 115	+ 165	880
davon			
Südafrika . . . . .	- 150	+ 210	640
Sonstige . . . . .	+ 35	- 45	240
Sonstige Länder . . . . .	- 5	+ 5	250
Alle Länder zusammen . . . . .	+ 770	- 730	40 920
Internationale Institutionen . . . . .	- 530	+ 635	2 285
davon			
BIZ . . . . .	- 510	+ 135	- 425
Europäischer Fonds . . . . .	+ 20	- 15	50
IWF . . . . .	- 40	+ 515	2 650
Sonstige . . . . .	-	-	10
Insgesamt . . . . .	+ 240	- 95	43 205

europäischen Goldkäufe von Bedeutung, wogegen im Jahre 1965 die meisten europäischen Länder in beträchtlichem Umfang Umtauschoperationen beim US-Schatzamt vorgenommen hatten. Der Goldverlust von 1966 wurde auch dadurch herabgedrückt, daß die Goldverkäufe an andere Länder bis zu einem Betrag von 177 Millionen Dollar durch den IWF „kompensiert“ wurden, während 1965 der Verlust noch durch den US-Goldbeitrag an den Fonds in Höhe von 259 Millionen Dollar verstärkt worden war.

Die Goldreserven des Vereinigten Königreichs gingen 1966 um 325 Millionen Dollar zurück. Die anderen westeuropäischen Länder stockten ihre amtlichen Goldbestände um insgesamt 200 Millionen Dollar auf. Frankreich (mit 530 Millionen) und Portugal (mit 70 Millionen) waren die einzigen europäischen Länder, die wesentliche Zunahmen aufwiesen, während — abgesehen vom Vereinigten Königreich — die Schweiz (mit 200 Millionen) und die Bundesrepublik Deutschland (mit 120 Millionen) die einzigen Länder mit wesentlichen Abflüssen

waren. Dabei hatte, wie bereits oben dargelegt, der Schweizer Gold-„Verlust“ nur fiktiven Charakter, da er weitgehend auf einer Änderung der Transaktionen im Zusammenhang mit dem „window-dressing“ zum Jahresende beruhte. Außer im Falle des Vereinigten Königreichs und der Schweiz waren die europäischen Goldabgaben im Jahre 1966 größtenteils auf die Goldeinzahlungen beim IWF zurückzuführen.

Bei den übrigen Ländern der Welt sind lediglich zwei Veränderungen der Goldreserven bemerkenswert. Die kanadischen Reserven nahmen um 105 Millionen Dollar ab, da der Anfall aus der heimischen Produktion nicht ausreichte, um die Verkäufe an die Vereinigten Staaten im Werte von 200 Millionen Dollar auszugleichen. Die südafrikanischen Goldreserven stiegen um 210 Millionen Dollar. Während der ersten sieben Monate des Jahres hatten sie sich sogar um 250 Millionen Dollar erhöht; doch danach verringerten sie sich etwas, als das Regierungsprogramm für Vorratskäufe die Zahlungsbilanz ins Defizit brachte.

### Internationaler Währungsfonds

Im Jahre 1966 vergrößerte sich das Finanzierungspotential des IWF beträchtlich. Die allgemeine Quotenerhöhung um 25 Prozent, die 1964 beschlossen worden war, trat im Februar in Kraft, und zusammen mit den besonderen Erhöhungen der Quoten von sechzehn Mitgliedsländern stieg dadurch der Gesamtbetrag aller Quoten beim Fonds von 16 Milliarden auf rund 21 Milliarden Dollar. Die Transaktionen des Fonds waren 1966 wiederum sehr umfangreich, obwohl die Ziehungen erheblich niedriger waren als 1965. Die Bruttoziehungen der Mitgliedsländer betrugen 1 448 Millionen Dollar, verglichen mit 2 433 Millionen Dollar im Jahr zuvor. Mit 721 Millionen Dollar überschritten die Rückkäufe das Ergebnis von 1965 geringfügig, und die Nettoziehungen gingen von insgesamt 1 732 Millionen Dollar auf 727 Millionen zurück.

IWF: Ziehungen und Rückkäufe 1966

	Ziehungen	Rückkäufe	Nettoziehungen
	Millionen US-Dollar		
Vereinigte Staaten . . . . .	680	159*	521
Vereinigtes Königreich . . . . .	122	82*	40
Übrige europäische Länder . . . . .	83	63	20
<i>darunter</i>			
<i>Jugoslawien</i> . . . . .	38	40	- 2
Lateinamerika . . . . .	174	220	- 46
<i>darunter</i>			
<i>Argentinien</i> . . . . .	48	76	- 28
<i>Brasilien</i> . . . . .	-	39	- 39
<i>Chile</i> . . . . .	30	45	- 15
<i>Kolumbien</i> . . . . .	38	34	4
Übrige Länder . . . . .	389	197	192
<i>darunter</i>			
<i>Ceylon</i> . . . . .	30	11	19
<i>Ghana</i> . . . . .	52	2	50
<i>Indien</i> . . . . .	225	125	100
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>1 448</b>	<b>721</b>	<b>727</b>

\* Rückkäufe durch Ziehungen anderer Mitglieder.

Die Bruttoziehungen der Vereinigten Staaten betragen 680 Millionen Dollar, verglichen mit 435 Millionen Dollar im Jahre 1965. Die US-Dollar-Ziehungen der anderen Mitglieder machten im Verlauf des Jahres insgesamt 159 Millionen Dollar aus, so daß die US-Ziehungen sich netto auf 521 Millionen Dollar stellten. Die technischen Ziehungen durch die Vereinigten Staaten, deren Zweck es ist, andere Fondsmitglieder mit Währungen zu versehen, die sie für Rückkäufe verwenden können, beliefen sich auf 430 Millionen Dollar, wovon 400 Millionen auf kanadische Dollar und der Rest auf Deutsche Mark entfielen. Außerdem zogen die Vereinigten Staaten im August 1966 Lire im Werte von 250 Millionen Dollar und verwandten diese Mittel, um Dollar aus den Beständen der italienischen Währungsbehörden zu erwerben. Von Februar 1964 bis Ende 1966 machten die Bruttoziehungen der Vereinigten Staaten insgesamt 1 640 Millionen Dollar aus, von denen 1 090 Millionen Dollar technische Ziehungen darstellten. Da die Ziehungen anderer Länder in US-Dollar während dieser Zeit sich auf 719 Millionen Dollar beliefen, betragen die US-Ziehungen netto 921 Millionen Dollar, was etwas über 70 Prozent der US-Goldtranche von 1 290 Millionen Dollar entspricht.

Das Vereinigte Königreich nahm im Jahre 1966 eine weitere Ziehung in Höhe von 122 Millionen Dollar vor. Da indessen andere Länder im Verlauf des Jahres 82 Millionen Dollar in Pfund Sterling zogen, ging die Nettoposition des Vereinigten Königreichs lediglich um 40 Millionen Dollar zurück. Die britische Ziehung entsprach der Erhöhung der Goldtranche im Rahmen der Quote des Vereinigten Königreichs; sie wurde vorgenommen, um die Belastung der britischen Währungsreserven durch die Goldeinzahlung beim IWF zu mildern. Gezogen wurden Deutsche Mark, die für den Goldkauf bei der Deutschen Bundesbank verwandt wurden. Der Fonds gab sodann eine entsprechende Menge Gold an die Deutsche Bundesbank ab, um so seinen eigenen Bestand an Deutschen Mark wieder aufzufüllen und gleichzeitig den Goldverkauf der Bundesbank an die Bank von England zu kompensieren.

Die Nettoziehungen der übrigen europäischen Länder beliefen sich 1966 auf nur 20 Millionen Dollar. Die größte Einzelziehung war die von Jugoslawien mit 38 Millionen Dollar, die allerdings durch Rückkäufe in Höhe von 40 Millionen Dollar mehr als ausgeglichen wurde. Die anderen Transaktionen der europäischen Länder enthielten Nettoziehungen in Höhe von 21 Millionen Dollar durch Irland und Bruttoziehungen sowie Rückkäufe in Höhe von 21 Millionen Dollar durch die Türkei.

Die lateinamerikanischen Länder reduzierten ihre Verschuldung beim Fonds per Saldo um 46 Millionen Dollar. Die übrigen Mitglieder des Fonds zogen einen Betrag von netto 192 Millionen Dollar, wovon auf Indien 100 Millionen Dollar und auf Ghana 50 Millionen Dollar entfielen.

Im Verlauf des Jahres wurden vierzehn verschiedene Währungen gezogen. Mit 460 Millionen Dollar stand der kanadische Dollar erstmals an der Spitze. Davon wurden allerdings 400 Millionen Dollar von anderen Mitgliedern für Rückkäufe verwandt, und die Nettoinanspruchnahme von kanadischen Dollar betrug nur 48 Millionen Dollar. Netto gerechnet war die Lira mit 304 Millionen

Dollar die am meisten verwendete Währung, gefolgt von der Deutschen Mark mit 225 Millionen Dollar.

Von den Bruttoziehungen von insgesamt 1 448 Millionen Dollar wurden 1 050 Millionen Dollar aus Wahrungseinzahlungen der Mitgliedsländer finanziert, 148 Millionen Dollar durch Goldverkäufe des Fonds und 250 Millionen Dollar aus einem Funfjahresdarlehen in Lire, das der Fonds im August 1966 von Italien erhielt. Mit dieser Transaktion wurde dem Fonds zum ersten Mal von einem Mitgliedsland ein Darlehen außerhalb des Rahmens der Allgemeinen Kreditvereinbarungen gewährt. Die italienischen Darlehensbedingungen ähneln denjenigen, die im Rahmen der AKV Anwendung finden.

Während des Jahres 1966 und im ersten Vierteljahr 1967 überließ der Fonds den beiden Reservezentren für 272 Millionen Dollar Golddepositen, um die Auswirkungen auf deren Goldreserven abzuschwächen, die von den dort vorgenommenen Goldkaufen anderer Länder zur Abdeckung ihrer Goldeinzahlungsverpflichtungen beim Fonds ausgingen. Von September 1965 bis März 1967 machte der Fonds derartige „Kompensations“-Golddepositen in Höhe von insgesamt 315 Millionen Dollar, von denen 228 Millionen auf die Vereinigten Staaten und 87 Millionen Dollar auf das Vereinigte Königreich entfielen. Von den Goldeinzahlungen im Gesamtbetrag von 1 177 Millionen Dollar, die der Fonds seit Februar 1965 in Verbindung mit der Erhöhung der Quoten erhalten hatte, waren 463 Millionen Dollar bis Ende März 1967 über Goldverkäufe und Golddepositen an die Mitglieder zurückgeflossen.

Für das vergangene Jahr war die Neufassung und Ausdehnung der besonderen Fazilitäten bemerkenswert, die 1963 eingeführt worden waren, um durch Exportausfalle verursachte Zahlungsbilanzdefizite bei rohstoffproduzierenden Mitgliedsländern zu überbrücken. Bei den neuen Fazilitäten ist die Obergrenze für ausstehende kompensatorische Ziehungen von 25 auf 50 Prozent der Quote erhöht worden. Das bedeutet, daß, falls die in Frage kommenden Fondsmitglieder sowohl diese Fazilität wie auch ihre ordentlichen Ziehungsrechte beim Fonds voll in Anspruch nehmen, der Bestand ihrer Währungen beim Fonds auf 250 Prozent der jeweiligen Quote steigen könnte, gegen 225 Prozent zuvor.

Im ersten Quartal von 1967 beliefen sich die Nettoziehungen beim Fonds auf 100 Millionen Dollar; den Hauptposten stellte eine Ziehung von 166 Millionen durch Spanien dar. Außerdem war für dieses Vierteljahr kennzeichnend, daß mit 72 Millionen Dollar das Pfund Sterling die hauptsächlich gezogene Währung war. Diese Sterlingziehungen anderer Fondsmitglieder hatten natürlich eine entsprechende Verbesserung der britischen Nettoposition zur Folge. Am 25. Mai tilgte dann das Vereinigte Königreich 405 Millionen Dollar von der im Dezember 1964 in Anspruch genommenen 1 Milliarde Dollar. Der Fonds verwandte diesen Betrag, um die ihm damals im Rahmen der Allgemeinen Kreditvereinbarungen zur Verfügung gestellten Mittel zurückzuzahlen.

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

*Vereinigte Staaten.* Auf der Basis des Liquiditatskonzepts war das US-Zahlungsbilanzdefizit 1966 ungefähr ebenso groß wie im Jahr zuvor, nämlich 1 370

Millionen Dollar gegen 1 335 Millionen Dollar. Indessen war seine Finanzierungsstruktur ganz anders. 1965 war es zu 90 Prozent durch die US-Währungsbehörden finanziert worden; 1966 hingegen ergab sich gemessen an der amtlichen Finanzierung ein Zahlungsbilanzüberschuß von 245 Millionen Dollar, wobei sich die zentrale liquide Reserveposition um 1 020 Millionen Dollar verbesserte.

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1965	1966				1967	
		Ganzes Jahr	I	II	III		IV
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Reserven . . . . .	-1 220	- 570	- 425	- 70	- 80	+ 5	-1 025
davon							
Gold . . . . .	-1 665	- 570	- 70	- 210	- 170	- 120	- 50
Devisen . . . . .	+ 350	+ 540	- 220	+ 165	+ 425	+ 170	-1 005
IWF-Goldtranche- position . . . . .	+ 95	- 540	- 135	- 25	- 335	- 45	+ 30
Verbindlichkeiten gegen- über amtlichen ausländi- schen Stellen . . . . .	- 85	+ 815	+ 825	- 315	+ 490	- 185	- 255
davon							
Liquid . . . . .	+ 15	+1 590	+ 850	- 55	+ 600	+ 195	+ 85
Nichtliquid . . . . .	- 100	- 775	- 25	- 260	- 110	- 380	- 340
Saldo der amtlichen Reservetransaktionen . . abzüglich	-1 305	+ 245	+ 400	- 385	+ 410	- 180	-1 280
Nichtliquide Verbind- lichkeiten gegenüber amtlichen ausländi- schen Stellen . . . . .	+ 100	+ 775	+ 25	+ 260	+ 110	+ 380	+ 340
Gesamtveränderung der zentralen liquiden Reserveposition . . . . .	-1 205	+ 1 020	+ 425	- 125	+ 520	+ 200	- 940
zuzüglich							
Verbindlichkeiten gegenüber nichtamt- lichen ausländischen Stellen . . . . .	- 130	-2 390	- 475	- 25	-1 220	- 670	+ 710
Saldo nach „Liquiditäts- konzept“ . . . . .	-1 335	-1 370	- 50	- 150	- 700	- 470	- 230

Auffälliges Kennzeichen der amerikanischen Devisenbilanz im Jahre 1966 war die Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen um 2 390 Millionen Dollar. Diese Entwicklung, die sich am ausgeprägtesten in der zweiten Hälfte des Jahres vollzog, ist im wesentlichen das Ergebnis der kreditpolitischen Anspannung in den Vereinigten Staaten. Insbesondere flossen den US-Banken über die Transaktionen ihrer Auslandsniederlassungen am Eurodollarmarkt Mittel zu. Ein Teil dieser Depositen dürfte aus amtlichen Quellen stammen, obwohl sie in den Statistiken als Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen Stellen ausgewiesen werden. Wenn nämlich amtliche ausländische Stellen ihre Dollaranlagen von den Vereinigten Staaten auf den Eurodollarmarkt verlagern oder wenn sie neue Dollareingänge auf diesem Markt anlegen wollen, verzeichnen die amerikanischen Statistiken einen Anstieg der

Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Geschäftsbanken und nicht gegenüber amtlichen Stellen. Es ist deswegen anzunehmen, daß die US-Statistiken den tatsächlichen Anstieg der nichtamtlichen Dollarguthaben wie auch den wirklichen Rückgang der amtlichen Bestände überhöht wiedergeben.

Obwohl der Zufluß von kurzfristigen Mitteln über das Bankensystem das Liquiditätsdefizit mehr als deckte, bedeutete dies nicht, daß die amerikanischen Währungsbehörden 1966 keine Probleme der Defizitfinanzierung hatten. Im Gegenteil, der Goldbestand nahm um weitere 570 Millionen Dollar ab, wobei sich die Nettoverkäufe von Gold an Länder auf 610 Millionen Dollar beliefen. Außerdem verschlechterte sich die IWF-Goldtrancheposition um 540 Millionen Dollar. Die Auswirkung dieser Reservenverluste auf die amtliche Nettoreserveposition wurde indessen mehr als kompensiert durch die Veränderungen, die bei den amtlichen Devisenbeständen und bei den Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen stattfanden.

Die Guthaben der amerikanischen Währungsbehörden an konvertierbaren Devisen, die schon 1965 um 350 Millionen Dollar zugenommen hatten, stiegen 1966 um weitere 540 Millionen Dollar und erreichten zum Jahresende den Rekordbetrag von 1 320 Millionen Dollar. Nahezu die Hälfte des Anstiegs von 1966 stammte aus dem Pfundgegenwert des der Bank von England gewährten Stützungskredits, während der Rest fast ausschließlich den Erlös aus einem DM/Dollar-Swap in Höhe von 200 Millionen Dollar zwischen dem Federal Reserve System und der BIZ vom Dezember 1966 darstellte, einer Operation, die es der BIZ ermöglichen sollte, den Anstieg der Eurodollarzinssätze zum Jahresende zu mäßigen. Die Zunahme der amtlichen Devisenguthaben der Vereinigten Staaten fand also ihre Entsprechung in einem Anwachsen der ausländischen Dollarguthaben.

Was die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen amtlichen Stellen betrifft, so haben diese im Jahr 1966 um 815 Millionen Dollar abgenommen. Die liquiden Verbindlichkeiten wurden um 1 590 Millionen zurückgeführt, während bestimmte nichtliquide Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen amtlichen Stellen um 775 Millionen Dollar wuchsen; sie sind, obschon sie den Gesamtsaldo nach dem Liquiditätskonzept nicht beeinflussen, in der Bilanz der amtlichen Reservetransaktionen enthalten. Teilweise hing die Abnahme der liquiden Verbindlichkeiten einfach mit dem Anstieg bei den nichtliquiden Verbindlichkeiten zusammen; teils dürfte sie sich in dem bei den Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen verzeichneten Zuwachs niedergeschlagen haben, wengleich einige dieser Umschichtungen, wie bereits oben dargelegt, nicht tatsächlich einen Dollartransfer von amtlichen Stellen an Private darstellen dürften. Außerdem wurden die liquiden Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden durch vorzeitige Schuldentrückzahlungen beeinflußt, die ausländische Regierungen im Laufe des Jahres vornahmen. Diese Transaktionen beliefen sich auf 410 Millionen Dollar, wovon auf die Bundesrepublik Deutschland 195 Millionen, auf Italien 145 Millionen und auf Frankreich 70 Millionen Dollar entfielen. 1965 hatte es nur eine vorzeitige Schuldentilgung gegeben, nämlich die Frankreichs in Höhe von 180 Millionen Dollar. Werden diese

Vorauszahlungen als Finanzierungsbeiträge in die Rechnung miteinbezogen und dem Liquiditätsdefizit zugeschlagen, so würde das Gesamtdefizit für 1966 sich auf 1 780 Millionen Dollar belaufen, verglichen mit 1 515 Millionen Dollar im Jahre 1965.

Die Verpflichtungen gegenüber ausländischen amtlichen Stellen schließen ebenfalls die ausländischen Bestände an nichtmarktfähigen US-Staatsschuldverschreibungen ein, die zumeist auf die Währung des Erwerbers lauten und allgemein als „Roosa-Bonds“ bekannt sind. Der ausstehende Betrag an Roosa-Bonds nahm 1966 um 450 Millionen Dollar ab. Der Bestandsrückgang betrug bei der Bundesrepublik Deutschland 250 Millionen Dollar, bei Kanada 125 Millionen, bei Österreich 50 Millionen und bei der Schweiz 45 Millionen Dollar. Andererseits erhöhte Italien seinen Bestand an Roosa-Bonds um 25 Millionen Dollar. Außerdem wurden weitere 515 Millionen Dollar dieser nichtliquiden Papiere in liquide Titel umgewandelt, und zwar der Bundesrepublik 300 Millionen, der Schweiz 190 Millionen und Österreich 25 Millionen. Diese Umtauschaktionen bewirkten entsprechende Verschiebungen von nichtliquiden zu liquiden Verpflichtungen gegenüber ausländischen amtlichen Stellen.

Das Liquiditätsdefizit betrug im ersten Quartal 1967 vor der Saisonbereinigung 230 Millionen Dollar. Auf der Basis der amtlichen Ausgleichstransaktionen machte das Defizit 1 280 Millionen Dollar aus. Der Unterschied ist auf zwei Faktoren zurückzuführen. Der erste und bedeutsamste ist ein Mittelabfluß von 710 Millionen Dollar über das Bankensystem in Form eines Abbaus der Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen, der durch die Rückzahlung von Geldern verursacht wurde, die Banken der Vereinigten Staaten am Eurodollarmarkt 1966 aufgenommen hatten. Zweitens gab es einen weiteren Anstieg bei den nichtliquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen um 340 Millionen Dollar. Außer durch die letztere Zunahme wurde das auf der Basis der amtlichen Ausgleichstransaktionen berechnete Defizit im wesentlichen durch eine Verringerung der zentralen Bestände an konvertierbaren Devisen um 1 005 Millionen Dollar — zumeist Pfund Sterling — finanziert.

*Vereinigtes Königreich.* Für die erweiterte Devisenbilanz des Vereinigten Königreichs war 1966 hauptsächlich kennzeichnend, daß trotz einer merklichen Besserung der Gesamtzahlungsbilanz der umfangreiche Mittelabfluß aus London zu einer beträchtlich höheren amtlichen Finanzierung führte als 1965. Genauer ausgedrückt: In den Sommermonaten beider Jahre war ein erheblicher Mittelabzug zu verzeichnen, aber der Rückstrom im Herbst war 1966 — wegen einer Reduzierung der Pfundguthaben des überseeischen Sterlingraumes und infolge des im Vergleich zu den Dollarzinssätzen, unter Berücksichtigung der Kursicherungskosten, nachteiligen Zinsgefälles — viel geringer als 1965.

Dank den Maßnahmen, die die britische Regierung im Juli 1966 ergriff, ging das Zahlungsbilanzdefizit von 695 Millionen auf 500 Millionen Dollar zurück. Die tatsächliche Verbesserung war dabei noch größer, da das Defizit von 1966 rund 200 Millionen Dollar für die Bedienung der von den Vereinigten Staaten und Kanada gewährten Nachkriegsanleihen einschließt; 1964 und 1965

waren die entsprechenden Zahlungen größtenteils gestundet worden. Die Zusammensetzung der Devisentransaktionen kann für 1966 im einzelnen nicht genau beziffert werden, da es keine Informationen über den Umfang der von der Bank von England in Anspruch genommenen Zentralbankhilfe gibt. Ein ungefähres Bild von der Entwicklung erhält man, wenn man davon ausgeht, daß die Veränderungen in den amtlichen Pfundguthaben der Länder außerhalb des Sterlingraumes im großen und ganzen auf die Inanspruchnahme oder Rückzahlung der Stützungskredite der Notenbanken zurückzuführen sind.

Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz

	1965	1966				
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV
			Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)			
Zentrale Forderungen . . . . .	+ 690	- 790	- 320	- 295	- 115	- 60
davon						
Reserven . . . . .	+ 690	+ 95	+ 565	- 295	- 115	- 60
Einsatz von Dollarwertpapteranlagen	-	- 885	- 885	-	-	-
IWF-Position . . . . .	-1 400	+ 5	- 10	+ 20	- 10	+ 5
Sterlingverbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraumes (netto) . . . . .	- 290	- 810	+ 350	- 40	-1 110	- 10
Amtliche Fremdwährungseinlagen von ausländischen Zentralbanken (netto) . . . . .	+ 200	- 40	-	-	- 50	+ 10
Sonstige Sterlingverbindlichkeiten (netto) . . . . .	+ 80	+ 420	- 325	- 275	+ 885	+ 135
davon						
gegenüber dem Sterlingraum . .	- 25	- 15	- 255	- 485	+ 470	+ 255
gegenüber nichtamtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraumes . .	+ 90	+ 475	- 60	+ 210	+ 405	- 80
gegenüber internationalen Institutionen . . . . .	+ 15	- 40	- 10	-	+ 10	- 40
Fremdwährungsverbindlichkeiten der britischen Banken (netto) . . .	+ 185	+ 455	+ 150	+ 185	- 20	+ 140
Verbindlichkeiten in Währungen des überseeischen Sterlingraumes (netto) . . . . .	- 20	+ 125	- 65	+ 50	+ 125	+ 15
Verschiedenes . . . . .	- 140	+ 135	+ 100	+ 100	+ 5	- 70
<b>Gesamtsaldo . . . . .</b>	<b>- 695</b>	<b>- 500</b>	<b>- 120</b>	<b>- 255</b>	<b>- 290</b>	<b>+ 165</b>

Unter dieser Annahme darf gefolgert werden, daß 1966 die Beanspruchung der amtlichen Ausgleichsfinanzierung das Zahlungsbilanzdefizit um annähernd 1 Milliarde Dollar überstiegen haben könnte. Damit ist — wenn auch nur sehr grob — das Ausmaß der nachteiligen Devisentransaktionen, die sich im Verlauf des Jahres vollzogen, charakterisiert. Grundlegend für diese Transaktionen waren zwei Komponenten, nämlich die erneute Vertrauenskrise, der das Pfund während des Sommers 1966 ausgesetzt war, und die Attraktivität der hohen Dollarzinsätze. Für das Jahr 1966 als Ganzes zeigten sich die Auswirkungen dieser beiden Faktoren hauptsächlich in einer Verringerung um 420 Millionen Dollar bei der Position „Sonstige Sterlingverbindlichkeiten (netto)“ (welche die Veränderungen aller Pfundverbindlichkeiten mit Ausnahme derjenigen gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraumes enthält und einen Abbau der Verbindlichkeiten

gegenüber nichtamtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraumes um 475 Millionen Dollar einschließt) sowie in einer Schrumpfung der Netto-Fremdwährungsverbindlichkeiten der britischen Banken um 455 Millionen Dollar.

Außer bei diesen beiden Hauptpositionen ergab sich im Laufe des Jahres auch ein Abbau von 125 Millionen Dollar bei den Nettoverbindlichkeiten in Währungen des überseeischen Sterlingraumes und von 135 Millionen Dollar bei den „verschiedenen“ Verbindlichkeiten. Die Veränderung der britischen Bankenposition in Währungen des überseeischen Sterlingraumes spiegelt Transaktionen buchungstechnischer Art wider, die bei den Pfundguthaben der Länder des überseeischen Sterlingraumes kompensiert wurden, während beim Mittelabfluß in der Position „Verschiedenes“ 105 Millionen Dollar auf die Abnahme der Guthaben der Bundesrepublik Deutschland zurückgehen, die auf Grund von Vorauszahlungen für künftige Exportaufträge entstanden waren.

Was die Entwicklung der amtlichen Reserven betrifft, so stellte den größten Finanzierungsbeitrag der Einsatz von Dollarwertpapieranlagen in Höhe von 885 Millionen Dollar aus dem Bestand des Schatzamtes dar. Außerdem muß im Anstieg der Sterlingverbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraumes um 810 Millionen Dollar im wesentlichen die Inanspruchnahme von Zentralbankhilfe zum Ausdruck gekommen sein, was auch für den Nettozuwachs von 40 Millionen Dollar bei den amtlichen Fremdwährungseinlagen von ausländischen Zentralbanken zutrifft. Die veröffentlichten Währungsreserven erhöhten sich im Jahresverlauf um 95 Millionen Dollar.

Der Druck auf das Pfund erreichte seinen Höhepunkt im dritten Quartal. Die hauptsächlichsten Faktoren waren damals das aus Saisongründen hohe Zahlungsbilanzdefizit von 290 Millionen Dollar (einschließlich des Restpostens) und die Verringerung der Sterlingverbindlichkeiten (ohne diejenigen gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraumes) um 885 Millionen Dollar. Mehr als die Hälfte dieses Rückganges, nämlich 470 Millionen Dollar, entfiel auf die Guthaben der äußeren Sterlingzone und bringt eher deren — weitgehend saisonal bedingtes — Zahlungsbilanzdefizit als einen Vertrauensschwund gegenüber dem Pfund zum Ausdruck. Während des ersten halben Jahres hatte der Zahlungsbilanzüberschuß des äußeren Sterlingraumes umgekehrt zu einem Anstieg seiner Pfundguthaben um 740 Millionen Dollar geführt und so die Finanzierungslast der amtlichen britischen Stellen beträchtlich erleichtert.

Im letzten Viertel von 1966 wurde die Zahlungsbilanz aktiv. Die Reserven verminderten sich um 60 Millionen Dollar, doch wurden einige Rückzahlungen auf die Stützungskredite geleistet. Gleichzeitig stiegen wieder die Pfundguthaben von Ländern außerhalb des Sterlingraumes. Die von amtlichen Stellen unterhaltenen Guthaben (ohne die auf Grund der Stützungsaktion) dürften einen kräftigen Anstieg verzeichnet haben, da sie sich während dieses Quartals sogar unter Einschluß der Rückzahlung von Stützungskrediten um 10 Millionen Dollar erhöhten. Auch die privaten Guthaben außerhalb des Sterlingraumes nahmen um 80 Millionen Dollar zu. Allerdings wurde die potentielle Auswirkung dieses Zugangs wie auch der „verschiedenen“ Mittelzuflüsse in Höhe von 70 Millionen Dollar auf die Währungsreserven dadurch zunichte gemacht, daß infolge

der Veränderungen in der Nettofremdwährungsposition der Geschäftsbanken wiederum ein Abfluß von 140 Millionen Dollar entstand und die Pfundguthaben des äußeren Sterlingraumes nochmals um 255 Millionen Dollar abnahmen.

Im ersten Viertel von 1967 flossen, besonders zu Jahresbeginn, beträchtliche Mittel nach London. Das geschah teils in Form einer neuerlichen Wiederaufstockung von Pfundguthaben außerhalb des Sterlingraumes und teils über einen Mittelrückfluß aus den Vereinigten Staaten infolge der Abschwächung der Dollarzinsätze. Einzelangaben über die Entwicklung im ersten Quartal stehen noch nicht zur Verfügung, aber es ist bekannt, daß die Reserven um 160 Millionen Dollar zunahmen und der größte Teil der Zentralbankhilfe zurückgezahlt worden ist.

*Westliches Kontinentaleuropa.* Die erweiterten Devisenbilanzen der westlichen kontinentaleuropäischen Länder zeigen 1966 gegenüber dem Vorjahr wesentliche Strukturunterschiede. Erstens war der Überschuß der erweiterten Devisenbilanzen mit insgesamt 1 080 Millionen Dollar um mehr als die Hälfte kleiner als im Jahr zuvor. In beträchtlichem Umfange beruhte das auf dem Rückgang der französischen und italienischen Überschüsse. Außerdem sei auf den Anstieg der vorzeitigen Schuldentrückzahlungen dieser Ländergruppe an die Vereinigten Staaten von 180 auf 410 Millionen Dollar hingewiesen. Zweitens machte die Zunahme in der Nettodevisenposition derjenigen kontinentalen Geschäftsbankensysteme, für die Angaben zur Verfügung stehen, nur 10 Prozent des Gesamtüberschusses aus, gegenüber 40 Prozent im Jahr 1965. Auch hier ist der Unterschied hauptsächlich auf die Entwicklung in Frankreich und Italien zurückzuführen. Drittens flachte sich das Wachstum der zentralen Nettopositionen von 1 495 auf 975 Millionen Dollar ab. Viertens war 1965 der Zuwachs der amtlichen Gold- und Devisenbestände um 335 Millionen Dollar per Saldo das Ergebnis einer Verringerung der Devisenbestände um 1 980 Millionen Dollar und eines Anstiegs der Goldreserven um 2 315 Millionen Dollar gewesen; 1966 änderte sich hingegen keine dieser Positionen wesentlich, die Goldreserven erhöhten sich um 200 Millionen Dollar, und die Devisenbestände nahmen um 85 Millionen Dollar ab.

Vom Unterschied zwischen den Zuwächsen von 1965 und 1966 bei den Goldreserven der kontinentaleuropäischen Länder kann mehr als die Hälfte den Transaktionen zwischen diesen Ländern und den internationalen Währungsorganisationen zugerechnet werden. So erhielten 1965 die kontinentaleuropäischen Länder im Zusammenhang mit der britischen Ziehung von 1,4 Milliarden Dollar vom IWF Gold im Gegenwert von 350 Millionen Dollar; 1966 leisteten sie dagegen an den Fonds Goldbeiträge in Höhe von 365 Millionen Dollar. Außerdem nahmen 1965 die Jahresend-Goldswaps der Schweizerischen Nationalbank mit der BIZ um 330 Millionen Dollar zu, aber 1966 gingen sie um 220 Millionen Dollar zurück. Selbst wenn man diese Transaktionen mit den internationalen Institutionen ausklammert, hatte der Anstieg der Goldbestände der Länder auf dem Kontinent nichtsdestoweniger 1965 den gesamten Umfang der amtlichen Finanzierung etwas übertroffen, während 1966 die Erhöhung der amtlichen Goldbestände etwas darunter blieb.

Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition

	Jahres- ende	Gold und Devisen	IWF- und AKV- Netto- position	Gesamte zentrale Reserven	Ge- schäfts- banken (netto)	Gesamte Aus- lands- forderungen	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen, Ab- nahme der Ver- bindlichkeiten)	
							Gesamte zentrale Reserven	Ge- schäfts- banken
Millionen US-Dollar								
Belgien-Luxemburg . . . . .	1965	2 145	310	2 455	- 560	1 995	+ 160	- 25
	1966	2 120	370	2 490	- 705	1 785	+ 35	- 145
Dänemark . . . . .	1965	510	60	570	- 45	525	- 60	+ 80
	1966	510	70	580	- 25	555	+ 10	+ 20
Deutschland (BR) . . . . .	1965	7 070	1 075	8 145	- 680	7 465	- 325	+ 45 <sup>1</sup>
	1966	7 240	1 285	8 495	- 680	7 915	+ 350	+ 100
Finnland . . . . .	1965	275	15	290	- 65	225	- 70	- 15
	1966	140	30	170	- 90	80	- 120	- 25
Frankreich . . . . .	1965	5 370	885	6 255	- 110	6 145	+ 705	+ 255
	1966	5 655	985	6 640	- 155	6 485	+ 385	- 45
Griechenland . . . . .	1965	235	15	250	5	255	- 30	-
	1966	250	25	275	5	290	+ 25	-
Irland . . . . .	1965	395	10	405	250	655	- 40	- 10
	1966	490	-	490	240	730	+ 85	- 10
Island . . . . .	1965	45	5	50	- 5	45	+ 5	-
	1966	50	5	55	- 10	45	+ 5	- 5
Italien . . . . .	1965	4 400	550	4 950	- 195	4 755	+ 955	+ 620
	1966	4 235	885	5 120	195	5 315	+ 170	+ 390
Niederlande . . . . .	1965	2 045	360	2 405	35	2 440	+ 75	- 75
	1966	2 030	415	2 445	- 45	2 400	+ 40	- 80
Norwegen . . . . .	1965	445	25	470	10	480	+ 90	+ 70
	1966	480	45	525	- 40	485	+ 55	- 50
Österreich . . . . .	1965	1 235	70	1 305	- 60	1 245	- 10	- 45
	1966	1 225	100	1 325	- 145	1 180	+ 20	- 85
Portugal . . . . .	1965	990	15	1 005	110	1 115	+ 55	+ 30
	1966	1 100	20	1 120	110	1 230	+ 115	-
Schweden . . . . .	1965	815	140	955	95	1 050	+ 5	+ 20
	1966	845	165	1 010	135	1 145	+ 55	+ 40
Schweiz . . . . .	1965	3 700	-	3 700	.	.	+ 60	.
	1966	3 685	-	3 685	.	.	- 15	.
Spanien . . . . .	1965	1 270	140	1 410	-	1 410	- 105	-
	1966	1 040	165	1 205	-	1 205	- 205	-
Türkei . . . . .	1965	60	- 20	40	.	.	+ 25	.
	1966	25	- 20	5	.	.	- 35	.
Zusammen . . . . .	1965	31 005	3 655	34 660	- 1 215 <sup>2</sup>	29 705 <sup>2</sup>	+ 1 495	+ 950 <sup>2</sup>
	1966	31 120	4 515	35 635	- 1 110 <sup>2</sup>	30 835 <sup>2</sup>	+ 975	+ 105 <sup>2</sup>
Kanada . . . . .	1965	2 605	355	2 960	- 70	2 890	+ 140	- 400
	1966	2 230	450	2 680	355	3 035	- 280	+ 425
Japan . . . . .	1965	1 865	255	2 120	- 900	1 220	+ 130	+ 280
	1966	1 735	320	2 055	- 515	1 540	- 65	+ 385

<sup>1</sup> Nach Ausschaltung statistischer Änderungen. <sup>2</sup> Nur fünfzehn Länder.

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

Was die unterschiedliche Entwicklung der kontinentalen Devisenbestände amtlicher Stellen in den Jahren 1965 und 1966 betrifft, so erklärt sich der starke Rückgang von 1965 zum großen Teil mit dem Ausmaß, in dem diese Länder

ihre Währungen über den IWF ausgeliehen hatten, und mit dem kräftigen Wachstum der Nettodevisenposition ihrer Geschäftsbanken. Darüber hinaus fanden 1965 einige außergewöhnliche Goldkonversionen von Devisenreserven statt, die sich in früheren Jahren angesammelt hatten.

Unter den kontinentaleuropäischen Ländern wiesen 1966 Frankreich (385 Millionen Dollar) und die Bundesrepublik Deutschland (350 Millionen Dollar) die größten Zunahmen der Währungsreserven auf. Die zentrale Reserveposition Italiens stieg um 170 Millionen Dollar, wobei ihr Anwachsen dadurch beschränkt wurde, daß dem Bankenapparat Dollarbeträge im Rahmen von Swapgeschäften zu Sonderbedingungen zur Verfügung gestellt wurden. Gemessen an der jeweiligen wirtschaftlichen Bedeutung, erhöhten sich die Reserven ziemlich kräftig in Portugal (115 Millionen Dollar), Irland (85 Millionen Dollar) und Norwegen (55 Millionen Dollar).

Der gesamte Zuwachs bei den kontinentalen Goldbeständen verteilte sich praktisch auf drei Länder, nämlich Frankreich (530 Millionen Dollar), Portugal (70 Millionen Dollar) und Griechenland (40 Millionen Dollar). Frankreich wies auch den größten Abgang bei den Devisenreserven (250 Millionen Dollar) auf, aber die spanischen Bestände fielen ebenfalls beträchtlich, nämlich um 205 Millionen Dollar, und die italienischen gingen um 175 Millionen Dollar zurück. Die Währungsforderungen der Bundesrepublik wurden dagegen um 285 Millionen Dollar aufgestockt. Der Anstieg bei der kontinentalen IWF-Nettoposition um 860 Millionen Dollar war ziemlich weit gestreut, wenngleich Italien mit 335 Millionen Dollar den weitaus größten individuellen Anstieg zu verzeichnen hatte. Darin ist allerdings das im August 1966 dem Fonds gewährte Sonderdarlehen über 250 Millionen Dollar enthalten.

Im ersten Quartal 1967 nahmen die amtlichen Nettoreserven der Länder auf dem Kontinent um 545 Millionen Dollar ab, wobei ihre Gold- und Devisenbestände um 435 Millionen Dollar und die IWF- und AKV-Nettopositionen um 110 Millionen Dollar zurückgingen. Dagegen verringerten sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken in denjenigen Ländern, für die Angaben vorliegen, um 740 Millionen Dollar; die deutschen Banken für sich genommen haben ihre Nettodevisenposition um 820 Millionen Dollar erhöht.

*Bundesrepublik Deutschland.* Die erweiterte Devisenbilanz der Bundesrepublik wurde 1966 hauptsächlich durch die entschiedene Besserung der Zahlungsbilanz von einem Defizit von 280 Millionen Dollar zu einem Überschuß von 450 Millionen Dollar beeinflusst. Betrachtet man die vorzeitige Schuldentrückzahlung an die Vereinigten Staaten vom Dezember 1966 in Höhe von 195 Millionen Dollar als amtlichen Finanzierungsbeitrag, so beläuft sich der Überschuß 1966 auf 645 Millionen Dollar. Da sich die Nettodevisenposition der Banken nicht viel veränderte, zeigte sich die Aktivierung der Zahlungsbilanz hauptsächlich in einer Umkehr der Entwicklung der zentralen Reserveposition von einem Verlust von 325 Millionen Dollar zu einem Zuwachs von 350 Millionen Dollar, bzw. von 545 Millionen Dollar, wenn die vorzeitige Schuldentilgung miteinbezogen wird.

Bundesrepublik Deutschland: Erweiterte Devisenbilanz

	1965	1966	Januar-April 1966	Mai 1966- März 1967
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)			
Zentrale Reserveposition . . . . .	- 325	+ 350	- 365	+ 815
davon				
Gold . . . . .	+ 160	- 115	- 5	- 110
Uneingeschränkt verwendbare Devisen . . . . .	- 700	+ 785	- 125	+ 895
Sonstige Reserveforderungen . . . . .	+ 35	- 390	- 220	- 170
IWF- und AKV-Nettoposition . . . . .	+ 165	+ 180	+ 35	+ 150
Sonstige Forderungen (netto) . . . . .	+ 15	- 110	- 50	+ 50
Nettodevisenposition der Kreditinstitute . . . . .	+ 45	+ 100	+ 360	+ 560
Gesamtsaldo . . . . .	- 280	+ 450	- 5	+ 1 375

Erst im Mai 1966 wurde die erweiterte Devisenbilanz nachhaltig aktiv. In den ersten vier Monaten des Jahres war sogar ein kleines Defizit von 5 Millionen Dollar entstanden. Die Nettodevisenposition der Kreditinstitute verbesserte sich aus saisonalen Gründen um 360 Millionen Dollar, was teilweise durch eine Abnahme der Devisenreserven um 125 Millionen Dollar und teilweise durch einen Rückgang der „sonstigen Reserveforderungen“ um 220 Millionen Dollar kompensiert wurde. Das Volumen der ausstehenden, auf Deutsche Mark lautenden Roosa-Bonds wurde um 150 Millionen Dollar verringert, und die amtlichen Pfundguthaben, die 1965 entsprechend den Bestimmungen des deutsch-britischen Devisenausgleichsabkommens entstanden waren, gingen um 70 Millionen Dollar zurück.

Seit Mai 1966 ist die Zahlungsbilanz ununterbrochen positiv gewesen, und der Überschuß wuchs bis ins erste Quartal 1967 ständig. Die Struktur der Devisentransaktionen während dieses Zeitraums läßt sich am deutlichsten erkennen, wenn man ihn als Ganzes betrachtet, um die Auswirkungen der Jahresabschlußdispositionen der Geschäftsbanken auszuschalten. In der Zeit von Ende April 1966 bis Ende März 1967 machte der Überschuß insgesamt 1 375 Millionen Dollar aus. Von diesem Betrag wurden 560 Millionen Dollar der Nettodevisenposition der Kreditinstitute zugeführt, während 815 Millionen Dollar für die amtliche Finanzierung verblieben. Wesentlicher Bestandteil der amtlichen Finanzierung war während dieser Periode das Anwachsen der Devisenreserven um 895 Millionen Dollar. Der Goldbestand nahm dagegen um 110 Millionen Dollar ab, was auf einer Goldeinzahlung beim IWF in Höhe von 103 Millionen Dollar beruhte; darauf ist zum größeren Teil auch der Anstieg der IWF-Nettoposition um 150 Millionen Dollar zurückzuführen. Die sonstigen Reserveforderungen zeigten eine weitere Abnahme in Höhe von 170 Millionen Dollar, wovon 100 Millionen Dollar auf die Rückzahlung von DM-Roosa-Bonds entfielen, 50 Millionen Dollar auf die Verringerung der amtlichen Pfundguthaben und die restlichen 20 Millionen Dollar auf die Rückzahlung von EZU-Schulden.

*Frankreich.* Die französische Devisenbilanz spiegelte 1966 die grundlegende Änderung der Zahlungsbilanzsituation im Laufe des Jahres wider. Während der ersten acht Monate von 1966 ergab sich ein Überschuß von 610 Millionen

Dollar, der seinen Niederschlag fand in einem Anstieg der Goldreserven um 505 Millionen Dollar sowie in einer Zunahme der IWF-Nettoposition um 95 Millionen Dollar, wovon 50 Millionen Dollar aus der Zahlung des Goldbeitrags an den Fonds stammten. Im September wurde die Zahlungsbilanz defizitär, und für die letzten vier Monate des Jahres belief sich der Fehlbetrag auf 270 Millionen Dollar. Da in Höhe von 70 Millionen Dollar Verbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten im September vorzeitig getilgt wurden, erforderte der Zahlungsausgleich während dieser vier Monate 340 Millionen Dollar. Sie wurden größtenteils durch einen Abbau der Devisenreserven um 245 Millionen Dollar aufgebracht, und zusätzlich nahm die Nettodevisenposition der Banken um 45 Millionen Dollar ab. Im ersten Quartal von 1967 gab es ein weiteres bescheidenes Defizit von 50 Millionen Dollar. Da mit ihm ein Mittelzufluß von 60 Millionen Dollar bei den Banken einherging, wuchsen die amtlichen Nettoreserven geringfügig.

*Italien.* Ebenso wie in Frankreich entwickelte sich auch hier die Zahlungsbilanz 1966 erheblich weniger günstig. Die lange Periode der Überschüsse, die im zweiten Quartal 1964 begonnen hatte, ging im dritten Quartal 1966 zu Ende und wurde von einem Defizit in Höhe von 110 Millionen Dollar im letzten Viertel des Jahres abgelöst. Infolgedessen ging der jährliche Zahlungsbilanzüberschuß von 1 575 Millionen Dollar im Jahre 1965 auf 560 Millionen Dollar im Jahre 1966 zurück. Diese Zahlen geben die Verschlechterung, die von einem Jahr zum anderen eingetreten ist, zu hoch wieder, da der US-Regierung 145 Millionen Dollar im September 1966 vorzeitig zurückgezahlt worden sind, was als eine Art Finanzierungsposten betrachtet werden kann.

Während der ersten drei Vierteljahre von 1966 absorbierten die italienischen Geschäftsbanken weiterhin einen Teil des Zahlungsbilanzüberschusses und trugen so zur Mäßigung der amtlichen Finanzierungserfordernisse bei. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens änderte sich indessen die Struktur der außenwirtschaftlichen Zahlungsströme von Quartal zu Quartal beträchtlich.

Im ersten Quartal bestanden für die amtliche Ausgleichsfinanzierung keine Probleme, da dem positiven Gesamtsaldo von 75 Millionen Dollar ein noch größerer — teilweise saisonal bedingter — Anstieg der Nettodevisenposition der Banken um 220 Millionen Dollar gegenüberstand. Die Nettowährungsreserven gingen um 275 Millionen Dollar zurück, was erheblich mehr war als der Quartalsdevisenüberschuß der Banken. Dafür gab es zwei Gründe, nämlich die Goldbeitragszahlung von etwas über 30 Millionen Dollar an den IWF und die Erhöhung der Position „Sonstige zentrale Forderungen“ um 90 Millionen Dollar als Ergebnis einer Umwandlung von Primärreserven in längerfristige Reserveforderungen.

Während des zweiten Quartals vergrößerte sich der Überschuß auf 185 Millionen Dollar; sein Gegenstück in der Devisenbilanz fand er in einem Anstieg von 175 Millionen Dollar bei den Nettowährungsreserven. Als der Überschuß im dritten Quartal seine saisonale Spitze erreichte, nahm die Nettodevisenposition der Banken beträchtlich zu, nämlich um 185 Millionen Dollar, während

225 Millionen Dollar durch den amtlichen Sektor finanziert wurden. Im Juli nahm die Federal Reserve ihre Lire-Swap-Fazilität im Betrage von 225 Millionen Dollar in Anspruch, um den Dollarzustrom in die italienischen Währungsreserven zu absorbieren; aber im folgenden Monat wurde dieser Swap mit Hilfe einer Lireziehung der Vereinigten Staaten beim IWF in Höhe von 250 Millionen Dollar aufgelöst. Diese Ziehung wurde durch ein besonderes Lire-darlehen an den Fonds finanziert, auf dessen Gewährung im wesentlichen das Anwachsen der italienischen IWF-Nettosition im dritten Quartal beruhte.

Italien: Erweiterte Devisenbilanz

	1965	1966				1967	
	Ganzes Jahr	I	II	III	IV	I	
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)						
Nettowährungsreserven . . . . .	+ 400	- 220	- 275	+ 175	- 35	- 85	- 170
davon							
Gold . . . . .	+ 295	+ 10	- 35	-	- 10	+ 55	-
Devisen . . . . .	- 110	- 175	- 190	+ 185	- 105	- 65	- 150
Sonstige Reserveforderungen . . . . .	+ 225	- 85	- 50	- 10	+ 60	- 85	- 15
Kurzfristige Verbindlichkeiten . . . . .	- 10	+ 30	-	-	+ 20	+ 10	- 5
IWF- und AKV-Nettosition sowie andere Darlehen an den IWF . . . . .	+ 405	+ 335	+ 40	+ 30	+ 255	+ 10	+ 25
Sonstige zentrale Forderungen . . . . .	+ 150	+ 55	+ 90	- 30	+ 5	- 10	+ 5
Zentrale Nettoreserveposition . . . . .	+ 955	+ 170	- 145	+ 175	+ 225	- 85	- 140
Nettodevisenposition der Banken . . . . .	+ 620	+ 390	+ 220	+ 10	+ 195	- 25	- 105
Gesamtsaldo . . . . .	+ 1 575	+ 560	+ 75	+ 185	+ 410	- 110	- 245

Das Defizit des letzten Vierteljahres fand zum größten Teil seinen Niederschlag in einer Abnahme der zentralen Nettoreserveposition um 85 Millionen Dollar. Genauer ausgedrückt: Es wurde durch einen Abbau jener Swap-Dollarguthaben bei der Federal Reserve finanziert, die in der Position „Sonstige Reserveforderungen“ enthalten sind. Die Devisenreserven nahmen um 65 Millionen Dollar ab, was fast ausschließlich die Folge von Goldkäufen beim US-Schatzamt war.

Im ersten Quartal 1967 erhöhte sich das Gesamtdefizit um 245 Millionen Dollar, was teilweise auf die von steuerlichen Überlegungen bestimmten Kapitalabflüsse zurückzuführen ist. Die Devisenreserven gingen um 150 Millionen Dollar zurück, und die Nettodevisenposition der Banken nahm um 105 Millionen Dollar ab. Das Defizit war auf die Monate Januar und Februar beschränkt; der März wies dann einen Überschuß von 40 Millionen Dollar auf.

Die italienische Politik hinsichtlich der Finanzierung des Zahlungsbilanzüberschusses wird deutlich, wenn man die Entwicklung der Reservepositionen

in den Jahren 1965 und 1966 zusammenfaßt. Von dem gesamten Überschuß von 2 135 Millionen Dollar wurden 1 010 Millionen Dollar durch die Banken und weitere 740 Millionen Dollar über die IWF-Position finanziert. Die Primärreserven, also der Gold- und Devisenbestand, stiegen nur um 20 Millionen Dollar.

*Niederlande.* Die Zahlungsbilanz wies 1966 ein Defizit von 40 Millionen Dollar auf. Das Bankensystem baute allerdings seine Nettodevisenposition um das Doppelte dieses Betrages ab, was eine Aufstockung der zentralen Nettoreserveposition um 40 Millionen Dollar erlaubte. Die IWF-Nettoposition erhöhte sich sogar um 55 Millionen Dollar; mit ihr einher ging eine Abnahme der Gold- und Devisenreserven um 15 Millionen Dollar. Von dem Anstieg der niederländischen Nettoposition beim Fonds waren 25 Millionen Dollar die Folge der Zahlung des Goldbeitrages an den Fonds, und der Rest ging auf Guldenziehungen anderer Mitglieder beim Fonds zurück. Diese Transaktionen führten zu einer entsprechenden Verringerung der Gold- bzw. Devisenreserven; bei den Devisenreserven wurden sie allerdings von den Auswirkungen, die von der Schrumpfung der Nettodevisenposition der Banken ausgingen, überkompensiert, so daß die Devisenreserven in Wirklichkeit während des Jahres um 10 Millionen Dollar zunahmen.

Sowohl hinsichtlich der Struktur als auch der Richtung der außenwirtschaftlichen Zahlungsströme bestanden in den beiden Halbjahren von 1966 beträchtliche Unterschiede. Während der ersten sechs Monate des Jahres entstand ein Zahlungsbilanzdefizit in Höhe von 180 Millionen Dollar, das sich in einem Abbau der Nettoauslandsforderungen der Banken um 105 Millionen Dollar und in einer Abnahme der amtlichen Nettoreserveposition um 75 Millionen Dollar niederschlug. Im zweiten Halbjahr dagegen, als die Zahlungsbilanz auf Zahlungsbasis aktiv wurde, nahm die Nettodevisenposition der Banken um nur 25 Millionen Dollar zu, während die amtlichen Nettoreserven um 115 Millionen Dollar aufgestockt wurden.

Im ersten Quartal 1967 wies die Zahlungsbilanz (auf Zahlungsbasis) ein neuerliches Defizit von 60 Millionen Dollar auf; dementsprechend verschlechterte sich die Nettoauslandsposition sowohl des amtlichen Sektors als auch des Bankensektors. Die Devisenreserven schrumpften um 50 Millionen Dollar, was teils mit einem Anstieg von rund 20 Millionen Dollar bei den anderen amtlichen Reservepositionen zusammenhing, und die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken stiegen um 35 Millionen Dollar.

*Belgien.* In Belgien ähnelte 1966 die Struktur des Zahlungsbilanzausgleichs im ganzen etwas derjenigen der Niederlande. Die Zahlungsbilanz wies ein Defizit von 110 Millionen Dollar auf, aber infolge einer Verschlechterung der Nettodevisenposition der Banken von 145 Millionen Dollar erhöhte sich die zentrale Reserveposition um 35 Millionen Dollar. Wie in den Niederlanden stieg die IWF-Nettoposition stärker als die amtlichen Reserven insgesamt, nämlich um 60 Millionen Dollar, während die Gold- und Devisenbestände um 25 Millionen Dollar abnahmen. Im ersten Vierteljahr 1967 zeigte sich in der Zahlungsbilanz ein Überschuß von 35 Millionen Dollar. Die zentralen Nettoreserven fielen jedoch

um 10 Millionen Dollar, da die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken, die in den drei vorangegangenen Quartalen um 185 Millionen Dollar zugenommen hatten, sich um 45 Millionen Dollar verringerten.

*Österreich.* Auch in Österreich war das Zahlungsbilanzdefizit 1966 von einem Zuwachs der amtlichen Nettoreserven begleitet. Das außenwirtschaftliche Gesamtdefizit belief sich auf 65 Millionen Dollar, doch die Abnahme der Devisenposition der Kreditunternehmen betrug 85 Millionen Dollar; sie vollzog sich fast ausschließlich im letzten Quartal des Jahres, als das Defizit 90 Millionen Dollar erreichte. Der Anstieg von 20 Millionen Dollar in der amtlichen Nettoreservenposition beruhte wie in den Niederlanden und in Belgien auf der noch größeren Zunahme der IWF-Nettoposition um 30 Millionen Dollar, wovon 25 Millionen Dollar auf die Zahlung des österreichischen Goldbeitrages an den Fonds zurückgingen. Bei der Goldreserve gab es während des Jahres keine Veränderungen; die Devisenreserven verringerten sich um 10 Millionen Dollar.

*Schweiz.* Die amtlichen Nettoreserven der Schweiz ermäßigten sich 1966 um 15 Millionen Dollar. Während die Gold- und Devisenbestände sich um 75 Millionen Dollar erhöhten, nahmen die anderen amtlichen Forderungen um 90 Millionen Dollar ab. Teils aus Saisongründen und teils wegen der Anziehungskraft der steigenden ausländischen Zinssätze verringerten sich die Reserven um 450 Millionen Dollar in den ersten vier Monaten des Jahres. Im Mai begann der Schweizer Geld- und Kapitalmarkt sich zu versteifen, und zusammen mit den Semesterabschlußdispositionen führte dies Ende Juni zu einer Erhöhung der Währungsreserven um 200 Millionen Dollar. Die Auswirkungen, die von der Auflösung der „window-dressing“-Transaktionen im Juli ausgingen, wurden in beträchtlichem Umfange von den Ausstrahlungen der Pfundkrise kompensiert; die Reserven nahmen indessen von Ende Juni bis Ende Oktober nach und nach um insgesamt 110 Millionen Dollar ab, bevor sie sich bis zum Jahresende wieder um 435 Millionen Dollar erhöhten. Ende 1966 war der Goldbestand um 200 Millionen Dollar kleiner als ein Jahr zuvor, was im wesentlichen auf das geringere Volumen der Jahresendtransaktionen mit der BIZ zurückzuführen ist. Dagegen wuchsen die Devisenreserven während des Jahres um 275 Millionen Dollar. Von der Abnahme der anderen amtlichen Reserveforderungen um 90 Millionen Dollar entfielen 45 Millionen Dollar auf den Abbau der eidgenössischen Anlagen in nichtmarktfähigen, auf Schweizer Franken lautenden US-Staatsschuldverschreibungen.

In den frühen Monaten von 1967 schwankten die Währungsreserven weiterhin erheblich. Auf einen saisonalen Rückgang um 415 Millionen Dollar im Januar folgten — erstmalig — „window-dressing“-Transaktionen der Banken zum Ende des ersten Quartals, die ein Anwachsen der Reserven um 210 Millionen Dollar im März hervorriefen. Im April trug die Auflösung dieser Transaktionen wesentlich zur Abnahme der Reserven um 280 Millionen Dollar bei.

Unter den nordischen Ländern befanden sich 1966 die Devisenbilanzen von Dänemark und Norwegen ungefähr im Gleichgewicht, während die von Schweden einen Überschuß und die von Finnland ein Defizit hatte.

*Schweden.* Die Gesamtzahlungsbilanz wies einen Überschuß von 95 Millionen Dollar auf. Die amtliche Reserveposition nahm um 55 Millionen Dollar zu, wovon 30 Millionen Dollar auf die Devisenreserven und 25 Millionen Dollar auf die IWF-Nettoposition entfielen. Die Nettoauslandsforderungen der Banken stiegen um 40 Millionen Dollar, und zwar folgte auf einen Rückgang von 40 Millionen Dollar in der ersten Jahreshälfte ein Zuwachs von 80 Millionen in den nächsten sechs Monaten.

*Finnland.* Das Zahlungsbilanzdefizit, das sich 1965 auf 85 Millionen Dollar belaufen hatte, vergrößerte sich 1966 auf 145 Millionen Dollar; mehr als die Hälfte der Steigerung entstand im letzten Vierteljahr. Das Defizit von 1966 wurde vorwiegend über einen Abbau der zentralen Nettoreserveposition um 120 Millionen Dollar finanziert. Der Goldbestand verringerte sich um 40 Millionen Dollar; davon wurden 15 Millionen Dollar beim IWF eingezahlt und schlugen sich in einem Anstieg der finnischen Nettoposition beim Fonds nieder. Die Devisenreserven schmolzen um 80 Millionen Dollar.

*Spanien.* Das Zahlungsbilanzdefizit stieg 1966 auf 205 Millionen Dollar. Während der ersten sechs Monate nahm die amtliche Reserveposition um 215 Millionen Dollar ab, wobei die Gold- und Devisenreserven um 240 Millionen Dollar reduziert wurden, während die IWF-Nettoposition sich auf Grund der Zahlung des Goldbeitrages an den Fonds um 25 Millionen Dollar erhöhte. Im dritten Quartal stiegen die Reserven saisonbedingt sodann um 85 Millionen Dollar, und obwohl sie im letzten Quartal wieder fielen, lagen sie zum Jahresende um 15 Millionen Dollar über ihrem Stand von der Jahresmitte. Im ersten Vierteljahr 1967 ergab sich ein neuerliches Defizit von 170 Millionen Dollar, das praktisch durch eine Ziehung von 165 Millionen Dollar beim IWF — der gesamten Goldtranche-position Spaniens — finanziert wurde.

*Kanada.* Die Zahlungsbilanz hat sich, faßt man die gesamten Veränderungen der zentralen Reserveposition und der Nettodevisenposition der Banken zusammen, von 1965 auf 1966 gebessert; an die Stelle eines Defizits von 260 Millionen Dollar trat ein Überschuß von 145 Millionen Dollar. Gleichzeitig hat sich nicht nur die Richtung, sondern auch die Struktur der Devisenbewegungen völlig umgekehrt. 1965 wurde das Defizit durch einen Nettoabbau der kurzfristigen Auslandsposition der Banken in Höhe von 400 Millionen Dollar übertroffen, so daß die zentralen Nettowährungsreserven um 140 Millionen Dollar zunahmen. 1966 erhöhte sich die Nettoauslandsposition der Banken dagegen um 425 Millionen Dollar, während die amtlichen Nettoreserven sich um 280 Millionen Dollar verringerten.

Der 1966 verzeichnete Zugang zur Devisenposition der Banken beruhte im wesentlichen auf der Anziehungskraft der höheren Zinssätze in den Vereinigten Staaten. Mehr als die Hälfte dieser Aufstockung vollzog sich im dritten Quartal des Jahres, als die Kreditlage in den Vereinigten Staaten besonders angespannt war. Was die Veränderung in der amtlichen Reserveposition betrifft, so stellte der Rückgang bei den Gold- und Devisenreserven den Hauptposten von 430

Millionen Dollar. Der Goldbestand verringerte sich, unter dem Einfluß der Goldverkäufe in Höhe von 200 Millionen Dollar an das US-amerikanische Schatzamt, um 105 Millionen Dollar. Die Devisenbestände wurden im Verlauf des Jahres um 325 Millionen Dollar reduziert; davon entfielen 145 Millionen Dollar auf den Rückkauf eigener, in den Vereinigten Staaten placierter US-Dollar-Schuldverschreibungen durch die kanadische Regierung. Die Devisenreserven wurden auch durch bestimmte Transaktionen beeinflußt, die zu Erhöhungen der Auslandsforderungen ohne Reservecharakter führten. So stieg die kanadische IWF-Nettoposition während des Jahres um 95 Millionen Dollar, und außerdem kaufte die kanadische Regierung für 25 Millionen Dollar Wertpapiere der Weltbank von Deviseninländern der Vereinigten Staaten. Ende 1966 waren die kanadischen Gold- und US-Dollar-Reserven zuzüglich der Nettogläubigerposition beim IWF auf rund 2 500 Millionen Dollar gesunken, eine Größenordnung, die etwas unter dem lag, was mit den amtlichen Stellen der Vereinigten Staaten als Gegenleistung für die Freistellung Kanadas von der US-Zinsausgleichsteuer vereinbart worden war.

Im ersten Quartal 1967 machte das Zahlungsbilanzdefizit 315 Millionen Dollar aus. Dieser Betrag wurde fast gänzlich über eine Verringerung der Nettodevisenposition der Banken um 280 Millionen Dollar finanziert. Die Währungsreserven gingen um 35 Millionen Dollar zurück, wobei die amtlichen Devisenguthaben um 70 Millionen Dollar abnahmen, der Goldbestand hingegen um 35 Millionen Dollar aufgestockt wurde.

*Japan.* Die Gesamtzahlungsbilanz wies 1966 einen Überschuß von 320 Millionen Dollar auf, verglichen mit 410 Millionen Dollar im Jahr zuvor. Wie im Falle Kanadas wurde der Überschuß durch einen noch höheren Anstieg der Nettodevisenposition der Banken, nämlich um 385 Millionen Dollar, finanziert. Da die ausländischen Zinssätze, insbesondere in den Vereinigten Staaten, höher waren als die in Japan, fielen die Yen-Verbindlichkeiten der Banken um 215 Millionen Dollar und ihre Nettofremdwährungsverbindlichkeiten um 170 Millionen Dollar. Die japanische zentrale Reserveposition nahm während des Jahres um 65 Millionen Dollar ab, wobei die hauptsächlichsten Veränderungen ein Rückgang der Devisenreserven um 100 Millionen Dollar und ein Anstieg der IWF-Nettoposition um 65 Millionen Dollar waren.

Im ersten Quartal 1967 wurde ein Defizit von 285 Millionen Dollar verzeichnet, das durch einen Abbau der Nettodevisenposition der Banken um 300 Millionen Dollar mehr als gedeckt wurde.

### **Devisenmärkte**

Das Geschehen auf den Devisenmärkten wurde in der Berichtsperiode von zwei Faktorenkomplexen bestimmt, nämlich einerseits von der US-Währungspolitik und andererseits von der Entwicklung der Grundbilanzen in einigen wichtigen europäischen Ländern. Was den Einfluß der US-Währungspolitik betrifft, so zerfällt die Berichtsperiode in zwei verschiedene Phasen. Im ersten Abschnitt,

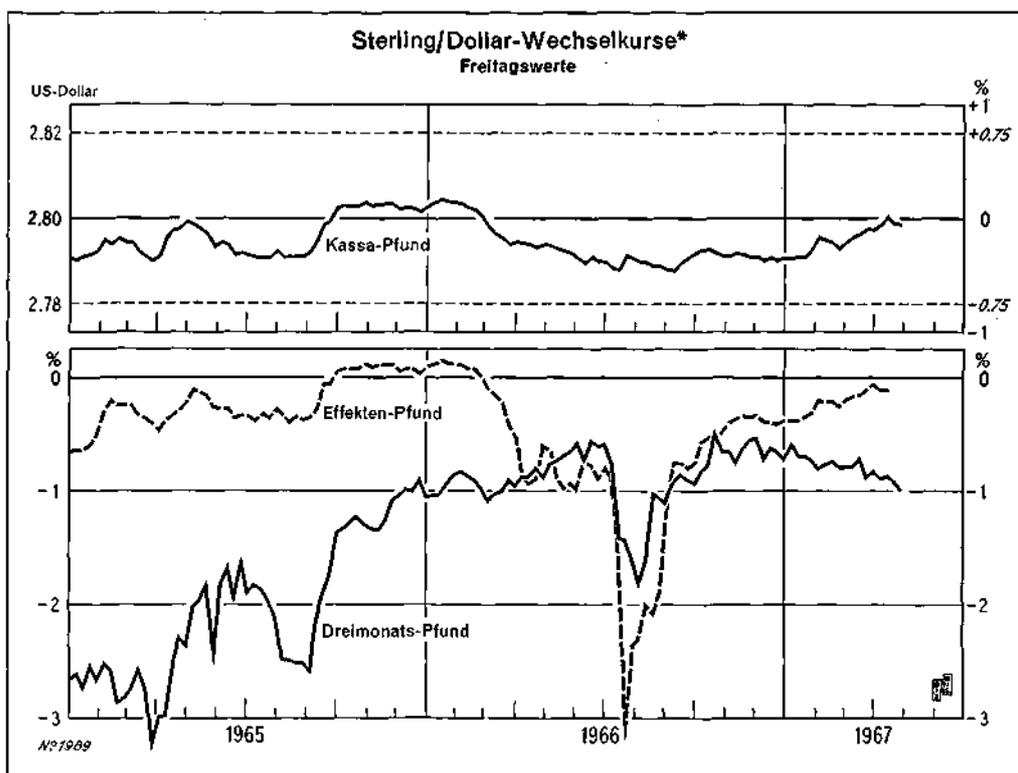
der sich über den größten Teil von 1966 erstreckt, zog die kreditpolitische Anspannung Mittel in die Vereinigten Staaten. Dies schuf, obwohl das US-Zahlungsbilanzdefizit andauerte, eine in ihren Grundtendenzen kräftige Nachfrage nach Dollar und trug dazu bei, daß, ausgenommen in Ländern mit großen Überschüssen, die europäischen Währungen sich gegenüber dem Dollar etwas abschwächten. Während der zweiten Phase, die im Dezember 1966 begann und in den ersten Monaten des Jahres 1967 noch anhielt, wurde die amerikanische Kreditpolitik schrittweise gelockert. Teilweise deshalb, und obschon die Währungspolitik in einigen europäischen Ländern parallel zur Entwicklung in den Vereinigten Staaten bis zu einem gewissen Grade leichter gehandhabt wurde, hatten die meisten europäischen Währungen Anfang Mai 1967 die Dollarparität erreicht oder lagen etwas darüber.

Was die Auswirkungen der europäischen Zahlungsbilanzentwicklungen auf die Devisenmärkte betrifft, so verdeutlichen sich diese besonders an der Schwäche des Pfundes im Frühjahr und Sommer 1966 und dessen Erholung ab Ende September, ferner an dem Nachgeben des französischen Frankens und der italienischen Lira im letzten Vierteljahr 1966 sowie an der zunehmenden Festigung der Deutschen Mark seit Mai 1966.

*Pfund Sterling.* Zu Beginn des Jahres 1966 waren die Aussichten für das Pfund ermutigend. Ein ständiger Mittelzufluß seit September 1965 hatte den Kassakurs bis Mitte Januar auf  $2,80\frac{1}{2}$  Dollar steigen lassen, obwohl die amtlichen Stellen große Dollarbeträge kauften, die zumeist für die Rückzahlung von Stützungskrediten und den Abbau der offenen amtlichen Devisenterminverpflichtungen verwandt wurden. Während der gleichen Zeit hatte sich der Dreimonatsdeport gegenüber dem Dollar von  $2\frac{1}{2}$  auf 1 Jahresprozent verringert.

Von Mitte Februar an begann die Situation sich freilich wieder zu verschlechtern. Erneut machte sich Unsicherheit über den grundlegenden Trend der Zahlungsbilanz breit, die zusammen mit der folgenden Bekanntgabe des Datums der allgemeinen Neuwahlen den Kassakurs bis Ende des Monats auf die Dollarparität nachgeben ließ. Gleichzeitig begann die Aufwärtsbewegung der Zinssätze in anderen Ländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten, Druck auf das Pfund auszuüben. Ende März lag der Kassakurs nicht viel über  $2,79\frac{1}{4}$  Dollar; bei diesem Stand oder nahe dabei blieb er dann bis Mitte Mai.

Als am 16. Mai der Seeleutestreik begann, verstärkte sich der Druck auf das Pfund weiter. Bis Ende des Monats war der Kassakurs auf  $2,79\frac{1}{8}$  Dollar gefallen, und die Abwertung der indischen Rupie Anfang Juni stellte eine zusätzliche Quelle allgemeiner Beunruhigung dar. Die Bekanntgabe neuer Stützungsvereinbarungen der Zentralbanken für das Pfund am 13. Juni brachte vorübergehend Erleichterung, doch folgte gegen Jahresmitte bald eine weitere Versteifung der Lage an den Geld- und Kreditmärkten im Ausland, und der Kassakurs unterschritt trotz amtlicher Stützungsmaßnahmen 2,79 Dollar. Während des zweiten Quartals veränderten sich allerdings die amtlichen Devisenterminengagements per Saldo nur geringfügig, und der Dreimonatsdeport gegenüber dem Dollar sank sogar von 1 auf 0,6 Jahresprozent, was hauptsächlich auf dem Umtausch von Sterling in Dollar am Kassamarkt und ihrem Rückkauf per Termin beruhte.



\* Der Kassakurs des Pfundes ist in Dollar und — wie auch der Kurs des Effekten-Pfundes — in Prozent der Dollarparität angegeben. Der Terminkurs für Dreimonats-Pfunde erscheint als in Jahresprozent ausgedrückter Deport gegenüber dem Kassakurs.

Im Juli führte die weiterhin angespannte monetäre Lage im Ausland in Verbindung mit der Veröffentlichung ungünstiger Zahlungsbilanzergebnisse für das erste Quartal des Jahres und einem beträchtlichen Reservenverlust für Juni zu einer ziemlich drastischen Verschlechterung der Lage. In der ersten Hälfte des Monats gab es sowohl am Kassa- als auch am Terminmarkt umfangreiche Sterlingverkäufe. Unter erheblichem Einsatz von Währungsreserven, die durch beträchtliche ausländische Stützungskredite ergänzt wurden, konnte verhindert werden, daß der Kassakurs unter  $2,78 \frac{5}{8}$  Dollar fiel, doch der Dreimonatsdeport dehnte sich zur Monatsmitte auf über 1 Prozent aus. Zu den Anzeichen dafür, daß das Pfund von einem plötzlichen Vertrauensschwund betroffen worden war, zählten die Ausweitung des Abschlages für das Effektenpfund auf mehr als 3 Prozent und der Anstieg der Zinssätze für Dreimonats-Eurosterling auf über 8 Prozent. Sodann wurden einschneidende Maßnahmen ergriffen, um die Lage zu bessern, doch das Pfund blieb bis weit in den September hinein unter einem gewissen Druck, wenngleich dies von etwa Mitte August an ebenso sehr einer allgemeinen Dollarverknappung im Ausland wie dem Vertrauensklima zuzuschreiben sein dürfte. Nachdem der Kassakurs sich bis Ende Juli auf rund 2,79 Dollar erholt hatte, schwächte er sich im August wieder ab und blieb bis Mitte September unter diesem Stand; der Kurs für Terminpfunde gab Ende Juli und Anfang August kräftig nach, nämlich bis zu einem Deport von  $1 \frac{3}{4}$  Jahresprozent.

Die Bekanntmachung vom 13. September über weitere Stützungsvereinbarungen der Zentralbanken brachte schließlich einen Umschwung, denn sie fiel in eine Zeit, als die Dollarknappheit ihren Höhepunkt schon überschritten hatte und es offenbar wurde, daß das Angebot an Pfunden selbst knapp war. Das Pfund erholte sich im späteren Verlauf des Monats sowohl am Kassa- als auch am Terminmarkt, und während des restlichen Teils des Jahres wurde das höhere Niveau im allgemeinen behauptet. Obwohl der Kassakurs 2,79 Dollar nicht wesentlich überschritt, war der Deport für Dreimonatssterling gegenüber dem Dollar bis Ende Oktober auf weniger als  $\frac{3}{4}$  Prozent pro Jahr herabgesunken.

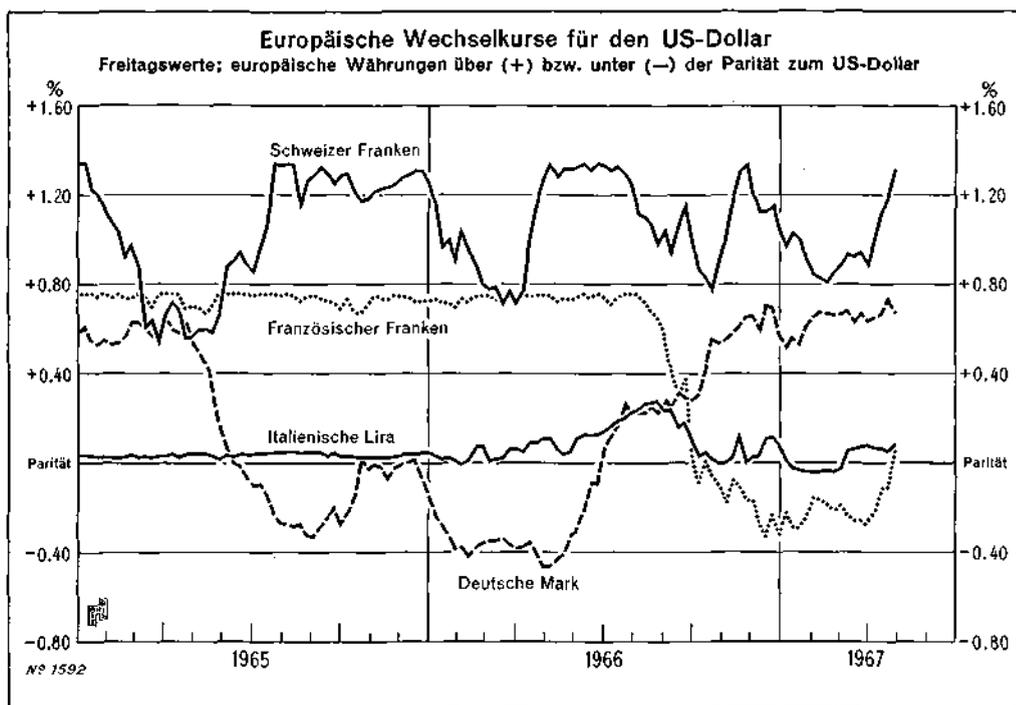
Ein im Dezember 1966 einsetzender Rückgang der Dollarzinssätze veränderte die Arbitragespanne zugunsten des Pfundes. Zusammen mit der wachsenden Erwartung einer Abnahme der Sterlingzinssätze verstärkte dies den saisonüblichen Mittelrückfluß nach dem Jahresende. Da zudem die Grundbilanz wieder aktiv geworden war, kam es im Januar 1967 zu einem sehr hohen Devisenzufluß, der es den Behörden ermöglichte, umfangreiche Rückzahlungen auf die Stützungskredite vorzunehmen, und der zugleich auch den Kassakurs auf rund  $2,79\frac{1}{2}$  Dollar steigen ließ. Nachdem die Notiz im Februar etwas nachgegeben hatte, erholte sie sich wieder im März, und Mitte April, als der größte Teil der Stützungskredite zurückgezahlt war, erreichte der Kassakurs zum ersten Mal seit über einem Jahr wieder die Parität. Im Mai wirkten jedoch eine Reihe von Faktoren in der Weise zusammen, daß der Kurs bis Monatsende auf ungefähr  $2,79\frac{1}{2}$  Dollar nachgab.

*Schweizer Franken.* Während der ersten Monate von 1966 flossen aus der Schweiz beträchtliche Mittel ab, teils aus den üblichen saisonalen Gründen und teils wegen der steigenden Zinssätze am Eurodollarmarkt. Infolgedessen bröckelte der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar ab; der Kassakurs des Dollars stieg von  $4,31\frac{7}{8}$  Schweizer Franken Ende 1965 auf  $4,34\frac{3}{8}$  Schweizer Franken drei Monate später. Im April verknappte sich der schweizerische Geldmarkt, so daß der Schweizer Franken fester wurde, und Anfang Mai hatte der Dollar-Kassakurs den amtlichen Interventionspunkt von  $4,31\frac{1}{2}$  Schweizer Franken erreicht. Ein ebenso starker Rückgang des Terminreports gegenüber dem Dollar, der im Laufe des Aprils völlig verschwand, läßt vermuten, daß nicht damit gerechnet wurde, diese Marktversteifung würde über die Jahresmitte hinaus andauern. Doch hielt die Pfundkrise den Dollar-Kassakurs bis Ende Juli ganz dicht am Interventionspunkt.

Im August, als der Höhepunkt der Sterlingkrise überschritten war, begannen aus der Schweiz wieder Gelder abzufließen, da die Zinssätze im Ausland ihren Höchststand erreichten; der Schweizer Franken gab gegenüber dem Dollar nach, und der Dollar-Kassakurs erhöhte sich auf 4,33 Schweizer Franken. Nach einer weiteren Abschwächung im Oktober, die den Kurs auf fast 4,34 Schweizer Franken brachte, befestigte sich der Schweizer Franken während des Novembers, als Liquiditätsvorbereitungen für den Jahresabschluß getroffen wurden, bis auf  $4,31\frac{1}{2}$  Schweizer Franken. Doch als dann die Anspannung des Marktes zum Jahresende durch amtliche Interventionen gedämpft wurde, gab der Schweizer

Franken gegenüber dem Dollar nach, bis der Kurs im Dezember bei knapp 4,32 Schweizer Franken lag.

Anfang 1967 schwächte sich der Schweizer Franken entsprechend dem üblichen Saisonverlauf weiter ab. Doch da die heimischen Zinssätze im Gegensatz zu der allgemeinen Zinssenkungstendenz in anderen Ländern fest blieben, kehrte der Kassakurs gegen Ende April 1967 auf den amtlichen Interventionspunkt zurück.



*Deutsche Mark.* Die auffallende Besserung, die sich in der deutschen Zahlungsbilanz während der Berichtsperiode vollzog, spiegelte sich in der Notiz der Deutschen Mark an den Devisenmärkten wider. Doch wurde diese Wandlung nicht vor Mai 1966 spürbar. Während der ersten vier Monate des Jahres blieb die Deutsche Mark sogar reichlich unter der Dollarparität, teils wegen des saisonalen Mittelabflusses über die Banken im Januar und teils, weil die außenwirtschaftliche Position während der Monate Februar, März und April noch defizitär war. Hätten nicht die amtlichen Stellen der Vereinigten Staaten Deutsche Mark während dieser drei Monate am Markt gekauft, so hätte der Kassakurs gegenüber dem Dollar vielleicht noch weiter nachgegeben.

Von Ende April an verbesserte sich die Kassanotiz fast ununterbrochen, und im Dezember erreichte die Deutsche Mark ihre Obergrenze gegenüber dem Dollar. Die sehr starke Aktivierung der Zahlungsbilanz erklärt zwar die Stärke der Aufwärtsbewegung des Wechselkurses, aber ihr Tempo bestimmten auch andere Faktoren. Sicherlich trug die akute Pfundkrise zur Steilheit des Anstiegs in der Jahresmitte bei, wogegen im späteren Verlauf der Aufwärtstrend der Notiz

durch die Attraktivität der Eurodollarzinssätze gedämpft wurde. Trotz einer Senkung der Mindestreserveanforderungen führte die im Hinblick auf den Jahresabschluß angespannte Lage am heimischen Geldmarkt schließlich zum Anstieg des Kurses bis an seine obere Grenze.

Ein beträchtlicher, über das saisonübliche Maß hinausgehender Mittelabfluß im neuen Jahr ließ den Kurs der Deutschen Mark im Januar nachgeben. Obwohl dieser Abfluß anhielt, erholte sich der Wechselkurs unter dem Druck des Zahlungsbilanzüberschusses doch bald wieder bis dicht an seine obere Grenze.

*Französischer Franken.* Die lange Reihe der außenwirtschaftlichen Überschüsse, die bald nach der Stabilisierung des Frankens im Dezember 1958 begonnen hatte, ging im Spätsommer 1966 zu Ende; der Kassakurs des Frankens gegenüber dem Dollar, der ständig den oberen Interventionspunkt gestreift hatte, begann ziemlich rasch nachzugeben. Ende September 1966 unterschritt er die Parität, und Ende des Jahres notierte er mit einem Abschlag von etwa 0,3 Prozent. Obwohl die Zahlungsbilanz geringfügig defizitär blieb, befestigte sich der Franken im neuen Jahr ein wenig. Im Februar und März gab die Notiz wieder nach; im April wurde sie dann aber viel fester, und Ende Mai lag der Kassakurs für den Franken reichlich über der Parität.

*Italienische Lira.* Besonders auffallend an der Wechselkursentwicklung der Lira war während der Berichtsperiode ihre größere Flexibilität. Von März 1964 bis Anfang 1966 war der Kassakurs gegenüber dem Dollar von den amtlichen Stellen gerade über der Parität von 625 Lire gehalten worden. Danach befestigte sich der Lira-Kassakurs gegenüber dem Dollar entsprechend der saisonalen Besserung der Zahlungsbilanz auf  $623\frac{1}{4}$  Lire im August 1966, und da später die Zahlungsbilanz ins Defizit umschlug, gab der Kurs bis knapp unter die Parität im Januar 1967 nach. Als die Zahlungsbilanz im März 1967 aktiv wurde, stieg die Lira wieder über die Dollarparität, und Ende April notierte sie bei  $624\frac{1}{2}$  Lire.

#### **Andere devisenwirtschaftliche Ereignisse**

Das Jahr 1966 brachte weitere Veränderungen sowohl bei der Devisenbewirtschaftung im engeren Sinne als auch bei bestimmten weniger formalen Vorkehrungen, die die Freiheit des internationalen Devisenverkehrs begrenzen. Die Reservewährungsländer nahmen beide Zuflucht zu weiteren Beschränkungen des Mittelabflusses in das Ausland, während Frankreich seine administrativen Regelungen erheblich lockerte.

In den Vereinigten Staaten folgten die Leitlinien für den Zahlungsbilanzausgleich für 1967 dem Beispiel der vorangegangenen Jahre. Die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors wurden aufgefordert, ihre ausländischen Direktinvestitionen in den Jahren 1966 und 1967 auf ein jahresdurchschnittliches Volumen von 120 Prozent des 1962–1964 verzeichneten Jahresmittels zu beschränken. Die bestehende Obergrenze für die Auslandsausleihungen der Geschäftsbanken in Höhe von 109 Prozent des Jahresendstandes von 1964 wird bis Ende

1967 beibehalten, und die Banken wurden ersucht, ihre Ausleihungen innerhalb dieser Periode zeitlich gleichmäßig zu verteilen. Schließlich wurden die Finanzinstitute, soweit sie nicht Banken sind, aufgefordert, die Zunahme ihrer Auslandsanlagen in der Zeit von Oktober 1966 bis Ende 1967 auf 5 Prozent zu begrenzen. Zusätzlich gab es eine Anzahl von Änderungen, die die nun bis Juli 1969 verlängerte Zinsausgleichsteuer betrafen. Der Steuersatz wurde — auf die Verzinsung bezogen — auf  $1\frac{1}{2}$  Prozent erhöht, und der Präsident der Vereinigten Staaten wurde ermächtigt, den Steuersatz zwischen 1 und  $1\frac{1}{2}$  Prozent zu variieren. Im Februar 1967 wurden die Ausleihungen der Auslandsniederlassungen von US-Banken für Laufzeiten von mehr als einem Jahr in den Katalog der Ausnahmen einbezogen.

Im Vereinigten Königreich war der Transfer von langfristigem Kapital ins Ausland schon bisher stark reglementiert, und folglich war das Programm von Juli 1966, soweit es die Devisenkontrollen betraf, darauf ausgerichtet, die bestehenden Beschränkungen der laufenden Übertragungen zu verschärfen. Der jährliche Basisfreibetrag für Ferienreisen wurde auf 50 Pfund pro Person gekürzt, und die Grenze für Geldgeschenke von Deviseninländern des Vereinigten Königreichs nach Ländern außerhalb des Sterlingraumes wurde in ähnlicher Weise herabgesetzt. Gleichzeitig wurde die Kontrolle der Auslandsüberweisungen von Auswanderern aus dem Vereinigten Königreich verschärft. Einen Monat später wurden die individuellen Obergrenzen, die den konzessionierten Devisenhändlern für ihre offenen Positionen sowie für ihre Kassapositionen gegen Terminverbindlichkeiten auferlegt worden waren, gesenkt, um den Spielraum der britischen Banken für Arbitragegeschäfte zwischen dem Pfund und ausländischen Währungen einzuengen. Eine Regelung ganz anderen Charakters erging zusammen mit der Bekanntgabe des Haushaltsplans vom April 1967, als für alle Transaktionen von Devisenausländern in Sterlingpapieren die Abrechnung zum amtlichen Wechselkurs eingeführt wurde und somit der Markt für Effektenpfunde verschwand.

Die bedeutendste Entwicklung auf dem Kontinent war in Frankreich der Übergang zur praktisch vollständigen Konvertibilität. Ende Januar 1967 wurden fast alle bestehenden Devisenbewirtschaftungsbestimmungen aufgehoben und die allgemeine Freizügigkeit im Verkehr mit allen Zahlungsmitteln, Wertpapieren und Gold wiederhergestellt. Diese umfassende Liberalisierung hatte bereits 1966 ihre Vorläufer gehabt, als die Banken die generelle Genehmigung erhielten, Fremdwährungskonten für ihre Kunden zu führen, und als die Fristengrenze für Devisentermingeschäfte und für Frankenkredite an Devisenausländer auf ein Jahr ausgedehnt wurde. Genehmigungen sind allerdings immer noch erforderlich für ausländische Direktinvestitionen in Frankreich (einschließlich Portfolio-Investitionen, die zum Erwerb einer Beteiligung von 20 Prozent oder mehr an einer französischen börsennotierten Gesellschaft führen) und für französische Direktinvestitionen im Ausland. In gleicher Weise bedürfen noch einer vorherigen Genehmigung die Einführung von ausländischen Wertpapieren auf dem französischen Kapitalmarkt und die Aufnahme von Auslandskrediten durch französische Nichtbanken für Beträge von über 2 Millionen französischen Franken.

Die vielleicht bedeutendsten devisenwirtschaftlichen Vorgänge außerhalb Europas und Nordamerikas waren die Währungsabwertungen in Indien, Brasilien

und Argentinien. Vom 6. Juni 1966 an wurde die amtliche Parität der Rupie um etwa 36 Prozent von 4,76 auf 7,5 Rupien = 1 US-Dollar ermäßigt. Im Rahmen einer umfassenderen Währungsreform wurde der freie Kurs des neuen brasilianischen Cruzeiro (der 1000 alten Cruzeiros entspricht) am 13. Februar 1967 um 18 Prozent von 2,22 Cruzeiros auf 2,72 Cruzeiros = 1 US-Dollar abgewertet. Einen Monat später wurde nach einer Reihe von kleineren Abwertungen der argentinische Peso um 29 Prozent von 250 auf 350 Pesos = 1 US-Dollar abgewertet; dieser Kurs wird auf alle Transaktionen angewandt.

#### IV. DER EUROGELDMARKT

Sowohl bei den Verbindlichkeiten als auch bei den Forderungen hat der Eurogeldmarkt 1966 seine bisher kräftigste jährliche Ausweitung erfahren. Bei den europäischen Ländern, die hierüber berichten, dürfte sich das Dollarvolumen des Marktes, abzüglich der Wiederanlagen zwischen Banken, von schätzungsweise rund 10 auf 13 Milliarden Dollar erhöht haben.

Wesentliche Ursache für die Expansion war die Versteifung auf den Geld- und Kreditmärkten in den Vereinigten Staaten, die unter anderem zu umfangreichen Kreditaufnahmen in Eurodollar seitens der US-Banken führte. Zudem wurde die Nachfrage auch durch den erschwerten ausländischen Zugang zum Bankkredit in den Vereinigten Staaten sowie durch die angespannte Lage auf den Kreditmärkten in der Bundesrepublik Deutschland und den Niederlanden auf einem hohen Stand gehalten. Die stärkere Nachfrage nach Eurodollar hatte einen scharfen Anstieg der Eurodollar-Habenzinsen zur Folge, der offensichtlich neue Mittel an den Markt zog. Außerdem fand das Angebot an Eurodollar darin eine Stütze, daß das Italienische Devisenamt das Volumen seiner Dollarswaps weiter aufstockte, daß Erlöse aus US-amerikanischen Anleihen auf dem Eurokapitalmarkt teilweise im Eurodollarmarkt angelegt und daß wegen der Sterlingkrise im Sommer 1966 Londoner Sterlingguthaben des Auslands auf Eurodollar umgestellt wurden.

Die auf Dollar lautenden Auslandsverbindlichkeiten der Banken der acht berichtenden europäischen Länder stiegen im Jahr 1966 um 3,4 Milliarden Dollar bzw. etwa 30 Prozent und ihre Forderungen um 4,5 Milliarden Dollar bzw.

Veränderungen in den Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber dem Ausland

	US-Dollar			Übrige Berichtswährungen <sup>1</sup>		
	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition
Millionen US-Dollar						
<b>Acht berichtende europäische Länder<sup>2</sup></b>						
1965 . . . . .	+ 1 710	+ 2 590	+ 880	+ 250	+ 520	+ 270
1966 . . . . .	+ 3 370	+ 4 470	+ 1 100	+ 770	+ 290	- 480
<i>Auslehender Betrag</i>						
Ende 1966 <sup>3</sup> . . . . .	14 720	16 060	+ 1 340	3 590	3 850	+ 260
<b>Kanada und Japan</b>						
1965 . . . . .	- 50	- 100	- 50	+ 20	- 110	- 130
1966 . . . . .	- 220	+ 470	+ 690	- 80	- 30	+ 50
<i>Ausstehender Betrag</i>						
Ende 1966 <sup>3</sup> . . . . .	4 700	5 760	+ 1 060	310	460	+ 150

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, französische Franken, holländische Gulden und italienische Lire. <sup>2</sup> Belgien-Luxemburg, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich. <sup>3</sup> Aufgliederung in den Tabellen auf Seite 164 ff.

fast 40 Prozent. Die Zunahme ihrer Nettodollarforderungen um 1,1 Milliarden Dollar spiegelte hauptsächlich die umfangreicheren Anlagen in den Vereinigten Staaten wider. Die dortige Nachfrage nach Eurodollar verlagerte tendenziell das Schwergewicht der neuen Ausleihungen der Banken fort von deren üblichem Bereich und veranlaßte sie, höhere Beträge anderer Währungen in Dollar umzutauschen. Das letztere wird durch die Verschlechterung der Nettoauslandsposition der Banken in anderen Berichtswährungen als Dollar um 480 Millionen Dollar bestätigt.

Die Verbindlichkeiten und Forderungen in den übrigen Währungen stiegen um 770 bzw. 290 Millionen Dollar, also im Durchschnitt um eine merklich geringere Rate als die Dollarpositionen. Wie in den vorangegangenen Jahren hat daher ihre relative Bedeutung tendenziell abgenommen. Während gegenüber September 1963 — dem frühesten Zeitpunkt, für den einigermaßen vollständige Angaben zur Verfügung stehen — die gesamten Bruttodollarpositionen der Banken sich mehr als verdoppelten, haben sich die Positionen in den übrigen Berichtswährungen lediglich um rund ein Drittel vergrößert. Doch differierte die Entwicklung von Währung zu Währung beträchtlich. Die gemeldeten Verbindlichkeiten in französischen Franken expandierten 1966 von 100 auf 570 Millionen Dollar, die in Schweizer Franken von 930 auf 1 220 Millionen Dollar und die in Deutschen Mark von 870 auf 970 Millionen Dollar, wogegen die Verbindlichkeiten in holländischen Gulden von 170 auf 70 Millionen Dollar und die in Pfund Sterling von 730 auf 710 Millionen Dollar abnahmen.

Die Bruttofremdwährungspositionen der kanadischen und japanischen Banken gegenüber dem Ausland, die freilich nur teilweise mit der Entwicklung am Eurogeldmarkt zusammenhängen, wiesen 1966 in ihrer Gesamtheit vergleichsweise geringe Veränderungen auf. Die Verbindlichkeiten in Dollar nahmen um 220 Millionen auf 4 700 Millionen Dollar ab, hingegen stiegen die Forderungen um 470 Millionen auf 5 760 Millionen Dollar; die Nettoforderungen dehnten sich somit kräftig von 370 Millionen auf 1 060 Millionen Dollar aus. Der gesamte Anstieg vollzog sich gegenüber den Vereinigten Staaten — als Folge des Programms der freiwilligen Beschränkung und der dortigen Verschärfung der kreditpolitischen Lage —, während die Nettoexposition gegenüber dem restlichen Bereich um 150 Millionen Dollar abgebaut wurde. Die Auslandspositionen der japanischen und kanadischen Banken in anderen Fremdwährungen als Dollar sind verhältnismäßig unbedeutend und haben, soweit sie sich überhaupt änderten, tendenziell abgenommen.

*Regionale Verteilung der Dollar-Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken.* Von dem Anstieg von 3 370 Millionen Dollar bei den Dollarverbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken entstanden im Jahre 1966 nur 1 270 Millionen Dollar oder rund 38 Prozent gegenüber Ländern außerhalb der berichtenden Gruppe. Die Verbindlichkeiten gegenüber US-Deviseninländern stiegen trotz dem Programm zur freiwilligen Beschränkung um 320 Millionen Dollar. Ein Faktor für diese Entwicklung war, daß die US-Gesellschaften die von ihnen durch Wertpapieremissionen auf dem Eurokapitalmarkt aufgenommenen 475 Millionen Dollar teilweise auf dem Eurodollarmarkt anlegten.

Dollarpositionen der berichtenden europäischen Banken  
gegenüber Devisenausländern

Positionen gegenüber den folgenden Ländern bzw. Gebieten	1964	1965	1966			
	Dezember	Dezember	März	Juni	September	Dezember
	Millionen US-Dollar					
<b>Verbindlichkeiten</b>						
Übriges westliches Europa . . . . .	800	850	770	870	1 020	1 090
Osteuropa . . . . .	260	290	220	190	280	360
Kanada . . . . .	880	560	490	510	610	660
Japan . . . . .	40	50	60	60	50	50
Lateinamerika . . . . .	610	720	710	740	760	840
Naher Osten . . . . .	680	850	860	960	1 090	1 000
Sonstige Länder . . . . .	740	850	860	950	1 060	1 120
<b>Zusammen</b> . . . . .	<b>4 010</b>	<b>4 170</b>	<b>3 970</b>	<b>4 280</b>	<b>4 870</b>	<b>5 120</b>
Vereinigte Staaten . . . . .	1 260	1 370	1 450	1 680	1 800	1 690
<b>Gesamte Verbindlichkeiten außerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>5 270</b>	<b>5 540</b>	<b>5 420</b>	<b>5 960</b>	<b>6 670</b>	<b>6 810</b>
<b>Position innerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>4 370</b>	<b>5 810</b>	<b>5 060</b>	<b>5 550</b>	<b>6 400</b>	<b>7 910</b>
<i>davon gegenüber</i>						
Belgien . . . . .	270	340	390	450	520	640
Deutschland (BR) . . . . .	140	190	250	220	340	240
Frankreich . . . . .	550	840	720	880	960	1 040
Italien . . . . .	620	1 240	850	880	1 300	1 510
Niederlande . . . . .	260	290	260	300	320	410
Schweden . . . . .	110	130	80	130	110	150
Schweiz . . . . .	1 240	1 730	1 790	1 750	1 880	2 580
Vereinigtes Königreich . . . . .	1 180	1 050	720	940	970	1 340
<b>Insgesamt</b> . . . . .	<b>9 640</b>	<b>11 350</b>	<b>10 480</b>	<b>11 510</b>	<b>13 070</b>	<b>14 720</b>
<b>Forderungen</b>						
Übriges westliches Europa . . . . .	380	670	620	780	760	890
Osteuropa . . . . .	460	540	580	720	690	670
Kanada . . . . .	420	670	480	420	360	620
Japan . . . . .	440	510	530	610	620	670
Lateinamerika . . . . .	290	380	400	470	420	450
Naher Osten . . . . .	110	170	150	150	170	190
Sonstige Länder . . . . .	120	270	310	350	390	390
<b>Zusammen</b> . . . . .	<b>2 220</b>	<b>3 210</b>	<b>3 070</b>	<b>3 500</b>	<b>3 410</b>	<b>3 880</b>
Vereinigte Staaten . . . . .	2 820	3 010	3 530	3 900	4 720	5 270
<b>Gesamte Forderungen außer- halb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>5 040</b>	<b>6 220</b>	<b>6 600</b>	<b>7 400</b>	<b>8 130</b>	<b>9 150</b>
<b>Position innerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>3 960</b>	<b>5 370</b>	<b>4 800</b>	<b>4 860</b>	<b>5 930</b>	<b>6 910</b>
<i>davon gegenüber</i>						
Belgien . . . . .	320	370	400	380	390	460
Deutschland (BR) . . . . .	370	370	340	410	480	480
Frankreich . . . . .	540	710	520	550	780	900
Italien . . . . .	880	1 070	650	600	890	1 190
Niederlande . . . . .	230	370	400	470	520	570
Schweden . . . . .	90	160	150	180	160	180
Schweiz . . . . .	330	460	570	580	570	670
Vereinigtes Königreich . . . . .	1 200	1 860	1 770	1 690	2 140	2 460
<b>Insgesamt</b> . . . . .	<b>9 000</b>	<b>11 590</b>	<b>11 400</b>	<b>12 260</b>	<b>14 060</b>	<b>16 060</b>

Die Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber außerhalb des Berichtsgebiets liegenden Ländern (ohne die Vereinigten Staaten) nahmen im letzten Jahr um 950 Millionen Dollar zu, nachdem sie 1965 nur um 160 Millionen

Dollar heraufgegangen waren. Die wesentlichen Gründe dafür waren die höchst attraktiven Zinssätze, die auf dem Eurodollarmarkt geboten wurden, und die Flucht aus dem Pfund. Die Verbindlichkeiten gegenüber dem „übrigen westlichen Europa“ erhöhten sich um 240 Millionen Dollar und die gegenüber Lateinamerika, dem Nahen Osten und „sonstigen Ländern“ um 540 Millionen Dollar.

Die Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Ländern des Berichtsgebiets nahmen im letzten Jahr um weitere 2,1 Milliarden Dollar zu, nachdem sie 1965 einen Anstieg von 1,4 Milliarden Dollar verzeichnet hatten. Ein wesentlicher Teil dieser Zunahme bestand aus Geldern, die ihren Weg nach den Vereinigten Staaten über das Vereinigte Königreich nahmen. Gegenüber der Schweiz erhöhten sich die Verbindlichkeiten um 850 Millionen Dollar und gegenüber Belgien um 300 Millionen Dollar. Der Rest der 2,1 Milliarden Dollar war ziemlich breit gestreut.

Die regionale Verteilung des Zuwachses auf der Aktivseite war recht verschieden von der auf der Passivseite; so machten die Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets rund zwei Drittel des Gesamtanstiegs von 4 470 Millionen Dollar aus. Die Forderungen gegenüber US-Deviseninländern, die 1965 nur mäßig um 190 Millionen Dollar zugenommen hatten, kletterten um 2 260 Millionen Dollar bzw. um rund 75 Prozent herauf und stellten 1966 zweifellos das dynamischste Element des Marktes dar. Zum überwiegenden Teil vollzog sich dieser Anstieg in Form vermehrter Eurodollarkreditaufnahmen durch die US-Banken über ihre europäischen — hauptsächlich Londoner — Niederlassungen. Diese Geschäfte scheinen sich bis Mitte Dezember 1966 fortgesetzt zu haben, doch waren sie offensichtlich im dritten Quartal am umfangreichsten, als die Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten um 820 Millionen Dollar empor-schnellten.

Der Anstieg der Forderungen der Banken gegen Länder außerhalb der Berichtsgruppe (ohne die Vereinigten Staaten) verlangsamte sich von 990 auf 670 Millionen Dollar. Die Erklärung für den geringeren Zuwachs dürfte größtenteils darin liegen, daß im Jahre 1965 der Erlaß des US-Programms der freiwilligen Beschränkung tendenziell die Abhängigkeit dieser Länder von der Kreditaufnahme am Eurodollarmarkt vergrößert hatte, wogegen 1966 die schärfere Konkurrenz der amerikanischen Banken um Eurodollarmittel weniger Raum für andere Kreditnehmer ließ. Die Zunahme um 670 Millionen Dollar war ziemlich breit verteilt; nur die Forderungen gegenüber Kanada nahmen ab. Die Forderungen an japanische Deviseninländer stiegen um 160 Millionen Dollar bzw. um fast ein Drittel, worin der Wirtschaftsaufschwung Japans und der verringerte Zugang zu US-Krediten ihren Niederschlag fanden.

Mit 1 540 Millionen Dollar hielt sich die Zunahme der Forderungen gegen Länder der berichtenden Gruppe ungefähr in der gleichen Größenordnung wie 1965. Die Forderungen gegenüber dem Vereinigten Königreich stiegen um 600 Millionen Dollar bzw. um ungefähr ein Drittel.

Was die regionale Verteilung der Nettopositionen der berichtenden Banken betrifft, so vollzog sich die 1,1 Milliarden Dollar betragende Erhöhung ihrer Nettoforderungen in Form eines Anstiegs der Nettoforderungen gegenüber den

Vereinigten Staaten um 1 940 Millionen Dollar und in Form von Zugängen in Höhe von 280 und 560 Millionen Dollar bei den Nettoverbindlichkeiten gegenüber den anderen Ländern außerhalb des Berichtsgebiets bzw. innerhalb ihres eigenen Bereichs. Die größte Veränderung gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets ohne die Vereinigten Staaten war der Anstieg der Nettoforderungen an Japan um 160 Millionen Dollar. Die Nettoposition gegenüber Kanada, die infolge des US-Programms zur freiwilligen Beschränkung 1965 eine Verbesserung von 570 Millionen aufgewiesen hatte, nahm dagegen um 150 Millionen Dollar ab.

Innerhalb des Berichtsgebiets verschlechterte sich die Nettoposition der Banken um 640 Millionen Dollar gegenüber der Schweiz, um 210 Millionen Dollar gegenüber Belgien und um 150 Millionen Dollar gegenüber Italien. Andererseits konnten sie ihre Nettoposition gegenüber dem Vereinigten Königreich um 310 Millionen Dollar und gegenüber den Niederlanden und der Bundesrepublik Deutschland um 80 bzw. 60 Millionen Dollar ausbauen. Die Ausweitung ihrer Nettoforderungen gegenüber dem Vereinigten Königreich stellte die Entsprechung zu dem scharfen Anstieg der Forderungen der britischen Banken gegenüber den Vereinigten Staaten dar, während sich die vermehrte Kreditaufnahme niederländischer und deutscher Gebietsansässiger hauptsächlich mit der Anspannung auf den heimischen Kreditmärkten erklärt.

*Das Nettovolumen des Eurodollarmarktes.* Um ein treffenderes Bild von der über den Eurodollarmarkt geleiteten Nettokreditgewährung zu gewinnen, müssen bei der Analyse der Angaben in der Tabelle auf Seite 155 mehrere Faktoren in Rechnung gestellt werden. Einmal sind die Zahlen sowohl durch die einen wesentlichen Betrag ausmachenden Wiederanlagen zwischen Banken als auch durch bestimmte nicht dem Eurodollarmarkt zuzurechnende Positionen aufgebläht. Zum anderen enthalten sie nicht die Positionen gegenüber Deviseninländern und können nicht die Hereinnahme oder die Placierung von Dollar in Form von Swaps zeigen. In der nachstehenden Tabelle wird versucht, unter Anwendung der auf den Seiten 160–163 des sechsenddreißigsten BIZ-Jahresberichtes beschriebenen Methoden diese verschiedenen Faktoren zu berücksichtigen.

Diese Schätzungen lassen den Schluß zu, daß das Nettovolumen des Eurodollarmarktes 1966 von ungefähr 10 auf 13 Milliarden Dollar gewachsen ist. Die Verbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten stiegen um 0,3 Milliarden Dollar und diejenigen gegenüber den übrigen Ländern außerhalb des Berichtsgebiets um 0,9 Milliarden Dollar, während die Zunahme der Mittelversorgung aus dem Berichtsgebiet mit etwa 1,8 Milliarden Dollar veranschlagt werden kann.

Die Veränderungen in den Positionen gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets entsprechen ungefähr denen, die sich aus der Tabelle auf Seite 155 ergeben. Was den Anstieg des Mittelangebots aus dem Berichtsgebiet um 1,8 Milliarden Dollar anbelangt, so erhöhten sich die von amtlichen Währungsinstitutionen stammenden Mittel um rund 0,6 Milliarden Dollar. Davon entfielen 350 Millionen Dollar auf ein weiteres Anwachsen der Dollarbeträge, die italienische Banken durch Swapgeschäfte mit dem Italienischen Devisenamte erhielten, und rund 310 Millionen Dollar auf die Jahresend-Eurodollaranlagen der Schweizerischen Nationalbank. Die Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken

Nettovolumen des Eurodollarmarktes (Schätzung)

	Herkunft			Verwendung			Netto		
	1964	1965	1966	1964	1965	1966	1964	1965	1966
Jahresendstand in Milliarden US-Dollar									
<b>Außerhalb des Berichts-</b> <b>gebiets</b>									
Vereinigte Staaten . . . . .	0,7	0,8	1,1	1,5	1,8	4,1	+ 0,8	+ 1,0	+ 3,0
Übrige Länder . . . . .	4,0	4,2	5,1	2,2	3,2	3,9	- 1,8	- 1,0	- 1,2
Zusammen . . . . .	4,7	5,0	6,2	3,7	5,0	8,0	- 1,0	-	+ 1,8
<b>Innerhalb des Berichts-</b> <b>gebiets</b>									
Ämliche Währungs-									
Institutionen . . . . .	0,8	2,2	2,8	-	-	-	- 0,8	- 2,2	- 2,8
Nichtbanken des Devisen-									
auslands . . . . .	0,8	1,0	1,5	0,5	0,6	0,8	- 0,3	- 0,4	- 0,7
Nichtbanken des Deviseninlands									
und Swaps aus bzw. in Landes-									
oder Drittwährung* . . . . .	1,7	1,8	2,5	3,8	4,4	4,2	+ 2,1	+ 2,6	+ 1,7
Zusammen . . . . .	3,3	5,0	6,8	4,3	5,0	5,0	+ 1,0	-	- 1,8
<b>Gesamtes Nettovolumen</b> <b>des Marktes . . . . .</b>	<b>8,0</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	<b>8,0</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

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

des Devisenauslands nahmen um 0,5 Milliarden Dollar zu; davon scheinen rund 0,2 Milliarden Dollar auf einen Anstieg der Einlagen von in der Schweiz ansässigen Nichtbanken bei britischen Banken zurückzuführen zu sein, ein Vorgang, der die Anziehungskraft der hohen Zinssätze für Eurodollaranlagen widerspiegelte. Die Zunahme des Angebots von Eurodollar durch deviseninländische Nichtbanken und durch Swaps dürfte auf ungefähr 0,7 Milliarden Dollar veranschlagt werden. Die Verschlechterung der Nettoauslandsposition der Banken in Nichtdollar-Fremdwährungen um 480 Millionen Dollar, die die Tabelle auf Seite 153 wiedergibt, scheint darauf hinzudeuten, daß der Betrag der in Dollar umgetauschten übrigen Fremdwährungen beträchtlich gestiegen ist. Darüber hinaus legt das verfügbare Zahlenmaterial den Schluß nahe, daß sowohl die direkten Dollarverbindlichkeiten gegenüber im Inland ansässigen Nichtbanken als auch die von den Banken vorgenommenen Konversionen von Landeswährung in Dollar angestiegen sind.

Was die Verwendung betrifft, so scheint sich die gesamte Kreditexpansion gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets vollzogen zu haben. Wie schon aus den Angaben in der Tabelle auf Seite 155 hervorgeht, wuchsen die Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten um ungefähr 2,3 Milliarden Dollar und die an die übrigen Länder außerhalb des Berichtsgebiets um 0,7 Milliarden Dollar. Die Anlagen innerhalb des Berichtsgebiets scheinen sich wenig verändert zu haben. Hauptsächlich infolge eines Anstiegs der Forderungen der Banken des Vereinigten Königreichs gegen deutsche Nichtbanken um 0,2 Milliarden Dollar gingen die Forderungen gegenüber ausländischen Nichtbanken von 0,6 auf 0,8 Milliarden Dollar herauf, doch dürfte diese Zunahme durch eine Abnahme

der Ausleihungen an Deviseninländer ungefähr ausgeglichen worden sein. Der grundlegende Faktor für den auf etwa 0,2 Milliarden Dollar geschätzten Rückgang bei der letzteren Position war die Reduktion der britischen Bankkredite an Kommunalbehörden. Dagegen konvertierten die italienischen Banken weiterhin Dollar im Rahmen von Swap-Operationen in andere Währungen, um sie an Deviseninländer auszuleihen.

*Veränderungen in den Fremdwährungs-Auslandspositionen der Banken in den einzelnen Ländern.* Auf die Dollarverbindlichkeiten bzw. -forderungen der Banken des Vereinigten Königreichs entfielen mit Zunahmen von 2 330 Millionen und 2 760 Millionen Dollar etwa 70 bzw. rund 60 Prozent des Gesamtanstiegs der entsprechenden Positionen der berichtenden europäischen Banken. Infolgedessen erhöhte sich der Anteil der britischen Banken an den ausstehenden Gesamtpositionen um 6 Prozent auf 48 Prozent. Ihre dominierende Rolle bei der Ausweitung des Marktes im Jahr 1966 erklärt sich vor allem durch den steilen Anstieg der Eurodollarverschuldung der US-Banken, die sich vornehmlich über ihre Niederlassungen in London vollzog. So erhöhten sich die Forderungen der Banken des Vereinigten Königreichs gegenüber US-Deviseninländern um 1,9 Milliarden Dollar und ihre Verbindlichkeiten gegenüber den übrigen Ländern um ungefähr den gleichen Betrag, wovon 650 Millionen Dollar auf die Schweiz entfielen. Die Verbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten nahmen um 400 Millionen Dollar zu. Erleichtert wurde der Abbau der Nettoschuldnerposition der britischen Banken um 430 Millionen Dollar, in dem sich die gestiegene Eurodollarnachfrage aus den Vereinigten Staaten niederschlug, durch die inländischen Kreditplafonds und die geringere Marktbeanspruchung seitens der britischen Kommunalbehörden.

Die Fremdwährungsforderungen der italienischen Banken gegenüber Devisenausländern stiegen um 690 auf 2 730 Millionen Dollar und die gegenüber Deviseninländern um 160 auf 1 980 Millionen Dollar. Ihre Nettofremdwährungsposition gegenüber dem Ausland, die schon 1965 eine Verbesserung von

Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber dem Ausland

Banken von	Verbindlichkeiten		Forderungen		Nettoposition	
	US-Dollar	Übrige Berichtswährungen*	US-Dollar	Übrige Berichtswährungen*	US-Dollar	Übrige Berichtswährungen*
Veränderung Ende 1966 gegen Ende 1965, Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg . . . . .	+ 110	+ 340	+ 270	+ 60	+ 160	- 280
Deutschland (BR) . . . . .	- 40	- 20	- 40	- 50	-	- 30
Frankreich . . . . .	+ 260	+ 100	+ 640	- 40	+ 380	- 140
Italien . . . . .	+ 220	+ 150	+ 520	+ 170	+ 300	+ 20
Niederlande . . . . .	+ 260	+ 140	+ 130	+ 110	- 130	- 30
Schweden . . . . .	+ 40	+ 70	+ 70	+ 40	+ 30	- 30
Schweiz . . . . .	+ 190	- 150	+ 120	- 110	- 70	+ 40
Vereinigtes Königreich . . . . .	+ 2 330	+ 140	+ 2 760	+ 110	+ 430	- 30
Gesamtveränderung . . . . .	+ 3 370	+ 770	+ 4 470	+ 290	+ 1 100	- 480

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

590 Millionen Dollar erfahren hatte, wurde um weitere 320 Millionen Dollar verstärkt. Innerhalb eines Zeitraumes von zwei Jahren verwandelte sich also die Nettoposition der italienischen Banken von 700 Millionen Dollar Verbindlichkeiten zu 210 Millionen Dollar Forderungen. Ursächlich für die Verbesserung im Jahre 1966 waren im wesentlichen ein weiterer, 350 Millionen Dollar betragender Anstieg der Inanspruchnahme der besonderen Swap-Fazilitäten des Italienischen Devisenamtes durch die Banken und die gegen die steigenden Auslandszinssätze abstechende Entspannung am heimischen Kreditmarkt.

Auch für die Ausdehnung der Nettodollarforderungen der französischen Banken gegenüber dem Ausland um 380 Millionen Dollar war die relative Auflockerung des inländischen Kreditmarktes zusammen mit der schrittweisen Liberalisierung der französischen Devisenpolitik einer der grundlegenden Faktoren. Etwa ein Drittel dieser Veränderung dürfte mit dem Umtausch von Drittwährungen in Dollar zusammenhängen. Die Forderungen an US-Deviseninländer stiegen von 200 auf 590 Millionen Dollar.

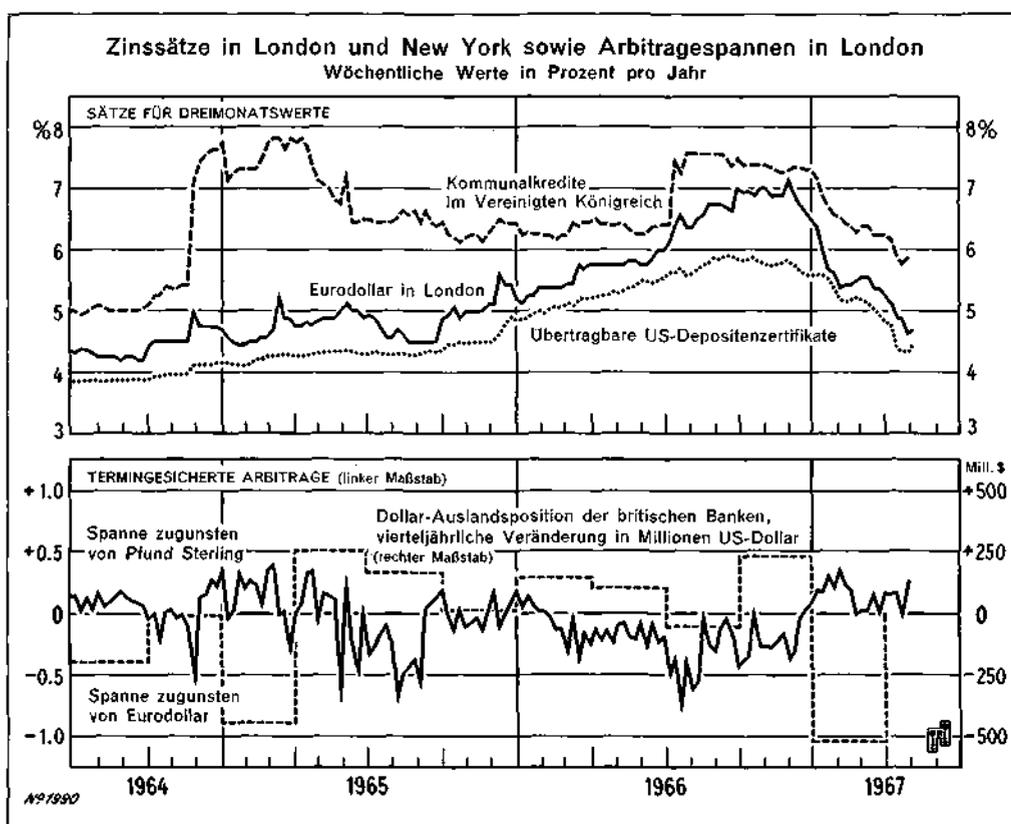
Für die Entwicklung der Fremdwährungsposition der belgisch-luxemburgischen Banken waren hauptsächlich eine Zunahme der Verbindlichkeiten in französischen Franken um 360 Millionen Dollar und eine Ausweitung der Dollarforderungen um 270 Millionen Dollar kennzeichnend. Ungefähr zwei Drittel der französischen Franken scheinen an Gebietsansässige wiederausgeliehen worden zu sein. Die höchste Einzelveränderung bei den Dollarforderungen stellte ein Anstieg um 90 Millionen Dollar gegenüber den Niederlanden dar. Per Saldo verbesserte sich die Position der belgisch-luxemburgischen Banken zwar in der Dollarwährung um 160 Millionen Dollar, aber in den übrigen Berichtswährungen verschlechterte sie sich um 280 Millionen Dollar.

Bei der Nettofremdwährungsposition der niederländischen Banken traten an die Stelle eines Forderungssaldos von 80 Millionen Dollar Nettoverbindlichkeiten von 80 Millionen Dollar. Wesentlicher Grund für diese Umkehr war die Anspannung an dem heimischen Kreditmarkt. Die Fremdwährungspositionen der deutschen, schwedischen und schweizerischen Banken zeigten per Saldo wenige Veränderungen.

Gegen Ende 1966 ergriffen mehrere Zentralbanken Maßnahmen, um die aus den Jahresabschlußtransaktionen der Geschäftsbanken herrührenden Anspannungen zu mildern. Die direkte Stützung des Eurodollarmarktes belief sich auf rund 800 Millionen Dollar. Die Schweizerische Nationalbank leitete annähernd 470 Millionen Dollar, die sie von ihren Banken erworben hatte, direkt (310 Millionen Dollar) oder über die BIZ (den Rest) in den Markt zurück. Die BIZ ihrerseits legte zusätzlich 275 Millionen Dollar im Eurodollarmarkt an; von diesem Betrag stammten 200 Millionen aus der Inanspruchnahme der Swap-Fazilität mit der US Federal Reserve und der Rest aus eigenen Mitteln. Die Nederlandsche Bank stellte ihren Geschäftsbanken Dollar im Rahmen von Swapgeschäften zur Verfügung, während die Deutsche Bundesbank und die Banca d'Italia Vorkehrungen trafen, um die Repatriierungen ihrer Banken zum Jahresabschluß zu begrenzen.

\* \* \*

*Zinsentwicklung.* Die Versteifung auf einigen wichtigen nationalen Kreditmärkten im Jahre 1966 und die darauf folgende stärkere Nachfrage nach Eurodollarkrediten führte zu einem scharfen Anstieg der Eurodollarzinssätze. Der Satz für Dreimonatsdepositen in London, der schon im letzten Quartal 1965 eine kräftige Aufwärtsbewegung gezeigt hatte, behielt seinen steigenden Trend während der ersten neun Monate von 1966 bei und lag Anfang September bei 6¾ Prozent bzw. 2¼ Prozentpunkte über seinem Vorjahresniveau. Die übliche saisonale Anspannung drückte den Zinssatz weiter nach oben, nämlich bis auf 7 Prozent im Oktober, und Anfang Dezember ging er einmal sogar über dieses Niveau um 1/8 Prozent hinaus. Diese saisonale Spitze fiel jedoch mit der Wende auf den internationalen Kreditmärkten zusammen; ihr folgte sogleich ein scharfer Rückgang, der den Dreimonatssatz auf unter 5½ Prozent Anfang Februar sinken ließ. Nach einer kurzen Pause setzte sich die Abwärtsbewegung im März fort, und Ende April war der Zinssatz auf 4 5/8 Prozent gefallen. Im Mai zog der Satz wieder an, und am Ende des Monats lag er bei 5 1/8 Prozent.



Die Rendite von übertragbaren US-Depositenzertifikaten, die in mancher Hinsicht mit den Eurodollareinlagen konkurrieren, erhöhte sich zwar auch, aber nicht ganz so viel wie die der Eurodollareinlagen. Infolgedessen erweiterte sich die Spanne zwischen den beiden Sätzen von früher durchschnittlich etwa 3/8 Prozent auf 1 1/8 Prozent im vierten Quartal 1966. Dieses recht große Zinsgefälle zugunsten der Eurodollardepositen war einer der Gründe, warum US-Gesellschaften

einen großen Teil der Erlöse aus der Begebung von Euroanleihen 1966 auf dem Eurodollarmarkt anlegten. Gleichzeitig hielten die viel höheren Zinssätze für Eurodollareinlagen die Banken der Vereinigten Staaten nicht davon ab, über ihre europäischen Niederlassungen am Eurodollarmarkt Kredite aufzunehmen. Die Erklärung dafür ist, daß die für Depositenzertifikate gezahlten Zinssätze durch das Regulativ Q niedriggehalten wurden und somit nicht völlig die tatsächliche Kreditknappheit in den Vereinigten Staaten wiedergaben; außerdem unterliegen die von US-Banken bei ihren Auslandsniederlassungen aufgenommenen Gelder nicht der Mindestreservspflicht, und sie sind daher weniger teuer, als die nominalen Zinssätze es vermuten lassen.

Mit dem Rückgang der Eurodollarzinssätze hat sich der Abstand gegenüber der Rendite von Depositenzertifikaten tendenziell verengt. Ende April 1967 war er auf  $\frac{1}{4}$  Prozent gefallen, doch im Laufe des Mai dehnte er sich auf  $\frac{1}{2}$  Prozent aus.

Das Klettern des Eurodollarsatzes im Jahr 1966 fand auch seinen Niederschlag in der Spanne der termingesicherten Zinsarbitrage zwischen Eurodollareinlagen und den Ausleihungen an britische Kommunalbehörden. Abgesehen vom Januar und von der zweiten Dezemberhälfte bestand diese Spanne fast das ganze Jahr 1966 zugunsten der Eurodollaranlagen und hielt so die Banken des Vereinigten Königreichs der Tendenz nach davon ab, Eurodollareinlagen in Pfunde umzutauschen. Dies war zweifellos der grundlegende Faktor für die Verbesserung der Nettodollarposition der britischen Banken gegenüber dem Ausland um 430 Millionen Dollar. Im dritten Quartal dehnten sich jedoch die Nettodollarverbindlichkeiten der Banken des Vereinigten Königreichs aus, als infolge der Schwäche des Pfundes am Terminmarkt die Spanne für die termingesicherte Zinsarbitrage zugunsten von Eurodollareinlagen am höchsten war. Der Grund für diese widersprüchliche Entwicklung war der erneute Ausbruch der Pfundkrise, die zu beträchtlichen Umwandlungen von Londoner Pfundguthaben des Auslands in Eurodollar führte; obwohl die Dollarforderungen der britischen Banken gegen das Ausland um 760 Millionen Dollar zunahmen, reichte doch dieses Wachstum nicht ganz aus, um die Zunahme ihrer Dollarverbindlichkeiten um insgesamt 810 Millionen Dollar auszugleichen. Im vierten Quartal hatten die britischen Banken indessen die Verschlechterung wieder wettgemacht; ihre Forderungen wiesen eine Rekordzunahme von 930 Millionen Dollar auf, und ihre Nettosition verbesserte sich um 230 Millionen Dollar.

Die kräftige Senkung der Eurodollarzinssätze seit der zweiten Dezemberhälfte kehrte die Spanne der termingesicherten Zinsarbitrage wieder zugunsten der Kredite an britische Kommunalbehörden um. Im ersten Vierteljahr 1967 erhöhten sich die Nettodollarverbindlichkeiten der britischen Banken um 520 Millionen Dollar, womit sie ihre Abnahme vom Jahre 1966 übertrafen.

\* \* \*

Vollständige Angaben über die Veränderungen in den Eurodollarpositionen der Banken im ersten Vierteljahr 1967 stehen noch nicht zur Verfügung. Dennoch kann wenig Zweifel darüber bestehen, daß die Auflösung der Jahresabschlußtransaktionen der Banken zur Abnahme des gesamten ausstehenden Kreditvolumens

führte. Von diesem saisonalen Einfluß abgesehen wurde die Entwicklung auf dem Eurodollarmarkt von der Auflockerung der Kreditmärkte in den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland beherrscht. Flüssigere Kreditmärkte innerhalb der Vereinigten Staaten führten zu einem Abbau der Verschuldung der US-Banken am Eurodollarmarkt; infolgedessen ermäßigten sich die Forderungen der britischen Banken gegenüber den Vereinigten Staaten um 230 Millionen Dollar, nachdem sie im Laufe von 1966 um 1 880 Millionen Dollar gestiegen waren. Obwohl auch ein gewisses Nachlassen der Nachfrage von deutschen Gebietsansässigen am Eurodollarmarkt verzeichnet wurde, wirkte sich die Rückkehr der Bundesrepublik zur monetären Entspannung hauptsächlich auf der Angebotsseite aus. Die Dollarforderungen der deutschen Banken an das Ausland schnellten um 360 Millionen auf 760 Millionen Dollar empor; von diesem Anstieg entstanden rund 240 Millionen Dollar gegenüber dem Vereinigten Königreich und weitere 100 Millionen Dollar gegenüber Frankreich, während die in die Vereinigten Staaten gegebenen Anlagen geringfügig abnahmen. Das veränderte Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage beim Eurodollar, das schon im Laufe des Dezembers zu beobachten war, schlug sich in einer nachhaltigen Auflockerung der Marktlage nieder, die bis Mai anhielt, als die Zinssätze wieder anzuziehen begannen.

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

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt			
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Netto	
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg . . .	1963 September	360	260	280	230	640	490	- 150	
	1964 März	380	310	370	210	750	520	- 230	
		September	290	310	540	270	830	580	- 250
		Dezember	420	360	520	320	940	680	- 260
	1965 März	400	440	570	280	970	720	- 250	
		Juni	400	440	680	360	1 080	800	- 280
		September	480	460	630	330	1 110	790	- 320
	1966 März	Dezember	560	470	600	380	1 160	850	- 310
		560	530	770	490	1 330	1 020	- 310	
		Juni	530	520	790	470	1 320	990	- 330
	Deutschland (BR)	1963 September	270	510	100	170	370	680	310
		1964 März	220	510	110	130	330	640	310
September			290	420	80	150	370	570	200
Dezember			440	440	80	120	520	560	40
1965 März		230	510	60	120	290	630	340	
		Juni	250	460	70	120	320	580	260
		September	270	400	70	120	340	520	180
1966 März		Dezember	370	440	70	170	440	610	170
		290	440	50	100	340	540	200	
		Juni	300	470	50	110	350	580	230
Frankreich <sup>2</sup> . . . .		1963 September	650	670	630	660	1 280	1 330	50
		1964 März	610	710	590	560	1 200	1 270	70
	September		620	720	540	560	1 160	1 280	120
	Dezember		810	860	560	660	1 370	1 520	150
	1965 März	730	890	550	590	1 280	1 480	200	
		Juni	770	830	550	700	1 320	1 530	210
		September	920	980	510	680	1 430	1 660	230
	1966 März	Dezember	1 070	1 220	530	640	1 600	1 860	260
		770	1 160	750	740	1 520	1 900	380	
		Juni	810	1 280	710	650	1 520	1 930	410
	Italien . . . . .	1963 September	1 540	950	750	410	2 290	1 360	- 930
		1964 März	1 240	780	580	300	1 820	1 080	- 740
September			1 250	810	360	270	1 610	1 080	- 530
Dezember			1 530	870	360	320	1 890	1 190	- 700
1965 März		1 340	800	450	260	1 790	1 060	- 730	
		Juni	1 280	900	460	320	1 740	1 220	- 520
		September	1 230	1 340	460	380	1 690	1 720	30
1966 März		Dezember	1 710	1 570	440	470	2 150	2 040	- 110
		1 220	1 280	500	560	1 720	1 840	120	
		Juni	1 230	1 330	460	480	1 690	1 810	120
1966		September	1 630	1 880	490	630	2 120	2 510	390
		Dezember	1 930	2 090	590	640	2 520	2 730	210

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und Italienische Lire. <sup>2</sup> Nur die Positionen gegenüber Banken.

**Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken  
von zehn Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber  
Devisenausländern (Fortsetzung)**

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Netto
		Millionen US-Dollar						
Niederlande . . . .	1963 September	270	360	100 <sup>2</sup>	280 <sup>2</sup>	370	640	270
	1964 März	280	330	80 <sup>2</sup>	220 <sup>2</sup>	360	550	190
	September	310	280	150 <sup>2</sup>	260 <sup>2</sup>	460	540	80
	Dezember	360	390	150 <sup>2</sup>	290 <sup>2</sup>	510	680	170
	1965 März	360	420	150 <sup>2</sup>	300 <sup>2</sup>	510	720	210
	Juni	400	380	180 <sup>2</sup>	340 <sup>2</sup>	580	720	140
	September	400	360	200 <sup>2</sup>	400 <sup>2</sup>	600	760	160
	Dezember	530	420	210 <sup>2</sup>	400 <sup>2</sup>	740	820	80
	1966 März	570	360	290 <sup>2</sup>	500 <sup>2</sup>	860	860	—
	Juni	650	450	310 <sup>2</sup>	520 <sup>2</sup>	960	970	10
	September	670	440	310 <sup>2</sup>	450 <sup>2</sup>	980	890	— 90
	Dezember	790	550	350 <sup>2</sup>	510 <sup>2</sup>	1 140	1 060	— 80
Schweden . . . . .	1963 September	80	150	40	100	120	250	130
	1964 März	80	180	50	140	130	320	190
	September	110	200	80	170	190	370	180
	Dezember	110	230	50	110	160	340	180
	1965 März	130	180	70	110	200	290	90
	Juni	150	220	100	130	250	350	100
	September	130	220	100	130	230	350	120
	Dezember	150	260	70	160	220	420	200
	1966 März	140	230	100	150	240	380	140
	Juni	150	220	100	160	250	380	130
	September	150	230	100	170	250	400	150
	Dezember	190	330	140	200	330	530	200
Schweiz <sup>3</sup> . . . . .	1963 September	1 060	1 660	290 <sup>4</sup>	500 <sup>4</sup>	1 350 <sup>4</sup>	2 160 <sup>4</sup>	810 <sup>4</sup>
	1964 März	1 220	1 960	300 <sup>4</sup>	500 <sup>4</sup>	1 520 <sup>4</sup>	2 460 <sup>4</sup>	940 <sup>4</sup>
	September	1 370	2 110	360	560	1 730	2 670	940
	Dezember	1 590	2 180	330	560	1 920	2 740	820
	1965 März	1 450	2 270	340	510	1 790	2 780	990
	Juni	1 480	2 360	330	520	1 810	2 880	1 070
	September	1 580	2 380	320	440	1 900	2 820	920
	Dezember	1 700	2 660	360	550	2 060	3 210	1 150
	1966 März	1 490	2 520	360	560	1 850	3 080	1 230
	Juni	1 760	2 370	260	550	2 020	2 920	900
	September	1 730	2 310	210	470	1 940	2 780	840
	Dezember	1 890	2 780	210	440	2 100	3 220	1 120
Vereinigtes Königreich . . . .	1963 September	3 160	2 970	490	510	3 650	3 480	— 170
	1964 März	3 100	2 810	490	540	3 590	3 350	— 240
	September	3 890	3 190	490	640	4 380	3 830	— 550
	Dezember	4 380	3 670	520	660	4 900	4 330	— 570
	1965 März	4 560	3 410	550	720	5 110	4 130	— 980
	Juni	4 410	3 520	480	690	4 890	4 210	— 680
	September	4 750	4 000	510	740	5 260	4 740	— 520
	Dezember	5 260	4 550	540	790	5 800	5 340	— 460
	1966 März	5 440	4 880	620	850	6 060	5 730	— 330
	Juni	6 080	5 620	640	900	6 720	6 520	— 200
	September	6 890	6 380	640	930	7 530	7 310	— 220
	Dezember	7 590	7 310	680	900	8 270	8 210	— 60

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und Italienische Lire. <sup>2</sup> Nur Pfund Sterling, Schweizer Franken und Deutsche Mark. <sup>3</sup> Einschließlich der Eurodevisenguthaben der BIZ. <sup>4</sup> Geschätzt.

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken  
von zehn Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber  
Devisenausländern (Fortsetzung)

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Netto
		Millionen US-Dollar						
Acht europäische Länder zusammen . . .	1963 September	7 390	7 530	2 680 <sup>2</sup>	2 860 <sup>2</sup>	10 070 <sup>2</sup>	10 390 <sup>2</sup>	320 <sup>2</sup>
	1964 März	7 130	7 590	2 570 <sup>2</sup>	2 600 <sup>2</sup>	9 700 <sup>2</sup>	10 190 <sup>2</sup>	490 <sup>2</sup>
	September	8 130	8 040	2 600	2 980	10 730	10 920	190
	Dezember	9 640	9 000	2 570	3 040	12 210	12 040	- 170
	1965 März	9 200	8 920	2 740	2 890	11 940	11 810	- 130
	Juni	9 140	9 110	2 850	3 180	11 990	12 290	300
	September	9 760	10 140	2 800	3 220	12 560	13 360	800
	Dezember	11 350	11 590	2 820	3 560	14 170	15 150	980
	1966 März	10 480	11 400	3 440	3 950	13 920	15 350	1 430
	Juni	11 510	12 260	3 320	3 840	14 830	16 100	1 270
	September	13 070	14 060	3 330	3 770	16 400	17 830	1 430
	Dezember	14 720	16 060	3 590	3 850	18 310	19 910	1 600
Kanada . . . . .	1963 September	2 350	2 790	20 <sup>3</sup>	130 <sup>2</sup>	2 370	2 920	550
	1964 März	2 170	2 360	10 <sup>3</sup>	170 <sup>2</sup>	2 180	2 530	350
	September	2 440	2 780	40 <sup>3</sup>	230 <sup>2</sup>	2 480	3 010	530
	Dezember	2 590	3 180	20 <sup>3</sup>	200 <sup>2</sup>	2 610	3 380	770
	1965 März	2 370	2 770	30 <sup>3</sup>	190 <sup>2</sup>	2 400	2 960	560
	Juni	2 220	2 440	30 <sup>3</sup>	150 <sup>2</sup>	2 250	2 590	340
	September	2 470	2 740	30 <sup>3</sup>	120 <sup>2</sup>	2 500	2 860	360
	Dezember	2 370	2 670	30 <sup>3</sup>	110 <sup>2</sup>	2 400	2 780	380
	1966 März	2 040	2 440	30 <sup>3</sup>	120 <sup>2</sup>	2 070	2 560	490
	Juni	1 960	2 360	10 <sup>3</sup>	90 <sup>2</sup>	1 970	2 450	480
	September	1 830	2 490	10 <sup>3</sup>	80 <sup>2</sup>	1 840	2 570	730
	Dezember	2 150	2 690	10 <sup>3</sup>	80 <sup>2</sup>	2 160	2 970	810
Japan . . . . .	1963 September	1 820	1 660	370	230	2 190	1 890	- 300
	1964 März	2 110	1 780	330	300	2 440	2 080	- 360
	September	2 230	2 020	390	380	2 620	2 400	- 220
	Dezember	2 380	2 210	350	400	2 730	2 610	- 120
	1965 März	2 500	2 290	370	400	2 870	2 690	- 180
	Juni	2 540	2 470	380	370	2 920	2 840	- 80
	September	2 460	2 600	370	360	2 830	2 960	130
	Dezember	2 550	2 620	360	380	2 910	3 000	90
	1966 März	2 570	2 600	340	340	2 910	2 940	30
	Juni	2 590	2 640	350	330	2 940	2 970	30
	September	2 460	2 840	340	350	2 800	3 190	390
	Dezember	2 550	2 870	300	380	2 850	3 250	400
Insgesamt . . .	1963 September	11 560	11 980	3 070 <sup>2</sup>	3 220 <sup>2</sup>	14 630 <sup>2</sup>	15 200 <sup>2</sup>	570 <sup>2</sup>
	1964 März	11 410	11 730	2 910 <sup>2</sup>	3 070 <sup>2</sup>	14 320 <sup>2</sup>	14 800 <sup>2</sup>	480 <sup>2</sup>
	September	12 800	12 840	3 030	3 490	15 830	16 330	500
	Dezember	14 610	14 390	2 940	3 640	17 550	18 030	480
	1965 März	14 070	13 980	3 140	3 480	17 210	17 460	250
	Juni	13 900	14 020	3 260	3 700	17 160	17 720	560
	September	14 690	15 480	3 200	3 700	17 890	19 180	1 290
	Dezember	16 270	16 880	3 210	4 050	19 480	20 930	1 450
	1966 März	15 090	16 440	3 810	4 410	18 900	20 850	1 950
	Juni	16 060	17 260	3 680	4 260	19 740	21 520	1 780
	September	17 360	19 390	3 680	4 200	21 040	23 590	2 550
	Dezember	19 420	21 820	3 900	4 310	23 320	26 130	2 810

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und italienische Lire. <sup>2</sup> Geschätzt. <sup>3</sup> Vorwiegend Pfund Sterling.

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

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Netto
		Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg . . .	1963 September	280 <sup>2</sup>	190 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	1964 März	290 <sup>2</sup>	220 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	September	220 <sup>2</sup>	230 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	Dezember	330	260	380	80	710	320	— 390
	1965 März	350	310	300	60	650	370	— 280
	Juni	330	290	400	70	730	360	— 370
	September	420	280	400	60	820	340	— 480
	Dezember	460	350	410	100	870	450	— 420
	1966 März	460	420	460	110	920	530	— 390
	Juni	410	360	490	110	900	470	— 430
	September	470	430	560	120	1 030	550	— 480
	Dezember	560	560	620	110	1 180	670	— 510
Deutschland (BR)	1963 September	220	300	50	20	270	320	50
	1964 März	190	290	50	20	240	310	70
	September	260	190	50	20	310	210	— 100
	Dezember	390	160	40	10	430	170	— 260
	1965 März	190	160	20	20	210	180	— 30
	Juni	200	190	30	10	230	200	— 30
	September	220	190	30	10	250	200	— 50
	Dezember	310	230	30	10	340	240	— 100
	1966 März	240	290	20	10	260	300	40
	Juni	260	310	20	10	280	320	40
	September	290	470	20	10	310	480	170
	Dezember	260	260	20	10	280	270	— 10
Frankreich <sup>3</sup> . . . .	1963 September	600	550	350	380	950	930	— 20
	1964 März	590	540	350	320	940	860	— 80
	September	590	530	310	330	900	860	— 40
	Dezember	730	660	400	340	1 130	1 000	— 130
	1965 März	660	660	330	350	990	1 010	20
	Juni	650	620	310	360	960	980	20
	September	760	740	340	360	1 100	1 100	—
	Dezember	940	1 010	360	370	1 300	1 380	80
	1966 März	680	910	430	410	1 110	1 320	210
	Juni	680	1 050	420	360	1 100	1 410	310
	September	940	1 150	450	380	1 390	1 530	140
	Dezember	1 230	1 270	430	360	1 660	1 630	— 30
Italien . . . . .	1963 September	1 420	570	440	230	1 860	800	— 1 060
	1964 März	1 060	450	330	140	1 390	590	— 800
	September	1 010	460	200	120	1 210	580	— 630
	Dezember	1 250	600	210	150	1 460	750	— 710
	1965 März	1 030	640	250	110	1 280	750	— 530
	Juni	990	760	260	160	1 250	920	— 330
	September	940	1 200	260	190	1 200	1 390	190
	Dezember	1 420	1 370	250	200	1 670	1 570	— 100
	1966 März	960	1 110	280	270	1 240	1 380	140
	Juni	980	1 140	260	280	1 240	1 420	180
	September	1 380	1 670	340	310	1 720	1 980	260
	Dezember	1 700	1 870	390	390	2 090	2 260	170

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und italienische Lire. <sup>2</sup> Geschätzt. <sup>3</sup> Nur die Positionen gegenüber Banken.

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken von zehn Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland der jeweiligen Währung (Fortsetzung)

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt			
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Netto	
Millionen US-Dollar									
Niederlande . . .	1963 September	230	250	40 <sup>2</sup>	50 <sup>2</sup>	270	300	30	
	1964 März	240	230	40 <sup>2</sup>	40 <sup>2</sup>	280	270	— 10	
		September	270	190	60 <sup>2</sup>	50 <sup>2</sup>	330	240	— 90
		Dezember	320	300	100 <sup>2</sup>	100 <sup>2</sup>	420	400	— 20
	1965 März	300	340	100 <sup>2</sup>	110 <sup>2</sup>	400	450	50	
		Juni	360	300	100 <sup>2</sup>	120 <sup>2</sup>	460	420	— 40
		September	370	270	130 <sup>2</sup>	110 <sup>2</sup>	500	380	— 120
	1966 März	Dezember	470	340	140 <sup>2</sup>	90 <sup>2</sup>	610	430	— 180
		240	280	190 <sup>2</sup>	140 <sup>2</sup>	670	420	— 250	
		Juni	570	350	190 <sup>2</sup>	150 <sup>2</sup>	760	500	— 260
	1966 März	September	600	350	190 <sup>2</sup>	160 <sup>2</sup>	790	510	— 280
		Dezember	720	470	220 <sup>2</sup>	170 <sup>2</sup>	940	640	— 300
Schweden . . . .	1963 September	70	100	10	20	80	120	40	
	1964 März	70	90	10	30	80	120	40	
		September	80	120	10	30	90	150	60
		Dezember	80	140	30	20	110	160	50
	1965 März	90	110	40	30	130	140	10	
		Juni	110	140	50	40	160	180	20
		September	110	120	50	40	160	160	—
	1966 März	Dezember	120	170	50	40	170	210	40
		120	130	50	30	170	160	— 10	
		Juni	120	140	50	30	170	170	—
	1966 März	September	130	170	60	30	190	200	10
		Dezember	160	240	60	50	220	290	70
Schweiz <sup>2</sup> . . . .	1963 September	920	1 330	.	.	.	.	.	
	1964 März	1 060	1 530	.	.	.	.	.	
		September	1 210	1 710	200	90	1 410	1 800	390
		Dezember	1 440	1 610	180	120	1 620	1 730	110
	1965 März	1 290	1 800	150	70	1 440	1 870	430	
		Juni	1 310	1 850	140	80	1 450	1 930	480
		September	1 420	1 840	160	110	1 580	1 950	370
	1966 März	Dezember	1 550	2 160	170	90	1 720	2 250	530
		1 320	2 070	160	110	1 480	2 180	700	
		Juni	1 590	1 850	170	150	1 760	2 000	240
	1966 März	September	1 570	1 830	120	130	1 690	1 960	270
		Dezember	1 750	2 300	130	140	1 880	2 440	560
Vereinigtes Königreich . . .	1963 September	2 800	1 970	.	.	.	.	.	
	1964 März	2 780	1 740	.	.	.	.	.	
		September	3 400	2 010	.	.	.	.	.
		Dezember	3 840	2 460	.	.	.	.	.
	1965 März	4 060	1 950	.	.	.	.	.	
		Juni	3 910	2 090	.	.	.	.	.
		September	4 230	2 320	.	.	.	.	.
	1966 März	Dezember	4 710	2 950	.	.	.	.	.
		4 770	2 660	.	.	.	.	.	
		Juni	5 210	3 150	.	.	.	.	.
	1966 März	September	5 890	3 280	.	.	.	.	.
		Dezember	6 640	3 830	.	.	.	.	.

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und italienische Lire. <sup>2</sup> Nur Pfund Sterling, französische Franken und Deutsche Mark. <sup>3</sup> Einschließlich der Eurodevisenguthaben der BIZ.

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken von zehn Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland der jeweiligen Währung (Fortsetzung)

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Netto
Millionen US-Dollar								
Acht europäische Länder zusammen . . .	1963 September	6 540 <sup>2</sup>	5 260 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	1964 März	6 280 <sup>2</sup>	5 090 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	September	7 040 <sup>2</sup>	5 440 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	Dezember	8 380	6 190	.	.	.	.	.
	1965 März	7 970	5 970	.	.	.	.	.
	Juni	7 860	6 240	.	.	.	.	.
	September	8 470	6 960	.	.	.	.	.
	Dezember	9 980	8 580	.	.	.	.	.
	1966 März	9 030	7 870	.	.	.	.	.
	Juni	9 820	8 350	.	.	.	.	.
	September	11 270	9 350	.	.	.	.	.
	Dezember	13 020	10 800	.	.	.	.	.
Kanada . . . . .	1963 September	890	760	10 <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	900	800	- 100
	1964 März	860	620	10 <sup>3</sup>	30 <sup>3</sup>	870	650	- 220
	September	960	890	10 <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	870	930	60
	Dezember	910	1 210	20 <sup>3</sup>	30 <sup>3</sup>	930	1 240	310
	1965 März	1 010	1 010	30 <sup>3</sup>	30 <sup>3</sup>	1 040	1 040	-
	Juni	1 110	760	20 <sup>3</sup>	30 <sup>3</sup>	1 130	790	- 340
	September	1 380	810	20 <sup>3</sup>	30 <sup>3</sup>	1 400	840	- 560
	Dezember	1 390	900	30 <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	1 420	940	- 480
	1966 März	1 190	840	30 <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	1 220	880	- 340
	Juni	1 180	830	10 <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	1 190	870	- 320
	September	1 120	800	- <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	1 120	840	- 280
	Dezember	1 450	930	- <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	1 450	970	- 480
Japan . . . . .	1963 September	300	300	.	.	.	.	.
	1964 März	250	340	.	.	.	.	.
	September	330	510	100	240	430	750	320
	Dezember	350	550	100	260	450	810	360
	1965 März	380	550	100	230	480	780	300
	Juni	380	570	120	220	480	790	310
	September	380	690	120	220	500	910	410
	Dezember	390	690	100	230	490	920	430
	1966 März	430	680	100	210	530	890	360
	Juni	480	720	80	190	560	910	350
	September	560	780	70	210	630	990	360
	Dezember	610	790	70	230	680	1 020	340
Insgesamt . . .	1963 September	7 730 <sup>2</sup>	6 320 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	1964 März	7 390 <sup>2</sup>	6 050 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	September	8 230 <sup>2</sup>	6 840 <sup>2</sup>	.	.	.	.	.
	Dezember	9 640	7 950	.	.	.	.	.
	1965 März	9 360	7 530	.	.	.	.	.
	Juni	9 330	7 570	.	.	.	.	.
	September	10 230	8 460	.	.	.	.	.
	Dezember	11 760	10 170	.	.	.	.	.
	1966 März	10 650	9 390	.	.	.	.	.
	Juni	11 480	9 900	.	.	.	.	.
	September	12 950	10 930	.	.	.	.	.
	Dezember	15 080	12 520	.	.	.	.	.

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und Italienische Lire. <sup>2</sup> Geschätzt. <sup>3</sup> Vorwiegend Pfund Sterling.

## V. DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSABKOMMEN

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

### Änderung des Abkommens

Nach einer umfassenden Untersuchung im Jahre 1965 wurde das Abkommen auf drei Jahre bis Ende 1968 verlängert. Diese Untersuchung hatte eine Anzahl von Abkommensänderungen zur Folge, die im letzten Jahresbericht geschildert sind; unter anderem wurde damals ein zweites, schnelleres Verfahren für die Kreditgewährung des Europäischen Fonds eingeführt, dergestalt, daß das Direktorium die Befugnis delegiert erhielt, Kredite mit höchstens einjähriger Laufzeit bis zu jeweils 50 Millionen Dollar\* zu gewähren.

Insbesondere diese neue Möglichkeit ließ es als wünschenswert erscheinen, dem Europäischen Fonds eine neue, rasch zugängliche Finanzquelle zu erschließen für den Fall, daß die vorhandenen flüssigen Mittel vorübergehend einmal nicht zur Auszahlung eines vom Direktorium gewährten Kredits ausreichen würden. Die normalen Wege zusätzlicher Finanzierung wären eine allgemeine Einforderung nichteingezahlter Kapitalbeiträge von Vertragsparteien sowie der Rückgriff auf das Kapital der früheren Europäischen Zahlungsunion (EZU). Eine weitere Finanzierungsmethode wurde 1960 eingeführt, als dem Europäischen Fonds durch eine Abkommensänderung die Aufnahme von Sonderkrediten bei Vertragsparteien gestattet wurde. In der Praxis hat sich die Aufnahme zusätzlicher Mittel auf diesem Alternativweg als nicht nötig erwiesen, doch sind in letzter Zeit Bedenken aufgetaucht, ob er gegebenenfalls nicht vielleicht erst nach längeren Verhandlungen zum Ziel führen würde. Dementsprechend schlug das Direktorium dem Rat im Mai 1967 weitere Abkommensänderungen vor, die für den Europäischen Fonds die Möglichkeit vorsehen würden, kurzfristige Kredite bei internationalen Finanzinstitutionen aufzunehmen, die ihren Sitz im Gebiet einer Vertragspartei haben.

---

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

Ferner wurde vorgeschlagen, die Befugnis zur Aufnahme solcher Kredite an das Direktorium zu delegieren, mit einer oberen Begrenzung auf Kredite bis zu einem insgesamt ausstehenden Betrag von 50 Millionen Dollar bei höchstens einjähriger Laufzeit. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat auf Anfrage des Generalsekretärs der OECD ihre grundsätzliche Bereitschaft zu erkennen gegeben, sich an einer solchen Finanzierung vorbehaltlich einer von Fall zu Fall zu erzielenden Vereinbarung zu beteiligen. Ende Mai 1967 hatte der Rat über die Vorschläge noch nicht entschieden.

### Die Geschäfte im Rahmen des Abkommens

*Europäischer Fonds.* Die folgende Tabelle zeigt die in den zwölf Monaten April 1966–März 1967 ausstehenden Kredite des Europäischen Fonds samt den Sätzen der für sie geltenden Zinsen und Bearbeitungsgebühren. Neue Kredite wurden in diesem Zeitraum nicht gewährt.

EWA: Kredite des Europäischen Fonds  
in dem im März 1967 abgeschlossenen Geschäftsjahr

Kredite	Zugesagter Betrag in Millionen Rechnungseinheiten	Laufzeit	Zins für verwendete Kreditteile	Bearbeitungsgebühr für nichtverwendete Kreditteile
			Prozent pro Jahr	
Ab 31. März 1966 zurückgezahlt	10,0	15. März 1963 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,50	0,25
Türkei (4. Kredit — Rest) . . . . .	15,0	30. Juni 1963 bis zu den unten angegebenen Daten*		
Am 31. März 1967 verfügbar	20,0	31. März 1965 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,75	0,25
	25,0	30. Juli 1965 bis zu den unten angegebenen Daten*		
Türkei (6. Kredit) . . . . .	5,0	29. Oktober 1965 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,875	0,25
	15,0	15. März 1966 bis zu den unten angegebenen Daten*		
	5,0	31. Oktober 1966 bis zu den unten angegebenen Daten*		
Griechenland . . . . .	30,0	8. Februar 1966 bis zu den unten angegebenen Daten*		

\* Der Rest des vierten Kredits an die Türkei wurde wie folgt zur Rückzahlung fällig: 15 Millionen am 31. Oktober 1966 und 10 Millionen am 15. März 1967. Für den sechsten Kredit an die Türkei gilt folgender Tilgungsplan: zehn Raten von je 5 Millionen am 30. Juni und 31. Dezember 1968, 31. März, 30. Juni, 30. September und 31. Dezember 1969 und 31. März, 31. Mai, 29. Juli und 28. Oktober 1970; 15 Millionen am 14. März 1971; 5 Millionen am 30. Oktober 1971. Der Kredit an Griechenland ist wie folgt zurückzuzahlen: 5 Millionen am 7. Februar 1969, 10 Millionen am 7. Februar 1970 und 15 Millionen am 7. Februar 1971.

Ende März 1966 waren Kredite von insgesamt 120 Millionen Dollar beansprucht. Hiervon bestanden 90 Millionen Dollar aus dem Restbetrag des vierten Kredits und den ersten vier Tranchen des sechsten Kredits an die Türkei und die verbleibenden 30 Millionen Dollar aus dem Kredit an Griechenland, der im Februar 1966 gewährt worden war und seit 9. März 1966 voll beansprucht ist.

Mit Wirkung vom 31. Oktober 1966 gab das Direktorium die letzten 5 Millionen Dollar des sechsten Kredits an die Türkei frei. Sie wurden sofort in Anspruch genommen und zur Rückzahlung der 15 Millionen Dollar mitherausgezogen, die am gleichen Tage als dritte Tilgungsrate des vierten Kredits fällig wurden. Am 15. März 1967 zahlte die Türkei die letzten 10 Millionen Dollar des vierten Kredits in bar zurück. Durch diese Transaktionen verringerte sich die Kreditschuld der Türkei gegenüber dem Europäischen Fonds auf 70 Millionen Dollar Ende März 1967 und der Gesamtbetrag der ausstehenden Kredite auf 100 Millionen Dollar.

Angesichts des für 1967 erwarteten Defizits in der türkischen Zahlungsbilanz und des kritischen Tiefstandes der amtlichen türkischen Reserven beschloß

EWA: Die Inanspruchnahme der Kredite des Europäischen Fonds

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Griechenland		Island		Spanien		Türkel		Zusammen		
	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Gesamte Kreditgewährung
Millionen Rechnungseinheiten											
1959											
Februar . . . . .	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
Dezember . . . . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960											
Dezember . . . . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961											
Dezember . . . . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	60,0	7,0	55,0	62,0
1962											
Dezember . . . . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965											
Januar . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	100,0	—	100,0	100,0
Februar . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
Oktober . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966											
Februar . . . . .	25,0	5,0	—	—	—	—	—	90,0	25,0	95,0	120,0
März . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	90,0	—	120,0	120,0
Oktober . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967											
März . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0

der Rat am 23. Mai 1967, der Türkei einen ab 1. Juni 1967 zur Verfügung stehenden weiteren Kredit von 25 Millionen Dollar zu gewähren. Die Tilgungsbedingungen für diesen neuen Kredit entsprechen weitgehend denen, die Griechenland im Februar 1966 zugestanden wurden. 5 Millionen Dollar sind am Ende des dritten Jahres zurückzuzahlen, weitere 5 Millionen Dollar am Ende des vierten Jahres und die restlichen 15 Millionen Dollar am Ende des fünften Jahres. Damit wird die nach dem Abkommen höchstzulässige Laufzeit erreicht.

Die Tabelle über die Inanspruchnahme der gewährten Kredite zeigt die Kreditpositionen für Februar 1959 (den Monat der ersten Kreditgewährung), für das Ende jedes der Jahre 1959–1964 sowie danach bis März 1967 für jeden Monat, in dem Veränderungen erfolgten, am Wertstellungstag für den multilateralen Zahlungsausgleich (das ist der fünfte Werktag des jeweils nächstfolgenden Monats).

Im Berichtszeitraum ist kein Kapital zur Einzahlung aufgerufen worden. Eingezahlt bleiben damit unverändert 38 Millionen Dollar. Zusammen mit dem früheren EZU-Kapital von 148 Millionen Dollar ergibt das ein aktives Fondskapital von 186 Millionen Dollar. Das nichtaufgerufene Kapital beträgt nach wie vor 421 Millionen Dollar.

*Multilaterales System des Zahlungsausgleichs.* Zwischenfinanzierungsbeträge wurden im Berichtsjahr nicht beansprucht. Die von den Vertragsparteien für ihre Währungen gemeldeten Ankaufskurse und Verkaufskurse blieben unverändert, und es wurden keine Salden für den multilateralen Zahlungsausgleich gemeldet.

Seit dem Inkrafttreten des EWA sind im multilateralen Zahlungsausgleich 37,8 Millionen Dollar an den Europäischen Fonds und von ihm gezahlt worden.

### **Die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens**

Das EWA-Direktorium überwacht die Durchführung des Abkommens und steht dem Rat der OECD in allen diesbezüglichen Fragen zur Seite. Ferner verfolgt es die wirtschaftliche und finanzielle Lage in den Mitgliedsländern an Hand von Berichten des Sekretariats und der verschiedenen OECD-Ausschüsse und gelegentlich auch eigens bestellter Missionen. Es tritt nach Bedarf zusammen, in der letzten Zeit etwa sechsmal jährlich. Im Dezember 1966 ernannte der Rat Herrn Hay auf ein weiteres Jahr zum Vorsitzenden des Direktoriums.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich als Agent berichtet monatlich über die im Rahmen des Abkommens durchgeführten Geschäfte und über die Anlagen des Europäischen Fonds; sie unterbreitet dem Direktorium auch monatliche statistische Aufstellungen über die internationalen Gold- und Devisenmärkte und über die Devisenposition der OECD-Länder.

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

EWA: Zusammengefaßter Ausweis des Europäischen Fonds

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Aktiva				Ausweis- summe	Passiva	
	Liquide Ver- mögens- werte	Beim US- Schatzamt	Nichtauf- gerufenes Kapital von Mitglieds- ländern	Kredite und Forde- rungen		Kapital	Ein- nahmen- und Ausgaben- konto
Millionen Rechnungseinheiten							
Eröffnung . . . . .	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 Dezember . . . . .	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 Dezember . . . . .	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 Dezember . . . . .	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 Dezember . . . . .	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 Dezember . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Dezember . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 Dezember . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Januar . . . . .	100,9	123,5	297,9	113,1	635,4	607,5	27,9
Februar . . . . .	96,0	123,5	297,9	118,1	635,5	607,5	28,0
März . . . . .	71,1	123,5	297,9	143,1	635,6	607,5	28,1
April . . . . .	71,2	123,5	297,9	143,1	635,6	607,5	28,3
Mai . . . . .	71,3	123,5	297,9	143,1	635,9	607,5	28,4
Juni . . . . .	73,4	123,5	297,9	143,1	638,0	607,5	30,5
Juli . . . . .	73,1	123,5	297,9	143,1	637,7	607,5	30,2
August . . . . .	73,2	123,5	297,9	143,1	637,8	607,5	30,3
September . . . . .	73,4	123,5	297,9	143,1	638,0	607,5	30,5
Oktober . . . . .	83,7	123,5	297,9	133,1	638,3	607,5	30,8
November . . . . .	83,9	123,5	297,9	133,1	638,4	607,5	30,9
Dezember . . . . .	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Januar . . . . .	88,9	123,5	297,9	130,5	640,9	607,5	33,4
Februar . . . . .	89,1	123,5	297,9	130,5	641,1	607,5	33,6
März . . . . .	99,2	123,5	297,9	120,5	641,2	607,5	33,7

Die Kredite und Forderungen, die bei Aufnahme der Geschäftstätigkeit aus 35 Millionen Dollar an von der Europäischen Zahlungsunion übertragenen langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei bestanden hatten, erreichten Ende März 1966 eine Spitze von 143,1 Millionen Dollar. Davon entfielen 120 Millionen auf ausgezahlte Kredite; die langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei betragen noch 23,1 Millionen. Der Gesamtbetrag veränderte sich dann erst wieder Ende Oktober, und zwar sank er auf 133,1 Millionen Dollar im Zusammenhang mit der obengenannten türkischen Nettorückzahlung. Im Dezember ging der Gesamtbetrag durch die sechste Zahlung Norwegens und der Türkei zur Tilgung ihrer langfristigen Verpflichtungen abermals — um 2,6 Millionen Dollar — zurück, und als die Türkei im März die letzten 10 Millionen Dollar des vierten Kredits tilgte, verringerte sich die Summe der ausstehenden Kredite und Forderungen auf 120,5 Millionen Dollar.

Diesem Rückgang der nichtliquiden Forderungen des Fonds um 22,6 Millionen Dollar in den zwölf Monaten bis Ende März 1967 stand ein Wachstum der liquiden Vermögenswerte von 71,1 Millionen Dollar Ende März 1966 auf 99,2 Millionen Dollar ein Jahr später gegenüber. Der Betrag, um den dieser Zuwachs die

Verringerung der nichtliquiden Forderungen übersteigt — 5,5 Millionen Dollar —, spiegelt den weiteren Anstieg des nichtverteilten Einnahmenüberschusses wider.

Der Zins auf den eingezahlten Beiträgen zum Fondskapital wurde wie in den Vorjahren für jedes Mitgliedsland so bemessen, daß er, zusammen mit den Ausschüttungen aller früheren Perioden, 90 Prozent des Anteils am Einnahmenüberschuß des Fonds ausmacht, der dem betreffenden Land zugekommen wäre, wenn der Fonds am Ende der für die Zinszahlung maßgeblichen Periode liquidiert worden wäre. Der 1966 erzielte Einnahmenüberschuß war der höchste Jahresüberschuß seit der Errichtung des Fonds; das beruhte teils auf dem großen Volumen der ausstehenden Kredite, teils auf dem höheren Ertrag der kurzfristigen Dollaranlagen des Fonds. Infolgedessen wurden den Mitgliedsländern an Zinsen für das gesamte Jahr 1,0 Millionen Dollar gezahlt, wodurch sich der Gesamtbetrag aller bisher an Mitgliedsländer gezahlten Zinsen auf 6,4 Millionen Dollar erhöhte.

## TEIL III

### DIE GESCHÄFTE DER BANK

#### 1. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die von den Buchprüfern bestätigte Bilanz vom 31. März 1967 steht am Ende dieses Berichts. Ihre Gliederung wurde in den folgenden zwei Punkten geändert.

Einerseits waren im Zusammenhang mit der Regelung der in Deutschland angelegten Gelder der Bank zwei Übergangspositionen in der Bilanz vom 31. März 1966 erschienen, nämlich auf der Aktivseite die „Forderung auf Grund des Vertrages vom 29. November 1965 mit der Bundesrepublik Deutschland“ und auf der Passivseite die „Forderungen von Regierungen auf Grund des Treuhänder-Annuitätenkontos“. Mit der Regelung, die im April 1966 erfolgte, verschwanden diese Posten noch im gleichen Monat, so daß sie in der Bilanz vom 31. März 1967 nicht mehr enthalten sind.

Andererseits wurde die Position „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ aufgespalten durch Schaffung einer Position „Rückstellung für Gebäude“, die weiter unten in Abschnitt 6 „Reingewinn und Gewinnverwendung“ kommentiert wird.

\* \* \*

Die Bilanzsumme vom 31. März 1967 beträgt 8 231 996 517 Franken\*; am 31. März 1966 war sie 7 881 659 477 Franken. Die Erhöhung machte damit 350 337 040 Franken aus. Die Summe in den Monatsausweisen veränderte sich im Laufe des Geschäftsjahres beträchtlich; sie sank auf 7 282 Millionen Ende Mai und überschritt Ende Dezember 1966 mit 9 098 Millionen erstmals die Neunmilliardengrenze.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung
	Millionen Franken	
1963	4 950**	+ 218
1964	5 778**	+ 828
1965	7 850**	+ 2 072
1966	7 882	+ 32
1967	8 232	+ 350

\*\* Erste Abteilung.

In der Bilanz sind nicht enthalten: die für Rechnung von Zentralbanken und anderen Deponenten verwahrten Goldbestände, Wechsel und sonstigen Wertpapiere sowie die Werte (Gold, Bankguthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere), welche die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung im Zusammenhang mit dem Europäischen Währungsabkommen, als

\* „Franken“ ohne nähere Angaben bedeutet im vorliegenden Teil III stets Goldfranken (zu 0,290 322 58... Gramm Feingold — Artikel 5 der Statuten). Die Umrechnung der bilanzierten Währungsposten in Goldfranken erfolgte wie in den Vorjahren über den Dollarkurs der jeweiligen Währung und den Goldverkaufspreis des US-Schatzamtes nach ihrem Stand am Ende des Geschäftsjahres.

Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder oder Fiscal Agent für internationale Staatsanleihen verwaltet oder verwahrt. Wie in der Bilanz vom 31. März 1966 sind die betreffenden Beträge am Fuß der Aktivseite unter den Pro-memoria-Konten b ausgewiesen. Sie sind in der folgenden Tabelle zusammengestellt.

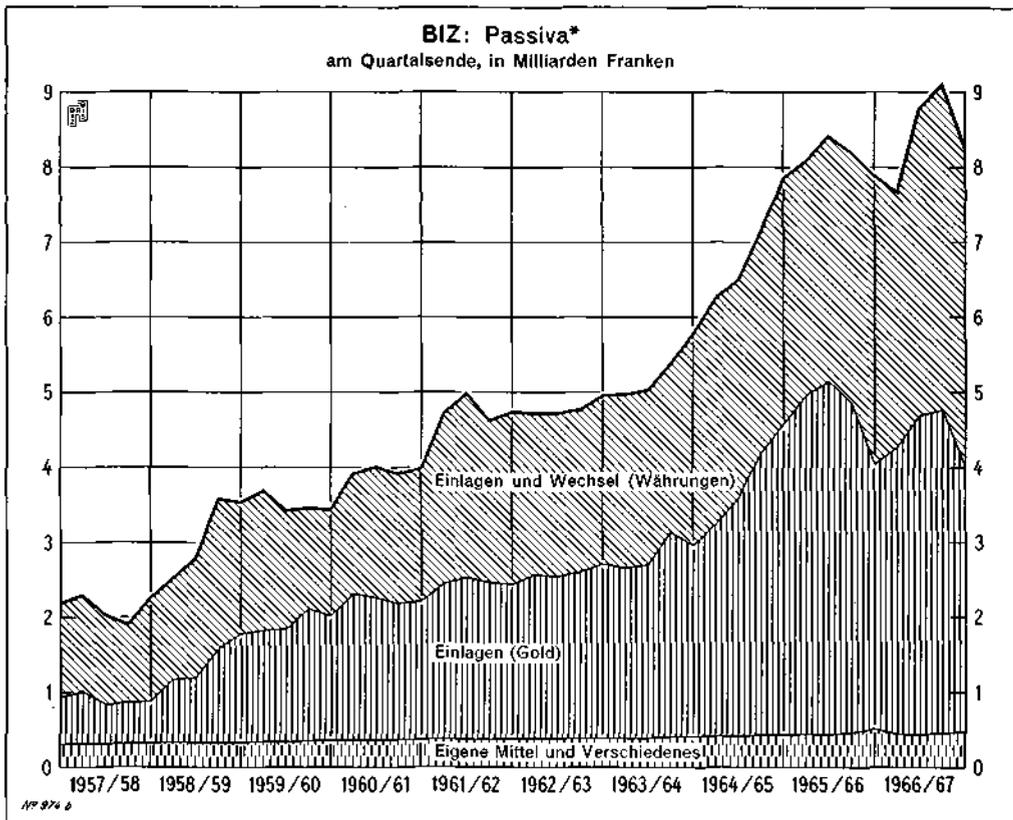
BIZ: Pro-memoria-Konten b

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März	
	1966	1967
	Millionen Franken	
Goldbestände . . . . .	1 145	1 233
Bankguthaben . . . . .	32	26
Wechsel und sonstige Wertpapiere . . . . .	715	678
Zusammen . . . . .	1 892	1 937

MITTELAUFKOMMEN (Passiva)

A. Eigene Mittel

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



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

Ebenso blieben die Reserven der Bank auf dem Vorjahresstand von 25,8 Millionen, da weder beim Gesetzlichen Reservefonds noch beim Allgemeinen Reservefonds eine Veränderung eintrat.

Der Saldo der Gewinn- und Verlust-Rechnung, der den Reingewinn aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr und den Vortrag aus dem Vorjahr umfaßt, stellte sich am 31. März 1967 auf 41,9 Millionen, gegenüber 32,3 Millionen ein Jahr vorher. Die „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ betrug 216,2 Millionen am 31. März 1966; an ihrer Stelle erscheint am 31. März 1967 eine Position „Rückstellungen“ mit zwei Rubriken, in denen zusammen 231 Millionen ausgewiesen sind. Die eben genannten Zahlen werden weiter unten in Abschnitt 6 „Reingewinn und Gewinnverwendung“ erläutert.

In der Position „Verschiedenes“ standen am Anfang des Geschäftsjahres 33,3 Millionen und an seinem Ende 44,1 Millionen.

Die gesamten eigenen Mittel der Bank (einschließlich des Postens „Verschiedenes“) beliefen sich Ende März 1967 auf 468 Millionen und damit auf 6 Prozent der fremden Mittel (7 764 Millionen) und 5,7 Prozent der Bilanzsumme (8 232 Millionen). Würde man zu den eigenen Mitteln auch das nichteingezahlte Stammkapital (375 Millionen) rechnen, so ergäbe sich ein Verhältnis von ungefähr 11 bzw. 10 Prozent.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Zusammensetzung der Mittel der Bank (unter Ausschluß des nichteingezahlten Kapitals) in absoluten Zahlen und in Prozent jeweils am Ende der letzten fünf Geschäftsjahre.

BIZ: Passiva

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eigene Mittel	Fremde Mittel	Zusammen	Eigene Mittel in Prozent der	
				fremden Mittel	Bilanz- summe
	Millionen Franken				
1963	389	4 561	4 950*	8,5	7,9
1964	408	5 370	5 778*	7,6	7,1
1965	433	7 417	7 850*	5,8	5,5
1966	433	7 449	7 882	5,8	5,5
1967	468	7 764	8 232	6,0	5,7

\* Erste Abteilung der Bilanz.

## B. Fremde Mittel

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

Die Einlagen von Zentralbanken stiegen mäßig an, nämlich um ungefähr 8 Prozent; die Einlagen der anderen Einleger dagegen verminderten sich ganz leicht. Die Position „Wechsel“ — auf Währungen lautende Wechsel, welche die Bank zugunsten von Geschäftsbanken ausgestellt hat — zeigte einen Rückgang in der Größenordnung von 20 Prozent, da die währungspolitischen Zielsetzungen, die der Ausgabe dieses Papiers an bestimmten Märkten zugrunde lagen, nicht mehr bestanden.

BIZ: Herkunft der Fremdmittel

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1966*	1967	
Millionen Franken			
Zentralbanken . . . . .	6 104	6 602	+ 498
Anderer Einleger . . . . .	901	869	- 32
Wechsel . . . . .	362	293	- 69
Zusammen . . . . .	7 367	7 764	+ 397

\* Ohne die „Forderungen von Regierungen auf Grund des Treuhänder-Annuitätenkontos“.

Der Betrag der Goldeinlagen blieb im Verlauf des Geschäftsjahres praktisch gleich, wogegen sich die Währungseinlagen um 13 Prozent erhöhten.

Bei den Goldeinlagen veränderten sich die Einlagen auf Sicht während des Geschäftsjahres nur wenig; an seinem Ende waren sie geringfügig höher als an seinem Beginn. Dagegen waren die Termineinlagen am Ende des Geschäftsjahres etwas geringer und im Jahresverlauf gelegentlich starken Schwankungen unterworfen; zum Beispiel sanken sie von Ende Februar bis Ende März 1967 um fast die Hälfte. Diese Fluktuationen beruhten insbesondere auf dem Abschluß von Swaps, wobei das von der Bank per Kasse verkaufte und per Termin zurückgekauft Gold für die Dauer der Operationen bei der Bank eingelegt wurde; andererseits verschob sich die Zusammensetzung der Einlagen nach Laufzeiten: der Verringerung der Einlagen mit bis zu dreimonatiger Laufzeit stand zu etwa zwei Dritteln eine Erhöhung der Einlagen mit längerer Frist — drei bis zwölf Monate — gegenüber. Am Gesamtbestand der Goldeinlagen waren die Gold-Termineinlagen am Ende des Geschäftsjahres mit 27 Prozent beteiligt, gegenüber einem Anteil von 30 Prozent an seinem Beginn.

Bei den Währungseinlagen beruhte die Erhöhung auf der Entwicklung der Einlagen mit höchstens dreimonatiger Laufzeit. Die Veränderungen, die im Laufe des Jahres in dieser letztgenannten Einlagenkategorie verzeichnet wurden, hängen größtenteils mit Swaps zusammen; die von der Bank per Kasse verkauften

BIZ: Art und Laufzeit der Fremdmittel

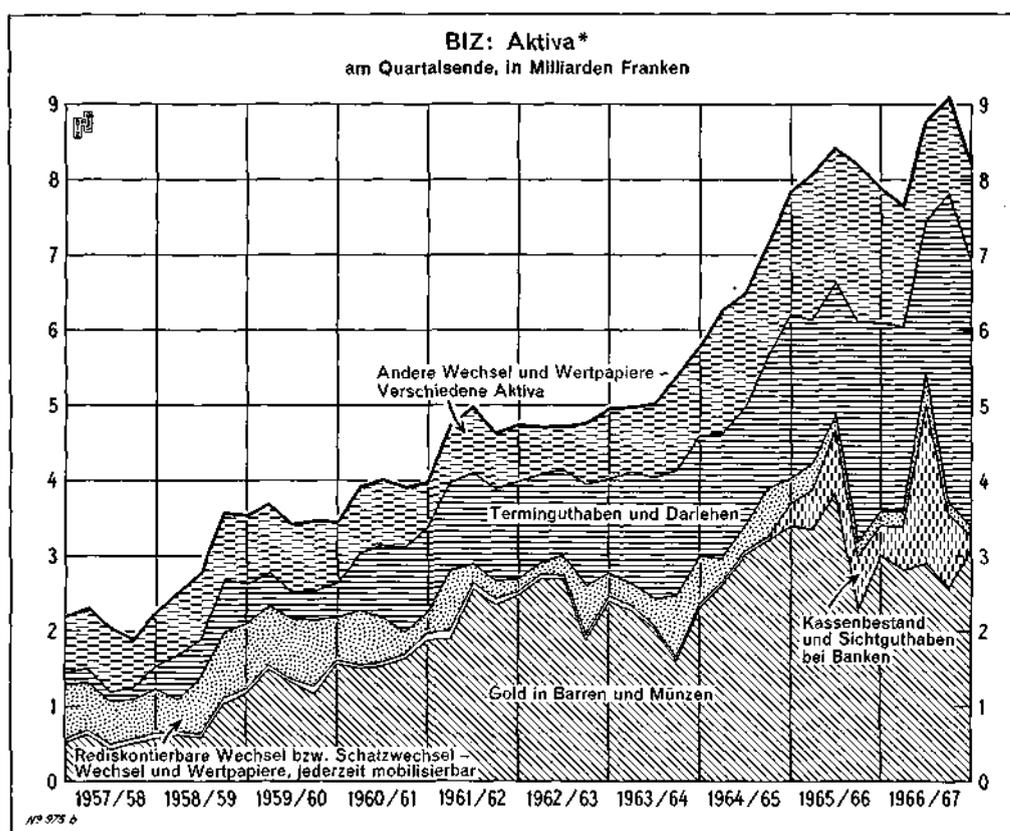
Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Wechsel		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1966	1967		1966*	1967		1966	1967	
Millionen Franken									
Auf Sicht . . . . .	2 484	2 593	+ 109	184	240	+ 56	-	-	-
Höchstens 3 Monate . . . . .	591	325	- 266	2 816	3 282	+ 466	346	291	- 55
3 bis 6 Monate . . . . .	102	164	+ 62	380	309	- 71	16	2	- 14
6 bis 9 Monate . . . . .	272	338	+ 66	17	53	+ 36	-	-	-
9 bis 12 Monate . . . . .	90	141	+ 51	45	10	- 35	-	-	-
Mehr als 1 Jahr . . . . .	-	-	-	24	16	- 8	-	-	-
Zusammen . . . . .	3 539	3 561	+ 22	3 466	3 910	+ 444	362	293	- 69

\* Ohne die „Forderungen von Regierungen auf Grund des Treuhänder-Annuitätenkontos“.

Devisenbeträge wurden gelegentlich bei ihr als kurzfristige Einlagen stehengelassen. Hierzu gehören auch Swap-Operationen, die auf Grund der im Juni 1966 unter Beteiligung mehrerer Zentralbanken und der Bank geschlossenen Vereinbarung durchgeführt wurden; diese Vereinbarung, die im März 1967 verlängert wurde, hat zum Ziel, dem Sterlingsystem zusätzliche Festigkeit zu verleihen. Die anderen Währungseinlagen haben sich nicht sehr verändert, zumindest nicht ihrem absoluten Betrag nach: gestiegen sind die Einlagen auf Sicht und auf sechs bis neun Monate, gesunken die Einlagen auf drei bis sechs Monate und auf mehr als neun Monate. Die Sichteinlagen waren im Laufe des Jahres sehr heftigen Schwankungen unterworfen (im Minimum betragen sie 32 Millionen und im Maximum 1 268 Millionen — dies im Zusammenhang mit verschiedenen von der Bank abgeschlossenen Swaps, deren Gegenwerte als Sichteinlagen in den Büchern der Bank gutgeschrieben wurden).

Am Beginn des Geschäftsjahres verteilten sich die gesamten Fremdmittel etwa zur Hälfte auf Goldeinlagen und Währungseinlagen, nämlich zu 48 und 47 Prozent; die restlichen 5 Prozent entfielen auf Wechsel. Am 31. März 1967 betragen diese Anteile 46 bzw. 50 und 4 Prozent.

#### MITTELVERWENDUNG (Aktiva)



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

**BIZ: Barmittel und Anlagen, gegliedert nach Gold und Währungen**

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1966		1967			
Millionen Franken						
<b>Barmittel</b>						
Gold . . . . .	3 025		3 096		+ 71	
Währungen . . . . .	381	3 406	156	3 252	- 225	- 154
<b>Anlagen</b>						
Gold . . . . .	423		420		- 3	
Währungen* . . . . .	3 924	4 347	4 559	4 979	+ 635	+ 632
<b>Zusammen</b>						
Gold . . . . .	3 448		3 516		+ 68	
Währungen* . . . . .	4 305	7 753	4 715	8 231	+ 410	+ 478

\* Ohne die „Forderung auf Grund des Vertrages vom 29. November 1965 mit der Bundesrepublik Deutschland“.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Veränderung der Goldposition der Bank für die Zeitpunkte des Geschäftsjahres, an denen ein Höchst- oder ein Tiefstwert verzeichnet wurde.

**BIZ: Goldposition**

Monatsende	Kassaposition				Termin- geschäfte	Gesamte Netto- Gold- position
	Gold in Barren und Münzen	Goldanlagen	Gold- verbindlich- keiten	Saldo	Saldo	
Millionen Franken						
<b>1966</b>						
März . . . . .	3 025	423	3 539	- 91	+ 439 (Min.)	348 (Min.)
Mai . . . . .	2 824	424	3 360 (Min.)	- 112	+ 479	367
Juli . . . . .	2 527	426 (Max.)	4 181	- 1 228	+ 1 607	379
August . . . . .	2 520 (Min.)	426	4 133	- 1 187	+ 1 576	389
Dezember . . . . .	2 583	422	4 303	- 1 299 (Min.)	+ 1 712 (Max.)	414
<b>1967</b>						
Januar . . . . .	3 095	419 (Min.)	4 353	- 839	+ 1 257	418
Februar . . . . .	3 053	420	4 359 (Max.)	- 886	+ 1 308	422
März . . . . .	3 096 (Max.)	420	3 561	- 45 (Max.)	+ 472	427 (Max.)
<b>Veränderung</b> 31. März 1966/ 31. März 1967	+ 71	- 3	+ 22	+ 46	+ 33	+ 79

In den einzelnen Kategorien der Goldposition waren die Ergebnisse am Ende des Geschäftsjahres nicht sehr viel anders als an seinem Beginn.

Die Erhöhung der Goldaktiva in der Kassaposition (Barren- und Münzgold und Goldanlagen), die 68 Millionen betrug, wäre noch größer gewesen, wenn nicht auch die Terminposition zugenommen hätte (um 33 Millionen).

Für die gesamte Nettogoldposition war insbesondere bestimmend, daß die der Bank gehörenden Mittel aus der Rückzahlung der in Deutschland in Ausführung der Haager Vereinbarungen von 1930 angelegten Gelder in Gold umgewandelt wurden.

Zur Gliederung der Aktiva nach ihrer Laufzeit ist folgendes zu bemerken.

#### A. Barmittel sowie rediskontierbare und jederzeit mobilisierbare Anlagen

Die Veränderungen des Postens „Gold in Barren und Münzen“ (es handelt sich im wesentlichen um Barrengold) sind bereits erläutert worden.

Als „Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken“ waren am Beginn des Geschäftsjahres 381 Millionen ausgewiesen. Danach kam es in dieser Position zu sehr starken Veränderungen. Am 31. Mai waren es 76 Millionen, am 30. September 1966 hingegen wurde ein Höchststand von 2 104 Millionen verzeichnet, und am 31. März 1967 waren es nur noch 156 Millionen; diese Veränderungen hingen fast ausschließlich mit verschiedenen Swaps gegen Gold oder gegen Devisen zusammen, durch welche die Bank in beträchtlichem Umfang Sichtgelder erhielt.

Die gesamten Barmittel in Gold und Währungen bestritten am Ende des Geschäftsjahres 39,5 Prozent der Bilanzsumme, verglichen mit einem Vorjahresanteil von 43 Prozent.

Das Portefeuille der „rediskontierbaren Schatzwechsel“ war am Ende des Geschäftsjahres ungefähr so hoch wie ein Jahr vorher, nämlich 70 Millionen gegenüber 68 Millionen. Im Laufe des Jahres erreichte es zweimal einen Umfang von fast 300 Millionen, und zwar durch die Anlage von Geldern, welche die Bank im Rahmen des zwischen Zentralbanken bestehenden Swapnetzes erhalten hatte, an dem die Bank beteiligt ist.

Das Volumen der „Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar“ veränderte sich von 124 auf 74 Millionen.

Die gesamten Barmittel und jederzeit mobilisierbaren Anlagen der Bank, welche die bisher analysierten Aktivposten umfassen, stellten sich am Beginn des Geschäftsjahres auf 3 598 Millionen und damit auf 46 Prozent der Bilanzsumme. Die entsprechenden Zahlen vom 31. März 1967 waren 3 396 Millionen und 41 Prozent. Im gleichen Zeitraum hat sich auf der Passivseite die Sichteinlagenquote nicht verändert; sie beträgt wie vorher 34 Prozent. Der Liquiditätskoeffizient der Bank ist demnach zwar leicht gesunken, befindet sich aber nach wie vor auf einem hohen Niveau.

#### B. Terminguthaben und Terminanlagen

Die „Terminguthaben und Darlehen“ fluktuierten sehr stark; von 2 507 Millionen am Beginn des Geschäftsjahres verringerten sie sich nach und nach auf ihren tiefsten Stand von 2 030 Millionen Ende September 1966; danach stiegen sie auf 4 108 Millionen am 31. Dezember 1966, womit das Maximum erreicht war; schon Ende Januar 1967 war der Betrag aber auf 3 449 Millionen gesunken, und am Ende des Geschäftsjahres wurde ein noch hoher Stand von 3 551 Millionen ausgewiesen, das sind 1 044 Millionen mehr als ein Jahr vorher.

Diese umfassenden Fluktuationen hatten mehrere Ursachen. Erstens erhielt die Bank zu bestimmten Zeiten des Jahres hohe Beträge entweder im Anschluß an Operationen im Rahmen der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken oder

als Folge von Goldverkäufen per Kasse in Verbindung mit entsprechenden Käufen per Termin. Zweitens wurden Anlagen auf Sicht in „Terminguthaben und Darlehen“ umgewandelt, sobald die bei der Bank unterhaltenen Sichteinlagen auf Terminkonten umgestellt wurden. Drittens verringerte sich der Betrag des Postens „Andere Wechsel und Wertpapiere“.

Verglichen mit der vorstehend analysierten Position hat sich der Posten „Andere Wechsel und Wertpapiere“ in der Tat oft gegenläufig und weniger ausgeprägt verändert — im Gegensatz zu dem, was häufig in den Vorjahren festzustellen gewesen war. Von 1 648 Millionen am Beginn des Geschäftsjahres, was fast dem Maximalstand entsprach, sank er nach und nach auf 1 187 Millionen am 30. November 1966; ab Ende Dezember hielt er sich immer in der Nähe des Standes von 1 284 Millionen, den er am Ende des Geschäftsjahres aufwies. Der Rückgang betrug damit 364 Millionen.

In der folgenden Tabelle sind die Terminguthaben und Terminanlagen am Ende der letzten zwei Geschäftsjahre nach der Laufzeit zusammengestellt.

BIZ: Terminguthaben und Darlehen sowie  
Andere Wechsel und Wertpapiere

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1966	1967	
	Millionen Franken		
Höchstens 3 Monate . . . . .	3 062	3 905	+ 743
3 bis 6 Monate . . . . .	576	499	— 77
6 bis 9 Monate . . . . .	228	254	+ 26
9 bis 12 Monate . . . . .	147	248	+ 101
Mehr als 1 Jahr . . . . .	142	29	— 113
Zusammen . . . . .	4 155	4 835	+ 680

Die Zunahme der gesamten Anlagen in Form von „Terminguthaben und Darlehen“ sowie „Anderen Wechseln und Wertpapieren“ erfolgte vor allem in der Kategorie der auf weniger als drei Monate angelegten Mittel; diese erhöhten sich sogar etwas stärker als der Gesamtbetrag der eben genannten Anlagen. Der Betrag der Anlagen mit mehr als sechsmonatiger Laufzeit hat sich insgesamt kaum verändert; der fast völligen Auflösung der länger als ein Jahr gebundenen Anlagen stand eine etwa entsprechende Zunahme der Anlagen mit einer Laufzeit von sechs bis zwölf Monaten gegenüber. Somit hat sich die durchschnittliche Laufzeit der Terminforderungen verringert. Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß diese Forderungen, wie in den letzten Geschäftsjahren, zu einem nennenswerten Teil sehr kurzfristig mobilisiert werden können.

\* \* \*

Umfang und Struktur der Fremdmittel haben sich im Laufe des Geschäftsjahres nicht grundlegend geändert, abgesehen von der Erhöhung der Währungseinlagen auf Termin, die der Bank von Zentralbanken anvertraut wurden.

Das wesentlichste Element der Geschäftstätigkeit der Bank war wie in den Vorjahren das wachsende Volumen der mit den Zentralbanken abgeschlossenen Swaps in Devisen sowie in Gold gegen Devisen.

Durch diese Swaps im Rahmen der monetären Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken konnte die Bank eine aktive und größere Rolle in der Entwicklung dieser Zusammenarbeit spielen, ganz besonders im Zusammenhang mit der Vereinbarung vom Juni 1966.

Ferner erhielt die Bank durch Swaptransaktionen die Mittel, die es ihr erlaubten, als Zwischenglied zwischen den Währungsbehörden und dem Markt zu fungieren; auf diese Weise trug sie in gewissem Umfang und zu bestimmten Zeiten (insbesondere Ende Dezember) dazu bei, daß Anspannungen im Gefolge der massiven Geldrepatriierungen der Geschäftsbanken gemildert und die Zinsauftriebstendenzen auf dem Eurodollarmarkt dadurch gebremst wurden.

Das Gesamtvolumen der Geschäfte der Bank erhöhte sich von 72 Milliarden 1964/65 und 86 Milliarden 1965/66 auf 110 Milliarden im Geschäftsjahr 1966/67 und damit auf einen neuen Rekordstand.

Der Reingewinn aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr war bedeutend größer als im Vorjahr; mehr noch als auf der Zunahme der hereingenommenen Einlagen beruht diese Entwicklung auf der Erhöhung der durch Swap-Operationen erhaltenen Mittel und auf einer Ausweitung der Gewinnmargen im Zuge der Zinsentwicklung an den Märkten während der ersten neun Monate des Geschäftsjahres.

## **2. Die Bank als Treuhänder und Agent für internationale Staatsanleihen**

Die Bank war im Berichtsjahr weiterhin in Übereinstimmung mit den geltenden Vereinbarungen als Fiscal Agent der Treuhänder für die neuen Schuldverschreibungen der Deutschen Äußerer Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) und als Treuhänder für die neuen Schuldverschreibungen der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig, welche die Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegeben hat.

Das Finanzjahr 1966/67 ist bei der Dawes-Anleihe am 15. April 1967 und bei der Young-Anleihe am 1. Juni 1967 abgelaufen. Die für das Finanzjahr 1966/67 geschuldeten Zinsbeträge im Gegenwert von rund 11,5 Millionen Franken für die Dawes-Anleihe und von rund 35,7 Millionen Franken für die Young-Anleihe sind ordnungsgemäß an die Bank überwiesen und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt worden. Die Tilgung für das Finanzjahr 1966/67 wurde bei der Dawes-Anleihe teils durch Käufe von Schuldverschreibungen am Markt und teils durch Auslosungen, bei der Young-Anleihe ausschließlich durch Käufe von Schuldverschreibungen am Markt bewirkt.

Es ist noch nicht entschieden, ob die Bestimmungen des Londoner Abkommens über die für die Young-Anleihe geltende Währungsgarantie im Falle der Aufwertung der Deutschen Mark von 1961 Anwendung finden. Mit der Angelegenheit sind die Regierungen der Länder befaßt, in denen Schuldverschreibungen der Anleihe ausgegeben wurden.

Deutsche Äußere Anleihe 1924  
(Dawes-Anleihe)

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1965/66	1966/67	
<b>Konversionsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	44 107 000	13 084 000	2 045 000	28 978 000
Belgische . . . . .	£	583 200	123 600	18 400	441 200
Britische . . . . .	£	8 277 200	1 752 400	264 300	6 260 500
Französische . . .	£	1 929 600	403 500	61 200	1 464 900
Niederländische . .	£	1 323 000	262 100	42 200	1 018 700
Schwedische . . .	skr	14 209 000	2 782 000	428 000	10 999 000
Schweizerische . .	£	1 130 500	235 300	36 800	858 400
Schweizerische . .	sfr	8 251 000	1 581 000	244 000	6 426 000
<b>Fundierungsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	8 206 000	1 886 000	244 000	6 076 000
Belgische . . . . .	£	157 800	37 700	5 000	115 100
Britische . . . . .	£	2 232 000	525 700	70 700	1 635 600
Französische . . .	£	498 900	118 700	15 800	364 400
Niederländische . .	£	291 400	61 400	9 000	221 000
Schweizerische . .	£	115 000	26 600	3 600	84 800
Schweizerische . .	sfr	415 000	90 000	11 000	314 000

Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930  
(Young-Anleihe)

Ausgabe	Währung	Nennwert*			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1965/66	1966/67	
<b>Konversionsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	55 466 000	5 326 000	824 000	49 316 000
Belgische . . . . .	bfr	202 769 000	19 371 000	2 924 000	180 474 000
Britische . . . . .	£	17 703 000	1 676 300	254 700	15 772 000
Deutsche . . . . .	DM	14 504 000	1 363 000	210 000	12 931 000
Französische . . .	FF	445 555 000	42 160 000	6 442 000	396 953 000
Niederländische . .	hfl	52 487 000	4 875 000	755 000	46 857 000
Schwedische . . .	skr	92 763 000	8 824 000	1 341 000	82 598 000
Schweizerische . .	sfr	58 383 000	5 566 000	841 000	51 976 000
<b>Fundierungsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	9 004 000	855 000	127 000	8 022 000
Belgische . . . . .	bfr	45 662 000	4 402 000	657 000	40 603 000
Britische . . . . .	£	4 223 900	402 500	59 200	3 762 200
Deutsche . . . . .	DM	416 000	39 000	6 000	371 000
Französische . . .	FF	98 140 000	9 160 000	1 401 000	87 579 000
Niederländische . .	hfl	8 488 000	800 000	124 000	7 564 000
Schwedische . . .	skr	6 014 000	580 000	86 000	5 348 000
Schweizerische . .	sfr	1 405 000	133 000	19 000	1 253 000

\* Nennwert am 1. Mai 1967, berechnet gemäß den Bestimmungen des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953, jedoch ohne Berücksichtigung der Aufwertung der Deutschen Mark von März 1961.

Die Bank ist auch Treuhänder für die anerkannten Schuldverschreibungen der Internationalen Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 sowie für diejenigen Zinsscheine dieser Anleihe, für deren Einlösung mit 75 Prozent des Nennwertes die Bundesrepublik Deutschland die Haftung übernommen hat. In beiden Fällen erfolgte die Bedienung in Übereinstimmung mit den getroffenen Vereinbarungen.

Über die anerkannten Schuldverschreibungen der Anleihe und ihre Tilgung unterrichtet die folgende Tabelle.

Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959 bis 1965	1966	
Amerikanische . .	\$	1 867 000	459 000	79 000	1 129 000
Britisch-niederländische .	£	856 800	231 200	38 600	586 800
Schweizerische . .	sfr	7 102 000	1 610 000	276 000	5 216 000

### 3. Die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Die Bank hat weiterhin die Funktionen eines Pfandhalters im Zusammenhang mit den Anleihen der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl ausgeübt, die gemäß den Bestimmungen des von ihr am 28. November 1954 mit der Hohen Behörde abgeschlossenen Pfandvertrages gesichert sind.

Der Gesamtbetrag dieser gesicherten Anleihen belief sich ursprünglich auf den Gegenwert von rund 817 Millionen Franken. Die bis zum 1. April 1967 geleisteten Rückzahlungen der Hohen Behörde entsprechen dem Gegenwert von rund 289 Millionen Franken; der noch geschuldete Gesamtbetrag hat sich somit auf den Gegenwert von rund 528 Millionen Franken vermindert. Nähere Einzelheiten dieser Anleihen sind in der folgenden Tabelle angegeben.

Die Hohe Behörde hat den Erlös der genannten Anleihen zu Darlehen in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl verwendet.

Im Geschäftsjahr 1966/67 hat die Bank von den Darlehensschuldern Zahlungen im Gegenwert von rund 27 Millionen Franken für Zinsen und im Gegenwert von rund 35 Millionen Franken als Tilgungsbeträge entgegengenommen und an die Zahlungsagenten verteilt.

Die Hohe Behörde hat auch Anleihen aufgenommen, die nicht gemäß dem Pfandvertrag gesichert sind, doch hat die Bank im Zusammenhang mit diesen Anleihen keine Aufgaben.

Gesicherte Anleihen der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Serie der gesicherten Zahlungsverprechen der Hohen Behörde	Jahr der Ausgabe	Land der Ausgabe	Anleihegläubiger bzw. Form der Anleihe	Anleihebetrag		Zinssatz %	Späteste Fälligkeit
				Ursprünglich	Am 1. April 1967 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten von Amerika	Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika	\$ 100 000 000	68 900 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	147 800 000	3%	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25 000 000	16 884 850	3%	1981
			Landesbank für Westfalen Girozentrale, Münster	DM 25 000 000	16 884 850	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	14 780 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2 977 450 <sup>1</sup>	1 932 365	4%	1977
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	31 250 000	4%	1974
7 <sup>2</sup>	1957	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	15 500 000	5%	1975
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	85 057 222	5%	1982
11 <sup>2</sup>	1958	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	28 100 000	5	1978
13 <sup>2</sup>	1960	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	23 350 000	5%	1980
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	94 412 804	5%	1986
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	50 000 000	4½	1981

<sup>1</sup> Diese in französischen Franken abgeschlossene Anleihe ist im Jahre 1959 auf Deutsche Mark umgestellt worden. Der ursprüngliche Betrag war 350 000 000 alte französische Franken. <sup>2</sup> Die gesicherten Zahlungsverprechen der 8., 9., 12. und 14. Serie sind vollständig bezahlt.

#### 4. Die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen)

Die Tätigkeit der Bank als Agent für die Durchführung der EWA-Geschäfte im Rahmen der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung wird in Kapitel V von Teil II des vorliegenden Berichts geschildert. Der Bank wurden im Zusammenhang mit dieser Tätigkeit wie im vergangenen Jahr als Verwaltungskostenbeitrag 500 000 Schweizer Franken gezahlt und die Auslagen ersetzt; diese Beiträge wurden in der Gewinn- und Verlust-Rechnung der Bank von den „Verwaltungskosten“ abgezogen, aber nicht mehr gesondert ausgewiesen.

## 5. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken, deren Förderung eine der wesentlichsten Funktionen der Bank ist und um deren Vertiefung sie sich im Laufe der Jahre ständig bemühte, wurde im vergangenen Jahr intensiviert.

Besonders zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang die im vergangenen Juni in Basel getroffene Vereinbarung einer Gruppe bedeutender Zentralbanken und der Bank mit dem Ziel, für die Bank von England Fazilitäten bereitzustellen, um Belastungen der amtlichen Reserven des Vereinigten Königreichs aus Schwankungen in den Sterlingguthaben von Ländern außerhalb des Vereinigten Königreichs zu mildern und dadurch das Sterlingsystem zu festigen. Diese Zentralbankfazilitäten standen bei der Bank bereit, und ihre Nützlichkeit hat sich deutlich erwiesen. Außerdem hat die Bank in enger Zusammenarbeit mit bestimmten Zentralbanken einen wirksamen Beitrag zu konzertierten Bemühungen geleistet, die der Abschwächung unerwünschter saisonaler Marktanspannungen galten, insbesondere am Eurodollarmarkt. Dies wurde unter anderem, im Einvernehmen mit der Federal Reserve Bank of New York, durch Beanspruchung der Swap-Vereinbarungen zwischen dem genannten Institut und der Bank erreicht. Der Gesamtbetrag dieser Swap-Fazilitäten beläuft sich auf 400 Millionen US-Dollar, die je zur Hälfte gegen Schweizer Franken und gegen andere europäische Währungen gezogen werden können.

Die Tätigkeit der Bank im Bereich der Forschung und des Austauschs von Informationen wurde fortgesetzt. Neben den regelmäßigen Sitzungen des Verwaltungsrats haben mehrere von der Bank organisierte Zusammenkünfte von Zentralbankexperten stattgefunden, sei es zur Untersuchung allgemein interessierender wirtschaftlicher und monetärer Probleme, sei es zur Prüfung besonderer Fragen wie der Entwicklung des Goldmarktes und des Eurogeldmarktes. Die Bank war an der Arbeit dieser Gruppen beteiligt.

Nach wie vor hat die Bank, entsprechend dem ihr im August 1964 von den Ministern der Zehner-Gruppe erteilten Auftrag, statistische Angaben über die zur Finanzierung von Zahlungsbilanzüberschüssen und -defiziten verwendeten Mittel gesammelt und an alle Teilnehmer der Gruppe sowie an die OECD-Arbeitsgruppe 3 verteilt. Diese Angaben liefern die wesentliche Grundlage für die multilaterale Überwachung der Schaffung internationaler Liquidität. Die Notenbankgouverneure der Gruppe unterrichten einander bei ihren Zusammenkünften in der Bank auch im frühestmöglichen Stadium über alle zwischen den Mitgliedern der Gruppe getroffenen Absprachen, die neue oder erweiterte Kreditfazilitäten zum Gegenstand haben, sowie über die Entwicklung solcher Kredite. Die Zusammenarbeit in diesem Bereich hat sich als sehr wertvoll erwiesen.

Die Bank nahm weiterhin an den Arbeiten der Stellvertreter in der Zehner-Gruppe sowie ihrer Studiengruppen über das Problem der internationalen Liquidität, die Schaffung eines neuen Reservemediums und den Anpassungsprozeß teil. Die Dienststellen der Bank haben an dieser Arbeit ebenfalls mitgewirkt.

Mit der fortgesetzten Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken haben sich auch die Beziehungen zwischen der Bank einerseits und der OECD und dem IWF andererseits intensiviert.

## **6. Reingewinn und Gewinnverwendung**

Das am 31. März 1967 abgelaufene siebenunddreißigste Geschäftsjahr endete mit einem Überschuß von 47 074 487 Franken (im Vorjahr: 38 578 751 Franken).

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und die Rückstellung für Unvorhergesehenes weiter zu erhöhen, und zwar um 200 000 bzw. 3 800 000 Franken. 1966 waren diesen Rückstellungen 1 Million bzw. 15 Millionen Franken zugeführt worden.

Außerdem wurde die Bildung einer Rückstellung für Gebäude erforderlich. Angesichts des hohen Gewinns aus dem Geschäftsjahr 1966/67 hat der Verwaltungsrat beschlossen, dieser neuen Rückstellung 11 Millionen Franken zuzuweisen. Gegenwärtig sind die Räumlichkeiten der Bank über sechs Gebäude verteilt, die aus der Zeit des Jahrhundertanfangs stammen und deren Einrichtungen modernen Betriebsanforderungen nicht mehr gerecht werden. Vier dieser Gebäude, darunter das Hauptgebäude, gehören der Bank. Die beiden anderen sind angebaut, aber die Bank verfügt in ihnen nur über eine Anzahl gemieteter Räume. Da dieser Zustand unwirtschaftlich ist, prüft die Bank die Möglichkeit der Errichtung eines neuen Gebäudes, sei es auf dem ihr gehörenden Land, sei es auf Terrain, das ihr in der näheren Umgebung angeboten worden ist.

Nach Abzug der Zuweisungen an die Rückstellungen beträgt der Reingewinn 32 074 487 Franken; dazu kommt noch der Vortrag von 9 842 787 Franken aus dem vorangegangenen Geschäftsjahr. Der insgesamt verfügbare Gewinn beträgt damit 41 917 274 Franken. Er ermöglicht nicht nur die Zahlung der kumulativen Jahresdividende von 6 Prozent des eingezahlten Kapitals und des Restbetrages der nichterklärten kumulativen Dividende, sondern auch andere in Artikel 53 der Statuten der Bank vorgesehene Dotierungen.

Die kumulative Dividende beträgt 37,50 Franken je Aktie und der Restbetrag der nichterklärten kumulativen Dividende 54,47 Franken je Aktie. Für die Ausschüttung dieser beiden Dividenden sind 7 500 000 und 10 894 000 Franken erforderlich, also insgesamt 18 394 000 Franken. Danach verbleiben zur Verwendung noch 23 523 274 Franken.

Hiervon können nach Artikel 53 Lit. c der Statuten 20 Prozent, also 4 704 655 Franken, zur Zahlung einer Zusatzdividende oder zur Dotierung einer besonderen Dividendenrücklage verwendet werden. Der Verwaltungsrat empfiehlt der Generalversammlung, von dem genannten Betrag 4 106 000 Franken als Zusatzdividende von 20,53 Franken je Aktie auszuschütten. Den Saldo von 598 655 Franken hat der Verwaltungsrat auf Grund seiner Befugnisse gemäß Artikel 53 Lit. c und in Anlehnung an die in den ersten Geschäftsjahren der Bank verfolgte Politik einem wiedererrichteten Besonderen Dividenden-Reservefonds zuzuführen beschlossen.

Die Verwendung des danach verbleibenden verfügbaren Gewinns — 18 818 619 Franken — wird durch Artikel 53 Lit. d ff. der Statuten geregelt.

Die Hälfte dieses verbleibenden Gewinns muß dem Allgemeinen Reservefonds der Bank zufließen, bis dieser die Höhe des eingezahlten Kapitals erreicht hat. Dadurch wird sich der Allgemeine Reservefonds von 13 342 650 Franken auf 22 751 960 Franken erhöhen. Letztmals ist dieser Fonds im Jahre 1940 aufgestockt worden.

Nach der Regelung der mit den Haager Vereinbarungen von 1930 (Young-Plan) zusammenhängenden Aktiva und Passiva der Bank, von der im sechsunddreißigsten Jahresbericht der Bank die Rede war, ist für die Verwendung der anderen Hälfte des verbleibenden Gewinns die Bestimmung in Artikel 53 Lit. f der Statuten maßgeblich. Gestützt auf diese Bestimmung empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, die Gesamtheit dieses Betrages, nämlich 9 409 309 Franken, dem Besonderen Dividenden-Reservefonds zuzuweisen. Bei Annahme des Vorschlags wird dieser Fonds 10 007 964 Franken ausweisen. Dieser Betrag entspricht ungefähr der aus dem vorangegangenen Geschäftsjahr vorgetragenen Summe, die jetzt nicht mehr auf neue Rechnung vorgetragen werden kann, da die Bestimmungen des Artikels 53 dem entgegenstehen.

Nach den Vorschlägen des Verwaltungsrats beträgt die Gesamtausschüttung 112,50 Franken je Aktie, also genau soviel, wie 1966 verteilt wurde. Die Dividende ist am 1. Juli 1967 mit 160,75 Schweizer Franken je Aktie zahlbar. Im Falle von Dividenden, die an diesem Tage nicht gezahlt werden können, erfolgt die Umrechnung in Schweizer Franken am Tage der Zahlung zum dann geltenden Kurs.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlust-Rechnung und die Übersicht über die Gewinnverwendung sind am Schluß des vorliegenden Berichts abgedruckt.

Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlust-Rechnung ein richtiges und getreues Bild der Geschäftslage der Bank am 31. März 1967 und des Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr vermitteln. Der Bericht der Firma Price Waterhouse & Co. ist der Bilanz angefügt.

## **7. Veränderungen im Verwaltungsrat**

Lord Cromer, der als Gouverneur der Bank von England dem Verwaltungsrat der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ex officio seit 1961 angehörte, trat Ende Juni 1966 von seinem Amt als Gouverneur der Bank von England zurück und schied damit auch aus dem Verwaltungsrat der Bank aus. In der Sitzung vom 13. Juni 1966 brachte der Vorsitzende den aufrichtigen Dank des Verwaltungsrats für die hervorragenden Verdienste zum Ausdruck, die sich Lord Cromer um die Bank erworben hat.

Sir Leslie O'Brien, der am 1. Juli 1966 Lord Cromer im Amt als Gouverneur der Bank von England folgte, wurde damit am gleichen Tage ex officio Mitglied des Verwaltungsrats der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Juli 1966 — der ersten, der er beiwohnte — wurde er vom Vorsitzenden willkommen geheißen.

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Juli 1966 gab der Vorsitzende bekannt, daß Sir Leslie O'Brien Herrn C. J. Morse, Vorstandsmitglied der Bank von England, zu seinem Stellvertreter im Verwaltungsrat an Stelle von Sir Maurice Parsons ernannt hatte und daß Herr R. G. Raw wie bisher als zweiter Stellvertreter bei Abwesenheit von Herrn Morse fungieren werde. Die Bank ist Sir Maurice Parsons für seine wertvolle Mitarbeit dankbar.

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Juli 1966 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. W. Schwegler beschlossen habe, seine Mitgliedschaft im Verwaltungsrat der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dem er seit 1956 angehörte, am 31. August 1966 — dem Tag seines Ausscheidens aus dem Amt des Präsidenten des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank — aufzugeben. Der Vorsitzende dankte Herrn Dr. Schwegler im Namen des Verwaltungsrats für sein überaus verdienstvolles Wirken für die Bank während so vieler Jahre.

In der Sitzung vom 11. Juli 1966 wählten die Mitglieder des Verwaltungsrats gemäß Artikel 28 Ziffer 3 und Artikel 29 der Statuten Herrn Dr. Edwin Stopper, der mit Wirkung vom 1. September 1966 zum Präsidenten des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank ernannt worden war, für die Restzeit des Verwaltungsratsmandates von Herrn Dr. Schwegler, also bis zum 31. März 1968, in den Verwaltungsrat. In der Sitzung vom 5. September 1966 wurde Herr Dr. Stopper anlässlich seiner erstmaligen Teilnahme an einer Sitzung des Verwaltungsrats vom Vorsitzenden willkommen geheißen.

Herr Maurice Frère, dessen Verwaltungsratsmandat am 7. August 1966 abließ, wurde gemäß Artikel 28 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Ansiaux, dem Gouverneur der Belgischen Nationalbank, im Juli 1966 auf weitere drei Jahre bis zum 7. August 1969 in den Verwaltungsrat berufen.

Das Verwaltungsratsmandat von Herrn Dr. Donato Menichella wurde, bevor es am 7. November 1966 abließ, gemäß Artikel 28 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Dr. Carli, dem Gouverneur der Banca d'Italia, im September 1966 auf drei Jahre bis zum 7. November 1969 erneuert.

Herr Dr. M. W. Holtrop wurde, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandates am 31. März 1967, in der Verwaltungsratssitzung vom 13. März 1967 gemäß Artikel 28 Ziffer 3 der Statuten für weitere drei Jahre bis zum 31. März 1970 zum Mitglied des Verwaltungsrats gewählt.

In der Verwaltungsratssitzung vom 8. Mai 1967 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Brunet Herrn Marcel Théron, Generaldirektor der Auslandsabteilung der Bank von Frankreich, zu seinem zweiten Stellvertreter an Stelle von Herrn Gilbert Bouchet ernannt hatte. Die Bank ist Herrn Bouchet für die wertvollen Dienste dankbar, die er der Bank seit seiner Ernennung vor mehr als zwei Jahren geleistet hat.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Während vor einem Jahr in den meisten Industrieländern Übernachfrage und steigende Preise vorherrschten, befindet sich die Konjunktur jetzt im Bereich zwischen mangelnder Auftriebskraft und milder Rezession. Drei Länder spielten in diesem Wandel die dominierende Rolle: die Vereinigten Staaten, die Bundesrepublik Deutschland und das Vereinigte Königreich — sowohl wegen ihres eigenen Gewichts wie auch wegen der Rückwirkungen ihrer schwächer werdenden Konjunktur auf die Exportnachfrage in einem noch größeren Raum. Nur in Italien und Japan expandiert die Produktion weiter.

Die Übernachfrage entstand in den Vereinigten Staaten schlagartig mit der Intensivierung des Vietnamkrieges, dagegen in der Bundesrepublik im Verlauf eines langsameren, sich über viele Monate erstreckenden Prozesses. Aber in beiden Ländern war die Lage insofern ähnlich, als die Überkonjunktur hauptsächlich durch steigende öffentliche Ausgaben angefacht wurde. Ebenso fehlte es an ausreichenden fiskalischen Restriktionen zur Dämpfung der inflatorischen Spannungen, und die Eindämmung der Übernachfrage blieb der Zentralbankpolitik überlassen. Um dem stimulierenden Einfluß des Haushaltsdefizits entgegenzuwirken, waren in beiden Ländern sehr einschneidende monetäre Maßnahmen erforderlich, die zur Folge hatten, daß die Zinssätze beträchtlich höher stiegen als je zuvor in der Nachkriegszeit. Letztlich konnten mit dieser Politik die inflatorischen Anspannungen überwunden werden, doch war der Vorgang langsamer und mit mehr Schwierigkeiten in einzelnen Sektoren verbunden, als es bei einem besseren „policy mix“ der Fall gewesen wäre.

Im Vereinigten Königreich waren zu dem starken expansiven Impuls der öffentlichen Ausgaben noch umfassende Tariflohnsteigerungen hinzugekommen — mit dem Ergebnis, daß sich die Nachfrage schon früh im Jahre 1964 überhitzte. Nachdem sich die Hoffnung, die Lage werde mit Hilfe milder Restriktionen von selber ins reine kommen, als trügerisch erwiesen hatte, versuchte die Regierung über den Staatshaushalt vor einem Jahr die Nachfrage kräftig zu beschneiden. Die angewandten Mittel waren indessen nicht sofort wirksam oder überzeugend. So kam es im Frühsommer 1966 zu einer beträchtlichen Flucht aus dem Pfund, die im Juli weitere restriktive Maßnahmen erforderlich machte. Der Lohn- und Preisstop und die damals eingeführten neuen Steuererhöhungen bewirkten dann sehr bald ein besseres Gleichgewicht sowohl im binnenwirtschaftlichen wie im außenwirtschaftlichen Bereich.

Die gegenwärtige internationale Konjunktur zeigt, auch wenn sie sich noch nicht wieder eindeutig auf Expansionskurs befindet, doch keines der typischen Kennzeichen einer Deflationsspirale. Auch für die weitere Entwicklung ist es von Bedeutung, daß es sich bei der Abschwächung der Nachfrage nicht um eine selbstinduzierte Konjunkturphase handelte, wie sie etwa aus einer übermäßigen Ausweitung der Produktionskapazität entstehen könnte. Vielmehr war sie die Folge der

antiinflationären Politik, und nach dem Abklingen der inflatorischen Anspannungen besteht jetzt wenig Anlaß, mit einer langwährenden Stagnation zu rechnen. Die Kreditpolitik wurde in allen Ländern gelockert, und die Bundesrepublik Deutschland und mehrere andere Länder haben positive Maßnahmen zur Konjunkturbelebung ergriffen. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich sind die Staatsfinanzen sehr stark defizitär, und wenn die Deckungslücken durch monetäre Expansion finanziert werden, ist die Gefahr einer Überliquidisierung der Binnenwirtschaft genauso real wie diejenige der Nachfragestagnation — und bedrohlich insbesondere angesichts der Zahlungsbilanzprobleme beider Länder. Im allgemeinen muß die Wirtschaftspolitik auf der Hut sein, um nicht wieder Übernachfrage zu schaffen; daher dürfte die erneute Expansion sich in einem mäßigeren Tempo vollziehen als in der Periode 1962–1965.

Letztlich haben die restriktiven Maßnahmen ihr Ziel erreicht; aber es bleibt doch der Eindruck zurück, daß man nach der Stabilisierung getastet hat. Rein theoretisch ließ sich die Situation ohne weiteres analysieren, und es war nicht sehr schwer, die erforderlichen Abhilfemaßnahmen zu formulieren. Keineswegs hat also, wie gelegentlich kritisiert wurde, an der „Neuen Wirtschaftslehre“ etwas nicht gestimmt; das Problem lag darin, daß nicht prompt und wirksam eingegriffen wurde. Insbesondere war die Fiskalpolitik zu unelastisch, so daß die kreditpolitischen Restriktionen bis dicht an den äußersten Punkt getrieben werden mußten. Da dieser Prozeß nicht weit von der Auslösung einer monetären Krise entfernt und in der Tat mitbestimmend für die starken Anspannungen am Devisenmarkt war, können die Argumente für einen künftig besseren „policy mix“ nicht einfach beiseite geschoben werden.

Das Problem einer wirksameren Anwendung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums in seiner ganzen Breite, um ein Ungleichgewicht möglichst gar nicht erst entstehen zu lassen und es, falls es doch eintritt, rascher zu beseitigen, geht nicht nur die Regierungen und Parlamente an. Zweifellos schätzt die öffentliche Meinung Steuersenkungen mehr als Steuererhöhungen, und „Vollbeschäftigung“ findet mehr Unterstützung als jenes weniger greifbare Ziel der monetären Stabilität. Es ist bezeichnend, daß mehrere Regierungen über ihren Bemühungen um budgetäre Restriktion zu Fall gekommen sind. Daher ist es von entscheidender Bedeutung, daß die Öffentlichkeit über diese Dinge besser Bescheid weiß. Einstweilen gilt noch, daß in nicht wenigen Ländern die Konjunktur der Meinungen schwieriger zu beeinflussen ist als die der Wirtschaft.

Die Konjunkturentwicklung hat im vergangenen Jahr bedeutende Veränderungen in der Zahlungsbilanzlage der wichtigsten Länder mit sich gebracht. In Italien ist der große Überschuß aus den beiden vorangegangenen Jahren stark zusammengeschmolzen; die Einfuhr hat mit der anhaltenden Binnenexpansion wesentlich zugenommen, und die höheren Zinssätze im Ausland bewirkten einen Nettokapitalabfluß. Auch in Frankreich, wo die Inlandsnachfrage weniger gedämpft wurde als in den meisten anderen Ländern, ist aus dem Zahlungsbilanzüberschuß ein kleines Defizit geworden, was auf Importsteigerung und einer starken Verminderung des Kapitalzufflusses beruhte. Im Vereinigten Königreich hingegen wurde das frühere Zahlungsbilanzdefizit durch Zügelung der Inlandsnachfrage und weitere Einschränkung der Kapitalausfuhr korrigiert. Ebenso ist

in der Bundesrepublik Deutschland das Defizit verschwunden, aber an seine Stelle trat im Zuge der rezessiven Entwicklung der Inlandsnachfrage, welche die Ausfuhr steigen und die Einfuhr sinken ließ, ein hoher Überschuß.

Die große Ausnahme von dem allgemein besseren Gleichgewicht der internationalen Zahlungen sind indessen die Vereinigten Staaten. Die Aufblähung der Inlandsnachfrage ließ die Importe anschwellen, so daß der Überschuß im Außenhandel (ohne die staatlich finanzierte Ausfuhr) auf nicht viel über 700 Millionen Dollar sank. Zu dieser Verschlechterung kam dann noch der kräftige Anstieg der militärischen Ausgaben im Ausland im Zusammenhang mit dem Krieg in Vietnam. Da die angespannte letztjährige Kreditlage ungewöhnlich viel Geld ins Land zog, ist das Gesamtdefizit der Zahlungsbilanz nicht sehr gewachsen. Für dieses Jahr ist aber damit zu rechnen, daß die eigentliche Verschlechterung stärker zutage treten wird, was die Geld- und Kreditpolitik vor Probleme stellen würde.

Die Diskussionen der amtlichen Stellen über die Reform des internationalen Währungssystems drehten sich im vergangenen Jahr um Pläne zur bewußten Schaffung eines neuen Reservemediums, das im längeren Zeitverlauf das Gold im Wachstum der Gesamtreserven zu ergänzen hätte. Während man sich einig war, daß der Zuwachs an Gold und Dollar in der Zukunft unzureichend sein dürfte, wurde keine Einigung darüber erzielt, wie dieser Mangel auszugleichen sei. Viele Länder wollen das neue Medium als „eigene“ Reserve konzipiert wissen, so daß es, wenigstens mit der Zeit, als selbständiges internationales Zahlungsmittel dienen könnte. Andere Länder halten ein solches Vorgehen für zu gefährlich und möchten die Eventualplanung auf die Bereitstellung eines in das System einzufügenden zusätzlichen Kreditelements begrenzen, das zum Teil automatischen Charakter haben könnte. Vielleicht noch wichtiger ist, daß die beiden Konzeptionen beträchtlich in bezug auf die Frage divergieren, um welchen Betrag und bis wann das Gold in den Gesamtreserven zu ergänzen sei. Die Verschlechterung der US-Zahlungsbilanz und die Unwahrscheinlichkeit eines Ausgleichs in den nächsten ein, zwei Jahren hatten einen starken Einfluß auf den Standpunkt der Schule des knappen Geldes. In Anbetracht der Hartnäckigkeit jenes Defizits wollen diese Länder das Problem der Reform der Reservenschaffung im System nicht gern von dem Problem einer strikteren Verwirklichung des Anpassungsprozesses trennen.

Noch kann man nicht wissen, was bei der kommenden IWF-Jahresversammlung in Rio de Janeiro an Vorschlägen zur Stärkung des IWF vorgelegt werden könnte. Ein solcher Schritt wäre zwar begrüßenswert, aber es ist kaum anzunehmen, daß er in der Lösung des Problems des künftigen Reservenwachstums sehr weit gehen wird. Nach dem bisherigen Stand der Dinge ist eine Alternativlösung zu dem gegenwärtigen Gold-Devisen-Standard nicht gefunden worden; ebensowenig besteht eine klare Vorstellung darüber, wie dieses System mit einem sehr begrenzten Zuwachs an neuem Währungsgold gehandhabt werden soll.

Unterdessen dürfte, was die konkrete Aufgabe der Bewältigung der Zahlungsströme betrifft, anzunehmen sein, daß man einen Ausweg wie bisher in der Zuhilfenahme von Ad-hoc-Kredittransaktionen und direkten Eingriffen suchen wird.

GABRIEL FERRAS  
Generaldirektor

**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1967**

# BILANZ VOM

AKTIVA

IN GOLDFRANKEN (ZU 0,290 322 58 ...)

		%
<b>Gold in Barren und Münzen</b> ... ..	3 095 928 425	37,6
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ...	155 533 515	1,9
<b>Rediskontierbare Schatzwechsel</b> ... ..	70 473 519	0,9
<b>Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar</b> ...	74 223 807	0,9
<b>Terminguthaben und Darlehen</b>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	2 905 993 888	35,3
von 3 bis 6 Monaten ... ..	272 963 858	3,3
von 6 bis 9 Monaten ... ..	160 440 341	1,9
von 9 bis 12 Monaten ... ..	211 658 614	2,6
	3 551 056 701	
<b>Andere Wechsel und Wertpapiere</b>		
<i>Gold</i>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	282 673 089	3,4
von 3 bis 6 Monaten ... ..	95 114 787	1,2
von 6 bis 9 Monaten ... ..	23 346 085	0,3
von 9 bis 12 Monaten ... ..	19 012 096	0,2
<i>Währungen</i>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	616 621 496	7,5
von 3 bis 6 Monaten ... ..	130 732 607	1,6
von 6 bis 9 Monaten ... ..	69 640 555	0,8
von 9 bis 12 Monaten ... ..	17 314 479	0,2
von mehr als 1 Jahr ... ..	29 275 240	0,4
	1 283 730 434	
<b>Verschiedene Aktiva</b> ... ..	1 050 115	0,0
<b>Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	1	0,0
	<b>8 231 996 517</b>	<b>100</b>
<b>PRO-MEMORIA-KONTEN</b>		
a. Goldtermingeschäfte:		
Saldo: Goldzugang (gegen Währungsabgang) ... ..	471 594 422	
b. Guthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere, die von der Bank für Rechnung Dritter verwaltet oder verwahrt werden:		
Goldbestände ... ..	1 233 031 174	
Bankguthaben ... ..	26 288 404	
Wechsel und sonstige Wertpapiere ... ..	677 697 186	

**31. MÄRZ 1967**

GRAMM FEINGOLD — ART. 5 DER STATUTEN)

PASSIVA

			%
<b>Stammkapital</b>			
Genehmigt und begeben 200 000 Aktien von je 2 500			
Goldfranken	...	<u>500 000 000</u>	
mit 25%iger Einzahlung	...	125 000 000	1,5
<b>Reserven</b>			
Gesetzlicher Reservefonds	...	12 500 000	
Allgemeiner Reservefonds	...	<u>13 342 650</u>	
		25 842 650	0,3
<b>Einlagen (Gold)</b>			
Zentralbanken			
von 9 bis 12 Monaten	...	141 164 686	1,7
von 6 bis 9 Monaten	...	237 859 991	2,9
von 3 bis 6 Monaten	...	74 864 788	0,9
bis zu höchstens 3 Monaten	...	221 537 433	2,7
Sichteinlagen	...	<u>2 326 306 125</u>	28,3
Andere Einleger			
von 6 bis 9 Monaten	...	99 949 256	1,2
von 3 bis 6 Monaten	...	89 601 231	1,1
bis zu höchstens 3 Monaten	...	103 436 255	1,3
Sichteinlagen	...	<u>266 489 919</u>	3,3
		3 561 209 684	
<b>Einlagen (Währungen)</b>			
Zentralbanken			
von mehr als 1 Jahr	...	16 220 264	0,2
von 9 bis 12 Monaten	...	9 581 924	0,1
von 6 bis 9 Monaten	...	52 408 796	0,7
von 3 bis 6 Monaten	...	309 190 996	3,8
bis zu höchstens 3 Monaten	...	<u>2 991 199 828</u>	36,3
Sichteinlagen	...	221 336 672	2,7
Andere Einleger			
bis zu höchstens 3 Monaten	...	290 699 118	3,5
Sichteinlagen	...	<u>18 942 037</u>	0,2
		3 909 579 635	
<b>Wechsel</b>			
von 3 bis 6 Monaten	...	2 327 358	0,0
bis zu höchstens 3 Monaten	...	<u>291 067 560</u>	3,5
		293 394 918	
<b>Verschiedenes</b>	...	44 052 356	0,5
<b>Gewinn- und Verlust-Rechnung</b>	...	41 917 274	0,5
<b>Rückstellungen</b>			
Rückstellung für Unvorhergesehenes	...	220 000 000	
Rückstellung für Gebäude	...	<u>11 000 000</u>	
		231 000 000	2,8
		<u>8 231 996 517</u>	<u>100</u>

**BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE AKTIONÄRE  
DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS-AUSGLEICH, BASEL.**

Nach unserer Meinung vermitteln die vorstehende Bilanz und die beigelegte Gewinn- und Verlust-Rechnung ein richtiges und getreues Bild der Geschäftslage der Bank am 31. März 1967 und des Gewinns für das an diesem Tage beendete Geschäftsjahr.

Wir haben alle Auskünfte und Erklärungen erhalten, die wir für notwendig hielten. Nach unserer Ansicht wurden die Bücher der Bank ordnungsmäßig geführt, und der Jahresabschluss stimmt mit den Büchern und mit den erwähnten Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, den 3. Mai 1967

PRICE WATERHOUSE & CO.

## GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

für das am 31. März 1967 abgeschlossene Geschäftsjahr

	Goldfranken
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... ..	55 949 014
abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... ..	141 428
Direktion und Personal ... ..	7 101 620
Geschäfts- und Bürokosten ... ..	1 631 479
	<u>8 874 527</u>
Geschäftsertrag ... ..	47 074 487
abzüglich: Zuweisungen an die folgenden Rückstellungen:	
Außerordentliche Verwaltungskosten ... ..	200 000
Unvorhergesehenes ... ..	3 800 000
Gebäude ... ..	11 000 000
	<u>15 000 000</u>
REINGEWINN für das am 31. März 1967 abgeschlossene Geschäftsjahr ... ..	32 074 487
dazu: Vortrag aus dem Vorjahr ... ..	9 842 787
INSGESAMT VERFÜGBARER GEWINN ... ..	<u>41 917 274</u>

## GEWINNVERWENDUNG

	Goldfranken
INSGESAMT VERFÜGBARER GEWINN, wie oben ... ..	41 917 274
Verwendet in Übereinstimmung mit Artikel 53 der Statuten wie folgt:	
Lit. (b)	
Kumulative Dividende von 37,50 Goldfranken je Aktie ... ..	7 500 000
Restliche nichterklärte kumulative Dividende von 54,47 Goldfranken je Aktie ... ..	10 894 000
	<u>18 394 000</u>
	23 523 274
Lit. (c) — 20% von 23 523 274	
Nichtkumulative Zusatzdividende von 20,53 Goldfranken je Aktie ... ..	4 106 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ... ..	598 655
	<u>4 704 655</u>
	18 818 619
Lit. (d) — 50% von 18 818 619	
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... ..	9 409 310
	<u>9 409 309</u>
Lit. (f) — 50% von 18 818 619	
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ... ..	9 409 309
	<u>9 409 309</u>

## VERWALTUNGSRAT

Dr. M. W. Holtrop, Amsterdam    Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank  
Maurice Frère, Brüssel        Stellvertretender Vorsitzender

Hubert Ansiaux, Brüssel  
M. J. Babington Smith, London  
Karl Blessing, Frankfurt a. M.  
Dr. Rudolf Brinckmann, Hamburg  
Jacques Brunet, Paris  
Dr. Guido Carli, Rom  
Henri Deroy, Paris  
Dr. Donato Menichella, Rom  
Sir Leslie O'Brien, London  
Dr. Edwin Stopper, Zürich  
Per Åsbrink, Stockholm

### Stellvertreter

Dr. Paolo Baffi, Rom, oder  
Prof. Pietro Stoppani, Rom  
Bernard Clappier, Paris, oder  
Marcel Théron, Paris  
C. J. Morse, London, oder  
R. G. Raw, London  
Cecil de Strycker, Brüssel

## DIREKTION

Gabriel Ferras	Generaldirektor
Dr. Milton Gilbert	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Antonio d'Aroma	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
Dr. Hans H. Mandel	Chef der Bankabteilung
D. H. Macdonald	Direktor
Georges Janson	Direktor
Henri Guisan	Rechtsberater
Dr. Antonio Rainoni	Direktor

---

Jan Knap

Beigeordneter Direktor