

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

NEUNUNDDREISSIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1968 - 31. MÄRZ 1969

BASEL

9. Juni 1969

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	1
I. Die Hauptquellen des Ungleichgewichts	2
Bundesrepublik Deutschland (S. 3); Frankreich (S. 13); Vereinigtes Königreich (S. 21); Vereinigte Staaten (S. 29); die Reservenschöpfung im Währungssystem (S. 36)	
II. Geld, Kredit und Kapitalmärkte	40
Inflation und Zinssätze (S. 40); Ersparnis, Investitionen und Zinssätze (S. 42); Bankkredite und Liquiditätsbildung (S. 45); Inlandsemissionen (S. 49); Auslandsanleihen und internationale Anleihen (S. 51): <i>Auslandsanleihen (S. 53), internationale Anleihen (S. 53)</i> ; die Entwicklung in einzelnen Ländern: <i>Kanada (S. 57), Japan (S. 59), Italien (S. 61), Schweiz (S. 63), Österreich (S. 64), Belgien (S. 66), Niederlande (S. 67), Dänemark (S. 69), Norwegen (S. 71), Schweden (S. 72), Finnland (S. 74), Spanien (S. 75), Portugal (S. 77); Osteuropa (S. 78): Sowjetunion (S. 79), Tschechoslowakei (S. 80), Ungarn (S. 80), Ostdeutschland (S. 80), Rumänien (S. 80), Bulgarien (S. 80), Albanien (S. 81), Polen (S. 81), Jugoslawien (S. 81)</i>	
III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr	82
Weltausfuhr (S. 82); Welthandelsumsatz 1880–1968 (S. 83); Regionale Gliederung der Exporte und Importe (S. 84); Zahlungsbilanzen nach Gebieten (S. 86); Strukturveränderungen im Kapitalverkehr (S. 87); Zahlungsbilanzen Westeuropas (S. 92): <i>EWG (S. 92), EFTA (S. 94), übrige westeuropäische Länder (S. 94): Italien (S. 95), Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion (S. 97), Niederlande (S. 99), Spanien (S. 101), Griechenland (S. 102), Österreich (S. 102), Schweiz (S. 103), Dänemark (S. 104), Finnland (S. 105), Schweden (S. 106), Norwegen (S. 108); Kanada (S. 108), Japan (S. 111)</i>	
IV. Gold, Reserven und Devisen	113
Gold: Produktion, Märkte und Reserven (S. 113); Internationaler Währungsfonds (S. 120); amtliche Reserven und sonstige Devisenbewegungen: <i>Vereinigte Staaten (S. 123), Vereinigtes Königreich (S. 126), Zweite Gruppenvereinbarung (S. 127), westliches Kontinentaleuropa (S. 130), Bundesrepublik Deutschland (S. 133), Schweiz (S. 135), Italien (S. 135), Österreich (S. 136), Frankreich (S. 137), Belgien (S. 138), Niederlande (S. 139), sonstige europäische Länder (S. 139), Kanada (S. 140),</i>	

Japan (S. 140); Devisenmärkte (S. 141): Pfund Sterling (S. 141), Deutsche Mark (S. 143), Schweizer Franken (S. 145), französischer Franken (S. 146), Lira (S. 148), andere Währungen: belgischer Franken (S. 148), holländischer Gulden (S. 148), österreichischer Schilling (S. 149), norwegische Krone (S. 149), schwedische Krone (S. 149), dänische Krone (S. 149), spanische Peseta (S. 149), portugiesischer Escudo (S. 149), kanadischer Dollar (S. 149), japanischer Yen (S. 149); andere devisenwirtschaftliche Ereignisse (S. 150)

V. Der Eurogeldmarkt 153

Gesamte Auslandspositionen (S. 155), regionale Aufteilung (S. 158), das Nettovolumen des Eurodollarmarktes (S. 161), Zinsentwicklung (S. 166)

VI. Das Europäische Währungsabkommen 172

Verlängerung des Abkommens (S. 172); die Geschäfte im Rahmen des Abkommens: Europäischer Fonds (S. 172), multilateraler Zahlungsausgleich (S. 174); Ausweis des Europäischen Fonds (S. 176); die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens (S. 177)

VII. Die Tätigkeit der Bank 179

Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 179); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 180): Mittelaufkommen (S. 181), Mittelverwendung (S. 184); die Bank als Treuhänder und Agent für internationale Staatsanleihen (S. 187); die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 189); die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen) (S. 190); Reingewinn und Gewinnverwendung (S. 191); Anpassung des Kapitals und der Statuten der Bank (S. 191); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 194)

Schlußbemerkungen 195

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlust-Rechnung am 31. März 1969

VERZEICHNIS DER TABELLEN UND DIAGRAMME

(♣: Diagramm)

Seite

I. Die Hauptquellen des Ungleichgewichts

Bundesrepublik Deutschland:

Veränderung der Ausfuhr, der Einfuhr sowie der Nachfrage des Inlands und des Auslands ♣	7
Zahlungsbilanz	10

Frankreich: Zahlungsbilanz	18
--------------------------------------	----

Vereinigtes Königreich:

Zahlungsbilanz	25
Staatshaushalt	28

Vereinigte Staaten:

Bundshaushalt	31
Zahlungsbilanz	34

Veränderung der Gesamtreserven	37
--	----

Quellen der Veränderung der Gesamtreserven	38
--	----

II. Geld, Kredit und Kapitalmärkte

Veränderung von Anleiherenditen und Inlandspreisen	41
--	----

Ersparnis, Investition und Anleiherenditen ♣	43
--	----

Aktiva und Passiva des Bankensystems	46
--	----

Änderungen der amtlichen Diskontsätze	48
---	----

Nettoabsatz von Wertpapieren an nationalen Kapitalmärkten	50
---	----

Auslandsanleihen und internationale Anleihen	52
--	----

Internationale Anleihen ♣	55
-------------------------------------	----

Renditen internationaler und nationaler Dollar- und DM-Anleihen ♣	56
---	----

Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung	60
---	----

Schweden: Nettokreditgewährung	73
--	----

Osteuropäische Volkswirtschaften: Volkseinkommen, Industrie- und Agrarproduktion	79
--	----

III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Der Welthandel	82
--------------------------	----

Welthandelsumsatz und Welthandelspreise ♣	83
---	----

Wichtige Industrieländer: Regionales Exportwachstum	85
---	----

Zahlungsbilanzen: Stand und Veränderung 1967 und 1968	86
---	----

Vereinigte Staaten: Bilanz des privaten Kapitalverkehrs	88
---	----

Zahlungsbilanzen:	
Westeuropäische Länder	93
Italien	95
Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion	98
Niederlande	100
Schweden	106
Kanada	109
Japan	111

IV. Gold, Reserven und Devisen

Weltgolderzeugung	113
Herkunft und Verwendung von Gold (Schätzung)	114
Goldmarktpreise ♦	116
Weltgoldreserven	117
IWF: Ziehungen und Rückkäufe	120
Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz	124
Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz	127
Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition	131
Bundesrepublik Deutschland: Erweiterte Devisenbilanz	133
Frankreich: Erweiterte Devisenbilanz	137
Dollarnotierungen für das Pfund Sterling♦	142
Notierungen der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens für den US-Dollar ♦	144
Notierungen des französischen Frankens und der italienischen Lira für den US-Dollar ♦	147

V. Der Eurogeldmarkt

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern ♦	154
Veränderungen in den Auslandspositionen der Banken in bestimmten Fremdwährungen	156
Dollarpositionen europäischer Banken gegenüber Devisenausländern	159
Volumen des Eurodollarmarktes (Schätzung)	163
Dreimonats-Zinssätze auf Inlands- und Auslandsmärkten ♦	166
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Banken gegenüber Devisenausländern	169
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern	170
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland der jeweiligen Währung	171

VI. Das Europäische Währungsabkommen

Europäischer Fonds: Die Inanspruchnahme der Kredite	174
Multilateraler Zahlungsausgleich	175
Europäischer Fonds: Zusammengefaßter Ausweis	176

VII. Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme	180
Pro-memoria-Konten	181
Passiva ♦	181
Entwicklung der Passiva in absoluten Beträgen und in Prozent	182
Herkunft der Fremdmittel	183
Art und Laufzeit der Fremdmittel	183
Aktiva ♦	184
Goldposition	185
Barmittel und Anlagen	185
Terminguthaben und Darlehen sowie Andere Wechsel und Wertpapiere	186
Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe)	188
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)	188
Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930	189
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl	190

NEUNUNDDREISSIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

in Basel am 9. Juni 1969

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das neununddreißigste Geschäftsjahr vom 1. April 1968 bis 31. März 1969 vorzulegen.

Der Reingewinn nach Abzug der Zuweisungen an Rückstellungen beträgt wie im Vorjahr 45 000 000 Goldfranken.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 53 der Statuten der Bank den Reingewinn wiederum wie folgt zu verwenden: 15 Millionen Goldfranken zur Zahlung der Dividende, 15 Millionen Goldfranken zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds und 15 Millionen Goldfranken zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Bei Annahme dieser Empfehlungen beträgt die Dividende unverändert 75 Goldfranken, die mit 107,15 Schweizer Franken je Aktie zahlbar sind und gemäß den Statuten der Bank aus der kumulativen Dividende von 6 Prozent und der höchstmöglichen Zusatzdividende von 6 Prozent bestehen.

In Kapitel I dieses Berichts werden Deutschland, Frankreich, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten analysiert — die vier Länder, die im Jahr 1968 die Hauptquellen des Ungleichgewichts auf sich vereinigten. Die nächsten drei Kapitel orientieren für eine Reihe von Ländern über die Entwicklung im Bereich des Kredits, der internationalen Zahlungen, der Goldproduktion, der Währungsreserven und der Devisen. Das fünfte Kapitel gibt einen Überblick über den Eurogeldmarkt, und das sechste enthält eine Übersicht über die Tätigkeit im Rahmen des Europäischen Währungsabkommens. Kapitel VII unterrichtet über die Rolle der Bank bei der Förderung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken, über die laufenden Geschäfte der Bank und über die Funktionen, die sie für die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl sowie als Treuhänder und Agent internationaler Staatsanleihen ausübt.

I. DIE HAUPTQUELLEN DES UNGLEICHGEWICHTS

Als im März 1968 die Abgabe von Gold aus den zentralen Reserven eingestellt und der Marktpreis des Goldes sich selber überlassen wurde, war damit eine Störungsquelle im internationalen Finanzverkehr definitiv beseitigt. Die Krisenatmosphäre verflüchtigte sich rasch, und es bestand Aussicht auf eine Periode der Ruhe. Im weiteren Verlauf des Jahres ergaben sich jedoch, zum Teil aus Gründen zufälliger Natur, neue Schwierigkeiten, die zu schweren Devisen Krisen führten. Vier Länder waren es hauptsächlich, in denen das Ungleichgewicht seinen Ursprung hatte: die Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Die Entwicklung in diesen Ländern ist der Gegenstand dieses Kapitels. Doch zunächst sei ein allgemeinerer Überblick über die Konjunkturlage vorangestellt.

Nach der ziemlich weitverbreiteten Flaute oder Rezession, die in den letzten Monaten des Jahres 1966 begonnen und bis etwa zum dritten Quartal von 1967 gedauert hatte, waren im ersten Quartal 1968 wieder die Auftriebskräfte am Zuge. Der Aufschwung setzte sich das ganze restliche Jahr 1968 hindurch und bisher auch 1969 in raschem Tempo fort. Jedoch wies er in den wichtigsten Ländern grundlegende Unterschiede auf. Während in den meisten Industriestaaten im vergangenen Jahr kein übermäßiger Preisauftrieb herrschte, gab es doch so bedeutende Ausnahmen, daß das allgemeine Bild einen inflatorischen Grundton erhielt. Diese großen Ausnahmen waren die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Frankreich.

Nur in den Vereinigten Staaten beruhten die inflationären Tendenzen fast ausschließlich auf dem Nachfragesog. Bei dem hohen Etatdefizit und der reichlichen Geld- und Kreditversorgung war die Konjunkturpause 1967 von kurzer Dauer. Nach der Jahresmitte kam es wieder zu einer raschen Expansion, die bald zu Überbeschäftigung und Kapazitätsanspannungen führte. Da sich die Verabschiedung der fiskalischen Restriktionsmaßnahmen verzögerte, konnten die Auftriebskräfte weiterwirken, und als die Steuererhöhung im Juni 1968 endlich Gesetzeskraft erlangte, war das Inflationsdenken so fest verwurzelt, daß sich der Konjunkturauftrieb unvermindert fortsetzte. Die Kreditpolitik wurde gegen Jahresende auf restriktiven Kurs gebracht und in den ersten Monaten von 1969 nachhaltig verschärft, aber von den gewünschten Zeichen einer Beruhigung war zur Jahresmitte hin noch nicht übermäßig viel zu bemerken. Inzwischen hatte sich die Handelsbilanz verschlechtert, und durch den Zinsauftrieb waren die internationalen Geld- und Kapitalmärkte unter beträchtlichen Druck gekommen. Ebenfalls inflatorisch war im vergangenen Jahr die Atmosphäre in Kanada, doch wurde dies hier im wesentlichen nicht durch eine Überforderung der Produktivkräfte, sondern durch starke Lohnsteigerungen hervorgerufen; die Handelsbilanz, im Gegensatz zu derjenigen der Vereinigten Staaten, verbesserte sich.

Im Vereinigten Königreich hatte die Situation ihren besonderen Charakter wegen der Pfundabwertung vom November 1967. Trotz nachhaltigen budgetpolitischen Restriktionen wurde die Konjunktur im vergangenen Jahr lebhafter, so daß das Bestreben, die Position der Währung auf ihrer neuen Parität zu konsolidieren, zusätzliche restriktive Eingriffe erforderte. Die Preisinflation war ein nicht unerhebliches Problem, an dem neben der Abwertung und den Steuererhöhungen auch die kräftigen Lohnanhebungen und die Verbrauchsnachfrage ihren Anteil hatten.

Auch in Frankreich waren es Sonderfaktoren, die eine einigermaßen gleichgewichtige Situation in eine inflatorische Entwicklung umschlagen ließen. Diese beruhte im wesentlichen auf den sehr hohen Tariflohnsteigerungen zur Beendigung der sozialen und industriellen Konflikte, die im Mai und Juni 1968 ausgebrochen waren. Die Folgen waren eine Erschütterung des Vertrauens in die Währung, eine starke Lohnkostenwirkung auf die Preise und ein plötzlicher Auftrieb der Verbrauchsnachfrage, der sich trotz stark wachsender Produktion nachteilig auf die Zahlungsbilanz auswirkte. Nach einigen nicht unbedeutenden Fehlschritten wurde die Wirtschaftspolitik allmählich wieder dem Ziel der Wiederherstellung der inneren und außenwirtschaftlichen Stabilität untergeordnet.

Im westlichen Kontinentaleuropa als Ganzem entsprach die Entwicklung mehr dem üblichen Bild der Frühphase eines Konjunkturaufschwungs. Sowohl die Fiskalpolitik wie die Kreditpolitik waren auf Konjunkturförderung abgestellt, und dazu ließ die lebhafte Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und aus dem Vereinigten Königreich die Exporte anschwellen. Unter diesen Umständen expandierte die Produktion rasch weiter, und es dauerte nicht lange, bis sie einen Rekordumfang erreicht hatte. Da zu Beginn des Aufschwungs einiger Kapazitätsspielraum vorhanden gewesen war, wurden 1968 weder die Preise noch die Löhne von einer stärkeren Auftriebsbewegung erfaßt. Im Frühjahr dieses Jahres jedoch traten in einigen Ländern, vor allem in der Bundesrepublik und in den Niederlanden, wo der Aufschwung ungewöhnlich kräftig gewesen war, die ersten Anspannungssymptome in Erscheinung. In den Niederlanden löste der Übergang zur Mehrwertsteuer eine zusätzliche Teuerungswelle aus.

Japan hatte trotz einer gewaltigen Steigerung der Produktion bei gleichzeitigen Lohnerhöhungen keinen exzessiven Preisauftrieb und einen hohen Überschuß in der Zahlungsbilanz.

Diese unterschiedlichen Trends in den einzelnen Volkswirtschaften verschlimmerten die Ungleichgewichte im Außenhandel, und obwohl es in mehreren bedeutenden Fällen ausgleichende Kapitalbewegungen gab, konnten diese nicht als Element einer dauerhaften Anpassung angesehen werden.

Bundesrepublik Deutschland

Im Zeitraum der zwei Jahre ab Mitte 1967 erholte sich die deutsche Wirtschaft von einer Rezession und ging rasch der Vollbeschäftigung und sogar einer gewissen Überbeschäftigung entgegen. Es wurde damit gerechnet, daß sich mit der Belebung der Inlandsnachfrage der hohe Ausfuhrüberschuß verringern würde,

der im Verlauf der Rezession aufgetreten war. In Wirklichkeit blieb die Handelsbilanz 1968 aber stark aktiv. Die beispiellose Devisenschwemme, zu der es dann im November kam, hatte zwar ihre unmittelbare Ursache in der Überzeugung des Marktes, daß von behördlicher Seite eine DM-Aufwertung erwogen werde, aber dafür war eben der Ausfuhrüberschuß die Basis, zusammen mit der Schwäche des französischen Frankens und des britischen Pfundes und sogar mit der Erinnerung an die Aufwertung von 1961. Die Frage, warum einerseits der Markt sich von Aufwertungsgerüchten beherrschen ließ und andererseits die Behörden sich gegen die Aufwertung entschieden, ist leichter zu beantworten, wenn man die Entwicklung der deutschen Wirtschaft über einen längeren Zeitraum hinweg betrachtet.

Eine stark aktive Zahlungsbilanz bei lebhafter Inlandskonjunktur war für die Bundesrepublik nichts Neues. Im März 1961 wurde, nachdem der Boom mit kreditpolitischen Maßnahmen wegen des dadurch bewirkten Kapitalzufflusses nicht zu dämpfen gewesen war, die Deutsche Mark um 5 Prozent aufgewertet, weil dies in der gegebenen Situation eines fundamentalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts die einzig mögliche wirksame Maßnahme zur Abwehr der inflationären Tendenzen war. An den Devisenmärkten wirkte sich die Aufwertung zunächst mehrere Monate lang völlig regelwidrig aus, aber danach schwächte sich die deutsche Zahlungsbilanz deutlich ab. 1962 war die laufende Rechnung erstmals seit 1950 defizitär, und zwar vor allem dank der Entwicklung im Warenhandel, die wiederum zum Teil mit einer konjunkturellen Beruhigung der Auslandsnachfrage zusammenhing. Der deutsche Anteil an der Weltausfuhr nahm zum erstenmal seit vielen Jahren nicht mehr zu, während sich die Einfuhr dreimal so stark ausdehnte wie 1961, obwohl die Inlandsnachfrage nicht mehr ganz so lebhaft war. Somit ging von der Paritätsänderung eine bedeutende Wirkung aus. Die Verringerung des Ausfuhrüberschusses war mitbeteiligt daran, daß sich der inflatorische Druck verminderte, und in derselben Richtung wirkten wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Dämpfung der Baukonjunktur. Die industriellen Erzeugerpreise blieben ab Mitte 1962 stabil, nachdem sie vorher seit Anfang 1960 um jahresdurchschnittlich bis zu 3 Prozent gestiegen waren. Der Arbeitsmarkt normalisierte sich jedoch nicht — die durchschnittliche Arbeitslosenquote war mit 0,7 Prozent sogar etwas geringer als 1961.

1963 war im Ausland ein Jahr der konjunkturellen Erholung, so daß der deutsche Export wieder um 10 Prozent wuchs, parallel zur Einfuhr der Gesamtheit der übrigen Industrieländer. Da die deutschen Importe infolge der Beruhigung am Inlandsmarkt nur um 6 Prozent zunahmen, erhöhte sich der Ausfuhrüberschuß — saisonbereinigt und auf Jahreswerte umgerechnet — von 0,7 Milliarden Dollar im ersten Quartal auf 2,5 Milliarden Dollar im letzten Quartal; und in der gesamten laufenden Rechnung verschwand das Defizit, das 0,3 Milliarden Dollar betragen hatte, und machte einem Überschuß von 1,2 Milliarden Dollar Platz. Gleichzeitig ergab sich in der Bilanz der langfristigen Kapitalleistungen ein Umschwung von 0,5 Milliarden Dollar, der aus dem im Jahr 1962 verzeichneten Abfluß im Jahr darauf einen Zufluß werden ließ, und außerdem kam es zu einem Geldimport über die Geschäftsbanken. Dies alles zusammen bewirkte, daß die Konjunktur in Deutschland wieder lebhafter wurde, und lieferte hierfür auch die Basis in Form zusätzlicher Liquidität. Da bei Beginn dieser

Entwicklung immer noch fast Vollbeschäftigung herrschte, dauerte es nicht lange, bis die ersten Kapazitätsanspannungen auftraten. Und die industriellen Erzeugerpreise, die fast ein Jahr lang praktisch stabil geblieben waren, begannen gegen Mitte 1963 wieder anzuziehen.

Im Frühjahr 1964 war das Wachstum der deutschen Ausfuhr nicht mehr so stark. Aber zu dieser Zeit spielten für die Ausweitung der Gesamtnachfrage bereits die Inlandskäufe eine entscheidende Rolle. Da dies auch die deutsche Einfuhr stimulierte, verschlechterte sich der Außenhandelssaldo, und im zweiten Halbjahr 1964 machte der Überschuß in der Leistungsbilanz nicht einmal mehr 0,8 Prozent des Bruttosozialprodukts aus, verglichen mit fast 2 Prozent ein Jahr vorher. Außerdem war nach dem Frühjahr 1964 sehr deutlich auch der Effekt der Maßnahmen zu spüren, die zur Umkehrung des Zuflusses von Auslandskapital ergriffen worden waren.

Infolgedessen stand die Wirtschaftspolitik nicht mehr unter dem Zwang der Rücksichtnahme auf die außenwirtschaftliche Position. Jedoch zögerten die Behörden mit wirklich einschneidenden Restriktionsmaßnahmen, so daß sich die Nachfrage in den anschließenden achtzehn Monaten stark überhitzen konnte. Am deutlichsten zeigte sich die Überbeanspruchung am Arbeitsmarkt, wo bis zum Herbst 1965 die Zahl der gemeldeten offenen Stellen saisonbereinigt viermal so hoch geworden war wie die Zahl der registrierten Arbeitslosen. Ebenfalls zeigte sie sich im Auftrieb der Löhne und der Preise; von Mitte 1964 bis Mitte 1965 erhöhten sich die Stundenverdienste in der Industrie um 10 Prozent, und der Anstieg der industriellen Erzeugerpreise beschleunigte sich auf 3 ½ Prozent.

Die Zahlungsbilanz wurde stark defizitär. Die laufende Rechnung verschlechterte sich ständig, bis schließlich aus dem im ersten Quartal 1964 verzeichneten Überschuß von 0,9 Milliarden Dollar (Jahresrate) im dritten Quartal 1965 ein Defizit von 2,1 Milliarden Dollar (Jahresrate) geworden war. Der Ausfuhrüberschuß, der zu Beginn dieser Periode 2,3 Milliarden Dollar (Jahresrate) betragen hatte, verschwand im weiteren Verlauf gänzlich. Zum Teil lag das daran, daß andere wichtige Länder des europäischen Kontinents, vor allem Italien und Frankreich, wieder zur Stabilität zurückkehrten und daß infolgedessen die deutsche Ausfuhr nur noch im Tempo einer Jahreszuwachsrate von 7 Prozent wuchs, wobei die Exporte nach den EWG-Ländern 1964 sogar schrumpften. Aber der hauptsächlichste Grund für das Verschwinden des Ausfuhrüberschusses war, daß die Einfuhr mit einer Jahreszuwachsrate von 20 Prozent stieg. Obgleich der anhaltende Aufschwung der Importe dadurch mitverursacht worden sein mag, daß Mitte 1964 für Einfuhren von innerhalb und außerhalb der EWG vorzeitig die Zölle gesenkt wurden, beruhte er im wesentlichen doch auf der kräftigen Nachfrageüberhitzung, die sich in der Bundesrepublik entwickeln konnte.

Vom Sommer 1964 an wurde die Geld- und Kreditpolitik dann aber doch allmählich gestrafft. Zunächst wurden die Mindestreserveanforderungen kräftig erhöht; im Herbst 1965 folgte eine Kürzung der Rediskontkontingente, und der amtliche Diskontsatz wurde auf 4 Prozent angehoben. Dagegen bewegte sich die Fiskalpolitik in der entgegengesetzten Richtung; Anfang 1965 trat die Einkommenssteuersenkung mit einem erwarteten Einnahmefall in der Größenordnung

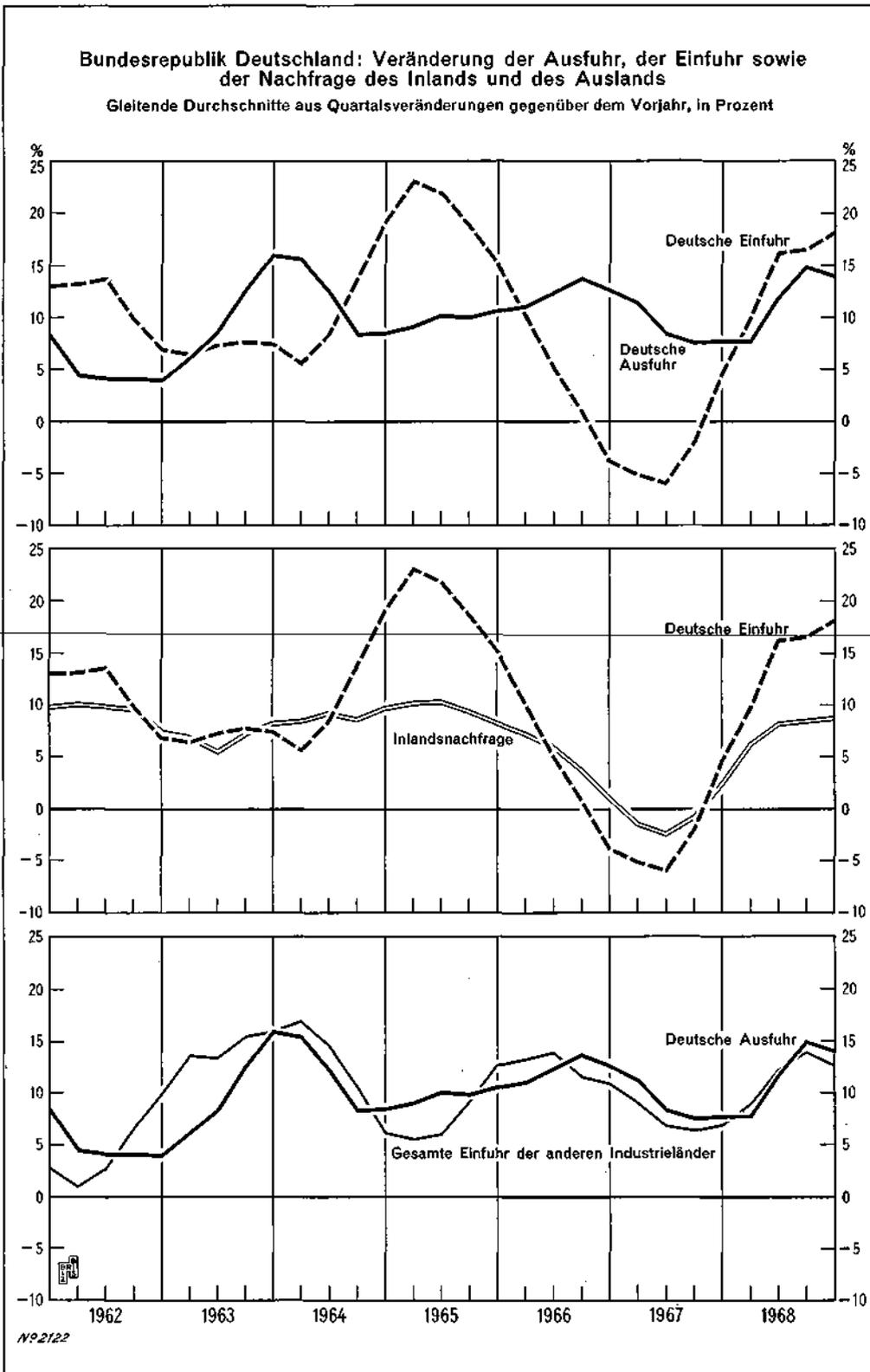
von 2 Milliarden DM in Kraft, und dies bei einer beträchtlichen Ausweitung der öffentlichen Ausgaben. Hinzu kam, daß mit der Verschärfung der Geldpolitik die Nettokapitalausfuhr, die durch die Maßnahmen vom Frühjahr 1964 bewirkt worden war, 1965 einem erneuten Kapitalimport Platz machte. Dadurch wurde die liquiditätsmindernde Wirkung des Defizits in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz zu einem Teil kompensiert.

Im Frühjahr 1966 bestanden Anzeichen dafür, daß dem Boom die Spitze gebrochen war. Aber der Arbeitsmarkt lockerte sich kaum auf, und auch der Lohn- und Preisaufrieb ging unvermindert weiter. So wurde die Kreditbeschränkung im Mai durch eine weitere Kürzung der Rediskontkontingente und durch eine Anhebung des amtlichen Diskontsatzes um 1 Prozent auf 5 Prozent verstärkt. Die Wirkungen können daraus ersehen werden, daß die Liquiditätsreserven der Kreditinstitute Mitte 1966 nur noch gut 7 Prozent ihres Einlagenvolumens ausmachten, während es zwei Jahre vorher noch 12 Prozent gewesen waren, und daß die Renditen öffentlicher Anleihen von weniger als $6\frac{1}{2}$ Prozent auf über $8\frac{1}{2}$ Prozent stiegen.

Die Liquiditätsverknappung brachte den Boom in der zweiten Hälfte des Jahres 1966 schließlich zum Stehen. Die Inlandsnachfrage, die in der ersten Hälfte des Jahres noch ziemlich kräftig gestiegen war, ging, in jeweiligen Preisen, in den anschließenden zwölf Monaten um 3 Prozent zurück; und die industrielle Erzeugung sank in der Zeit vom Frühjahr 1966 bis Frühjahr 1967 um 6 Prozent. Die Zahl der Arbeitslosen stieg (saisonbereinigt) von 130 000 Anfang 1966 auf 550 000 im dritten Quartal 1967, und die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte, die während des Booms stark zugenommen hatte, verringerte sich um mehr als 250 000. Der übersteigerte Lohnauftrieb hörte auf — die Stundenverdienste erhöhten sich nur noch mit einer Jahresanstiegsrate von 4 Prozent —, und die industriellen Erzeugerpreise begannen zu sinken.

Eine Rezession von diesen Ausmaßen beeinflusste die laufende Rechnung der deutschen Zahlungsbilanz nachhaltig. Im dritten Quartal 1967 betrug der Überschuß in der gesamten laufenden Rechnung (alle Zahlen Jahresraten) 2,8 Milliarden Dollar, verglichen mit einem Defizit von 2,1 Milliarden nur zwei Jahre vorher, und der Ausfuhrüberschuß stellte sich auf 4,5 Milliarden Dollar. Die Importe waren um 5 Prozent niedriger als im Herbst 1965, während sich die Exporte um fast 20 Prozent erhöht hatten, was sowohl an der lebhaften Auslandsnachfrage wie auch an den Exportanstrengungen der deutschen Wirtschaft lag.

Betrachtet man die gesamte Periode vom Zeitpunkt der Aufwertung im Jahre 1961 bis Ende 1967, so war die deutsche Zahlungsbilanz durch zunehmende Schwankungen gekennzeichnet. Auch wenn dabei manchmal Kapitalbewegungen eine Rolle spielten, waren die Hauptursache doch die Fluktuationen in der laufenden Rechnung und besonders im Außenhandel. Ausfuhr und Einfuhr veränderten sich in dieser Periode fast immer gegenläufig, wie aus dem obersten Diagramm auf der nebenstehenden Seite zu ersehen ist. Die beiden unteren Diagramme zeigen die Veränderung der Einfuhr und der Ausfuhr im Vergleich zur Veränderung der Inlandsnachfrage bzw. der Auslandsnachfrage. Dabei gilt die Veränderung der gesamten Einfuhr der anderen Industrieländer als ungefähre Anhaltspunkt für die Veränderung der Auslandsnachfrage. Die deutschen Importe



zeigten im allgemeinen eine ziemlich enge Korrelation zur Inlandsnachfrage — außer zur Zeit der starken Überhitzung von Mitte 1964 bis Mitte 1966, während die anschließende Rezession nicht viel mehr bewirkte als die Wiederherstellung der früheren Relation. In ähnlicher Weise veränderten sich die deutschen Exporte fast parallel zu den Importen der anderen Länder, allerdings mit der Abweichung, daß sie bei abflauender Gesamtnachfrage des Auslands im allgemeinen nicht ganz im gleichen Maße nachließen. Es scheint daher, daß die Schwankungen im deutschen Außenhandel weitgehend durch konjunkturelle Phasenverschiebungen zwischen der Bundesrepublik und der Gesamtheit der übrigen Länder verursacht waren und nicht so sehr durch Veränderungen in den Relationen der Wettbewerbsfähigkeit. Und die im Laufe der Periode zunehmende Weite dieser Schwankungen spiegelt die anormale Heftigkeit der Konjunkturbewegung in der Bundesrepublik in den Jahren nach 1963 wider. Wenn man die Preisveränderungen in den einzelnen Ländern miteinander vergleicht, so ist zwar zu sehen, daß es in der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Bundesrepublik gegenüber vielen Ländern in dieser Periode eine Verbesserung gegeben hat, die sich ohne Zweifel in den Außenhandelsergebnissen niederschlug; aber so wie die Dinge am Ende des Jahres 1967 lagen, scheint es nicht so, als sei der Preisvorteil der entscheidende Bestimmungsfaktor für den gewaltigen Ausführüberschuß gewesen, der sich gebildet hatte.

Sobald den inflatorischen Erwartungen gegen Ende 1966 der Boden entzogen war, ging die Wirtschaftspolitik auf einen nachdrücklich expansiven Kurs. Vom Jahresende an gab die Bundesbank den Kreditinstituten in mehreren Etappen insgesamt rund 6 Milliarden DM an Mindestreserven frei, und bis zum Frühjahr 1967 senkte sie ihren Diskontsatz auf 3 Prozent. Diese Maßnahmen trugen nicht nur zur Stabilisierung der Inlandsnachfrage bei, sondern erleichterten auch die Finanzierung des Überschusses in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz, indem sie einen höheren Kapitalexport — insbesondere in Form des Geldexports der Banken — bewirkten. Die Regierung ihrerseits beschloß besondere Konjunkturförderungsprogramme mit einer Ausgabensumme von über 1,5 Prozent des Bruttosozialprodukts sowie zeitlich begrenzte Möglichkeiten für Sonderabschreibungen bei der Anschaffung von Investitionsgütern.

Die Nachfragewirkung dieser Maßnahmen war bald zu spüren. Die Zuwachsrates der Anlageinvestitionen nahm in der zweiten Hälfte des Jahres 1967 und dann noch stärker 1968 zu. Die Unternehmen füllten wieder ihre Lager auf, sobald Klarheit über die Behandlung der Altvorräte beim Übergang zur Mehrwertsteuer zu Beginn des Jahres 1968 bestand. Und auch die Verbrauchsausgaben wurden vom Auftrieb erfaßt. Zum Aufschwung der Inlandsnachfrage kam hinzu, daß sich auch das Wachstum der deutschen Ausfuhr im Laufe des Jahres 1968 beschleunigte. Alles in allem war die Gesamtnachfrage (in jeweiligen Preisen) in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres gegenüber dem ersten Halbjahr 1967 um so viel höher, daß ihre Zunahme einer Jahresrate von 9 Prozent entsprach.

Die Reaktion im Bereich der Produktion blieb nicht aus. Die industrielle Erzeugung (ohne Bau) vergrößerte sich in der Zeit vom ersten Halbjahr 1967 bis zum zweiten Halbjahr 1968 mit einer Jahresrate von etwa 14 Prozent. Ermöglicht

wurde dies zum Teil durch Nutzung von Kapazitätsreserven. Der Kapazitätsnutzungsgrad in der Industrie lag Ende 1968 wieder fast bei den im vorangegangenen Boom erreichten 90 Prozent. Auch die Arbeitslosenzahl, Mitte 1967 auf einem Höchststand von 550 000, ging bis Ende 1968 auf 225 000 zurück, und die Arbeitslosenquote sank auf 1,1 Prozent der Zahl der unselbständigen Erwerbstätigen. Darüber hinaus erhöhte sich aber sehr stark das Produktionsergebnis je Beschäftigten, nämlich 1968 in der Industrie um 11 Prozent und in der gesamten Volkswirtschaft um 7 Prozent.

Das rasche Produktionswachstum war 1968 lange Zeit nicht von einem übersteigerten Preis- und Einkommensauftrieb begleitet. Die Durchschnittsverdienste in der Industrie stiegen zwar um nicht weniger als 8 Prozent, aber dies ließ immer noch Raum für eine gewisse Verringerung der Lohnkosten je Produkteinheit. Und die Erzeugerpreise in der Industrie sanken, wenn man die preisliche Wirkung des Übergangs zur Mehrwertsteuer außer Betracht läßt, von Mitte 1967 bis Mitte 1968 um fast 0,5 Prozent; danach zogen sie allerdings wieder an, und zwar bis Dezember 1968 um 0,7 Prozent.

Auch wenn mit der konjunkturellen Erholung bis Ende 1968 keine ernsthaften Anzeichen der Anspannung verbunden waren, zog sie doch eine kräftige Importausweitung nach sich. Vom dritten Quartal 1967 bis zum vierten Quartal 1968 erhöhte sich die deutsche Wareneinfuhr mit einer Jahresrate von über 20 Prozent. Daß der Ausfuhrüberschuß in dieser Zeit nicht zurückging, ist also der deutschen Ausfuhr zuzuschreiben, die sich ebenfalls mit einer Jahresrate von 20 Prozent ausweitete. Wie aus dem oberen Diagramm auf Seite 7 zu ersehen ist, machte das bis dahin im allgemeinen inverse Verhältnis zwischen den Veränderungen von Ausfuhr und Einfuhr Anfang 1968 einer gleichläufigen Entwicklung Platz.

Daß sich der deutsche Export im Jahr 1968 so stark ausdehnte, beruhte weitgehend auf einem unvorhergesehenen Auftrieb der Auslandsnachfrage, der zum Teil von Sondereinflüssen herrührte; solche Einflüsse waren unter anderem in den ersten Monaten dieses Jahres die Streiks in der US-Metallindustrie und die antizipatorische Kaufwelle, die im Vereinigten Königreich der Budgetvorlage voranging, sowie ab Juni der rasche Anstieg der französischen Importe. Von Bedeutung war auch die hohe Expansionsrate in anderen Ländern, an der in einigen Fällen wiederum der konjunkturelle Auftrieb in der Bundesrepublik seinen Anteil hatte. Außerdem wurden die deutschen Exportergebnisse im vierten Quartal stark dadurch überhöht, daß eine Zeitlang mit Wechselkursanpassungen gerechnet wurde und daß dann später die deutschen Exporteure beschleunigt lieferten, um zu vermeiden, daß sie von der im November angekündigten Sonderumsatzsteuer betroffen wurden.

Dergestalt ergab sich 1968 in der Handelsbilanz ein Überschuß von 4,6 Milliarden Dollar, verglichen mit 4,2 Milliarden Dollar 1967, und in der laufenden Rechnung erhöhte sich der Überschuß entsprechend auf 2,9 Milliarden Dollar. Die Schwierigkeiten, die ein Überschuß von dieser Größenordnung sowohl im Inland wie auch international hätte zur Folge haben können, wurden beträchtlich dadurch gemildert, daß langfristiges Kapital per Saldo in noch nie dagewesenem Umfang abfloß. Dieser Abfluß wurde von den Behörden gefördert, indem sie ihre Politik der monetären Lockerung fortsetzten; so ging die Bundesbank im August

1967 erstmals dazu über, Anleihen des Bundes und seiner Sondervermögen am offenen Markt zu kaufen, und es wurde zugelassen, daß die Zinssätze in der Bundesrepublik entgegen dem Zinstrend in anderen wichtigen Zentren sanken. Auch das Zahlungsbilanzprogramm der Vereinigten Staaten war dem Kapitalabfluß aus Deutschland förderlich. So kam es in der Bundesrepublik zu einem kräftigen Anstieg der ausländischen Kapitalmarktemissionen und Kreditaufnahmen (zu einem guten Teil durch Banken), der den Nettoabfluß langfristigen Kapitals auf 2,8 Milliarden Dollar steigen ließ, verglichen mit weniger als 0,8 Milliarden Dollar im Jahre 1967. Der Überschuß in der Grundbilanz stellte sich für das gesamte Jahr 1968 daher auf nur 40 Millionen Dollar, und einen großen Teil des Jahres hindurch war die Grundbilanz sogar im Defizit.

In der zweiten Hälfte des Jahres 1968 kam es allerdings zu zwei Wellen spekulativer DM-Käufe. Es breitete sich die Überzeugung aus, daß die bereits günstige

Bundesrepublik Deutschland: Zahlungsbilanz

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Millionen US-Dollar							
Warenhandel							
Ausfuhr (fob)	13 245	14 580	16 230	17 910	20 155	21 760	24 885
Einfuhr (cif)	12 375	13 070	14 710	17 610	18 165	17 545	20 295
Saldo des Warenhandels . . .	870	1 510	1 520	300	1 990	4 215	4 590
Dienstleistungen (netto)							
Einnahmen von fremden Truppen . .	1 025	1 060	1 045	1 030	1 225	1 310	1 340
Reiseverkehr	— 540	— 480	— 495	— 640	— 765	— 680	— 670
Kapitalerträge	— 315	— 305	— 395	— 450	— 370	— 450	— 235
Sonstige	— 175	— 275	— 300	— 260	— 395	— 355	— 390
Saldo der Dienstleistungen . .	— 5	—	— 145	— 320	— 305	— 175	45
Übertragungen (netto)	— 1 300	— 1 265	— 1 325	— 1 600	— 1 565	— 1 575	— 1 760
Saldo der laufenden Posten . .	— 435	245	50	— 1 620	120	2 465	2 675
Langfristige Kapitalleistungen (netto)							
Privat	235	745	70	560	440	— 415	— 2 500
Öffentlich	— 325	— 360	— 330	— 320	— 375	— 380	— 335
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen	— 90	385	— 260	240	65	— 795	— 2 835
Saldo der Grundbilanz	— 525	630	— 210	— 1 380	185	1 670	40
Vorfristige amtliche Tilgungszahlungen	—	—	—	—	— 235	—	—
Kurzfristige Kapitalleistungen (netto)							
Privat (Nichtbanken)	125	10	55	210	470	— 410	120
Öffentlich	— 45	—	— 260	260	— 80	45	280
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler .	285	— 125	500	705	150	—	510
Saldo der Gesamtbilanz	— 180	515	85	— 205	490	1 305	950

deutsche Wettbewerbsposition sich weiter verbessern würde, da die Preise im Inland stabil waren, während sie im Ausland ziemlich stark stiegen. Auch von dem Übergang zur Mehrwertsteuer zu Jahresbeginn wurde eine Wirkung in derselben Richtung erwartet. Gleichzeitig setzte sich die Einsicht durch, daß, falls die Expansion in Deutschland ungehindert weitergehen konnte, bald Kapazitätsanspannungen auftreten könnten, mit der möglichen Folge einer Straffung insbesondere der Währungspolitik, einer dementsprechend verringerten Kapitalausfuhrate und somit einer kräftigen Aktivierung der Zahlungsbilanz; und diese Gefahr wurde im Oktober dadurch akzentuiert, daß der deutsche Kapitalmarkt vermehrte Schwierigkeiten hatte, die Anleihen des Auslands zu verkraften. Unter solchen Umständen begannen Gerüchte über eine mögliche Aufwertung der Deutschen Mark zu zirkulieren. Und diese Gerüchte gewannen an Glaubwürdigkeit, als sich der Eindruck verbreitete, daß in einigen einflußreichen Kreisen das Konzept einer umfassenderen Paritätenanpassung an Boden gewann.

Anfang September kam es zu einer ersten Spekulationswelle, in deren Verlauf die Bundesbank im Zeitraum von etwa zehn Tagen rund 1,4 Milliarden Dollar vom Markt übernehmen mußte. Der größte Teil dieser Mittel wurde durch Swapgeschäfte, die zu attraktiven Sätzen abgeschlossen wurden, wieder zu den Geschäftsbanken zurückgeleitet. In den ersten drei Novemberwochen kam es dann zu einem noch viel größeren Zufluß kurzfristiger Gelder. Obwohl weitere Anreize für den Geldreexport der Geschäftsbanken geschaffen wurden, erhöhten sich die Reserven der Bundesbank um 2,4 Milliarden Dollar. In dieser Krisenatmosphäre wurden am 20. November die meisten europäischen Devisenmärkte geschlossen, und die Minister und Notenbankgouverneure der Zehner-Gruppe kamen in Bonn zusammen, um über Maßnahmen zur Wiederherstellung der Ordnung zu beraten.

Obwohl über die Möglichkeit einer gewissen Neuordnung im Wechselkursgefüge gesprochen wurde, hatte die Bundesregierung beschlossen, an der bestehenden DM-Parität festzuhalten. Hierbei ließ sie sich offenbar von ihren Bedenken leiten, den unwiderruflichen Schritt der Aufwertung in einer Situation zu tun, in der Aussicht auf eine wesentliche Änderung der internationalen Konjunkturkonstellation durch weiterhin kräftige Expansion der deutschen Wirtschaft bei gleichzeitiger Dämpfung der inflationären Nachfrage in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Frankreich bestand. Ferner hätte eine Paritätsänderung den Bund vor ein schweres Haushaltsproblem gestellt, da sie wesentlich erhöhte Aufwendungen zur Stützung der Landwirtschaft erfordert hätte. Somit wurden andere Maßnahmen zur Milderung der Krise ergriffen. Mit Befristung bis März 1970 wurden durch steuerliche Maßnahmen die Exporte mit 4 Prozent belastet und die Importe mit 4 Prozent entlastet, was einer Aufwertung nur für den Außenhandel mit gewerblichen Waren gleichkam. Ferner wurden Maßnahmen getroffen, um den Zufluß von Geldern in die Bundesrepublik einzudämmen, insbesondere in der Weise, daß der Zuwachs an Auslandsverbindlichkeiten der deutschen Kreditinstitute gegenüber dem Stand vom 15. November in voller Höhe mindestreservspflichtig gemacht wurde. Gleichzeitig wurden in Frankreich und im Vereinigten Königreich — den beiden anderen Ländern, die von der November-Krise hauptsächlich betroffen waren — einschneidende Maßnahmen zur Beschränkung der Nachfrage ergriffen.

Als nach der Bonner Konferenz die Devisenmärkte am 25. November wieder eröffnet wurden, begannen Gelder aus der Bundesrepublik abzufließen; es kam zu einem gewaltigen Umschwung in der zentralen Nettowährungsposition, die in den anschließenden drei Monaten um fast 3 Milliarden Dollar abnahm. Hiervon entfielen zwei Drittel auf Geldabflüsse über die Banken, während nicht weniger als 1 Milliarde Dollar der Finanzierung eines Defizits in der Grundbilanz diente, das hauptsächlich deshalb entstand, weil der Nettoexport von langfristigem Kapital ein Rekordvolumen erreichte.

In der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz betrug der Überschub in den Monaten Dezember bis Februar (saisonbereinigt und als Jahreswert) nur 1,3 Milliarden Dollar. Dies war keine direkte Folge der Steueränderungen im grenzüberschreitenden Verkehr, sondern eine Reaktion auf die unnatürlich hohe Zahl von 4,2 Milliarden Dollar in den vorangegangenen drei Monaten. Und der Eingang von Auslandsaufträgen bei der deutschen Industrie ließ in der Zeit nach November, obgleich auch er das vorher überhöhte Volumen nicht beibehielt, bis zum Frühjahr 1969 keine Verlangsamung der Auslandsnachfrage erkennen.

Außerdem hatte sich bis dahin der Lohnauftrieb in der Bundesrepublik verstärkt: die erste größere Tarifvereinbarung von 1969, die für den öffentlichen Dienst galt, bedingte einschließlich einiger zusätzlicher Anhebungen in den unteren Gehaltsstufen eine allgemeine Lohnerhöhung von rund 7 Prozent, von der zu erwarten war, daß sie einen Mindeststandard für die private Industrie setzen würde. Und nicht nur bei der Verbrauchsnachfrage war mit einem weiteren starken Anstieg zu rechnen, sondern auch die Ausgaben des öffentlichen Sektors sollten rascher anwachsen als 1968, und an der Fortsetzung des Aufwärtstrends bei den Investitionen der gewerblichen Wirtschaft bestand kein Zweifel. Da der Spielraum für eine weitere Zunahme der Beschäftigtenzahl praktisch auf die Anwerbung ausländischer Arbeitskräfte beschränkt war und da die Produktivitätsverbesserung sich bereits zu verringern begann, wurde die Überbeanspruchung der Kapazitäten ein akutes Problem.

Angesichts der — wenigstens zur Zeit — stark defizitären Zahlungsbilanz konnte für die Binnenwirtschaft ein gemäßigt restriktiver Kurs eingeschlagen werden. Obgleich die Zinssätze unter dem Einfluß der ausländischen Renditen bereits nach oben tendierten, stellte die Bundesbank im Februar ihre Offenmarktkäufe öffentlicher Anleihen ein. Im März wurde für Ende Juni eine Kürzung der Rediskontkontingente der Bundesbank um 20 Prozent angekündigt und der Lombardsatz um $\frac{1}{2}$ Prozent auf 4 Prozent erhöht; im April wurde dieser Satz abermals angehoben, diesmal in Verbindung mit einer Erhöhung des offiziellen Diskontsatzes um 1 Prozent. Ebenfalls im März beschloß die Bundesregierung die vorläufige Sperrung von Bundesausgaben im Betrage von rund 2 Milliarden DM und eine Erhöhung der Vorauszahlungen auf die Körperschaftssteuer. Ferner forderte sie die Länderbehörden auf, ihre Kreditaufnahme zu verringern.

Nach einer weiteren Abnahme im März erhöhten sich die Währungsreserven im April in beträchtlichem Maße. Anfang April war für Kapitalmarktemissionen des Auslands eine freiwillige Rationierung eingeführt worden, worauf sich die Grundbilanz verbesserte. Hinzu kam ein Zustrom von Geldern aus Frankreich,

der mit der wachsenden politischen Ungewißheit in diesem Land zusammenhing. Die zentralen Nettoauslandsforderungen stiegen im April um über 600 Millionen Dollar. Anfang Mai kam es abermals zu einer gewaltigen Spekulation auf eine DM-Aufwertung, als bekannt wurde, daß in der Bundesrepublik von behördlicher Seite eine Paritätsänderung erwogen wurde. Im Zeitraum von wenigen Tagen und insbesondere vor dem zweiten Wochenende des Monats übernahm die Bundesbank vom Markt ungefähr 4 Milliarden Dollar, und praktisch alle wichtigen Währungen wurden in Mitleidenschaft gezogen. Aber auch diesmal bekräftigte die Bundesregierung ihre Entschlossenheit, nicht aufzuwerten. Statt dessen plante sie eine Verlängerung der Steuererleichterungen im grenzüberschreitenden Verkehr auf unbestimmte Zeit sowie energische Maßnahmen zur Abwehr des Mittelzustroms. Ferner wurden antizyklische Maßnahmen vorgesehen, darunter die Rückzahlung von Schulden der Bundesregierung bei der Bundesbank und die Bildung einer Konjunkturausgleichsrücklage aus Steuernehreinnahmen. Später im Monat erhöhte die Bundesbank die Mindestreservesätze, besonders für Auslandsverbindlichkeiten. Diese Entscheidungen bewirkten eine Abschwächung der unmittelbaren Spannungen an den Devisenmärkten, und es flossen wieder Gelder aus der Bundesrepublik ab.

Trotz den verschiedenen Maßnahmen, die seit November letzten Jahres zur Abwehr der inflatorischen Tendenzen ergriffen worden sind, dürfte die Gesamtnachfrage in der Bundesrepublik auch künftig sehr rasch weitersteigen. Die Begleiterscheinung würde sein, daß die Preise beschleunigt anziehen werden, und aus der Entscheidung gegen die Aufwertung könnte auf eine gewisse Tolerierung von Preissteigerungen geschlossen werden. Im Zusammenhang mit den Bemühungen, die derzeit im Ausland unternommen werden, um der Inflation Einhalt zu gebieten, würde diese Entwicklung in der Bundesrepublik auf eine gewisse Verringerung des Überschusses in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz von 1969 hinarbeiten, zumal auch mit einer Reaktion auf die Sondereinflüsse von 1968 zu rechnen ist.

Dennoch scheint es gewiß, daß der Überschuß im Verhältnis zur konjunkturellen Lage der Bundesrepublik hoch bleiben wird. Aber er könnte durch einen Nettoexport langfristigen Kapitals ausgeglichen werden, der sich bisher in diesem Jahr bereits auf fast 1,5 Milliarden Dollar stellte. In struktureller Hinsicht gehört die Bundesrepublik zu den Ländern, denen die Aufgabe zufällt, sich an der Finanzierung der wirtschaftlichen Entwicklung in anderen Teilen der Welt zu beteiligen. Eine allgemeine Voraussetzung für die Dauer ist jedoch, daß die Fiskalpolitik im Maße des jeweils Erforderlichen die Restriktionslast mitträgt. Während dies in der Vergangenheit nicht immer ganz der Fall war, ist jetzt für ein ausgeglicheneres Vorgehen gesorgt.

Frankreich

Der Zusammenbruch des Vertrauens in den französischen Franken im Mai 1968 war in der an sich schon heiklen internationalen Devisenmarktlage ein neues und unerwartetes Element der Instabilität. Ausgelöst wurde die Flucht aus der französischen Währung durch die plötzliche Unruhe im sozialen und industriellen

Bereich und durch Befürchtungen einer daraus folgenden schweren Beeinträchtigung der französischen Außenwirtschaftsposition. Diese ihrem Ursprung nach im wesentlichen binnenwirtschaftliche Störung hatte sehr starke Wechselwirkungen zu bereits vorhandenen Spannungen im internationalen Zahlungssystem. Es besteht kein Zweifel, daß die allgemeine Nervosität an den Devisenmärkten, die nach der Pfundabwertung vom November 1967 zugenommen hatte, den Druck auf den Franken verschlimmerte; und der plötzliche Wechsel in der Position der französischen Währung, die eben noch zu den stärkeren Währungen gehört hatte und nun auf einmal die vielleicht am unmittelbarsten in Zweifel gezogene war, intensivierte seinerseits das Gefühl der Unsicherheit in bezug auf die künftigen Währungsrelationen in einem allgemeineren Sinne.

So wie die französische Wirtschaft sich in den Jahren vor 1968 entwickelt hatte, bestanden wenig Anzeichen für eine ernstliche Unzufriedenheit in der Industrie. Und auch wenn die Forderungen der Gewerkschaften zuletzt hauptsächlich die Form von Lohnansprüchen annahm, ist nicht zu erkennen, daß die unmittelbare Ursache der Streiks eine unzureichende Erhöhung des Lebensstandards gewesen wäre.

Im Jahre 1963 war die Regierung auf restriktiven Kurs gegangen, um den Preisauftrieb zu mildern, der insbesondere von der Überhitzung der Verbrauchernachfrage ausging. Real hatte sich der private Verbrauch 1963 gegenüber 1961 um über 14 Prozent erhöht. Bis zu einem gewissen Grade hing das zwar mit der Rückkehr von rund 700 000 Franzosen aus Algerien zusammen, aber der Hauptfaktor war doch der rasche Anstieg der Arbeitnehmereinkommen in diesen beiden Jahren um nominal 28 Prozent. Die Teuerung (gemessen am Preisindex des Bruttoinlandsprodukts) erreichte 1963 mehr als 6 Prozent, und die Großhandelspreise zogen um fast 4 Prozent an. Unter solchen Umständen wurde im September 1963 ein Stabilisierungsprogramm beschlossen, das direkte Eingriffe zur Begrenzung des Preisanstiegs sowie auch fiskalische und monetäre Maßnahmen umfaßte.

In den nächsten vier Jahren erhöhten sich die Arbeitnehmereinkommen um jahresdurchschnittlich knapp 10 Prozent (Angaben der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung mit Basis 1959) und die Besitzeinkommen um jahresdurchschnittlich 7 Prozent. Das gesamte verfügbare Einkommen der privaten Haushalte vergrößerte sich — berichtigt um den Anstieg der Verbraucherpreise, der auf 3 Prozent pro Jahr begrenzt wurde — in den vier Jahren bis einschließlich 1967 um jahresdurchschnittlich 5 Prozent; und der reale private Verbrauch wuchs um jährlich $4\frac{1}{2}$ Prozent bzw. auf Pro-Kopf-Basis um jährlich rund $3\frac{1}{2}$ Prozent. Diese Sätze lagen zwar um rund 1 Prozent unter den entsprechenden Sätzen der fünf Jahre vor der Stabilisierung, doch hatte am Beginn jener fünf Jahre eine Rezession geherrscht, und die Steigerungen von 1962 und 1963 waren eindeutig inflationärer Natur gewesen. Jedenfalls war die Erhöhung des Lebensstandards in den vier Jahren bis einschließlich 1967 beträchtlich — auch im Vergleich zu anderen industrialisierten Ländern.

Allerdings wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt, das in den Jahren 1958–1963 um jahresdurchschnittlich $5\frac{1}{2}$ Prozent zugenommen hatte, in den anschließenden vier Jahren im Jahresmittel nur noch um knapp 5 Prozent, und das reichte nicht aus, um die Kapazitätsreserven der Wirtschaft voll zu nutzen. Mit der

Abflachung der Produktionskurve nach 1963 nahm die durchschnittliche Arbeitslosigkeit zu; und als die Produktion nach der Mitte des Jahres 1965 wieder stieg, hatte dies nur eine bescheidene Wirkung auf den Arbeitsmarkt. Vom Herbst 1966 an litt das Wachstum der Produktion unter der Nachfrageschwäche im Ausland, besonders in der Bundesrepublik, und unter der mäßigen Entwicklung der Verbrauchsausgaben in Frankreich. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen, die 1963 weniger als 100 000 betragen hatte, nahm (saisonbereinigt) nach dem ersten Quartal 1966 ständig zu und hatte im ersten Quartal 1968 einen Stand von 235 000 erreicht. Einschließlich der nicht registrierten Arbeitslosen könnten zu dieser Zeit nicht weniger als 400 000 Personen und damit etwas mehr als 2 Prozent der unselbständigen Erwerbstätigen arbeitslos gewesen sein, obwohl dies für viele Industriegebiete sicherlich ein übertriebenes Bild von den vorhandenen Arbeitskraftreserven gibt.

Zudem schien es, als zeichne sich in der Arbeitsmarktlage eine Besserung ab. Die Exportnachfrage war ab Mitte 1967 lebhafter geworden, und bald nach Beginn des Jahres 1968 wurde das Wachstum durch wirtschaftspolitische Maßnahmen angeregt. Auch kehrte sich der Lagerabbau um, der der Einführung neuer Mehrwertsteuersätze Anfang 1968 vorangegangen war. Die Industrieproduktion, die bis zum dritten Quartal von 1967 über ein Jahr lang praktisch überhaupt nicht zugenommen hatte, vergrößerte sich in der Zeit vom Spätsommer 1967 bis zum darauffolgenden Frühjahr mit einer Jahresrate von über 8 Prozent. Obwohl dies bis April 1968 noch nicht in einem Rückgang der Arbeitslosigkeit zum Ausdruck gekommen war, hatten die Zahl der als offen gemeldeten Stellen und die durchschnittliche Arbeitszeit zugenommen. Es scheint daher unwahrscheinlich, daß die Arbeitsmarktlage ein entscheidender Faktor der Streikbewegung von Mai und Juni war.

Aber auch wenn die Ursachen der Streiks eher sozialer und politischer als wirtschaftlicher Natur im eigentlichen Sinne waren, so wurden ihre wirtschaftlichen Folgen doch bald spürbar. Die unmittelbare Wirkung war ein Produktionsverlust von rund 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts eines Jahres. Von größerer Tragweite war jedoch, daß Regierung und Arbeitgeber Ende Mai den Gewerkschaften in gemeinsamen Verhandlungen, die zur Beendigung der Streiks beitrugen, beträchtliche Erhöhungen der Nominal Einkommen zugestanden, nämlich eine allgemeine 10prozentige Aufbesserung der Löhne, eine noch stärkere Erhöhung der Mindestlöhne, eine Verkürzung der Normalarbeitszeit und höhere Nebenleistungen; darüber hinaus stimmte die Regierung einer Heraufsetzung der Sozialversicherungsleistungen zu. Dies alles bewirkte einen jähen Kosten- und Preisauftrieb, und die Erwartung eines solchen Auftriebs und möglicher Devisenkontrollmaßnahmen ließ die Kapitalflucht ins Ausland noch mehr anschwellen. Somit wurde es für die Wirtschaftspolitik sowohl aus binnenwirtschaftlichen wie aus außenwirtschaftlichen Gründen zum vordringlichsten Ziel, der potentiellen Kosteninflation soweit wie möglich Einhalt zu gebieten.

Es wurde beschlossen, dieses Ziel am besten dadurch zu erreichen, daß für eine rasche Ausweitung der Produktion gesorgt wurde, die mit einer kräftigen Produktivitätsverbesserung verbunden war und damit den Anstieg der Lohnkosten auffangen helfen würde. Auch wurden die von der Wirtschaft zu tragenden

Steuerlasten zwecks Milderung des Preisauftriebs verringert und wieder Steuergutschriften bei der Anschaffung von Investitionsgütern eingeführt. Obwohl diesen Maßnahmen eine Erhöhung der Einkommenssteuern gegenüberstand, hatten sie in Verbindung mit der Steigerung der öffentlichen Ausgaben zur Folge, daß im Staatshaushalt für 1968 das veranschlagte Gesamtdefizit (das vor den Streiks von 1,9 auf 5,5 Milliarden französische Franken erhöht worden war) auf 14,0 Milliarden Franken stieg. Zusätzlich wurde die Geld- und Kreditpolitik gelockert. Zur vorübergehenden Verbesserung der Bankenliquidität wurde der Rediskontrahmen erweitert und die Mindestquote für den Pflichtbestand der Banken an mittelfristigen Papieren reduziert. Exportfirmen und mittlere Unternehmen kamen in den Genuß von besonderen und zinsverbilligten Krediten. Durch diese Maßnahmen könnte der Unternehmenssektor, der bereits durch den Lagerabbau im Anschluß an die streikbedingten Produktionsverluste liquidisiert worden war, weitere Liquidität erhalten haben. Zur Abwehr der Gefahren, die mit dieser Politik der kräftigen Stimulierung verbunden waren, wurden die direkten Preiskontrollen ausgebaut und zum Schutz der Zahlungsbilanz Devisenbeschränkungen und bestimmte zeitlich befristete Einfuhrkontingente und Exportsubventionen eingeführt. Gleichzeitig wurde zur Dämpfung des Abflusses von Mitteln ins Ausland der amtliche Diskontsatz und das Niveau der kurzfristigen Zinssätze des Marktes angehoben.

Die Produktion erholte sich nach Beendigung der Streiks rasch. Im Dezember war die Industrieerzeugung um $7\frac{1}{2}$ Prozent größer als im März, und dieser Anstieg beruhte gänzlich auf einer Steigerung der Produktion je Arbeitskraft. Die Zahl der Beschäftigten in der verarbeitenden Industrie ging in dieser Zeit zurück, und die Gesamtzahl der registrierten Arbeitslosen war, obgleich sie sich in den Monaten nach August ganz erheblich verringerte, am Jahresende noch immer ungefähr so groß wie vor den Streiks. Die Stundenlohnsätze stiegen in der Zeit von März bis Dezember um fast 14 Prozent und die Durchschnittsverdienste vielleicht noch etwas mehr. Die Arbeitskosten je Produkteinheit hätten sich demnach trotz dem kräftigen Produktivitätsanstieg beträchtlich erhöht. Die zur Preisdämpfung ergriffenen Maßnahmen konnten nicht verhindern, daß im genannten Zeitraum die Großhandelspreise industrieller Produkte um $5\frac{1}{2}$ Prozent und die Einzelhandelspreise um 4 Prozent stiegen. Welche Vorteile auch immer die Politik der Expansion für die Binnenwirtschaft gehabt haben mag, auf die Zahlungsbilanz wirkte sie sich nachteilig aus.

In den Jahren unmittelbar vor 1968 waren die Überschüsse in der französischen Zahlungsbilanz stark geschrumpft, nachdem sie in den ersten sechziger Jahren noch sehr hoch gewesen waren. Ohne die vorfristigen Rückzahlungen öffentlicher Schulden hatte der Überschuß in der Grundbilanz gegenüber den nicht zur Frankenzone gehörenden Ländern in den Jahren 1959–1963 durchschnittlich über 1 Milliarde Dollar betragen. Im Jahr 1964 ging der Grundbilanzüberschuß auf etwas mehr als 500 Millionen Dollar zurück, was vor allem daran lag, daß sich die Handelsbilanz erstmals seit 1958 passivierte. Im folgenden Jahr schloß die Handelsbilanz dank den vorangegangenen Stabilisierungsmaßnahmen besser ab, und die Grundbilanz wies wieder einen Überschuß von 750 Millionen Dollar auf.

Im Laufe der nächsten beiden Jahre ging der Überschuß nachhaltig zurück; 1967 betrug er nur noch 275 Millionen Dollar. Die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz gegenüber den Ländern außerhalb der Frankenzone (Zahlungsbasis), die 1965 noch einen Überschuß von 460 Millionen Dollar verzeichnet hatte, war 1967 praktisch ausgeglichen, wobei sowohl der Außenhandel wie die unsichtbaren Transaktionen ungünstiger abschlossen. Die Verschlechterung des Außenhandels in diesen beiden Jahren beruhte weitgehend darauf, daß sich in anderen Ländern die Gesamtnachfrage abschwächte, so daß die französischen Exporte nur langsam stiegen. Dagegen schien die Passivierung in der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen, in der aus einem Überschuß von 130 Millionen Dollar ein noch etwas größeres Defizit wurde, mehr struktureller Natur zu sein. 1960 hatte der Überschuß noch 540 Millionen Dollar betragen; aber dann verringerte er sich — hauptsächlich deshalb, weil die Auslandsausgaben französischer Reisender und die Überweisungen der ausländischen Arbeitskräfte zunahmen. Der Saldo der Reiseverkehrsbilanz verschlechterte sich zwar nach 1965 nicht mehr, aber die Ausländerüberweisungen stiegen weiter, und 1967 bekam die Bilanz der öffentlichen Leistungen die Verlegung der NATO und der US-Militärstützpunkte aus Frankreich zu spüren.

Der Nettozufluß privaten langfristigen Kapitals, in den sechziger Jahren ein typisches Pendant zum Überschuß in der laufenden Rechnung der französischen Zahlungsbilanz, verringerte sich 1966, wurde aber im folgenden Jahr wieder so groß, daß er fast den ganzen Überschuß in der Grundbilanz bestritt. 1967 kam es aber zu einem die Gesamtbilanz passivierenden Abfluß kurzfristigen Kapitals, an dem auch die privaten Goldkäufe beteiligt waren, die während des vierten Quartals unter den damaligen außergewöhnlichen Verhältnissen vorgenommen wurden.

Auch wenn die außergewöhnlich hohen Überschüsse der ersten sechziger Jahre verschwunden waren, dürfte somit die grundlegende Position gegenüber dem Ausland Anfang 1968 noch positiv oder zumindest im Gleichgewicht gewesen sein. Die zentralen Nettoreserven waren mit rund 7 Milliarden Dollar sehr hoch. Und obgleich die für Mitte 1968 geplanten Zollsenkungen der EWG und im Rahmen der Kennedy-Runde im Hinblick auf ihre Wirkungen auf die französische Industrie eine gewisse Besorgnis auslösten, konnte nicht davon die Rede sein, daß damals ein akutes Problem außenwirtschaftlicher Schwäche bestanden hätte.

Es war der aus den Streiks resultierende Vertrauensverlust, der die Situation änderte. Über die französische Zahlungsbilanz von 1968 wurden keine amtlichen Angaben veröffentlicht, aber aus vorläufigen Schätzungen der BIZ ergibt sich, daß das Gesamtdefizit für das ganze Jahr über 3 Milliarden Dollar betrug. Etwa $1\frac{3}{4}$ Milliarden Dollar entfielen auf die Grundbilanz und fast 2 Milliarden auf die Bilanz der kurzfristigen Kapitaleistungen, darunter $\frac{1}{2}$ Milliarde auf den Abfluß über die Banken. Die zentralen Nettoreserven verringerten sich daher während des Jahres um 3,7 Milliarden Dollar. Davon bestand knapp die Hälfte aus der Verwendung von IWF-Forderungen und Auslandskrediten; der Rest wurde den französischen Gold- und Devisenreserven entnommen.

Frankreich: Zahlungsbilanz¹

	Durchschnitt 1959-63	1964	1965	1966	1967	1968 ²
Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr	5 220	7 625	8 265	8 985	10 150	11 250
Einfuhr	4 900	7 715	7 935	9 015	10 000	11 900
Saldo des Warenhandels . . .	320	- 90	330	- 30	150	- 650
Dienstleistungen (netto)						
Kapitalerträge	70	55	85	90	105	.
Reiseverkehr	190	35	- 25	10	- 5	.
Oberweisungen von ausländischen Arbeitskräften	- 140	- 230	- 275	- 330	- 365	.
Regierung	70	65	55	35	- 125	.
Sonstige	220	250	290	265	250	.
Saldo der Dienstleistungen . .	410	175	130	70	- 140	- 800
Saldo der laufenden Posten . .	730	85	460	40	10	- 1 450
Langfristige Kapitalleistungen (netto)						
Privat						
Französische Nettokapitalanlagen im Ausland	10	- 75	- 175	- 215	- 305	.
Ausländische Nettokapitalanlagen in Frankreich	420	600	535	370	615	.
Insgesamt	430	525	360	155	310	.
Öffentlich	- 80	- 80	- 70	- 75	- 45	.
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen	350	445	290	80	265	- 300
Saldo der Grundbilanz	1 080	530	750	120	275	- 1 750
Kurzfristige Kapitalleistungen, multilaterale Abrechnungen und Restposten	90	265	390	255	- 310	- 1 400
Vorfristige amtliche Tilgungs- zahlungen	- 360	-	- 180	- 70	-	-
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	810	795	960	305	- 35	- 3 150

¹ Auf Zahlungsbasis.

² Vorläufige Schätzungen der BIZ.

Es muß betont werden, daß das Defizit in der französischen Zahlungsbilanz 1968 viel mehr durch einen Vertrauensschwund als durch eine „eigentliche“ Verschlechterung bedingt war. Im Falle des kurzfristigen Kapitals liegt das auf der Hand, aber es gilt im wesentlichen auch für die Grundbilanz. Aus der vorherigen Nettoeinfuhr langfristigen Kapitals wurde fast mit Sicherheit ein massiver Abfluß, mit einem starken Umschwung im Wertpapierverkehr, da die Anleger Sicherheit im Ausland suchten; verschärft wurde die Kapitalflucht allerdings durch den Anfang September bekanntgegebenen Plan einer kräftigen Erhöhung der französischen Erbschaftssteuer. In der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen war die Verschlechterung zu einem wesentlichen Teil durch die Geldüberweisungen

ausländischer Arbeitskräfte bedingt, die zusätzlich zu Teilen ihrer laufenden Einkommen auch früher gebildete Ersparnisse transferierten; und im Außenhandel beruhte die Verschlechterung (auf Zahlungsbasis) größtenteils auf einer für Frankreich ungünstigen Entwicklung der Zahlungsmodalitäten.

Ohne diese Auswirkungen des Vertrauensschwundes und ohne den durch die Streiks und Ungewißheiten bedingten zeitweiligen Verlust von Einnahmen im Fremdenverkehr verbleibt für 1968 eine „eigentliche“ Verschlechterung von offenbar verhältnismäßig kleinem Umfang. Insbesondere der Zollstatistik ist zu entnehmen, daß sich der Saldo im Außenhandel im gesamten Jahr nur um 260 Millionen Dollar verringert hat. Ende 1968 war die Position allerdings deutlich ungünstiger. Im vierten Quartal lagen, nach der Zollstatistik, die Einfuhren um mehr als 15 Prozent und die Ausfuhren um weniger als 9 Prozent über ihrem Stand aus der Zeit vor dem Monat Mai, was einem Jahresdefizit von rund $2\frac{1}{4}$ Milliarden Dollar entsprach, verglichen mit einem solchen von weniger als 1 Milliarde Dollar in den ersten vier Monaten des Jahres 1968. Dabei ist freilich zu berücksichtigen, daß die Währungsunsicherheit auch den eigentlichen Warenverkehr beeinträchtigte — besonders im vierten Quartal — und daß die Importe aus der Bundesrepublik im Dezember unnatürlich hoch waren. Der wichtigste Grund war aber doch die rasche Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit in der Zeit nach Juni und wahrscheinlich auch eine Verschlechterung der französischen Wettbewerbsposition.

Obgleich sich der Franken in der Zeit von Mai bis November an den Devisenmärkten gegenüber dem Dollar fast ständig an seiner unteren Grenze befand, gab es im Umfang der Verkäufe einige Schwankungen. Nach der Wiedereröffnung des Pariser Devisenmarktes in den ersten Junitagen blieb der Abgabedruck fast zwei Monate lang bestehen, aber nachdem Anfang Juli die multilaterale Stützung im Gesamtbetrag von 1,3 Milliarden Dollar zugunsten der französischen Reserven bekanntgegeben worden war, ließ er bald nach. Erneute massive Abgaben während kurzer Zeit Anfang September schienen ihren Grund in der Spekulation auf eine Aufwertung der Deutschen Mark und nicht in einer greifbaren Veränderung der Frankenposition zu haben; allerdings fielen sie zeitlich fast mit der Aufhebung der im Mai eingeführten Devisenbeschränkungen zusammen. Und wiederum war es offenbar die DM-Spekulation, die im November den viel stärkeren Druck auf den Franken auslöste, wobei sich dann aber bald auch die Meinung verbreitete, daß für die nahe Zukunft eine multilaterale Neuordnung der Paritäten bevorstehe. Entgegen der allgemeinen Überzeugung, daß nach der Bonner Konferenz die Frankenparität herabgesetzt werden würde, beschloß die französische Regierung, sie nicht zu ändern. Ein wichtiger Grund war offenbar, daß eine Abwertung den immer noch kräftigen Preisauftrieb in der Wirtschaft verstärken und daher keine Basis für ein stabiles Wachstum abgeben würde. Diese Entscheidung wurde durch eine nachhaltige Umstellung der Wirtschaftspolitik abgesichert, und gleichzeitig wurden neue internationale Kreditfazilitäten im Betrage von 2 Milliarden Dollar vereinbart.

Die unmittelbare Reaktion der Bank von Frankreich auf die sich entwickelnde Krise war eine Verschärfung der Liquiditätspolitik. Die Reserveverpflichtungen der Kreditinstitute wurden erhöht, desgleichen die Mindestquote für ihre Pflichtanlagen in mittelfristigen Papieren, und für die Ausweitung des Volumens ihrer

Kredite wurde ein restriktiver Plafond festgesetzt. Der amtliche Diskontsatz wurde von 5 Prozent (Stand seit Juli) auf 6 Prozent erhöht. Nach der Bekanntgabe der Entscheidung, an der bestehenden Parität festzuhalten, wurden fiskalische Maßnahmen ergriffen; unter anderem wurde eine Kürzung der veranschlagten Haushaltsausgaben beschlossen und die Lohnsummensteuer durch einen höheren Satz der Mehrwertsteuer ersetzt. Diese letztgenannte Maßnahme diente nicht nur einem budgetären, sondern auch unmittelbar einem zahlungsbilanzpolitischen Zweck, da die Mehrwertsteuer für Importe gezahlt werden muß, während sie bei Exporten in voller Höhe zurückerstattet wird. Infolge dieser Maßnahmen verringerte sich die für 1969 veranschlagte Haushaltslücke von dem Ende Oktober bekanntgegebenen Betrag von 11,7 Milliarden Franken auf 6,4 Milliarden. Generell war beabsichtigt, die Ausweitung der Inlandsnachfrage zu dämpfen und zu diesem Zweck auch einen gewissen Preisanstieg zuzulassen. Da jedoch der inflatorische Druck nach wie vor auch von der Kostenseite herrührte, wurden weitere Maßnahmen zur Dämpfung der Teuerung auf direktem Wege ergriffen, wozu ein Preisstopp für Dienstleistungen und für bisher noch nicht der Preiskontrolle unterstellte Güter gehörte. Darüber hinaus wurden wieder Devisenbeschränkungen eingeführt, und zwar in verschärfter Form.

Damit hörte der Verlust von zentralen Nettoreserven in Frankreich sofort auf, und in den Monaten Dezember-Februar wurden die sehr schweren Einbußen vom November wieder wettgemacht. Dies war im wesentlichen auf die Devisenkontrolle zurückzuführen. Unter anderem wurde verlangt, daß französische Deviseninländer Fremdwährungsforderungen repatriierten und daß die französischen Banken ihre Nettofremdwährungsposition zunächst verringerten und sodann ausgeglichen hielten; ferner wurden die Möglichkeiten zum Erwerb von Fremdwährung per Termin durch Inländer sehr stark eingeschränkt, so daß die Banken ihre nach dem Monat Mai aufgebauten Kassapositionen an Fremdwährungsguthaben reduzieren konnten. Im März schien die ursprüngliche Wirkung der Devisenkontrollen nachzulassen; Frankreich verlor wieder Reserven. Und als im April der französische Staatspräsident sein Amt niederlegte, entstanden Ungewisheiten, die einen beträchtlichen Kapitalabfluß zur Folge hatten. Dieser Abfluß ging im Mai weiter, als eine erneute DM-Spekulation immer rascher um sich griff.

Noch ist es zu früh, um die Wirkungen der nach dem November ergriffenen Maßnahmen, die Anfang Mai durch Verlängerung der Kreditplafondierung bis zum Jahresende und eine Erschwerung des Konsumkredits verstärkt wurden, in ihrem vollen Umfang überblicken zu können. In den ersten Monaten des Jahres 1969 schien sich das Wachstum der industriellen Erzeugung nur geringfügig abzuschwächen, und gleichzeitig stieg sowohl die Gesamtzahl der Beschäftigten wie auch die durchschnittliche Arbeitszeit. Daraus konnte, in Verbindung mit den hohen Lohnsätzen, geschlossen werden, daß die Verbrauchsnachfrage, die bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 1968 stark zugenommen hatte, vermutlich lebhaft weiterwachsen wird. Viel hängt davon ab, wie sehr die Löhne in diesem Jahr steigen — und der Widerstand der Regierung gegen die im März geforderten weiteren kräftigen Lohnanhebungen läßt auf eine festere Haltung schließen. Gleichzeitig ist mit einer beträchtlichen Ausdehnung der Investitionen zu rechnen, obwohl sich hier vielleicht die Kreditbeschränkungen dämpfend auswirken werden; und

das Haushaltsdefizit bleibt, wenn auch mit einem wesentlich reduzierten Umfang, bestehen. Rechnet man ferner mit der Wiederauffüllung der Lager, die Ende 1968 geleert waren, und mit einer Ausweitung der Exporte, so scheint es, daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zwar ohne Zweifel verlangsamt, aber immer noch stark zunehmen wird, mit der Folge eines weiteren Anstiegs der Importe.

Unter solchen Umständen kann kaum eine rasche Verbesserung in der Bilanz der Außenhandelsstransaktionen erwartet werden. Durch die Steueränderungen vom November haben Inlandsgüter nur insoweit einen Vorsprung vor Importgütern erhalten, als die Abschaffung der Lohnsummensteuer in den Preisen weitergegeben wurde. Selbst wenn dies in vollem Umfang geschähe, würde daraus im allgemeinen nur eine Preisreduktion von höchstens $2\frac{1}{2}$ Prozent resultieren. Die seit Juni bestehende Einfuhrkontingentierung wurde Ende 1968 aufgehoben. Und durch die jetzige steuerliche Begünstigung des Exports wird nicht viel mehr erreicht als ein Ausgleich für die Beseitigung der Exportsubventionen (im Ausmaß von 6 Prozent der Lohnkosten in der Zeit von Juni bis November und von 3 Prozent in der Zeit danach bis Februar) und für die mehrmalige Erhöhung des Sonderdiskontsatzes für Exporteure. Von staatlicher Seite wurde also für die Handelsbilanz nicht allzuviel über das schon bisher bestehende Maß hinaus getan. Von größerer Bedeutung wird in diesem Punkt sein, wie sehr die Nachfrage in Frankreich und im Ausland steigt. Demgegenüber könnte sich die Bilanz der unsichtbaren Transaktionen verbessern. Die Einnahmen im Fremdenverkehr sollten wieder einen normaleren Umfang erreichen. Auch von den erhöhten Zahlungen aus dem Agrarfonds der EWG wird Frankreich profitieren. Gleichzeitig ist der Abfluß von Inlandskapital durch die Devisenbestimmungen begrenzt. Mit einem wirklich nennenswerten Kapitalrückfluß auf freiwilliger Basis dürfte aber kaum zu rechnen sein, solange nicht die Schwäche im Außenhandel eindeutig überwunden ist.

Die Lage wird in den kommenden Monaten nicht leicht sein. Unter der Voraussetzung, daß die Löhne unter Kontrolle gehalten werden und die Produktivität auch weiterhin rasch steigt, wird der Preisauftrieb vielleicht nachzulassen beginnen. Das könnte die Vertrauenslage verbessern, würde aber vermutlich nichts daran ändern, daß die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz noch auf einige Zeit stark im Defizit bleibt.

Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich sollte durch die Änderung der Pfundparität von 2,80 auf 2,40 Dollar im November 1967 eine Verlagerung der Nachfrage sowohl des Auslands wie des Inlands zu britischen Erzeugnissen in einem für eine reichliche Aktivierung der Grundbilanz genügenden Umfang bewirkt werden. Da dieser Schritt an sich einen starken Stimulierungseffekt gehabt hätte, waren zur Ergänzung restriktive Maßnahmen der Fiskal- und Kreditpolitik erforderlich, die den Anstieg der Gesamtnachfrage zu begrenzen und dergestalt die Umstellung der Produktivkräfte auf den Export sowie die Verringerung der Importe zu erleichtern hatten. Nicht verhindert werden sollte eine Steigerung der Produktion und ein gewisser Abbau der vorhandenen Kapazitätsreserven. Da diese Reserven jedoch nicht groß waren und da keine Gewißheit über den der Abwertung folgenden Trend der

Exporte, der Importe und der Geldeinkommen bestand, ist es klar, daß die Behörden sich auf einem ziemlich schmalen Pfad zu halten suchten und darauf abstellten, später im Falle unvorhergesehener Schwierigkeiten rasch einzugreifen.

Im Zeitpunkt der Abwertung waren 2,3 Prozent der Erwerbsbevölkerung arbeitslos. Aber die Zahl der offenen Stellen entsprach, auf der Basis der bisherigen Erfahrungen, einer Arbeitslosigkeit, die näher bei 2 Prozent lag. Außerdem wurden die Kapazitätsreserven in einem Ausmaß, das erst einige Monate später voll erkannt wurde, durch die rasche Konsumbelebung absorbiert, die darauf beruhte, daß im Sommer und Herbst bei anhaltend kräftig steigendem öffentlichem Verbrauch die Kredit- und Lohnbeschränkungen gelockert und verschiedene öffentliche Transferzahlungen erhöht worden waren. Die Maßnahmen zur Zeit der Abwertung beschränkten sich auf eine erneute Straffung der Kreditpolitik, wozu eine Erhöhung der Bankrate auf 8 Prozent, eine selektive Beschränkung der Kreditfähigkeit der Banken und eine Erschwerung des Teilzahlungskredits gehörten. Für das Etatjahr 1968/69 wurden Kürzungen der geplanten öffentlichen Ausgaben und eine vermehrte Besteuerung der Gesellschaften bekanntgegeben. Noch viel drastischere Kürzungen sowohl der militärischen wie der zivilen öffentlichen Ausgaben wurden im Januar 1968 angekündigt, womit ein wesentlicher Beitrag zur Erreichung des Zieles geleistet wurde, die reale Zunahme der öffentlichen Ausgaben von 7 ½ Prozent im Etatjahr 1967/68 auf 1 Prozent im Etatjahr 1969/70 zu drücken. Ferner wurde bekanntgegeben, daß das Budget bedeutende weitere Steuererhöhungen enthalten würde.

Die Erwartung eines Preisanstiegs auf Grund der Abwertung und der bevorstehenden Steuererhöhungen ließ die Verbrauchsausgaben weiter anschwellen; im ersten Quartal erhöhten sie sich mit einer Jahresrate von 12 Prozent. Noch rascher stiegen die Importe, nämlich von einem Quartal zum nächsten dem Volumen nach um 8 Prozent und dem Sterlingwert nach um 13 Prozent. In der allgemeinen Atmosphäre mangelnden Währungsvertrauens kam es auch zu massiven Käufen von Beteiligungspapieren, darunter in großem Umfang australische Bergbauaktien. Die Lage am Devisenmarkt, die seit der Abwertung wegen der Störungen, die mit den umfangreichen spekulativen Goldkäufen verbunden waren, ohnehin für das Pfund ungünstig geblieben war, wurde durch den Importanstieg und den Kapitalabfluß im Wertpapierverkehr noch verschärft. Alle diese Entwicklungen kulminierten Anfang März in ernststen Schwierigkeiten für das Pfund, so daß die Behörden in erheblichem Maße auf die neuen Zentralbankfazilitäten von 1,5 Milliarden Dollar zurückgreifen mußten, die dem Vereinigten Königreich zur Zeit der Abwertung zur Verfügung gestellt worden waren. Anlässlich des Beschlusses der Goldpool-Länder vom 17. März, den Markt nicht mehr mit Gold zu versorgen, wurden die Stützungsfazilitäten für das Pfund nochmals erhöht, so daß der Betrag der unmittelbar verfügbaren Kredite (einschließlich des IWF-Bereitschaftskredits) 4 Milliarden Dollar erreichte.

In dem zwei Tage darauf vorgelegten Budget von 1968 waren Steuererhöhungen veranschlagt, die in einem vollen Jahr 923 Millionen Pfund einbringen sollten. Die Körperschaftssteuer wurde — wie zur Zeit der Abwertung angekündigt — von 40 auf 42 ½ Prozent heraufgesetzt, und für große Kapitaleinkommen wurde

eine auf ein Jahr befristete Sonderabgabe eingeführt. Aber zum größten Teil betrafen die Erhöhungen indirekte Steuern; die Kaufsteuer, verschiedene Verbrauchsabgaben, die Kraftfahrzeuggebühren und die selektive Beschäftigungssteuer wurden alle kräftig angehoben. Insgesamt sollte der reale private Verbrauch durch diese Änderungen in der zweiten Hälfte 1968 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 2 Prozent reduziert werden. Ferner wurden in der Haushaltsrede gesetzliche Maßnahmen zur Fortführung der Einkommens- und Preiskontrolle angekündigt. In den mit dem Juli 1968 beginnenden zwölf Monaten dürfen die Löhne, außer im Ausnahmefall besonderer Produktivitätsvereinbarungen, um höchstens $3\frac{1}{2}$ Prozent steigen, und dazu wurden die Dividenden begrenzt.

Auch im monetären Bereich erwiesen sich weitere Maßnahmen als nötig. Das Volumen der Bankkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im ersten Halbjahr 1968 um 765 Millionen Pfund (erstes Halbjahr 1967: 235 Millionen; erstes Halbjahr 1966: 410 Millionen). Um in diesem Umfang Kredit gewähren zu können, verringerten die Banken ihren Bestand an Staatspapieren weit über das saisonübliche Maß hinaus. Gegen Ende Mai schritt die Bank von England zu einer weiteren Kreditbeschränkung. Wichtige Kreditarten, die vorher von der Plafondierung ausgenommen gewesen waren — nämlich Exportkredite und festverzinsliche Schiffsbaukredite —, wurden nun in die Plafondierung einbezogen. Der Gesamtplafond wurde auf 104 Prozent des Standes vom November 1967 festgesetzt; diesen Stand hatten die wichtigsten inländischen Banken bereits erreicht. Etwa um dieselbe Zeit ging die Bank von England auch dazu über, den Markt für Staatsanleihen nicht mehr in gleichem Umfang wie vorher zu stützen, so daß die gedrückte Marktverfassung stärker in der Entwicklung der Kurse und der Zinssätze zum Ausdruck kam.

Die zahlreichen Maßnahmen, die in den Monaten November–Mai ergriffen oder angekündigt wurden, beeinflussten im weiteren Verlauf des Jahres 1968 die Nachfrage und die Produktion in unterschiedlichem Maße. Was die Auslandsnachfrage betrifft, so trat die erwartete Exportausweitung ein, woran neben der Abwertung auch die im Jahre 1968 überaus lebhaft entwickelte Entwicklung des internationalen Handelsverkehrs beteiligt war. Ein Vergleich mit den Ergebnissen von 1967 wird im Falle des Vereinigten Königreichs dadurch erschwert, daß infolge der Hafendarbeiterstreiks vom Herbst jenes Jahres einige für 1967 vorgesehene Exporte erst Anfang 1968 vorgenommen wurden. Setzt man hierfür einen ungefähren Korrekturposten ein, so wuchs das Exportvolumen 1968 um fast 10 Prozent und damit dreimal so stark wie im Durchschnitt der vorangegangenen zehn Jahre. Der Anstieg verteilte sich über das ganze Jahr, war aber im dritten Quartal am stärksten.

Was die Inlandsnachfrage betrifft, so flachte sich das Wachstum der öffentlichen Ausgaben ein wenig schneller ab als erwartet; in der Finanz- und Vermögensrechnung zusammengenommen betrug es 1968 real rund 1 Prozent. Gleichzeitig verharren die Investitionen der privaten Unternehmen sowohl in Anlagen wie in Vorräten bis zum Herbst einigermaßen auf ihrem Stand und nahmen erst dann wieder etwas zu. Expansiv war hingegen der Verbrauch der privaten Haushalte. Die außergewöhnliche Verbrauchswelle vom ersten Quartal, von der die Sparquote dieses Sektors deutlich unter ihren normalen Stand gedrückt worden war, lief

bald nach der Budget-Vorlage aus, und im zweiten Quartal war der gesamte Verbrauch, seinem realen Umfang nach, nicht höher als um die Jahresmitte 1967. Aber danach setzte ein Aufschwung ein, der bis zum Jahresende dauerte: Im zweiten Halbjahr 1968 war der reale private Verbrauch, statt um die erwarteten 2 Prozent abzunehmen, um fast 1 Prozent größer als in der entsprechenden Vorjahresperiode. 1968 insgesamt war er um $2\frac{1}{2}$ Prozent größer als 1967.

Daß die Verbraucher nach der Jahresmitte wieder mehr ausgaben, entsprach zunächst der Entwicklung ihrer Einkommen; im vierten Quartal kam dann hinzu, daß auch die Sparquote des Sektors wieder sank. Die Nominalverdienste in der Industrie waren im zweiten Halbjahr 1968 um $2\frac{1}{2}$ Prozent höher als in der ersten Jahreshälfte und um über 8 Prozent höher als im zweiten Halbjahr 1967. Die Ursache hierfür waren neben der Ausweitung des Arbeitsvolumens vor allem die Lohnzugeständnisse, die die gesetzte Grenze von $3\frac{1}{2}$ Prozent deutlich überstiegen. Auch die Einzelhandelspreise zogen beträchtlich an, nämlich im Vergleich mit den beiden genannten Perioden um 2,2 bzw. 5,6 Prozent, aber davon war mehr als die Hälfte abwertungs- und steuerbedingt. Lohnerhöhungen des genannten Umfangs konnten nicht ohne weiteres auf eine allgemeine Anspannung am Arbeitsmarkt zurückgeführt werden. In der Tat war die durchschnittliche Arbeitslosigkeit 1968 mit 2,3 Prozent sogar geringfügig höher als 1967, und die Zahl der offenen Stellen blieb deutlich unterhalb der Höchstwerte von 1965–1966, obwohl sie etwas zunahm und damit auf Arbeitsengpässe in einzelnen Bereichen schließen ließ. Daß die Preissteigerungen im Gefolge der Abwertung Lohnforderungen nach sich ziehen würden, war zu erwarten, zumal die Abwertung nur fünf Monate nach der Lockerung der Lohnkontrolle erfolgte. Aber zusätzlich kam im deutlichen Anwachsen der industriellen Unruhe die Opposition der Gewerkschaften gegen die Fortsetzung der Lohngesetzgebung und, im späteren Verlauf des Jahres, gegen die Vorschläge der Regierung zur Streikrechtsreform zum Ausdruck.

Das reale Bruttosozialprodukt wuchs 1968 um 3 Prozent und somit erheblich weniger als die volkswirtschaftliche Gesamtnachfrage. Die Differenz erklärt sich vor allem durch eine Ausweitung des Importvolumens um 9 Prozent, die hauptsächlich in die Monate unmittelbar nach der Abwertung fiel. Daß der Anstieg damals so steil war, mag bis zu einem gewissen Grade auch eine Folge der Hafendarbeiterstreiks gewesen sein, doch wirkten sich diese Streiks mehr auf die Exporte als auf die Importe aus. Später flachte sich der Anstieg ab. Bei den gewerblichen Rohstoffen betrug 1968 die Ausweitung des Importvolumens 10 Prozent, bei den Halbwaren 16 Prozent und bei den Fertigwaren 11 Prozent. Solche hohen Zuwachsraten kamen, nach der Abwertung, etwas überraschend, selbst wenn man in Rechnung stellt, daß sich die Produktion in der Phase einer konjunkturellen Erholung befand und daß dies der erste Importboom seit der Abschaffung der Einfuhrzusatzabgabe im November 1966 war. Die Vorratsbildung, mit der sich einige vergleichbare Importausweitungen aus früherer Zeit erklären lassen, war 1968 nach den vorliegenden Schätzungen nicht außergewöhnlich rege. Und die ausländischen Lieferanten glichen im allgemeinen die Preiserhöhungen nicht aus: die Durchschnittswerte der Einfuhr, ausgedrückt in Pfund Sterling, stiegen fast mit einem Schlag um 11 Prozent. Zwar gab es Sondereinflüsse (so die spekulativen Silberkäufe für Rechnung des Auslands), und gewisse kurzfristige Schwankungen

wird das Importvolumen immer aufweisen; aber daß es auf seinem großen Umfang vom Jahresbeginn verharrete, läßt doch eine unerwartet starke Importpräferenz in der Wirtschaft vermuten. In diesem Falle wird künftig auch die Ausfuhr einen entsprechend größeren Umfang haben müssen, wenn im Außenhandel ein dauerhaftes Gleichgewicht herrschen soll.

Die starke Importnachfrage war einer der beiden Faktoren, die verhinderten, daß die Handelsbilanz sich parallel zum Wachstum der Exporte rasch verbesserte. Der andere Faktor war, daß die Terms of trade sich um 3 ½ Prozent verschlechterten, weil nach der Abwertung die Sterling-Importpreise stärker stiegen als die Exportpreise. Allein dieser Faktor hätte, auf der Basis des Außenhandelsvolumens von 1967, das Defizit um fast 200 Millionen Pfund vergrößert. Die tatsächliche Handelsbilanz von 1968 wies ein Defizit von 795 Millionen Pfund auf, verglichen mit einem solchen von 640 Millionen Pfund 1967. Demgegenüber war der Überschuß in der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen um 135 Millionen Pfund größer und das Defizit in der Bilanz der langfristigen Kapitaleleistungen um 80 Millionen Pfund kleiner. Das lag im zweitgenannten Fall fast ausschließlich, aber im erstgenannten nur zu einem geringen Teil an Sonderfaktoren, so zum Beispiel daran, daß die am Jahresende fälligen Zins- und Tilgungszahlungen für die nordamerikanischen Kredite auf einen späteren Zeitpunkt verschoben wurden.

Vereinigtes Königreich: Zahlungsbilanz

	1967	Ganzes Jahr	1968			
			I	II	III	IV
Millionen Pfund Sterling (saisonbereinigt)						
Warenhandel (fob)						
Einfuhr	5 565	6 790	1 670	1 665	1 720	1 740
Ausfuhr und Wiederausfuhr	5 025	6 105	1 490	1 435	1 570	1 610
Saldo des Warenhandels	- 540	- 685	- 180	- 230	- 150	- 130
Zahlungen für US-Militärflugzeuge	- 100	- 110	- 25	- 30	- 35	- 20
Saldo der unsichtbaren Transaktionen	240	375	65	130	115	70
Saldo der laufenden Posten	- 400	- 420	- 140	- 130	- 70	- 80
Langfristige Kapitaleleistungen						
Öffentlich	- 60	20	- 20	30	20	- 5
Privat						
Anlagen von Inländern im Ausland	- 435	- 620	- 180	- 165	- 100	- 170
Anlagen von Ausländern im Inland	375	560	70	115	270	105
Saldo der langfristigen Kapitaleleistungen	- 120	- 40	- 130	- 20	190	- 70
Saldo der Grundbilanz, saisonbereinigt	- 520	- 460	- 270	- 150	120	- 150
Saldo der Grundbilanz, nicht saisonbereinigt	- 520	- 460	- 295	- 105	65	- 120
Restposten	220	- 90	- 85	5	15	- 20
Saldo der Gesamtbilanz	- 300	- 550	- 380	- 100	80	- 140

Der Posten der nichterfaßten Zahlungen und statistischen Ermittlungsfehler passivierte sich um 310 Millionen Pfund. Alles in allem wuchs dadurch das mit Devisentransaktionen zu finanzierende Gesamtdefizit um 250 auf 550 Millionen Pfund. Dieses Defizit wurde in der Weise gedeckt, daß im Juni der bei der Abwertung vereinbarte Bereitschaftskredit des IWF in Höhe von 583 Millionen Pfund in Anspruch genommen wurde.

Die zentralen Ausgleichsoperationen wurden aber im Sommer und Herbst durch zusätzliche Faktoren kompliziert. Erstens begannen die überseeischen Sterlingzonen-Länder als Sicherung gegen mögliche künftige Währungsverluste die Sterlingkomponente in ihren Reserven zu verringern. So wurden Konsultationen eingeleitet mit dem Ziel, die durch solche Pfundkonversionen gegebene Gefährdung der Währungsstabilität zu begrenzen. Nach umfassenden Erörterungen während des Sommers wurde im September bekanntgegeben, daß eine Gruppe von zwölf Zentralbanken und die BIZ übereingekommen waren, dem Vereinigten Königreich eine mittelfristige Kreditfazilität von 2 000 Millionen Dollar für den Ausgleich von Fluktuationen in den Pfundguthaben des überseeischen Sterlinggebiets einzuräumen (vgl. Kapitel IV). In Verbindung damit schloß das Vereinigte Königreich mit den überseeischen Ländern des Sterlinggebiets auch Vereinbarungen ab, wonach deren zentrale Sterlingsguthaben zum allergrößten Teil mit einer Dollarwert-Garantie ausgestattet wurden; Voraussetzung war in jedem Fall, daß das betreffende Land einen vereinbarten Mindestanteil seiner Reserven in Pfund Sterling hielt. Die neue Regelung trat gegen Ende September in Kraft und setzte der Diversifikation der Reserven des Sterlingraumes bald ein Ende.

Neben diesen die Reserveguthaben betreffenden Vorgängen kam es während des Jahres zu umfassenden Abflüssen von privaten Sterlingsguthaben, insbesondere während der Devisenmarktkrisen von März und November. Ferner stellten die britischen Banken in deutlich vermehrtem Umfang Sterlingsfinanzierung für britische Exporte und für den Außenhandel dritter Länder bereit; um hier eine gewisse Grenze zu setzen, wurde die Verwendung des Pfundes zur Finanzierung von Handelsgeschäften zwischen Ländern außerhalb des Sterlingraumes für die Zeit nach Oktober verboten. Insgesamt stiegen 1968 die Bruttosterlingforderungen gegen Private des Nichtsterlingraumes von 794 auf 1 041 Millionen Pfund, während die Verbindlichkeiten von 656 auf 537 Millionen Pfund fielen. Auch für einen Rückfluß von Mitteln über den Eurodollarmarkt bestand kein Anreiz, da die ganze Zeit hindurch Eurodollar bei Einrechnung der Termineckung höher verzinslich waren als Pfund Sterling. Dies beruhte einerseits auf der starken Nachfrage nach Eurodollar insbesondere seitens der US-Banken und andererseits auf der Schwäche des Terminpfundes. Zur Finanzierung der Abflüsse nahm die Bank von England in großem Umfang ihre Fazilitäten bei anderen Zentralbanken in Anspruch; darüber hinaus gingen die Reserven im Laufe des Jahres um 114 Millionen Pfund zurück.

Als deutlich erkennbar wurde, wie begrenzt der Umfang der Verbesserung in der Zahlungsbilanz und wie relativ lebhaft die Inlandsnachfrage war, entschlossen sich die Behörden zu weiteren Maßnahmen. Anfang November wurde eine

kräftige Verschärfung der Bedingungen für Abzahlungsgeschäfte bekanntgegeben. Nach den Störungen an den Devisenmärkten später im Monat erfolgten neue Eingriffe: Die Kaufsteuersätze und die Verbrauchsabgaben wurden um 10 Prozent erhöht und die Kreditbeschränkungen verstärkt. Die Kreditplafonds — 104 Prozent des Standes von November 1967 — wurden für März 1969 im Falle der Clearingbanken und der schottischen Banken auf 98 Prozent und im übrigen auf 102 Prozent reduziert, wobei allerdings die in die Plafondierung einbezogenen festverzinslichen Ausfuhr- und Schiffsbaukredite mit staatlicher Garantie wieder liberalisiert wurden, um eine ungleiche Behandlung einzelner Banken zu vermeiden. Darüber hinaus wurde für ein Jahr eine Depositenpflicht für Halb- und Fertigwarenimporte verfügt. Die Importeure wurden verpflichtet, für bestimmte eingeführte Güter 50 Prozent des Wertes auf sechs Monate zinsfrei bei den Zollbehörden einzuzahlen, wobei damit gerechnet wurde, daß diese Einlagen bis Mai 1969 einen Betrag von etwa 600 Millionen Pfund erreichen und damit ein wesentlicher liquiditätsverknappender Faktor sein würden. Von der Gesamtheit der November-Maßnahmen, einschließlich der Beschränkung des Konsumkredits, verspricht man sich für das erste Halbjahr 1969 eine Verringerung der Verbrauchsausgaben um 1 Prozent.

In der Schuldenpolitik spielte das Ziel, die Monetisierung der öffentlichen Schuld zeitlich hinauszuschieben, weiterhin eine große Rolle. Nichtsdestoweniger verringerte sich der Umlauf an Staatsanleihen außerhalb der Banken im vierten Quartal um 193 Millionen Pfund, womit per Saldo im gesamten Jahr Staatsanleihen im Betrage von 207 Millionen Pfund verkauft waren, verglichen mit einem Nettoerwerb im Betrage von 286 Millionen Pfund 1967. Die Behörden ließen zu, daß die Verkäufe von Staatsanleihen teilweise in den Kursen zum Ausdruck kamen, und die Renditen für Staatspapiere mit langer Laufzeit, die von 6,5 Prozent Anfang 1967 allmählich auf 7,6 Prozent im Juni 1968 geklettert waren, erreichten am Jahresende 8 Prozent und im Mai 1969 rund 9 Prozent.

Das Geldvolumen dehnte sich 1968 um 6½ Prozent aus, verglichen mit 10 Prozent im Jahr vorher. Dabei verringerte sich die heimische Kreditnachfrage 1968 nur geringfügig; zwar hatte der öffentliche Sektor einen merklich kleineren (obwohl immer noch hohen) Kreditbedarf, aber dafür nahm der private Sektor mehr Kredite auf als im Vorjahr. Die Verlangsamung der Geldexpansion hing daher mit dem stark vermehrten Entzug von Inlandsliquidität durch die außenwirtschaftlichen Transaktionen zusammen.

Im ersten Quartal von 1969 ergab sich in der Rechnung des öffentlichen Sektors ein das saisonübliche Maß erheblich überschreitender Überschuß, wodurch die Liquiditätstage des privaten Sektors stark verschlechtert wurde. Die Lage am Kapitalmarkt versteifte sich: die Renditen der Industrieobligationen stiegen auf über 9 Prozent, und mehrere private Emissionen konnten nicht abgesetzt werden. Die Nachfrage nach Bankkrediten blieb lebhaft, und Ende Januar wandte sich die Bank von England abermals an die Clearingbanken und machte sie darauf aufmerksam, daß das Volumen der Bankkredite den für März gesetzten Plafond immer noch beträchtlich überstieg, daß die Einhaltung dieses Plafonds eine Verringerung des saisonbereinigten Volumens der Kredite an den

privaten Sektor um 3 Prozent bzw. 150 Millionen Pfund bedingte und daß es daher für die Banken geboten erschien, sich verstärkt um die Rückzahlung von Krediten geringerer Dringlichkeit zu bemühen. Am 27. Februar wurde die Bankrate, die vorher in zwei Etappen auf 7 Prozent gesenkt worden war, sowohl in Anpassung an die Sätze der inländischen und ausländischen Märkte wie auch aus Gründen der Kreditbeschränkung wieder auf 8 Prozent erhöht.

In diesen Monaten war die Position des Pfundes wieder etwas fester, da die Devisenmärkte sich beruhigten und die Zahlungsbilanz des überseeischen Sterlingraumes ihren saisonalen Überschuß aufwies. Mitbeteiligt war aber vielleicht auch der mit dem System der Importdepositen einhergehende Zufluß kurzfristiger Mittel und die straffe Kreditpolitik. Das grundlegende Gleichgewicht in der Volkswirtschaft veränderte sich jedoch nicht sehr. Zwar schwächte sich das Wachstum der Verbrauchsausgaben ab, aber die Belebung der Investitionstätigkeit in der Industrie setzte sich fort; die Arbeitslosigkeit ging etwas zurück, und die Handelsbilanz wies keine weitere Verbesserung mehr auf.

Vereinigtes Königreich: Staatshaushalt

	Haushaltsjahr			
	1968/69		1969/70	
	Endgültiger Voranschlag	Ergebnisse	Ursprünglicher Voranschlag	Endgültiger Voranschlag
	Millionen Pfund Sterling			
Einnahmen				
Steuereinnahmen	12 475	12 888	14 007	14 464
Sonstige Einnahmen	400	475	544	544
Gesamteinnahmen	12 875	13 363	14 551	15 008
Ausgaben				
Käufe von Gütern und Leistungen	10 725	10 810	11 613	11 800
Schuldendienst	764	805	751	751
Gesamtausgaben	11 489	11 615	12 364	12 551
Überschuß	1 386	1 748	2 187	2 457
Kreditgewährung (netto)	- 1 744	- 1 423	- 1 631	- 1 631
Gesamtüberschuß (+) bzw. -defizit (-)	- 358	+ 325	+ 556	+ 826

Unter diesen Umständen wurde im Budget von 1969/70 die Beschränkung der Inlandsnachfrage im gleichen Maße fortgesetzt. Die Körperschaftssteuer wurde von 42,5 auf 45 Prozent erhöht, die Kaufsteuersätze wurden angehoben, und auch die Abgaben auf Benzin, Glücksspiele und Weine wurden heraufgesetzt. Die wichtigste Änderung war jedoch die Erhöhung der selektiven Beschäftigungssteuer mit Wirkung vom 7. Juli 1969; allein hierauf entfallen 40 Prozent des auf Grund der Steueränderungen erwarteten Einnahmestiegs um 340 Millionen Pfund in einem vollen Jahr. Infolgedessen war veranschlagt, daß der Staat im neuen Etatjahr über 800 Millionen Pfund an Schulden zurückzahlen sollte, verglichen mit tatsächlichen Nettorückzahlungen von 281 Millionen Pfund im Jahr vorher. Als monetäre Maßnahmen wurden die effektiven Tilgungsrenditen für Staatspapiere,

soweit sie sich im Besitz von steuerzahlenden Anlegern befinden, durch Freistellung von der Besteuerung langfristiger Kapitalgewinne erhöht und die Bankdarlehen an Einzelpersonen durch Aufhebung der Steuererleichterung für Bankzinszahlungen verteuert. Der Schatzkanzler betonte, daß er von den Clearingbanken und den schottischen Banken eine abermalige beträchtliche Reduktion ihres Kreditvolumens im Sinne einer weiteren Annäherung an die vorgeschriebenen Plafonds erwartete (das der Plafondierung unterstellte Kreditvolumen war schon im März zurückgegangen und nahm im April weiter ab, so daß die Plafondüberschreitung für die Banken in ihrer Gesamtheit nicht mehr sehr groß war). Ferner wurde ein neues System des Vertragssparens mit Steuervergünstigungen für persönliche Ersparnisse bis zu 10 Pfund pro Monat angekündigt. Insgesamt soll das Budget, unter Berücksichtigung einer Erhöhung der Pensionen um 11 Prozent im Herbst, in den zwölf Monaten nach seinem Inkrafttreten eine Ausweitung des Bruttoinlandsprodukts um fast 3 Prozent ermöglichen, wobei die Exporte und die Anlageinvestitionen die dynamischen Nachfrageelemente wären und der reale Verbrauch der privaten Haushalte seinen Umfang im großen und ganzen beibehalten würde.

Die zusammen mit den Budgetvorschlägen veröffentlichten Prognosen basieren auf der Annahme, daß im ersten Halbjahr 1970 das Volumen der Ausfuhr von Gütern und Leistungen um 6 Prozent und das Volumen der Einfuhr um 3–3 ½ Prozent größer sein wird als im ersten Halbjahr 1969. In Verbindung mit einer kleinen Verbesserung der Terms of trade hätte dies einen wesentlich günstigeren Abschluß in der Handelsbilanz und in der gesamten Zahlungsbilanz zur Folge. Diesem Ziel muß weiterhin eine hohe Priorität eingeräumt werden, da die Aktivierung der Zahlungsbilanz bisher nur geringe Fortschritte gemacht hat. Der im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt große Umfang der Importe 1968/69 war zwar nicht ohne weiteres vorherzusehen, aber die Schwierigkeiten wurden durch das verspätete Zustandekommen der haushaltspolitischen Beschränkungsmaßnahmen und durch die massiven Lohnforderungen nach der Abwertung noch vermehrt. Wenn die gegenwärtige Politik des Haushaltsüberschusses und der monetären Restriktion wirksam sein soll, müssen sich die Lohnerhöhungen in den kommenden Monaten in einem sehr engen Rahmen halten.

Vereinigte Staaten

Obgleich die Geld- und Kreditpolitik schon vor Anfang 1967 gelockert worden war, blieb die Konjunktur in der ersten Hälfte des Jahres 1967 noch ziemlich flau. In der zweiten Jahreshälfte setzte sich dann aber wieder die expansive Wirkung des großen Defizits im Bundeshaushalt durch, wobei die Bundesausgaben (einschließlich der Übertragungen) rund 13 Prozent höher waren als ein Jahr vorher, während die Einnahmen nur um 6 Prozent zugenommen hatten. Auch der Wohnungsbau erholte sich kräftig, als Hypothekengelder wieder reichlich zur Verfügung standen. Die Industrieproduktion wuchs in der zweiten Jahreshälfte mit einer Jahresrate von über 8 Prozent, und Anfang 1968 herrschte schon wieder ein Boom, der alle hauptsächlichen Komponenten der inländischen Gesamtnachfrage erfaßt hatte. Die Arbeitslosenquote betrug im ersten Quartal nur noch

3,6 Prozent, was auf eine beträchtliche Überbeanspruchung der volkswirtschaftlichen Produktivkräfte hindeutete. Auf der Basis der in den ersten Monaten des Jahres abgeschlossenen Tarifvereinbarungen stiegen die durchschnittlichen Stundenverdienste mit einer Jahresrate von 6 Prozent, während die Verbraucherpreise mit einer Jahresrate von rund 4 Prozent zunahmen.

In dieser zu Beginn des Jahres 1968 herrschenden Situation lag die Notwendigkeit fiskalpolitischer und monetärer Beschränkungsmaßnahmen klar zutage. Schon im Januar 1967 hatte die Regierung eine Steuererhöhung in Form eines 6prozentigen Zuschlags zur Einkommenssteuerschuld beantragt; die Forderung wurde dann im August auf 10 Prozent erhöht und in der Haushaltsbotschaft von 1968 wiederholt. Mit der baldigen Verabschiedung dieser Maßnahme war aber noch nicht zu rechnen, und da eine Kürzung der Bundesausgaben, insbesondere für militärische Zwecke, als unmöglich erschien, blieb die Aufgabe der Konjunkturdämpfung zunächst ausschließlich der Geld- und Kreditpolitik überlassen.

Bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 1967 hatten die Behörden eine gewisse Versteifung der Geld- und Kreditlage zugelassen, wie am kräftigen Zinsanstieg abgelesen werden konnte. Der Satz für Dreimonats-Schatzwechsel erhöhte sich von 3,5 Prozent im Juni auf 5 Prozent im Dezember, während die Renditen langfristiger Bundesanleihen von 4,8 auf 5,4 Prozent anzogen. Das lag jedoch nicht so sehr an einer Anspannung der Bankenliquidität als vielmehr am Umfang des staatlichen Finanzierungsbedarfs; das tatsächliche Haushaltsdefizit betrug in diesen sechs Monaten 19,3 Milliarden Dollar. Im November begannen die Behörden, die Reservepositionen der Kreditinstitute wieder zu verknappen, und diese Politik wurde dann aus binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Gründen bis Mai 1968 fortgesetzt. Die Verschuldung der Mitgliedsbanken bei der Federal Reserve erhöhte sich von 130 Millionen auf fast 750 Millionen Dollar (etwa den Stand vom dritten Quartal 1966), und das Volumen der Kredite und Wertpapieranlagen der Banken vergrößerte sich im ersten Halbjahr 1968 auf Jahresbasis nur noch um 6 ½ Prozent, verglichen mit 11 ½ Prozent im Jahr 1967. Auch der Zinsauftrieb setzte sich fort. Der Diskontsatz erreichte, nach drei Anhebungen um je einen halben Punkt, im April 5 ½ Prozent und damit seinen höchsten Stand seit 1929. Die Zinsobergrenze von 5 ½ Prozent für Depositenzertifikate von mehr als 100 000 Dollar wurde, als die Schatzwechselsätze diese Grenze überstiegen, durch eine gestaffelte Skala ersetzt, die von 5 ½ Prozent für die kürzesten Fälligkeiten bis 6 ¼ Prozent für Fälligkeiten von 180 Tagen und mehr reichte. Daraufhin erhöhten die Banken ihre Prime rate im Aktivgeschäft von 6 auf 6 ½ Prozent.

Trotz den geld- und kreditpolitischen Beschränkungsmaßnahmen stieg die Produktion im zweiten Quartal genauso schnell wie im ersten und das Preisniveau sogar etwas beschleunigt. Insgesamt war das Bruttosozialprodukt im ersten Halbjahr 1968 real um über 4 ½ Prozent größer als ein Jahr vorher, wobei am stärksten die Bundesausgaben, der private Verbrauch und der Wohnungsbau zugenommen hatten. Die Verbraucherpreise erhöhten sich um 4 Prozent und die Großhandelspreise für Fertigwaren um 3 Prozent.

In eine neue Phase trat die Wirtschaftspolitik, als schließlich Ende Juni die Steuervorlage verabschiedet werden konnte, unter anderem mit folgenden Bestimmungen: Der neue 10prozentige Einkommenssteuerzuschlag gilt bis Mitte 1969,

und zwar rückwirkend ab 1. April 1968 für Einzelpersonen und ab 1. Januar 1968 für Gesellschaften; die Sonderbelastung von Automobilen (7 Prozent) und Ferngesprächen (10 Prozent) bleibt einstweilen bestehen; und für die Gesellschaften gelten frühere Steuerzahlungstermine. Darüber hinaus wurden die veranschlagten Ausgaben des Bundes für 1968/69 um 6 Milliarden Dollar gekürzt, aber offenbar sollten dafür die Ausgaben im Verteidigungshaushalt und in anderen vom Ausgabenplafond ausgenommenen Kategorien erhöht werden, wenn auch in geringem Umfang.

Vereinigte Staaten: Bundeshaushalt

	Haushaltsjahr			
	1967/68 tatsächliches Ergebnis	1968/69 wahr- scheinliches Ergebnis	1969/70	
			erste Schätzung	revidierte Schätzung
Milliarden US-Dollar				
Einnahmen				
Einkommens- und Körperschaftsteuern . . .	97,4	122,5	128,3	128,3
Beschäftigungssteuern und Abgaben	29,2	34,8	39,9	39,9
Sonstiges	27,1	28,8	30,5	30,5
Gesamteinnahmen	153,7	186,1	198,7	198,7
Ausgaben				
Landesverteidigung	80,5	81,0	81,5	80,4
Gesundheit und Wohlfahrt	43,5	48,8	55,0	112,5
Sonstiges	54,9	55,1	58,8	
Gesamtausgaben	178,9	184,9	195,3	192,9
Haushaltsüberschuß (+) bzw. -defizit (-)	- 25,2	+ 1,2	+ 3,4	+ 5,8

Es wurde angenommen, daß die Steuererhöhung bei der bereits angespannten Kreditlage den Nachfragedruck ziemlich kräftig abbauen und die Konjunktur vielleicht sogar unter den Vollbeschäftigungsstand drücken würde. Infolgedessen wurde vorsorglicherweise die Kreditpolitik ziemlich eilig gelockert. Die Verschuldung der Mitgliedsbanken ging im Sommer und Frühherbst zurück, und die Zinssätze des Marktes sanken um bis zu einen halben Prozentpunkt.

Diese monetäre Lockerung erwies sich als verfrüht, da die Steuererhöhung nicht die erwarteten Wirkungen zeitigte. Statt daß die Konjunktur sich in der zweiten Jahreshälfte abgeschwächt hätte, überhitzte sie sich weiter, und auch im ersten Halbjahr 1969 blieb sie sehr lebhaft. Das beruhte auf der Nachfrage des privaten Sektors, die kräftig wuchs, obwohl sich das Haushaltsdefizit verringerte. Auf der Basis der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung schrumpfte das Defizit des Bundes von einem Jahreswert von 9,4 Milliarden Dollar in der ersten Jahreshälfte auf 1,3 Milliarden in der zweiten, und im ersten Quartal 1969 ergab sich ein kleiner Überschuß. Nach mehreren Jahren der Preissteigerung und angesichts der übermäßigen Beanspruchung der Produktivkräfte genügte das offensichtlich nicht, um den Anstieg der verfügbaren Einkommen oder den Aufwärtstrend der gewerblichen Investitionen zu dämpfen.

In dem Quartal unmittelbar nach der Steuererhöhung steigerten die Verbraucher ihre Ausgaben, besonders für Automobile und andere Gebrauchsgüter,

sehr stark, während die Sparquote des Sektors von 7,5 auf 6,3 Prozent sank. Als dann im Herbst eine Normalisierung eintrat, hatte bereits wieder die Investitionskonjunktur eingesetzt; im vierten Quartal waren die privaten Anlageinvestitionen real um $4\frac{1}{2}$ Prozent höher als im dritten. Die Folge war, daß die Erzeugung auch im zweiten Halbjahr 1968 beträchtlich wuchs, wenn auch nicht ganz so stark wie in der ersten Jahreshälfte. Das Produktionspotential wurde immer mehr überlastet, und die Arbeitslosenquote sank auf 3,3 Prozent. Die Kosten und Preise stiegen etwa im gleichen Tempo weiter wie vorher. Das Bruttosozialprodukt des gesamten Jahres war real um 5 Prozent und nominal um 9 Prozent größer als 1967.

In Verbindung mit der andauernden Expansion dehnte sich das Volumen der Bankkredite in der zweiten Jahreshälfte viel rascher aus, woran auch die kreditpolitische Lockerung der Sommermonate beteiligt war. In dieser zweiten Jahreshälfte vergrößerte sich das Volumen der Kredite und Wertpapieranlagen der Banken mit einer Jahresrate von 15 Prozent, verglichen mit $6\frac{1}{2}$ Prozent in den vorangegangenen sechs Monaten. Obgleich das Volumen der nicht von Banken gewährten Kredite nicht mehr so rasch wuchs wie vorher, wurden von Kreditnehmern außerhalb des Finanzsektors in der zweiten Jahreshälfte insgesamt um rund 18 Prozent mehr Mittel aufgenommen als in der ersten. Als sich abzeichnete, wie stark die Auftriebskräfte waren, wurde die Geld- und Kreditpolitik wieder gestrafft. Die Verschuldung der Mitgliedsbanken bei der Federal Reserve begann im vierten Quartal zuzunehmen; im Januar 1969 erreichte sie mehr als 800 Millionen Dollar, und in den Frühjahrsmonaten behielt sie diesen Umfang bei. Der Diskontsatz, der im August auf $5\frac{1}{4}$ Prozent gesenkt worden war, wurde im Dezember auf $5\frac{1}{2}$ Prozent und im April auf 6 Prozent erhöht; zum letztgenannten Zeitpunkt wurden auch die Reserveverpflichtungen für Sichteinlagen um $\frac{1}{2}$ Prozent heraufgesetzt. Die Zinssätze des Marktes nahmen eine ähnliche Entwicklung. Der Schatzwechselsatz stieg von 5,1 Prozent im August auf 6,2 Prozent im Januar und blieb danach im allgemeinen über 6 Prozent. Er lag damit über den in der Regulation Q festgesetzten Obergrenzen für die Verzinsung von Depositenzertifikaten, und im Maße der Schrumpfung des Volumens dieser Zertifikate bemühten sich die Banken vermehrt um Eurodollareinlagen. Der Londoner Eurodollarsatz stieg im Februar auf $8\frac{1}{2}$ Prozent, und die Verbindlichkeiten von US-Banken gegenüber ihren Auslandsniederlassungen nahmen von rund 7 Milliarden Dollar im vierten Quartal 1968 auf fast 10 Milliarden Dollar gegen Ende März 1969 zu. Die höheren Einlagekosten wirkten sich natürlich auf die Sollzinsen aus: die Prime rate, die im September auf $6\frac{1}{4}$ Prozent gesenkt worden war, wurde in den Monaten Dezember bis März viermal auf schließlich $7\frac{1}{2}$ Prozent erhöht. An den langfristigen Märkten kletterte die Rendite für Bundesanleihen im März auf über 6 Prozent und die Rendite für private Obligationen auf mehr als 7 Prozent.

Im ersten Quartal von 1969 wuchsen das Volumen der Bankkredite und die Geldversorgung entsprechend der strafferen Geld- und Kreditpolitik verlangsamt, aber die inländische Gesamtnachfrage blieb sehr lebhaft, und die Produktion nahm weiter zu. Der Index der industriellen Erzeugung lag im Durchschnitt bei 169,7, verglichen mit 167,4 im vorangegangenen Quartal. Es bestanden einige Anzeichen dafür, daß der Höhepunkt des Booms möglicherweise erreicht war, und die Rate des Wachstums des realen Bruttosozialprodukts war mit 3 Prozent pro

Jahr nun schon im dritten Quartal rückläufig. Nominal freilich wuchs das Brutto-sozialprodukt um 16 Milliarden Dollar und damit, da sich der Preisanstieg ver-stärkt hatte, etwa im gleichen Umfange wie im vorangegangenen Quartal. Und die Vorhersagen einer weiteren beträchtlichen Intensivierung der Investitionstätig-keit in der Industrie im Jahr 1969 deuteten darauf hin, daß in der Wirtschaft eine expansive Stimmung herrschte.

In dieser Lage beschloß die neue Regierung, auf der Basis der restriktiven Kreditpolitik die fiskalpolitische Schraube noch etwas fester anzuziehen, um die Inflation zu zügeln. Beabsichtigt war nicht, der Wirtschaft abrupt den Schwung zu nehmen, sondern eine allmähliche Minderung der inflatorischen Anspannungen. Die Haushaltsschätzungen für 1969/70 wurden neu überprüft, und für die ursprüng-lich empfohlenen Ausgaben wurde eine Kürzung um 4 Milliarden Dollar vor-geschlagen, wodurch der geplante Überschuß auf 5,8 Milliarden Dollar stieg, verglichen mit einem erwarteten Überschuß von 1,2 Milliarden Dollar für 1968/69. Im steuerlichen Bereich wurde beantragt, die 7prozentige Steuergutschrift für Investitionen unverzüglich abzuschaffen und den Zuschlag zur Einkommenssteuer weiter in Geltung zu belassen, allerdings ab 1. Januar 1970 nicht mehr mit einem Satz von 10 Prozent, sondern mit einem solchen von 5 Prozent.

Der binnenwirtschaftliche Auftrieb führte 1968, wie vorauszusehen war, zu einer erheblichen Verschlechterung der amerikanischen Leistungsbilanz. Die Ein-fuhr von Gütern vergrößerte sich um 23 Prozent auf 33,3 Milliarden Dollar, und obgleich sich auch die Exporte um fast 10 Prozent erhöhten (auf 33,4 Milliarden Dollar), schmolz der Überschuß im Warenhandel praktisch ganz dahin. Der Importzuwachs beruhte zu etwa einem Achtel auf tatsächlichen oder erwarteten Streiks in der Kupferindustrie und in der Stahlindustrie, aber im übrigen war er eine Folge des allgemeinen Nachfragesogs. Durch die Erhöhung des Überschusses in der Kapitalertragsbilanz um 440 Millionen Dollar war ein gewisser Ausgleich für die Verschlechterung im Außenhandel gegeben, aber der Überschuß der gesamten Leistungsbilanz verringerte sich doch von 3,5 auf 0,8 Milliarden Dollar. Dennoch schloß die Gesamtbilanz, und zwar sowohl nach dem Liquiditäts-konzept wie auch auf der Basis der zentralen Reservetransaktionen, 1968 viel günstiger ab als in den vorangegangenen Jahren, da sich die Lage im Kapital-verkehr nach dem ersten Quartal entscheidend verbesserte.

Die günstigeren Ergebnisse im Kapitalverkehr beruhten auf verschiedenen Faktoren, die sowohl amerikanisches wie auch ausländisches Kapital betrafen. Erstens hatten die seit Anfang 1968 bestehende schärfere Beschränkung des Ka-pitalabflusses und die Kreditverknappung zur Folge, daß sich der Nettoexport von Kapital durch US-Unternehmen von jahresdurchschnittlich 2,9 Milliarden Dollar 1966 und 1967 auf rund 380 Millionen Dollar im Jahre 1968 verringerte. Im vierten Quartal transferierten die Unternehmen den überaus großen Betrag von 550 Millionen Dollar in die Vereinigten Staaten. Die Direktinvestitionen im Ausland verkleinerten sich nur wenig, aber sie wurden zu einem viel größeren Teil durch Kreditaufnahme im Ausland, besonders am Euroanleihemarkt, finan-ziert. Der Absatz privater US-Anleihen im Ausland erhöhte sich von rund 450 Millionen Dollar 1967 auf 2,2 Milliarden Dollar 1968. Zudem schrumpften die Bruttoauslandsforderungen von amerikanischen Banken und Maklerfirmen um

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz

	1967	1968				
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV
Millionen US-Dollar, saisonbereinigt						
Warenhandel						
Ausfuhr (ohne Verteidigungsgüter) . . .	30 465	33 380	7 915	8 380	8 835	8 250
Einfuhr (ohne Verteidigungsgüter) . . .	26 990	33 275	7 880	8 335	8 590	8 470
Saldo des Warenhandels	3 475	105	35	45	245	- 220
Dienstleistungen (netto)						
Kapitalerträge	5 705	6 145	1 380	1 570	1 640	1 545
Militärische Ausgaben	- 3 100	- 3 140	- 805	- 760	- 740	- 830
Reiseverkehr	- 1 550	- 1 320	- 340	- 340	- 375	- 265
Sonstiges	- 1 040	- 980	- 240	- 175	- 230	- 330
Saldo der Dienstleistungen	15	705	- 5	295	295	120
Saldo des Waren- und Dienstleistungsverkehrs	3 490	810	30	340	540	- 100
Übertragungen und Kredite der Regierung (netto)	- 4 210	- 3 975	- 1 160	- 1 070	- 940	- 805
Private Kapitaleleistungen von Inländern (netto)						
Direktinvestitionen	- 3 020	- 2 745	- 375	- 1 035	- 1 170	- 165
Sonstige langfristige Kapitalleistungen	- 1 270	- 1 050	- 200	- 60	- 175	- 620
Kurzfristige Kapitaleleistungen	- 1 215	- 1 065	- 130	- 355	- 455	- 120
Ausländische Kapitaleleistungen (netto)	3 185	8 385	1 410	2 485	1 830	2 655
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler	- 530	- 200	- 275	- 485	420	145
Saldo auf Liquiditätsbasis	- 3 570	160	- 700	- 180	50*	990*
Erhöhung der liquiden amerikanischen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Nichtwährungsbehörden, abzüglich Erhöhung der zentralen nichtliquiden Verbindlichkeiten	170	1 460	130	1 690	370	- 730
Saldo auf der Basis der zentralen Reservetransaktionen	- 3 400	1 620	- 570	1 510	420	260

* Nach späteren revidierten Angaben: Im dritten Quartal 80 Millionen Dollar, im vierten Quartal 850 Millionen Dollar

360 Millionen Dollar, verglichen mit einem Anstieg um 540 Millionen Dollar im Jahr 1967, so daß sich der Umschwung auf 900 Millionen Dollar stellte.

Zweitens erwarb das Ausland 1968 in sehr viel größerem Umfang amerikanische Anteilspapiere, nämlich im Betrage von 1 950 Millionen Dollar, verglichen mit 800 Millionen Dollar 1967. Zum Teil dürfte dies auf der Attraktivität dieser Papiere in einer Zeit der Hochkonjunktur beruht haben, und ein anderer wichtiger Faktor waren die politischen Ungewißheiten im Zusammenhang mit der Lage in Frankreich und in der Tschechoslowakei.

Insgesamt ergab sich in der Bilanz der privaten Kapitaleleistungen (ohne Veränderung der liquiden Verbindlichkeiten) 1968 ein Überschuß von 1 Milliarde Dollar und damit eine Verbesserung von 4,6 Milliarden Dollar. Außerdem

verringerte sich der Abfluß auf Grund von Übertragungen und langfristigen Krediten der Regierung um 235 Millionen Dollar. Diese Verbesserungen wogen wesentlich schwerer als die Verschlechterung in der Bilanz des Waren- und Dienstleistungsverkehrs, so daß das durch sonstige private oder zentrale Devisentransaktionen zu finanzierende Defizit von 4,2 auf 2,2 Milliarden Dollar zurückging. Jedoch erhöhten sich die privaten Dollarguthaben des Auslands um 3,8 Milliarden Dollar, von denen der größte Teil auf die Eurodollarverschuldung amerikanischer Banken entfiel. Auf der Basis der zentralen Reservetransaktionen ergab sich somit ein Überschuß von gut 1,6 Milliarden Dollar.

Auch in der Liquiditätsbilanz ergab sich trotz der starken Erhöhung der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber privaten Stellen des Auslands ein kleiner statistischer Überschuß, weil von den liquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen Institutionen ein Betrag von 2,4 Milliarden Dollar in nichtliquide Verbindlichkeiten umgewandelt wurde.

Im ersten Quartal von 1969 erschien in der Liquiditätsbilanz wieder ein erhebliches Defizit. Die laufende Rechnung verschlechterte sich etwas, da die Ergebnisse der Handelsbilanz durch den Streik der amerikanischen Hafentarbeiter beeinträchtigt wurden. In der Kapitalbilanz machte der Ende 1968 verzeichnete vorübergehende Zustrom von Geldern amerikanischer Gesellschaften einem hohen Abfluß Platz, und die ausländischen amtlichen Stellen erwarben einen viel kleineren Betrag an nichtliquiden US-Staatspapieren als vorher. Infolgedessen ergab sich in der Liquiditätsbilanz ein Defizit von 1,8 Milliarden Dollar, obwohl das Ausland amerikanische Unternehmensobligationen im Betrage von 500 Millionen Dollar und amerikanische Anteilspapiere in etwa dem früheren Umfang erwarb. Trotz dem Defizit in der Liquiditätsbilanz schloß aber die Bilanz auf der Basis der zentralen Reservetransaktionen mit einem Überschuß von 1,1 Milliarden Dollar, was im wesentlichen darauf beruhte, daß die Verbindlichkeiten der amerikanischen Banken gegenüber ihren Auslandsniederlassungen um 3 Milliarden Dollar zunahmen.

Es ist daher zu sehen, daß sich die Auslandsposition der Vereinigten Staaten im vergangenen Jahr in einem grundlegenden Sinn verschlechtert hat. Auch wenn dies vorübergehend durch gewaltige Umschichtungen im Kapitalverkehr ausgeglichen wurde, so beruhte dieser Ausgleich doch auf außergewöhnlichen Umständen, die sich in den kommenden Monaten kaum wiederholen dürften. Die kurzfristigen Zinssätze in Europa tendierten in den ersten Monaten des Jahres 1969 nach oben, und mehrere kontinentale Länder ergriffen Maßnahmen, um den Abfluß von liquiden Mitteln in den Eurodollarmarkt zum Stillstand zu bringen oder gar umzukehren. Gleichzeitig verschlechterte sich das Emissionsklima an den europäischen Anleihemärkten; im April mußten mehrere Unternehmensemissionen entweder zurückgestellt werden, oder ihr Absatz ging nur schleppend vor sich. Eine konjunkturelle Abschwächung in den Vereinigten Staaten hätte natürlich positive Handelsbilanzwirkungen, aber deren Ausmaß ist ungewiß, da die Inflation der letzten Jahre die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrie gegenüber anderen wichtigen Ländern, besonders gegenüber der Bundesrepublik Deutschland, Japan und Italien, geschwächt hat. Somit ist es verständlich, daß von amtlicher Seite in den Vereinigten Staaten die Aussichten für die Zahlungsbilanz nicht optimistisch beurteilt werden.

Die Reservenschöpfung im Währungssystem

Neben den Ungleichgewichten der vier oben analysierten Länder gab es im vergangenen Jahr große Überschüsse auch in Japan und in Italien. In Japan stellte sich der Überschuß 1968 auf 1 Milliarde Dollar; er war hauptsächlich konjunktureller Natur, da er an die Stelle eines Vorjahresdefizits trat. In Italien war der Überschuß von dauerhafterer Art. In der laufenden Rechnung ergab sich hier ein größeres Aktivum als im Vorjahr; aber da der Kapitalexport die gewaltige Summe von über 2 Milliarden Dollar erreichte, kam der Überschuß in der Gesamtbilanz auf nur knapp 600 Millionen Dollar zu stehen.

Zusätzlich zu den durch hohe Defizite und Überschüsse bedingten Anpassungsproblemen leidet das System seit einigen Jahren an Schwierigkeiten, weil das autonome Reservenwachstum insgesamt unzureichend war. In dieser Hinsicht war das letzte Jahr allerdings weniger ungünstig als das vorangegangene, obgleich die Verbesserung nicht ohne weiteres aus der Statistik der Gesamtreserven zu erkennen ist.

Die Scheidelinie wurde im März 1968 gezogen, als der Marktpreis des Goldes sich selber überlassen wurde, und die einander gegenüberzustellenden Jahre sind dasjenige von April 1968 bis März 1969 und die Periode der zwölf Monate davor. Die wesentliche Verbesserung von der einen Periode zur anderen war, daß es im zweiten Jahr keinen hohen Verlust von Goldreserven an den Markt mehr gab. Wie die nebenstehende Tabelle zeigt, nahmen die nationalen Goldreserven 1968/69 sogar um 1,1 Milliarden Dollar zu, während sie 1967/68 um 2,6 Milliarden Dollar abgenommen hatten. Unter dem Blickwinkel der Funktionsweise des Systems war die Zunahme der Goldreserven im letzten Jahr allerdings nicht so günstig, wie es den Anschein hat, da von den 1,1 Milliarden Dollar Goldreserven-zuwachs 360 Millionen auf Übertragungen aus den Beständen internationaler Institutionen (hauptsächlich des IWF) entfielen und 625 Millionen Dollar durch Südafrika direkt aus der heimischen Produktion übernommen wurden, so daß man insoweit nicht von einem aktiven Eingehen ins System sprechen kann. 1967/68 hatten die Goldübertragungen von internationalen Institutionen in nationale Reserven 290 Millionen Dollar betragen, so daß die Goldreserven tatsächlich um fast 2,9 Milliarden Dollar abgenommen hatten, obwohl Südafrika damals fast seine gesamte Neuproduktion verkaufte.

Der Gewinn, den das System aus diesem Wandel der Währungsgoldposition vom einen Jahr zum anderen zog, kann folgendermaßen dargestellt werden: Die Verringerung des gesamten Währungsgoldbestandes 1967/68 bedingte ein entsprechendes zentral zu finanzierendes Defizit für alle Länder zusammen; hingegen bedeutete die leichte Erhöhung des Währungsgoldbestandes 1968/69, daß den zentral zu finanzierenden Defiziten höhere Überschüsse anderer Länder gegenüberstanden. Aus mehreren Gründen kann nicht angegeben werden, welches die Länder waren, die das Nettodefizit des Systems 1967/68 finanzierten bzw. von dem Goldzuwachs 1968/69 profitierten: es gibt keine statistischen Angaben zu der Frage, in welcher Weise die privaten spekulativen Goldkäufe sich auf die einzelnen Länder verteilten oder auf welche Weise sie finanziert wurden; und in

Veränderung der Gesamtreserven 1966-1969

	Gold	Devisen	Reserve- positionen im IWF	Insgesamt
	Millionen US-Dollar			
Alle Länder				
April 1966-März 1967	- 490	+ 1 100	+ 330	+ 950
April 1967-März 1968	- 2 595	+ 5 065	- 530	+ 1 940
April 1968-März 1969	+ 1 130*	+ 55*	+ 400	+ 1 585
Zehner-Gruppe				
April 1966-März 1967	- 570	+ 15	+ 390	- 165
April 1967-März 1968	- 3 390	+ 4 355	- 660	+ 305
April 1968-März 1969	- 60	- 645	+ 205	- 500
Übrige entwickelte Länder				
April 1966-März 1967	+ 85	- 40	- 120	- 75
April 1967-März 1968	+ 275	+ 150	+ 80	+ 505
April 1968-März 1969	+ 870	+ 245	+ 110	+ 1 225
Entwicklungsländer				
April 1966-März 1967	+ 5	+ 1 125	+ 60	+ 1 190
April 1967-März 1968	+ 520	+ 560	+ 50	+ 1 130
April 1968-März 1969	+ 320*	+ 455*	+ 85	+ 860
Zehner-Gruppe ohne USA und Vereinigtes Königreich				
April 1966-März 1967	+ 345	+ 215	+ 760	+ 1 320
April 1967-März 1968	- 725	+ 2 275	- 780	+ 770
April 1968-März 1969	- 175	- 1 265	- 640	- 2 080
Vereinigtes Königreich				
April 1966-März 1967	- 360	+ 45	-	- 315
April 1967-März 1968	- 185	- 350	-	- 535
April 1968-März 1969	- 15	- 235	-	- 250
Vereinigte Staaten				
April 1966-März 1967	- 555	- 245	- 370	- 1 170
April 1967-März 1968	- 2 480	+ 2 430	+ 120	+ 70
April 1968-März 1969	+ 130	+ 855	+ 845	+ 1 830

* Letzte verfügbare Zahl.

jedem Fall wären die privaten Goldkäufe untrennbar mit anderen die Zahlungsbilanzen beeinflussenden Faktoren verknüpft. Was die nur unmittelbare Wirkung einer Nettoverringerung des Währungsgoldbestandes betrifft, so hätte sich 1967/68 eine Defizitposition in jenen Ländern ergeben, in denen Gold mit inländischen Geldern gekauft wurde. Da der Erwerb von Gold im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten verboten war, kann keines dieser beiden Länder von dieser direkten Wirkung betroffen worden sein.

Jedoch wurde die außenwirtschaftliche Position der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs durch die Goldspekulation sehr stark in anderer Weise berührt. Im Falle der Vereinigten Staaten beeinträchtigten die spekulativen Goldkäufe das Vertrauen in den Dollar, so daß das Ausland in bedeutendem Umfang Dollarguthaben hauptsächlich in Gold, aber bis zu einem gewissen Grade auch in andere Währungen umwechselte. Auch dürfte feststehen, daß zeitweilig die Zahlungsmodalitäten im Außenhandel und der Zustrom von Auslandskapital betroffen waren. Dergestalt wurde durch die Goldkäufe die Zahlungsposition der

Vereinigten Staaten verschlechtert und der Bedarf an zentraler Finanzierung vergrößert. Und daß es seit März 1968 von dieser Seite her keine Belastung des Dollars mehr gibt, war sicherlich eine Voraussetzung, wenn auch nicht eine direkte Ursache dafür, daß sich die US-Zahlungsbilanz auf der Basis der zentralen Finanzierungstransaktionen aktivierte.

Ähnliche Einflüsse gab es im Falle des Vereinigten Königreichs, nur mit viel größerer Wirkung. Ohne Zweifel haben Sterlingbesitzer in verschiedenen Teilen der Welt in großem Umfange Gold gekauft, und außerdem war es bei solcher Unruhe am Goldmarkt schwer, der neuen Parität des Pfundes nach dem November 1967 sofort Vertrauen entgegenzubringen. Jedenfalls ist klar, daß der zentrale Finanzierungsbedarf in den Monaten der massiven Goldspekulation sehr groß war.

Diese Faktoren bieten zumindest eine Teilerklärung für die in der Tabelle für die letzten beiden Jahre ausgewiesenen paradoxen Veränderungen in den Gesamtreserven, vor allem in den Reserven der Zehner-Gruppe. Obwohl das System 1967/68 Gold verlor und 1968/69 Gold erhielt, erhöhten sich die Gesamtreserven im ersten der beiden Jahre mehr als im zweiten. Dies beruhte darauf, daß die gesamten Devisenbestände im ersten Jahr um den außerordentlich hohen Betrag von über 5 Milliarden Dollar, hingegen im zweiten nicht nennenswert zunahmen.

Quellen der Veränderung der Gesamtreserven

	April 1966- März 1967	April 1967- März 1968	April 1968- März 1969
	Millionen US-Dollar		
Veränderung der Gesamtreserven	+ 950	+ 1 940	+ 1 585
Gold	- 480	- 2 595	+ 1 130
Reservepositionen im IWF	+ 330	- 530	+ 400
aus:			
Goldbeiträgen	+ 365	+ 55	+ 25
Ziehungen innerhalb der Kredittranche	- 35	- 585	+ 375
Devisen aus Sondertransaktionen	- 245	+ 9 245	+ 2 140
Nichtmarktfähige Bonds der US-Regierung	- 345	+ 755	+ 1 590
Zentralbankfazilitäten (Schätzung)	+ 100	+ 7 000	+ 550
Bestand des Vereinigten Königreichs an Dollarpapieren	-	+ 490	-
Sonstige Devisen (als Rest errechnet)	+ 1 345	- 3 180	- 2 085

Aus der Tabelle über die Quellen der Veränderung der Gesamtreserven ist zu ersehen, daß der außerordentlich große Anstieg der Devisenreserven 1967/68 ausschließlich darauf beruhte, daß durch Sondertransaktionen Reserven im Betrage von 8,2 Milliarden Dollar entstanden. Diese gewaltige Reservenschöpfung hing mit dem zentralen Finanzierungsbedarf des Vereinigten Königreichs und der Vereinigten Staaten zusammen und kam im wesentlichen auf zweierlei Weise zustande: rund 7 Milliarden Dollar durch die Inanspruchnahme von Zentralbankfazilitäten und 755 Millionen Dollar durch die Ausgabe von Roosa-Bonds. In

der Zahl von 7 Milliarden Dollar, die den statistischen Reserveneffekt der Verwendung von Zentralbankfazilitäten angibt, ist hauptsächlich die kurzfristige Hilfe enthalten, die die Bank von England von anderen Währungsbehörden sowohl in den Monaten vor der Abwertung wie auch später während der Goldkrise erhielt. Ferner umfaßt sie die ziemlich hohen Ziehungen der Federal Reserve im Rahmen ihres Swapnetzes während der Goldkrise von 1967/68. Was die Höhe dieser Zahl von 7 Milliarden Dollar betrifft, so ist daran zu erinnern, daß die Hilfe, die die Bank von England von den Vereinigten Staaten erhält, einen doppelten statistischen Reserveneffekt hat, da sowohl die dem Vereinigten Königreich zur Verfügung gestellten Dollar wie auch der den Vereinigten Staaten zur Verfügung gestellte Sterlinggegenwert gezählt werden.

1968/69 veränderten sich die Devisenreserven insgesamt praktisch überhaupt nicht, und diejenigen der Zehner-Gruppe gingen sogar um 645 Millionen Dollar zurück. Die zentral zu finanzierenden Zahlungsungleichgewichte der Länder der Zehner-Gruppe waren nicht kleiner als im Jahr vorher — im Gegenteil, die Summe der Überschüsse erhöhte sich kräftig von 1,4 auf 5,7 Milliarden Dollar und die Summe der Defizite geringfügig von 5,9 auf 6,1 Milliarden. Finanziert wurden diese Ungleichgewichte jedoch ganz anders als im Jahr vorher. Das ist daraus zu ersehen, daß die Schaffung von Reserven durch Sondertransaktionen nur gut 2 Milliarden Dollar betrug — wovon 0,5 Milliarden Dollar durch Zentralbankfazilitäten und 1,6 Milliarden Dollar durch Ausgabe von Roosa-Bonds. Die beiden großen Defizitländer, Frankreich und das Vereinigte Königreich, finanzierten ihre Defizite grobenteils nicht durch Sondertransaktionen, sondern entweder aus ihren Reserven oder mit Krediten des IWF. Die Vereinigten Staaten, als größtes Überschußland, verringerten in dieser Zeit ihre Inanspruchnahme des Swapnetzes der Federal Reserve ganz erheblich, während sich allerdings der Betrag der neu ausgegebenen Roosa-Bonds etwa verdoppelte. Diese Bonds dienten hauptsächlich der zentralen Finanzierung des Überschusses, der sich in Kanada vom Frühjahr 1968 an einstellte, spielte aber auch im Zusammenhang mit dem Devisenausgleichsabkommen zwischen den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland eine Rolle.

In keiner dieser beiden Perioden zeichnete sich das internationale Währungssystem durch besondere Stabilität aus. Aber die Periode 1967/68 war sicherlich diejenige mit den größeren Schwierigkeiten — in diesem Zeitraum folgten einander innerhalb weniger Monate die Pfundabwertung, die spekulativen Goldkäufe und die Freigabe des Preises am Goldmarkt. Daher kann das größere Wachstum der Gesamtreserven in der Periode 1967/68 nicht als positives Anzeichen gewertet werden; in der Tat lag es nur an den eingetretenen Störungen, wenn in der Periode 1967/68 Sondertransaktionen in solchem Umfang herangezogen wurden, daß die Gesamtreserven um 2 Milliarden Dollar stiegen, obwohl das System Gold verlor. So hing das Reservenwachstum im System, da es hierfür keinen autonomen Mechanismus gab, von Währungsstörungen ab. Und es ist fraglich, ob die auf diese Weise unter dem Zwang der Verhältnisse geschaffenen Forderungen einfach als Zuwachs der Gesamtreserven angesehen werden können, ohne daß man die entsprechenden Verbindlichkeiten in die Rechnung miteinbezieht. Die Gläubigerländer jedenfalls werden sie nicht so leicht übersehen.

II. GELD, KREDIT UND KAPITALMÄRKTE

Im Jahr 1968 verlief die monetäre Entwicklung in Nordamerika und dem Vereinigten Königreich deutlich anders als im westlichen Kontinentaleuropa. In den Vereinigten Staaten wurde die Inflation zu einem beherrschenden Faktor, mit einer außerordentlich großen Kreditnachfrage und stark steigenden Zinssätzen. Von den letzten Monaten des Jahres 1968 an kletterten die Zinssätze bei fortschreitender Straffung der Kreditpolitik auf einmalige Höhen. In Kanada und im Vereinigten Königreich erreichten sie ebenfalls einen außergewöhnlich hohen Stand, was teils mit den Bemühungen zur Verteidigung der außenwirtschaftlichen Position und teils mit monetären Maßnahmen zur Bekämpfung der inländischen Preisinflation zusammenhing.

Demgegenüber hielten die meisten kontinentalen Länder die kreditpolitischen Zügel in der Zeit von Anfang 1967 bis fast zum Ende des Jahres 1968 aus Gründen der Konjunkturstützung relativ locker. Einige Überschußländer wollten mit einer solchen Politik auch den kompensierenden Export von Kapital fördern.

Gegen Ende 1968 begann sich auf dem Kontinent die wirtschaftliche Lage und die konjunkturpolitische Haltung zu wandeln. Verschiedene Länder sahen, oft ziemlich plötzlich, ihre Kapazitätsreserven dahinschwinden und entschlossen sich zu Kreditbeschränkungen, die sowohl ihren binnenwirtschaftlichen wie auch ihren außenwirtschaftlichen Zielsetzungen entsprachen. Einigen dieser Länder machte, wie auch anderen, darüber hinaus zunehmend ein sich kumulierender Verlust zentraler Devisenreserven Sorgen, der auf einen starken Abfluß von Geldern ins Ausland zurückging. Es wurden verschiedentlich selektive Maßnahmen ergriffen, um übermäßigen Abflüssen entgegenzuwirken, aber der Spielraum für solche Maßnahmen ist begrenzt. Wird andererseits zugelassen, daß durch den Kapitalabfluß die inländischen Zinsen einen bestimmten Punkt übersteigen, so besteht die Gefahr, daß sowohl die inländische Expansion wie auch eine Anpassung im Handels- und Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland beeinträchtigt wird.

In diesem Kapitel wird zunächst die neuere Zinsentwicklung im Zusammenhang mit Änderungen in den volkswirtschaftlichen Finanzierungsströmen untersucht. Im Anschluß daran wird die Entwicklung in einzelnen Ländern — einschließlich der osteuropäischen — analysiert, soweit sie nicht schon in Kapitel I behandelt wurden.

Inflation und Zinssätze

Nach der allgemeinen Lockerung der Kreditpolitik gegen Ende 1966 waren die Zinstrends auf beiden Seiten des Atlantiks bis zum beginnenden Frühjahr 1967 parallel abwärtsgerichtet. Danach ging die Zinsentwicklung jedoch in auf-fallender Weise auseinander, wie die folgende Tabelle zeigt. In den zwei Jahren bis März 1969 zogen die Renditen für langfristige Staatsanleihen in den

Vereinigten Staaten, Kanada, dem Vereinigten Königreich und Japan ziemlich kräftig an. Auf dem Kontinent hingegen gingen die Renditen in der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz zurück, während sie in den anderen Ländern keine größeren Veränderungen aufwiesen, abgesehen von einer ausgeprägten Erhöhung in Frankreich und einer bescheideneren in den Niederlanden und in Schweden.

Veränderung von Anleiherenditen und Inlandspreisen
in einzelnen Ländern

	Rendite langfristiger Staatsanleihen				Jährlicher Anstieg der Verbraucherpreise bis		
	März 1967	März 1968	März 1969	Veränderung März 1967 - März 1969	März 1967	März 1968	März 1969
	Prozent			Prozentpunkte	Prozent		
Vereinigtes Königreich	6,5	7,3	8,8	+ 2,3	3,5	3,4	6,3
Frankreich	6,1	6,4	7,9	+ 1,8	2,8	3,8	6,0
Kanada	5,5	6,9	7,2	+ 1,7	3,2	4,3	4,4
Vereinigte Staaten . .	4,4	5,4	6,0	+ 1,6	2,7	3,9	5,1
Japan	7,6	8,7	8,9	+ 1,3	4,0	5,3	3,9
Niederlande	6,0	6,5	7,0	+ 1,0	2,9	3,9	7,9
Schweden	5,9	6,3	6,7	+ 0,8	4,7	2,1	1,9
Dänemark	8,1	8,5	8,4	+ 0,3	4,3	10,5	4,3*
Österreich	7,1	7,9	7,4	+ 0,3	4,5	3,1	2,6
Italien	5,3	5,7	5,6	+ 0,3	1,9	1,7	1,7
Belgien	6,8	6,5	6,8	—	2,9	2,9	3,6
Schweiz	5,2	4,7	4,8	- 0,4	3,8	3,4	2,5
Deutschland (BR) . .	7,2	6,7	6,4	- 0,8	2,2	1,5	2,3

* Februar.

Im Hinblick auf die internationale Zinsstruktur kam dadurch das seit langem bestehende Gefälle zwischen den Renditen in den Vereinigten Staaten und den durchschnittlichen Renditen auf dem europäischen Kontinent praktisch zum Verschwinden. Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen beträchtlich über das für den Kontinent typische Niveau, und auch in Kanada erreichten sie einen verhältnismäßig hohen Stand. In allen drei Ländern hing der Anstieg weitgehend mit anhaltenden oder sich verstärkenden inflatorischen Anspannungen zusammen. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten diente daher jede Verbesserung in der Kapitalbilanz, die sich aus dem Zinsanstieg ergab, nur als Teilausgleich für eine schwache Position in der laufenden Rechnung. Die Zahlungsbilanzanpassung war also mehr kompensatorischer als wirklich positiver Natur. In Japan und in geringerem Grade auch in Kanada hatte sich 1968 mit der Verbesserung der laufenden Rechnung die Notwendigkeit des Kapitalimports vermindert. Insoweit waren hohe langfristige Zinssätze nicht mehr ausschließlich mit zahlungsbilanzpolitischen Zielen begründbar.

Umgekehrt spiegelte in den meisten kontinentalen Ländern die Zinsentwicklung hauptsächlich den Umstand wider, daß in der gegebenen Phase der Erholung und des beginnenden Aufschwungs relativ wenig inflatorischer Druck herrschte. Vom internationalen Standpunkt aus läßt sich daher nicht ohne Einschränkung behaupten, in den letzten beiden Jahren sei ein besseres grundlegendes

Gleichgewicht der Zinssätze erzielt worden. Das wird sich erst dann zeigen, wenn die Gesamtnachfrage wieder auf ein normaleres Niveau kommt und wenn — was manchmal eine andere Sache sein kann — Maßnahmen ergriffen werden, um im Hinblick auf die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz längerfristige Ziele zu erreichen.

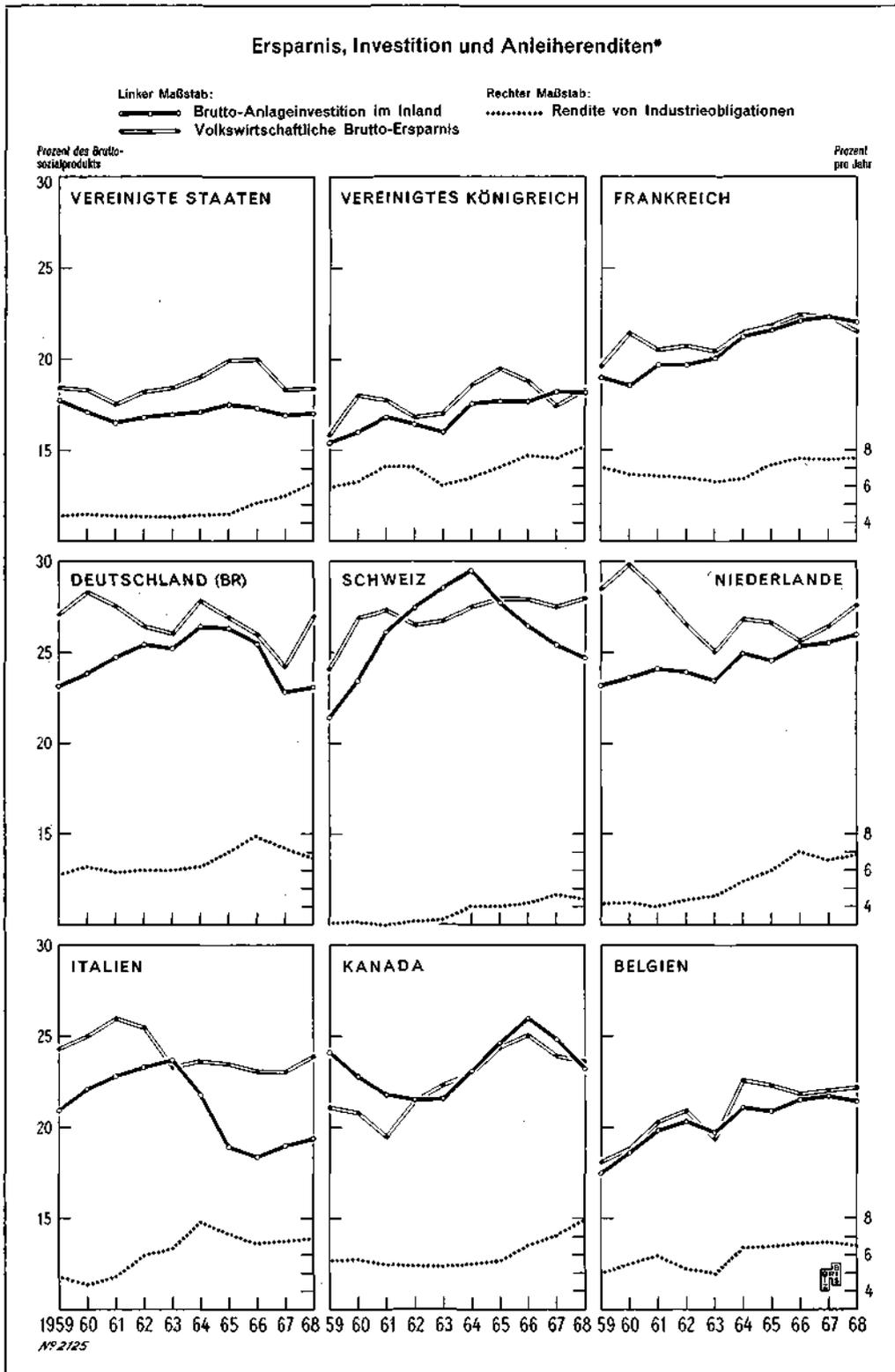
Ersparnis, Investitionen und Zinssätze

Will man sich einen Überblick über die einzelnen Faktoren verschaffen, die das Verhalten der Zinssätze in der letzten Zeit beeinflußt haben, so empfiehlt es sich, zunächst die Entwicklung der Ersparnisbildung und der Investitionstätigkeit zu betrachten. Erfahrungsgemäß verändern sich die langfristigen Zinssätze normalerweise einigermaßen in Übereinstimmung mit den inländischen Anlageinvestitionen, worin zum Ausdruck kommt, daß die Spargewohnheiten im allgemeinen stabiler sind als die Investitionsentscheidungen. Jedoch ist dies nicht immer der Fall. Eine — autonome oder durch einen nachhaltigen Wandel der Auslandsnachfrage verursachte — Verschiebung in den Komponenten der Ersparnisbildung kann die Zinsentwicklung ebenfalls mitbestimmen. Und natürlich werden die Zinssätze auch durch die Erwartungen beeinflußt, die in bezug auf die Nachfrage, die Preise und die Wirtschaftspolitik bestehen.

In den Vereinigten Staaten zum Beispiel beruhte, wie das Diagramm zeigt, der steile Anstieg der langfristigen Renditen in den Jahren 1966 bis 1968 nicht in erster Linie darauf, daß die Anlageinvestition einen großen Umfang gehabt hätte. Ganz im Gegenteil waren es unter anderem die hohen Zinssätze, die, indem sie hauptsächlich den Wohnungsbau dämpften, eine Verringerung der Anlageinvestition im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt bewirkten. Zinsbestimmend war in erster Linie die Entwicklung auf der Seite der Ersparnisbildung, und zwar ging der größte Einfluß vom Bundeshaushalt aus, der nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung 1965 noch einen Überschuß von 1,2 Milliarden Dollar aufgewiesen hatte und in den achtzehn Monaten bis Mitte 1968 ein Defizit von 11,4 Milliarden Dollar (Jahreswert) verzeichnete. Danach wurde die Haushaltslage allerdings wesentlich besser. Die Zinssätze stiegen jedoch weiter. In dieser Phase weiteten sich aber schon die Investitionen in Betriebsanlagen und Ausrüstungen verstärkt aus, was zum Teil auf den Kostenanstieg und auf inflatorische Erwartungen zurückging.

In Kanada wurde die Quote der Anlageinvestitionen in den Jahren 1967 und 1968 merklich geringer; weniger stark sank die Quote der volkswirtschaftlichen Bruttoersparnis, und die Leistungsbilanz verbesserte sich. Die langfristigen Zinssätze stiegen jedoch weiter. Bestimmend hierfür waren vor allem die enge Verbindung zu den Märkten der Vereinigten Staaten und ein ähnliches Umschlagen inflatorischer Erwartungen.

Im Vereinigten Königreich hatte die Quote der Anlageinvestitionen von der Mitte der fünfziger Jahre bis etwa 1967 einen allmählich ansteigenden Trend. Zum Teil beruhte diese Entwicklung auf speziell diesem Zweck dienenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen. Allerdings gelang es den Behörden weniger gut,



* Belgien und Schweiz: Staatsanleihen; Niederlande: Anleihen des privaten Sektors.

auch für die Ersparnisbildung zu sorgen, die zur Finanzierung dieser höheren Investitionsquote erforderlich war. Von etwa 1964 an überschritten die Investitionen des öffentlichen Sektors zunehmend seine Ersparnisbildung, was die Anspannung an den Finanzmärkten entsprechend verschärfte. Zudem ließ im privaten Sektor die Kosteninflation die Unternehmensgewinne relativ schrumpfen und untergrub auch die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland. Die Abwertung von 1967 trug dann zwar dazu bei, daß die Gewinnspannen wieder stiegen, aber die Abwertungswirkungen wurden durch weitere Lohnsteigerungen zum Teil zunichte gemacht. Am positivsten war in letzter Zeit zu bewerten, daß an die Stelle des hohen Kreditbedarfs der Staatskasse ein Überschuß trat. Da 1968 die Anlageinvestitionen sowohl im öffentlichen wie im privaten Sektor etwas vermindert wurden, muß der weitere Anstieg der langfristigen Renditen eher durch die kreditpolitische Reaktion auf den anhaltenden Lohnauftrieb und auf die außenwirtschaftlichen Erfordernisse erklärt werden.

In der Bundesrepublik Deutschland, Italien und der Schweiz hingegen blieb die Quote der Bruttoanlageinvestitionen 1968 verglichen mit früheren Jahren niedrig. Sie betrug in Italien 19,4 Prozent (vorheriger Höchststand: 23,7 Prozent), in der Bundesrepublik 23,1 (26,4) Prozent und in der Schweiz 24,7 (29,5) Prozent. Hierin kommt zum Teil eine Abschwächung im Wohnungsbau zum Ausdruck, aber auch die Errichtung von gewerblichen Anlagen und Ausrüstungen lag deutlich unter ihrem Wachstumstrend. Die gesamtwirtschaftliche Bruttoersparnis hält sich in allen drei Ländern nun schon seit Jahren auf einem hohen und stabilen Stand.

In Belgien und den Niederlanden zeigte die Quote der Anlageinvestitionen, wie im Vereinigten Königreich, im Zeitraum etwa der letzten zehn Jahre einen ansteigenden Trend. Aber in Belgien hatte dies, obwohl in bestimmten Jahren erhebliche Preissteigerungen hinzukamen, keine sehr ausgeprägte Zinswirkung. Der Grund war hauptsächlich eine kräftige Erhöhung der Ersparnisbildung in allen Sektoren — bei privaten Haushalten, Unternehmen und öffentlichen Haushalten. In den Niederlanden hielt die Sparquote in den Jahren nach 1963 mit der weiteren Zunahme der Investitionsquote nicht Schritt, und die Leistungsbilanz verschlechterte sich. Da außerdem die Preise beträchtlich stiegen, zogen die Zinssätze ziemlich stark an. Dabei spielten allerdings außenwirtschaftliche Faktoren eine Rolle, genau wie in der Schweiz, wo die Zinssätze im internationalen Vergleich ebenfalls niedrig gewesen waren.

In Frankreich kam es infolge des Stabilisierungsprogramms von 1958 zu einer merklichen Verbesserung der zwischen Ersparnisbildung und Investitionen bestehenden Relation, und die langfristigen Zinssätze gingen danach mehrere Jahre lang zurück. Seit 1962 war es das Ziel einer konzertierten neuen Politik — die auch Maßnahmen zum Ausgleich des Staatshaushalts umfaßte —, zur Erreichung einer hohen Investitionsrate die Ersparnisbildung zu steigern. Der Erfolg war bei der Ersparnisbildung größer als bei den Investitionen, was zu einer anhaltend starken außenwirtschaftlichen Position und zu einer Verlangsamung des Anstiegs der Inlandspreise beitrug. Die Quote der Anlageinvestitionen erhöhte sich zwar, doch mußte ab 1965 der öffentliche Sektor seinen Anteil vergrößern, da die Industrie in ihrer Selbstfinanzierungskraft geschwächt wurde und ihre

Investitionsneigung sich entsprechend verminderte. Gleichzeitig begannen die langfristigen Zinssätze zu steigen. Dieser Prozeß setzte sich fort, als sich ab 1966 die Haushaltslage verschlechterte. Die Ereignisse von 1968 beeinträchtigten trotz budgetären Gegenmaßnahmen ziemlich stark die Ersparnisbildung sowohl im privaten wie im öffentlichen Bereich, wodurch die Zinssätze weiter in die Höhe getrieben und in beiden Sektoren einige Abstriche bei den Investitionen erzwungen wurden.

Bankkredite und Liquiditätsbildung

Paradoxerweise expandierte das Geld- und Kreditvolumen im vergangenen Jahr sogar in den Ländern ziemlich rasch, die den stärksten Zinsauftrieb hatten. Dies zeigt sich in der Tabelle auf Seite 46 in der Entwicklung der Geldversorgung und des bei den Banken unterhaltenen Volumens an Quasigeld (hauptsächlich Spar- und Termineinlagen). In den Vereinigten Staaten vergrößerte sich die Geld- und Quasigeldmenge um 9 Prozent, in Kanada um 14,8 Prozent und im Vereinigten Königreich um 6,6 Prozent. In jedem der drei Länder war der Zuwachs im Verhältnis sowohl zur realen Ausweitung des Sozialprodukts (5 bzw. 4,7 und 3 Prozent) wie auch zu früheren Werten groß.

In allen drei Ländern beruhte die Schwierigkeit, die Geld- und Kreditexpansion zu begrenzen, zu einem großen Teil auf der hohen Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors, die im Falle des Vereinigten Königreichs und Kanadas noch deshalb verstärkt werden mußte, weil das Anlegerpublikum Staatspapiere monetisierte. In den Vereinigten Staaten stieg die Kreditaufnahme des Bundes an den Kreditmärkten von 6,3 Milliarden Dollar 1966 auf 16,9 Milliarden 1968. In Kanada schloß die Haushaltsrechnung des Staates 1967/68 mit einem Defizit, und auch die Provinzregierungen nahmen in großem Umfang Kredite auf. Im Vereinigten Königreich war der Nettokreditbedarf der Staatskasse in den Kalenderjahren 1964 bis 1966 mit jahresdurchschnittlich 520 Millionen Pfund ziemlich hoch. 1967 stieg er auf 1 135 Millionen Pfund; 1968 ging er auf 750 Millionen Pfund zurück. Wie die Tabelle zeigt, weiteten sich in allen drei Ländern während der letzten zwei bis drei Jahre die Kredite des Bankensystems an den gesamten öffentlichen Sektor verhältnismäßig stark aus. In jedem dieser Länder hatten budgetpolitische Maßnahmen den Kreditbedarf des zentralen öffentlichen Haushalts bis Anfang 1969 stark sinken lassen.

In den Vereinigten Staaten beruhte die kräftige Ausweitung der Kredite an den privaten Sektor im Jahre 1968 zum Teil auf der kreditpolitischen Lockerung nach der Ende Juni erfolgten Einführung des fiskalischen Beschränkungsprogramms. Gegen Ende 1968 wurde die Kreditpolitik jedoch wieder zunehmend gestrafft, mit der Folge, daß sich die Kreditexpansion Anfang 1969 verlangsamte. In Kanada hing die rasche weitere Geld- und Quasigeldexpansion im Jahre 1968 zum Teil mit der starken Kreditnachfrage des privaten Sektors, aber auch mit einem Überschuß in der Zahlungsbilanz zusammen. Die Zinssätze stiegen, obgleich die Kreditmärkte einen großen Teil des Jahres hindurch ziemlich entspannt waren. Dagegen wurde im Vereinigten Königreich die Geldexpansion sowohl durch

Aktiva und Passiva des Bankensystems

	Jahr	Forderungen			Verbindlichkeiten		Brutto-sozial-produkt zu Marktpreisen	Geld und Quasi-geld ¹ 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	1966	- 5,60	18,50	22,30	21,20	12,80	916,30	45,4
	1967	7,90	6,60	25,40	10,80	21,60	977,10	46,2
	1968	-11,00	32,60	26,60	26,10	18,20	1 043,40	47,4
Dänemark	1966	0,24	- 0,02	4,77	2,24	2,04	77,09	48,0
	1967	0,11	1,17	2,84	1,77	1,77	84,34	48,6
	1968	0,04	1,86	5,09	3,65	2,41	93,15	48,9
Deutschland (BR)	1966	3,24	6,00	19,40	1,40	20,59	480,80	42,0
	1967	5,12	13,60	15,10	7,42	19,51	485,10	46,6
	1968	11,24	7,40	27,60	5,17	29,58	528,80	49,4
Finnland ²	1966	- 455	223	1 376	129	1 215	27 627	41,9
	1967	- 250	10	1 752	- 31	1 053	29 904	42,6
	1968	1 006	- 415	902	488	1 176	33 314	42,3
Frankreich	1966	1,83	0,99	15,09	13,52	5,38	531,90	38,9
	1967	1,24	4,32	22,79	8,86	18,66	572,10	39,9
	1968	-15,87	4,40	32,58	16,51	9,62	624,70	40,9
Italien	1966	343	897	2 723	1 922	1 737	39 829	67,3
	1967	225	150	3 420	2 425	1 595	43 553	70,1
	1968	346	1 474	2 722	2 362	1 736	46 741	73,6
Niederlande	1966	- 0,27	1,17	1,09	1,20	0,61	74,81	34,2
	1967	0,31	0,49	2,67	1,16	2,33	82,27	34,8
	1968	- 0,31	1,37	2,37	2,16	1,93	90,46	36,1
Norwegen	1966	0,07	0,52	2,06	0,82	1,50	54,62	51,9
	1967	1,17	- 0,27	1,84	0,83	2,08	60,14	51,4
	1968	1,03	1,17	1,95	1,87	2,10	64,33	53,2
Österreich	1966	- 1,20	2,67	14,88	2,47	11,25	262,09	54,4
	1967	4,92	3,41	8,94	3,45	10,58	279,13	55,9
	1968	4,54	3,45	11,16	3,87	12,13	295,10	57,7
Schweden	1966	0,57	1,26	2,69	1,22	1,64	113,46	33,7
	1967	- 0,16	1,21	4,92	1,30	3,67	121,95	34,7
	1968	- 0,07	0,60	5,26	2,30	4,55	130,17	37,3
Schweiz	1966	0,43 ³	0,79	4,70	1,11	4,36	64,63	128,6
	1967	0,86 ³	0,80	6,23	2,26	6,25	68,94	130,9
	1968	2,55 ³	0,95	8,10	4,08	8,66	73,18	138,4
Spanien	1966	-11,54	17,83	134,21	51,41	78,68	1 477,37	66,4
	1967	- 8,08	16,86	156,56	65,07	95,67	1 616,52	68,8
	1968	6,12	32,53	195,39	66,34	159,54	1 760,00	74,3
Vereinigtes Königreich ²	1966	125	441	112	528	-	37 942	33,9
	1967	- 258	1 259	456	1 497	-	39 710	34,6
	1968	-1 075	1 384	723	963	-	42 424	35,3
Vereinigte Staaten	1966	- 0,60	2,70	17,00	5,50	11,20	747,60	42,4
	1967	- 0,10	24,30	16,40	13,30	22,00	789,70	43,7
	1968	0,90	13,80	30,40	11,90	20,60	860,60	43,3
Kanada	1966	- 0,34	0,65	0,75	0,71	0,53	58,10	34,6
	1967	0,01	1,28	2,08	1,59	1,51	62,11	36,6
	1968	0,33	0,75	2,06	1,64	1,86	67,37	38,2
Japan	1966	123	837	4 542	1 429	2 699	35 131	77,6
	1967	- 214	882	5 154	1 663	2 923	41 563	75,8
	1968	403	759	5 094	1 786	3 270	48 877	74,2

¹ Jahresdurchschnitte aus Quartalswerten. ² Alle Beträge in Millionen Einheiten der Landeswährung.

³ Nur Nationalbank.

Quelle: IWF, International Financial Statistics. Für Spanien: Statistiken aus Spanien.

das hohe Zahlungsbilanzdefizit wie auch durch die Plafondierung der Bankkreditgewährung gebremst.

In allen westlichen Ländern des europäischen Kontinents vergrößerte sich das Geld- und Quasigeldvolumen 1968 ebenso rasch wie 1967 oder noch rascher. In den meisten Fällen lagen die Zuwachsraten im Bereich von 10–15 Prozent, und sie übertrafen damit im allgemeinen deutlich das reale Wachstum des Brutto-sozialprodukts. Jedoch erfolgten diese Ausweitungen in einer Zeit, in der die volkswirtschaftlichen Produktivkräfte noch nicht voll genutzt waren, und der Preisanstieg war mäßig.

Die monetäre Wirkung der Budget- und Schuldenpolitik, wie sie in der Tabelle weitgehend in der Spalte „Kredite an den öffentlichen Sektor“ zum Ausdruck kommt, war 1968 in den meisten kontinentalen Ländern ziemlich expansiv — oft mehr als im Jahr 1967. Aber im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten, Kanada und dem Vereinigten Königreich wurde dadurch die Nachfrage in einem Zeitpunkt stimuliert, in dem die Inflation noch nicht zu einem akuten Problem geworden war. Für 1969 sind die staatlichen Haushaltspläne jedoch im allgemeinen vorsichtiger gehalten und bis zu einem gewissen Grade restriktiv.

In Italien erhöhte sich der Finanzierungsbedarf des Staates im letzten Jahr beträchtlich; er wurde zu einem großen Teil durch Bankkredite gedeckt. Da der außenwirtschaftliche Verkehr liquidisierend wirkte, dienten die geldwirksamen Finanzierungstransaktionen des Staates hauptsächlich dazu, den Effekt einer Abschwächung der privaten Kreditnachfrage auszugleichen. In Belgien hingegen wuchs die private Kreditnachfrage weiter; der Finanzierungsbedarf des Staates nahm ebenfalls zu, und noch mehr stiegen seine geldwirksamen Finanzierungstransaktionen, wodurch der außenwirtschaftlich bedingte Liquiditätsentzug ausgeglichen wurde. In Frankreich, wo das Defizit in der Zahlungsbilanz viel größer war, hing die anhaltende Ausweitung des Geld- und Quasigeldvolumens zum Teil mit dem Haushaltsdefizit des Staates und seiner geldwirksamen Finanzierung zusammen; zu einem viel größeren Teil beruhte sie aber auf der kräftigen Steigerung der Kreditgewährung an den privaten Sektor.

In den Niederlanden, die 1968 ein kleines Passivum in ihrer Zahlungsbilanz hatten, war die vermehrte geldwirksame Finanzierung des Haushaltsdefizits der hauptsächlichste Faktor für die beschleunigte Liquiditätsbildung. Das gleiche galt für Norwegen, obgleich hier die Zahlungsbilanz in ähnlichem Umfang wie 1967 aktiv war. In Dänemark und Spanien, die beide im November 1967 ihre Währung abgewertet hatten, war die Liquiditätsbildung sehr stark; sie beruhte auf der Kreditgewährung sowohl an den öffentlichen wie an den privaten Sektor. Diese Entwicklung kann mit als Erklärung dafür herangezogen werden, daß diese Länder ihre Zahlungsbilanz 1968 nicht in größerem Umfange verbessern konnten. Auch in Finnland, das ebenfalls seine Währung abgewertet hatte, weitete sich das Geld- und Quasigeldvolumen beschleunigt aus, doch war der bestimmende Faktor hier eine kräftige Verbesserung der Zahlungsbilanz, während sich die Kreditgewährung sowohl an den öffentlichen wie an den privaten Sektor sehr stark abschwächte.

In bestimmten Ländern — der Bundesrepublik, Japan, Schweden, der Schweiz und Österreich — verlor die geldwirksame Finanzierung im öffentlichen Sektor 1968 relativ an Bedeutung. In Anbetracht des Umfangs der Liquiditätsschöpfung in den anderen Sektoren war dies jedoch vielleicht nicht ganz unangebracht. Beispielsweise entstand in der Bundesrepublik, Japan und der Schweiz aus den außenwirtschaftlichen Transaktionen mehr Liquidität als 1967 und in Österreich etwa ebensoviel wie im Vorjahr. Die private Kreditnachfrage wuchs in der Bundesrepublik sehr viel rascher, in Österreich ebenfalls deutlich beschleunigt und in Japan und in der Schweiz etwa ebenso rasch wie im Vorjahr.

Änderungen der amtlichen Diskontsätze seit 1966

Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskontsatz
	Prozent		Prozent		Prozent
Belgien		Griechenland		Schweden	
2. Juni 1966	5½	17. Januar 1963	5½	9. April 1965	5½
2. Februar 1967	5	25. Juli 1967	4½	10. Juni 1966	6
23. März 1967	4¾	25. Juni 1968	5	3. Februar 1967	5½
11. März 1967	4½			10. März 1967	5
14. September 1967	4¾	Japan		15. Dezember 1967	6
26. Oktober 1967	4	26. Juni 1965	5,475	9. Februar 1968	5½
7. März 1968	3¾	1. September 1967	5,84	11. Oktober 1968	5
19. Dezember 1968	4½	6. Januar 1968	6,205	28. Februar 1969	6
6. März 1969	5	7. August 1968	5,84	Schweiz	
10. April 1969	5½			3. Juli 1964	2½
29. Mai 1969	6	Kanada		6. Juli 1966	3½
		6. Dezember 1965	4¾	10. Juli 1967	3
Dänemark		14. März 1966	5¾	Spanien	
11. Juni 1964	6½	30. Januar 1967	5	9. Juni 1961	5
19. Dezember 1967	7½	7. April 1967	4¾	27. November 1967	5½
19. März 1968	7	27. September 1967	5	Vereinigtes Königreich	
13. Juni 1968	6½	20. November 1967	6	3. Juni 1965	6
29. August 1968	6	22. Januar 1968	7	14. Juli 1966	7
31. März 1969	7	15. März 1968	7½	26. Januar 1967	6½
12. Mai 1969	9	2. Juli 1968	7	16. März 1967	6
		29. Juli 1968	6½	4. Mai 1967	5½
Deutschland (BR)		3. September 1968	6	19. Oktober 1967	6
13. August 1965	4	18. Dezember 1968	6½	9. November 1967	6½
27. Mai 1966	5	3. März 1969	7	20. November 1967	8
6. Januar 1967	4½	Niederlande		21. März 1968	7½
17. Februar 1967	4	4. Juni 1964	4¾	19. September 1968	7
14. April 1967	3½	2. Mai 1966	5	27. Februar 1969	8
12. Mai 1967	3	15. März 1967	4¾	Vereinigte Staaten	
18. April 1969	4	20. Dezember 1968	5	6. Dezember 1965	4½
		9. April 1969	5½	7. April 1967	4
Frankreich		Österreich		20. November 1967	4½
8. April 1965	3½	27. Juni 1963	4¾	22. März 1968	5
3. Juli 1968	5	18. April 1967	4¾	19. April 1968	5½
13. November 1968	6	26. Oktober 1967	3¾	30. August 1968	5½
				18. Dezember 1968	5½
				4. April 1969	6

Die Kreditpolitik blieb auf dem Kontinent 1968 wie schon im Vorjahr im allgemeinen locker. Nur Frankreich bildete bis zu einem gewissen Grade eine Ausnahme; dort wurde der amtliche Diskontsatz im Juli von 3½ auf 5 Prozent und dann im November weiter auf 6 Prozent erhöht, diesmal in Verbindung

mit einer Plafondierung der Bankkredite an die Wirtschaft. In den übrigen Ländern blieben die Diskontsätze der Zentralbanken entweder auf dem verhältnismäßig niedrigen Niveau, auf das sie im Jahr 1967 gebracht worden waren, oder sie wurden noch weiter gesenkt. Ermäßigt wurde der Satz in Belgien im März von 4 auf $3\frac{3}{4}$ Prozent, in Schweden zweimal von ursprünglich 6 auf schließlich 5 Prozent im Oktober und in Dänemark dreimal von ursprünglich $7\frac{1}{2}$ auf schließlich 6 Prozent im August.

Diese Situation begann sich gegen das Jahresende zu wandeln, besonders nach der Erhöhung des Diskontsatzes in den Vereinigten Staaten im Dezember. Dem folgte eine Anhebung des amtlichen Diskontsatzes in Belgien um $\frac{3}{4}$ Prozent und in den Niederlanden um $\frac{1}{2}$ Prozent; in den Niederlanden wurde auch die Kreditausweitung begrenzt. Es folgten Erhöhungen im Februar 1969 im Vereinigten Königreich und in Schweden um 1 Prozent sowie im März in Belgien um $\frac{1}{2}$ Prozent und in Dänemark um 1 Prozent. Nach einer abermaligen Heraufsetzung des US-Satzes um $\frac{1}{2}$ Prozent im April hoben die Niederlande und Belgien ihre Sätze von 5 auf $5\frac{1}{2}$ Prozent an, und die Bundesrepublik folgte kurz danach mit einer Erhöhung von 3 auf 4 Prozent. Im Mai wurde der Satz in Dänemark von 7 auf 9 Prozent und in Belgien von $5\frac{1}{2}$ auf 6 Prozent gebracht.

Eine Neuorientierung der Kreditpolitik zur Restriktion hin war bis zum Mai in Belgien, Dänemark, Deutschland, den Niederlanden, Schweden und — schon einige Zeit vorher — in Frankreich erfolgt. Einige Länder — Belgien, Dänemark, Frankreich und Italien und Anfang 1969 Deutschland — hatten auch selektive Maßnahmen ergriffen, um den Abfluß von Kapital und den Verlust von zentralen Reserven zu verringern oder zu begrenzen, ohne daß damit eine Verschärfung der heimischen Kreditlage beabsichtigt gewesen war.

Inlandsemissionen

Die Anspannung an den Kapitalmärkten der Vereinigten Staaten, Kanadas und des Vereinigten Königreichs beruhte weniger auf privater Kreditnachfrage als vielmehr auf dem Bedarf des öffentlichen Sektors und auf der restriktiven Kreditpolitik. Das Emissionsvolumen wurde in den Vereinigten Staaten ein wenig größer, während es in Kanada und im Vereinigten Königreich — hier beträchtlich — schrumpfte. In den Vereinigten Staaten erweiterte sich das Volumen der Emissionen des öffentlichen Sektors; die zentralen Stellen nahmen wesentlich mehr und die Bundesstaaten und nichtzentralen öffentlichen Haushalte ebenfalls wiederum mehr Mittel auf als im Vorjahr. Gleichzeitig verringerte sich im privaten Sektor das Volumen der Anleiheemissionen, doch wurde dies bis zu einem gewissen Grade durch die Vergrößerung des Volumens der Aktienemissionen ausgeglichen. In Kanada ergab sich nur bei der Anleihetätigkeit des Staates eine geringfügige Erhöhung, während sich die Emissionstätigkeit in den anderen Kategorien abschwächte; dafür erweiterten sich aber die Auslandsemissionen des öffentlichen und des privaten Sektors. Im Vereinigten Königreich erhöhte sich das Volumen der Aktienemissionen erheblich, wodurch der Rückgang bei den privaten Anleihen mehr als ausgeglichen wurde; hingegen war der Markt für öffentliche Anleihen während des Jahres stark gedrückt, und der Umlauf an

Nettoabsatz von Wertpapieren an nationalen Kapitalmärkten

	Jahr	Öffentlicher Sektor		Privater Sektor ¹		Ausländische Emissionen	Insgesamt	Private und ausländische Emissionen	Nettoabsatz insgesamt
		Staat	Sonstige Stellen	Aktien	Obligationen				
		Milliarden Einheiten der Landeswährung							
Belgien	1966	12,97	12,17	14,82	15,07	0,46	55,49	3,3	6,1
	1967	12,17	24,67	14,47	21,13	0,17	72,61	3,7	7,4
	1968	18,19	25,64	21,52	31,76	.	97,11	5,1	9,2
Dänemark	1966	-0,16	—	0,23	4,20	—	4,27	5,7	5,5
	1967	-0,16	—	0,28	4,37	—	4,50	5,5	5,3
	1968	-0,12	—	0,13	6,85	—	6,86	7,5	7,4
Deutschland (BR)	1966	0,36 ²	0,06	2,71	5,10	1,38 ³	9,61	1,9	2,0
	1967	2,11 ²	2,98	1,91	10,23	0,87 ³	18,09	2,7	3,7
	1968	1,13 ²	2,57	3,15	14,10	5,42 ³	26,36	4,3	5,0
Frankreich	1966	0,56	0,87	3,66	7,11	0,20	12,40	2,1	2,3
	1967	0,21	0,87	3,46	7,00	0,20	11,74	1,9	2,1
	1968	-1,00	0,81	5,56	5,86	—	11,23	1,8	1,8
Italien	1966	735	853 ⁴	470	1 178	81	3 317	4,3	8,3
	1967	457	562 ⁴	398	1 389	22	2 826	4,1	6,5
	1968	831	513 ⁴	473	1 705	44	3 565	4,8	7,6
Niederlande	1966	-0,02	0,66	0,06	0,80	-0,07	1,43	1,1	1,9
	1967	0,32	0,76	0,04	0,26	-0,04	1,35	0,3	1,6
	1968	0,26	0,71	-0,01	0,33	0,01	1,31	0,4	1,4
Schweden	1966	-0,14	0,37	0,65	4,60	—	5,48	4,6	4,8
	1967	1,20	0,53	0,55	5,61	—	7,89	5,0	6,5
	1968	2,15	0,40	0,49	6,28	—	9,33	5,2	7,2
Schweiz ⁵	1966	0,00	0,90	1,26	1,59	0,43 ⁶	4,17	5,1	6,5
	1967	0,06	0,89	1,33	1,60	0,71 ⁶	4,59	5,3	6,7
	1968	0,16	0,60	1,92	2,05	0,82 ⁶	5,56	6,5	7,6
Vereinigtes Königreich	1966	0,23 ⁷	0,19	0,19	0,51	-0,02	1,11	1,8	2,9
	1967	0,53 ⁷	0,22	0,08	0,41	0,11	1,33	1,5	3,4
	1968	-0,51 ⁷	0,12	0,36	0,27	0,23	0,49	2,1	1,2
Vereinigte Staaten ⁷	1966	6,30 ⁸	5,50	4,90	11,10	1,50 ⁸	29,30	2,3	3,9
	1967	12,70 ⁸	8,80	5,00	15,90	1,90 ⁸	44,30	2,9	5,6
	1968	16,90 ⁸	10,10	6,00	13,70	1,90 ⁸	48,60	2,5	5,6
Kanada	1966	0,42	1,59	0,59	0,55	0,04 ⁹	3,18	2,0	5,3
	1967	0,82	1,84	0,50	0,81	—	3,97	2,1	6,4
	1968	0,91	1,40	0,50	0,39	0,01 ⁹	3,22	1,3	4,8
Japan	1966	797	205	433	1 576 ¹⁰	—	3 011	5,7	8,6
	1967	645	245	384	1 702 ¹⁰	—	2 976	5,0	7,2
	1968	581	163	530	1 531 ¹⁰	—	2 804	4,2	5,7

¹ Auch Emissionen halböffentlicher Kreditinstitute und verstaatlichter Unternehmen. ² Veränderung des Umlaufs an Anleihen und Kassenobligationen. ³ Auch die im Inland platzierten Teile von internationalen Anleihen. ⁴ Einschließlich der indirekten Kapitalaufnahme der Staatskasse. ⁵ Auch nichtöffentlich begebene Emissionen. ⁶ Veränderung der umlaufenden Staatsschuld (ohne Schatzwechsel). ⁷ Auf Grund von Angaben der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung des Federal Reserve System, ohne Hypothekenanleihen. ⁸ Direktmissionen einschließlich „agency issues“ und Beteiligungszertifikaten. ⁹ Brutto. ¹⁰ Auch Obligationen öffentlicher Unternehmen.

Staatsanleihen ging beträchtlich zurück. In Japan schrumpfte 1968 das gesamte Emissionsvolumen wie schon im Vorjahr, da sich die Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors weiter verringerte.

Auf dem europäischen Kontinent — mit der hauptsächlichen Ausnahme Frankreichs — ließen die entspannte Kreditlage und die gute Verfassung der

Aktienmärkte die Emissionstätigkeit 1968 fast überall stark zunehmen. Die Anleiheemissionen des privaten Sektors (einschließlich der halböffentlichen Kreditinstitute) weiteten sich in der Regel kräftig aus, woran in einigen Ländern, so in Schweden und Dänemark, vor allem Pfandbriefe beteiligt waren. Die Aktienemissionen expandierten beträchtlich in der Bundesrepublik, der Schweiz und Frankreich.

Bei der Kapitalaufnahme des öffentlichen Sektors ergab sich ein weniger einheitliches Bild. In der Bundesrepublik nahmen sowohl der Bund wie auch die Länder und Gemeinden den Markt in verringertem Umfang in Anspruch, wodurch nicht nur eine Ausweitung der privaten Emissionen, sondern auch eine bemerkenswerte Steigerung der Auslandsanleihen ermöglicht wurde. Demgegenüber führte in Italien und Belgien das erhöhte staatliche Defizit zu einer beträchtlichen Zunahme des Absatzes öffentlicher Anleihen, die hauptsächlich beim Bankensystem placiert wurden. Auch in Schweden setzte der Staat viel mehr Papiere ab, jedoch größtenteils außerhalb des Bankensystems. In Dänemark und Frankreich hatte die Regierung ebenfalls ein erhöhtes Haushaltsdefizit, das aber nicht so sehr durch Emissionen, sondern in erster Linie durch direkte Kreditaufnahme bei den Banken gedeckt wurde.

Auslandsanleihen und internationale Anleihen

Die Emissionen von Auslandsanleihen und internationalen Anleihen stiegen 1968 auf 6,4 Milliarden Dollar — ein Betrag, der um 50 Prozent über dem Vorjahresergebnis liegt. Abermals stiegen die internationalen („Euro“-)Anleihen — also die an mehreren Märkten gleichzeitig begebenen Anleihen — 1968 sehr kräftig, und zwar auf 3,4 Milliarden Dollar (1967: 1,9 Milliarden). Sie übertrafen damit erstmals die Begebung konventioneller, also an einzelnen nationalen Märkten begebener Auslandsanleihen, deren Volumen sich von 2,3 auf 3,0 Milliarden Dollar vergrößerte. Davon entfielen 1,9 Milliarden Dollar auf Anleihen in den Vereinigten Staaten, vor allem von kanadischen Emittenten und internationalen Institutionen, während der Rest fast ausschließlich aus Anleihen auf europäischen — hauptsächlich kontinentalen — Märkten bestand.

Auf der Kapitalgeberseite kam es in den letzten Jahren zu einer ausgeprägten Verschiebung in den relativen Positionen der Vereinigten Staaten und Westeuropas. Der Markt der internationalen Anleihen kann in diesem Zusammenhang im wesentlichen als ein europäischer Markt gelten, da das Kapitalaufkommen direkt oder indirekt aus europäischen Ländern stammt. Rechnet man daher diese Anleihen zu den konventionellen in Europa placierten Auslandsanleihen hinzu, so ergibt sich, daß von allen internationalen Anleihen und Auslandsanleihen im vergangenen Jahr 4,4 Milliarden Dollar bzw. 70 Prozent in Westeuropa aufgelegt wurden, verglichen mit nur 30 Prozent im Jahr 1963. Für die Vereinigten Staaten waren die Prozentsätze genau umgekehrt.

In den ersten Monaten des Jahres 1969 setzte sich diese Umstellung in gleicher Richtung fort. In den ersten vier Monaten betrugen die internationalen Anleihen 1 330 Millionen Dollar, verglichen mit 950 Millionen Dollar in der

**Auslandsanleihen und internationale Anleihen:
Öffentlich und nichtöffentlich begebene Emissionen 1965-1968
nach emittierenden Ländern und Emissionsmärkten¹**

Emittierendes Land bzw. Gebiet	Jahr	Auslandsanleihen: Emissionsmarkt						Internationale Anleihen ²	Anleihen im Ausland insgesamt
		Europa				Vereinigte Staaten	Insgesamt		
		Deutschland (BR) ³	Schweiz	Übrige Länder	Zusammen				
Millionen US-Dollar									
Kontinentaleuropa .	1965	—	40	38	79	25	104	456	559
	1966	—	71	33	104	—	104	426	531
	1967	—	54	5	59	—	59	666	945
	1968	99	89	14	202	—	202	658	860
Vereinigtes Königreich	1965	—	23	—	23	80	103	25	128
	1966	—	12	—	12	—	12	40	52
	1967	—	23	—	23	—	23	51	74
	1968	—	15	—	15	—	15	134	149
Kanada	1965	—	—	—	—	1 034	1 034	—	1 034
	1966	—	—	—	—	1 070	1 070	—	1 070
	1967	—	—	—	—	1 172	1 172	—	1 172
	1968	63	—	—	63	1 155 ⁴	1 217	38	1 255
Vereinigte Staaten	1965	—	10	—	10	—	10	331	341
	1966	180 ⁴	10	—	190	—	190	439	629
	1967	22	49	—	71	—	71	527	598
	1968	35	139	—	174	—	174	2 059	2 232
Japan	1965	10	—	—	10	63	73	25	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—	—
	1967	—	—	—	—	15	15	—	15
	1968	—	14	—	14	—	14	180	194
Übrige Welt	1965	—	—	59	59	215	275	63	357
	1966	—	—	42	42	204	246	101	347
	1967	—	17	116	133	237	370	305	675
	1968	101	25	31	158	260	438	259	698
Internationale Institutionen . .	1965	—	14	56	70	200	293 ⁵	129	421
	1966	—	12	171	182	175	394 ⁵	101	495
	1967	—	14	100	114	510	624	120	744
	1968	218	50	138	405	470	931 ⁵	40	971
Placierte Anleihen insgesamt . . .	1965	10	86	154	251	1 617	1 892 ⁵	1 046	2 938
	1966	190	105	246	530	1 448	2 015 ⁵	1 107	3 123
	1967	22	157	221	400	1 933	2 333	1 889	4 222
	1968	515	331	184	1 030	1 905	2 991 ⁵	3 368	6 359

¹ Mit einer durchschnittlichen Laufzeit von fünf Jahren oder mehr. Anleihen, die Unternehmen über ihre Tochtergesellschaften begeben, werden normalerweise als Anleihen des Landes behandelt, in dem die Muttergesellschaft ihren Sitz hat. ² Anleihen von Gebietsfremden, die in der Bundesrepublik Deutschland in der Zeit von März 1964 bis Ende 1967 begeben wurden, werden im allgemeinen als internationale Anleihen behandelt. Im März 1964 wurde die 25prozentige Kuponsteuer auf Zinszahlungen für deutsche Anleihen im Besitz von Gebietsfremden angekündigt; in der Folge wurden Anleihen von Gebietsfremden, da sie dieser Steuer nicht unterstellt sind, während der genannten Zeit hauptsächlich an Gebietsfremde verkauft und mit Zinssätzen ausgestattet, die unter denen des deutschen Marktes lagen. Nicht in die Auslandsanleihen in Deutschland einbezogen sind die nichtöffentlich bei deutschen Kreditinstituten aufgenommenen Schuldscheindarlehen. ³ Ohne eine kanadische Anleihe von 500 Millionen Dollar (Churchill Falls), die 1968 in den Vereinigten Staaten angeboten wurde, deren Zahlungen sich jedoch auf die Jahre 1969-1973 erstrecken. ⁴ Emission zum Austausch für Aktien einer deutschen Gesellschaft (Texaco/Deutsche Erdöl). ⁵ Einschließlich kleiner in anderen Ländern placierter Beträge.

entsprechenden Vorjahresperiode, während sich die Auslandsanleihen auf dem Kontinent auf 350 Millionen Dollar erhöhten (in der entsprechenden Vorjahresperiode: 175 Millionen Dollar). In den Vereinigten Staaten dagegen erreichten,

soweit sich das aus den bisher unvollständigen Angaben ersehen läßt, die Anleihen ausländischer Emittenten nicht mehr den Umfang aus der entsprechenden Zeit von 1968.

Auslandsanleihen. Der Umstand, daß die konventionellen Auslandsanleihen in fast allen Ländern genehmigungspflichtig sind, hat ihre Ausweitung stark behindert. In den Vereinigten Staaten hat die Zinsausgleichssteuer, insoweit es sich um Anleihen von entwickelten Ländern handelt, weitgehend den gleichen Effekt. Die leichte Verringerung des Volumens der Auslandsanleihen in den Vereinigten Staaten im vergangenen Jahr (Anleihen von Ländern und Institutionen, die nicht der Zinsausgleichssteuer unterliegen) war größtenteils auf die schlechte Verfassung des Kapitalmarktes zurückzuführen. Die Auslandsanleihen in Pfund Sterling auf dem Londoner Markt sanken von dem bereits niedrigen Betrag von 100 Millionen Dollar auf weniger als 40 Millionen Dollar, was sowohl an den Marktverhältnissen wie auch an dem Programm zur freiwilligen Einschränkung der Investitionen in den entwickelten Ländern des Sterlingraums lag.

Demgegenüber machte in Deutschland, wo die ausländischen Emittenten 1968 weiterhin ungehindert Zugang zum Markt hatten, die aufgelockerte Kreditlage den Kapitalmarkt für Auslandsanleihen sehr aufnahmefähig. Ihr Volumen erhöhte sich von nur 20 Millionen Dollar 1967 auf 515 Millionen Dollar und bestritt damit einen Großteil des gesamten Wachstums der konventionellen Auslandsanleihen vom letzten Jahr. Auch in der Schweiz, wo die Genehmigungspraxis für solche Anleihen 1968 großzügig gehandhabt wurde, erhöhte sich ihr Volumen kräftig, nämlich von 160 auf 330 Millionen Dollar. In den anderen kontinentalen Ländern blieb der Betrag der Auslandsanleihen im Jahr 1968, obwohl er das Ergebnis von 1967 übertraf, vergleichsweise klein; es handelte sich dabei fast ausschließlich um Anleihen internationaler Institutionen.

Im ersten Quartal von 1969 setzten sich die Emissionen von Auslandsanleihen — wie auch die Begebungen internationaler DM-Anleihen — in der Bundesrepublik in besonders großem Umfange fort. Daraufhin vereinbarten die Banken im April eine freiwillige Emissionsregelung mit dem unmittelbaren Ziel, das monatsdurchschnittliche Emissionsvolumen für den Rest des Jahres unter seinem Stand in den ersten drei Monaten zu halten. Von Bedeutung war unter den Ereignissen der letzten Zeit ferner die Herabsetzung der US-Zinsausgleichssteuer Anfang April von einem Zinsäquivalent von $1\frac{1}{4}$ auf $\frac{3}{4}$ Prozent.

Internationale Anleihen. Auf der Kapitalnehmerseite kam der starke Auftrieb bei den internationalen Anleihen 1968 von den US-Unternehmen und ihren Finanzierungsgesellschaften. Weitgehend infolge des einschneidenden Zahlungsbilanzprogramms, das die Vereinigten Staaten zu Beginn des Jahres eingeführt hatten, steigerten diese Gesellschaften ihre internationalen Emissionen auf 2 060 Millionen Dollar (im Vorjahr: 525 Millionen). Sie bestritten damit etwas mehr als den gesamten Zuwachs an solchen Anleihen, und der Anteil der Vereinigten Staaten am Gesamtvolumen stieg dadurch auf 61 Prozent (im Vorjahr: 28 Prozent).

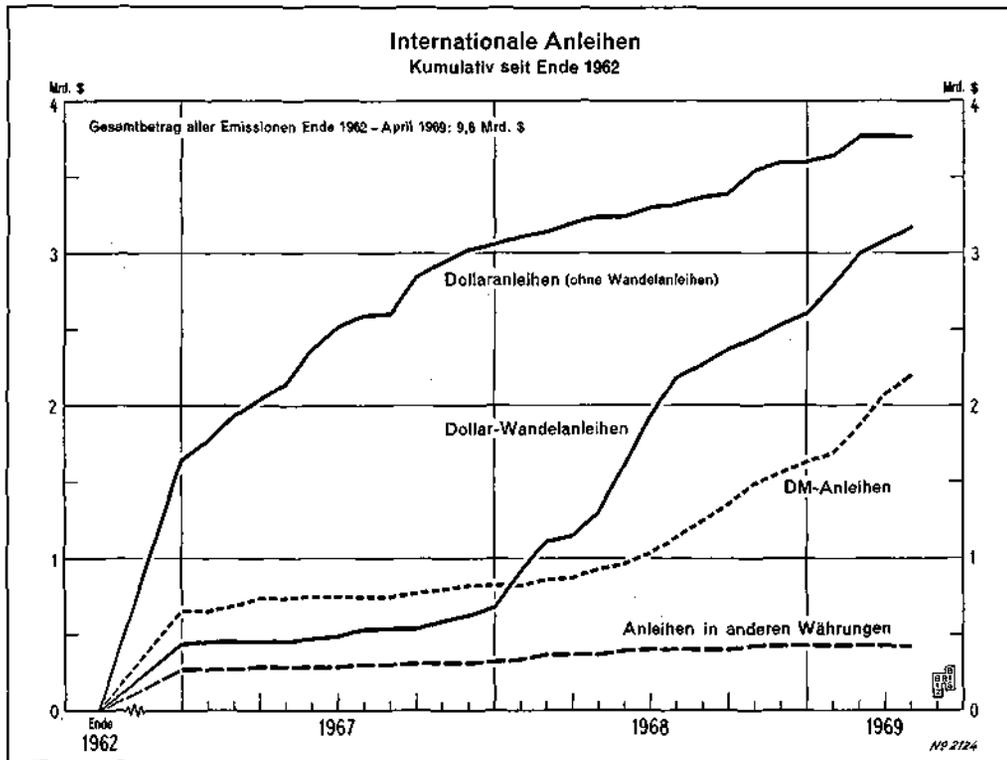
Die internationalen Anleihen europäischer Emittenten betragen im Jahr 1968 nur 790 Millionen Dollar, gegenüber 935 Millionen im Vorjahr. Dieser Rückgang beruhte hauptsächlich auf einer Zurückhaltung in den ersten Monaten des Jahres, in denen die US-Gesellschaften den Markt in ungewöhnlich starkem Umfang in Anspruch nahmen. Im gesamten Jahr erhöhte sich das Volumen von Anleihen österreichischer und italienischer Emittenten nur mäßig; stärker stiegen die Begebungen zugunsten Finnlands und des Vereinigten Königreichs; die größte Zunahme verzeichneten jedoch die holländischen Placierungen, die sehr kräftig auf 184 Millionen Dollar anwuchsen (im Vorjahr: 33 Millionen). Demgegenüber beanspruchten Dänemark, Frankreich, Norwegen, Portugal und verschiedene europäische Gesellschaften (beispielsweise Eurofima, Transalpine und Shell) den Markt viel weniger als 1967, während Belgien, Deutschland und Schweden überhaupt keine neuen Anleihen auflegten.

Kanada trat am internationalen Anleihemarkt erstmals im August 1968 in Erscheinung, als eine Provinz eine DM-Anleihe im Gegenwert von 38 Millionen Dollar begab. Die Anleihen der bisher noch nicht behandelten Länder stiegen um 135 auf 440 Millionen Dollar, vor allem deshalb, weil der Markt erstmals seit drei Jahren wieder von japanischen Emittenten in Anspruch genommen wurde. Die internationalen Institutionen schließlich, die sich mehr den konventionellen Auslandsanleihen zuwandten, verringerten den Betrag ihrer internationalen Anleihen im vergangenen Jahr auf 40 Millionen Dollar (im Vorjahr: 120 Millionen).

Auf der Kapitalgeberseite beruhte das vergrößerte Mittelaufkommen 1968 weitgehend auf der allgemein reichlichen Kreditversorgung in den kontinentalen Ländern. Die wichtigste Quelle blieb die Schweiz, die schon früher ein Drittel bis die Hälfte der neuen Emissionen übernommen haben dürfte, wobei allerdings den größten Teil die schweizerischen Banken für ausländische Kunden innerhalb und außerhalb Europas erwarben. Darüber hinaus läßt sich den Zahlungsbilanzstatistiken entnehmen, daß internationale Anleihen im vergangenen Jahr auch in Deutschland, Italien, Belgien und den Niederlanden in erheblich größerem Umfang gekauft wurden. Andererseits sind US-Bürger durch die Zinsausgleichssteuer und britische Bürger durch das hohe Aufgeld für Investmentdollar praktisch vom Erwerb solcher Anleihen ausgeschlossen. Käufer in den skandinavischen Ländern und seit dem letzten Jahr in Frankreich haben Devisenvorschriften zu beachten. Zu erwähnen ist noch, daß in Italien im April 1969 Bestimmungen in Kraft traten, die den Spielraum der italienischen Banken für die Beteiligung an internationalen Anleihekonsortien einengen.

In Anbetracht der 1968 herrschenden Verhältnisse zeugt die starke Ausweitung des internationalen Anleihemarktes von seiner Anpassungsfähigkeit. In der ersten Hälfte des Jahres war von Bedeutung, daß die Ungewißheiten in bezug auf das Gold und den Dollar weiterbestanden und daß sich die inflatorischen Anspannungen in den Vereinigten Staaten verstärkten. Da die Zinssätze für normale Dollaranleihen stark anzogen und zugleich der US-Aktienmarkt vom Frühjahr an eine steigende Tendenz hatte, kam es zu einer ausgeprägten Umschichtung von normalen Dollaranleihen zu Dollar-Wandelanleihen. Für den Anleger boten die Wandelanleihen einen Schutz sowohl gegen die Inflation in den Vereinigten

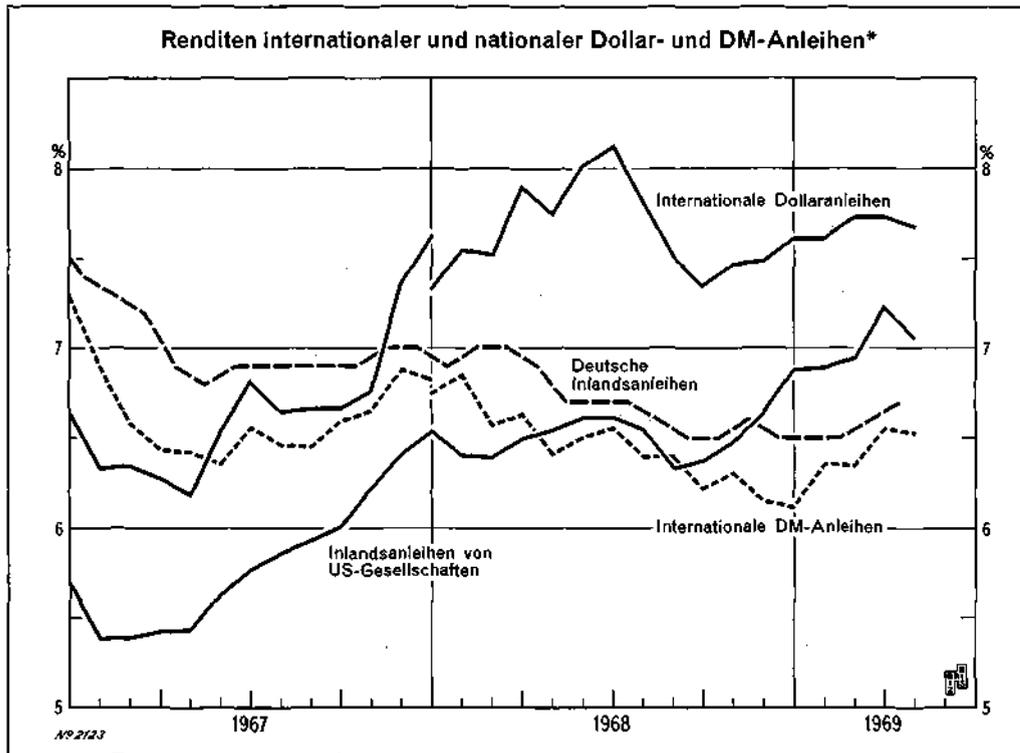
Staaten wie auch gegen das Dollarkursrisiko. Bis zum Sommer gingen die Renditen für solche Anleihen sogar zurück, aber etwa vom August an mußten die Ausgabekonditionen wieder attraktiver gestaltet werden, als die normalen Dollaranleihen wieder mehr in den Vordergrund traten und das Volumen der DM-Anleihen sich kräftig ausdehnte. Im gesamten Jahr 1968 stiegen die Emissionen von Dollar-Wandelanleihen auf 1,9 Milliarden Dollar (im Vorjahr nur 245 Millionen), während das Volumen der normalen Dollaranleihen auf 535 Millionen Dollar sank (im Vorjahr: 1,4 Milliarden Dollar).



Die Ausgabe von DM-Anleihen verstärkte sich seit dem Frühjahr 1968, jedoch besonders nach der Jahresmitte, als Gerüchte über eine mögliche Aufwertung der Deutschen Mark Fuß zu fassen begannen. Da DM-Anleihen relativ niedrig verzinslich waren, schienen sich die Emittenten durch einen möglichen Aufwertungsverlust nicht abschrecken zu lassen. Die internationalen DM-Anleihen stiegen von nur 170 Millionen Dollar im Jahr 1967 auf 805 Millionen Dollar 1968 und damit von 9 auf 24 Prozent des Gesamtvolumens der internationalen Anleiheemissionen.

Bemerkenswert war seit den letzten Monaten des Jahres 1967 die unterschiedliche Renditeentwicklung bei internationalen Dollar- und DM-Anleihen, die zur Herausbildung eines großen Zinsgefälles führte. Im Herbst 1967 betrug die Rendite beider Typen rund $6\frac{3}{4}$ Prozent. Danach jedoch kletterten die Renditen bei den Dollaranleihen bis auf 8,1 Prozent im Juni 1968, während sie bei den DM-Anleihen langsam nachgaben und im Juni 1968 rund $6\frac{1}{2}$ Prozent betragen.

Von der Jahresmitte an sanken die Renditen der Dollaranleihen ziemlich stark auf 7,3 Prozent im September, aber das Gefälle verringerte sich nicht sehr, da die DM-Renditen ihren Abstieg fortsetzten. Bis zum Jahresende hatte sich das Gefälle wieder vergrößert: die Dollarrenditen waren auf 7,6 Prozent gestiegen und die DM-Renditen auf 6,1 Prozent gesunken — ihren bisher niedrigsten Stand. In den ersten Monaten des Jahres 1969 erhöhte sich die Verzinsung der DM-Anleihen beträchtlich; Ende April hatte sie fast 6,6 Prozent erreicht, während die Dollarrenditen zu diesem Zeitpunkt bei 7,7 Prozent standen.



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

Interessanterweise haben sich die Renditen der internationalen und nationalen Dollaranleihen weitgehend parallel zueinander verändert, genau wie die Renditen der internationalen und der nationalen DM-Anleihen. Das deutet darauf hin, daß die Arbitrage zwischen internationalen und nationalen Anleihen derselben Währung besser gespielt hat als die Arbitrage zwischen internationalen Anleihen verschiedener Währungen. Der Markt für internationale Anleihen in einer bestimmten Währung hat natürlich in bezug auf den Markt der Inlandsanleihen dieser Währung nur eine marginale Größe, so daß die Renditen der internationalen Anleihen der betreffenden Währung naturgemäß die Tendenz zeigen, sich denjenigen der entsprechenden nationalen Anleihen anzupassen. Daß andererseits die Verzinsung internationaler Anleihen zwischen verschiedenen Währungen so unterschiedlich sein kann, erklärt sich zum Teil aus Währungspräferenzen und Währungsrisiken.

Was die Struktur des internationalen Anleihemarktes betrifft, so ist seine Entwicklung sicher noch nicht an ihrem Ende angelangt. Zeitweise gab es Probleme in bezug auf die Notierungen, das Übereignungsverfahren und die Lieferung der Stücke. Jedoch wurden und werden Bemühungen unternommen, um hier Abhilfe zu schaffen. Zudem dürfte der Sekundärmarkt, auch wenn er noch ziemlich eng ist, mit der Zeit weiter und leistungsfähiger werden.

Ohne jeden Zweifel waren die Ergebnisse des internationalen Anleihemarktes in den letzten Jahren eindrucksvoll. Jedoch ist zu fragen, inwieweit sein Wachstum als solches wirtschaftspolitisch sinnvoll ist. Zwar haben die damit verbundenen Kapitalbewegungen im allgemeinen zur Milderung von bestehenden Ungleichgewichten in den Leistungsbilanzen beigetragen. Aber in nicht geringem Maße gingen diese Bewegungen von selektiven Maßnahmen und nicht von Anpassungsprozessen auf der Seite der Nachfrage, der Kosten und der Zinssätze aus. Infolgedessen besteht die Gefahr, daß der Markt oft dazu dient, eine fundamentalere Anpassung der vorhandenen Ungleichgewichte über Gebühr hinauszuögern. Längerfristig sollten die Staaten also auf geeignete binnenwirtschaftliche Anpassungen hinarbeiten, die sie der Notwendigkeit entheben, mit selektiven Maßnahmen die Einfuhr und Ausfuhr von Kapital anzuregen.

Die Entwicklung in einzelnen Ländern

Kanada. Nach fast zweijährigem mäßigem Anstieg vergrößerte sich die Produktion ab Anfang 1968 sehr viel rascher, wobei sowohl der Export kräftig wuchs als auch die Inlandsnachfrage sich belebte, mit besonders starken Auftriebskräften im Wohnungsbau, im öffentlichen Sektor und im Bereich der Anlageinvestitionen. Die Kreditpolitik war zunächst restriktiv, was hauptsächlich damit zusammenhing, daß der kanadische Dollar im Anschluß an die Pfundabwertung unter Abgabedruck geriet. Der Diskontsatz der Bank von Kanada wurde im Januar von 6 auf 7 Prozent erhöht und, nachdem eine Reihe von vorübergehenden Maßnahmen zur Dämpfung des Kapitalabflusses ergriffen worden waren, im März, kurz vor der Diskontsatanhebung in den Vereinigten Staaten, weiter auf 7½ Prozent heraufgesetzt. Durch neue fiskalische Maßnahmen im Frühjahr — dabei handelte es sich vor allem um einen 3prozentigen Zuschlag zur Einkommens- und Körperschaftssteuer und um eine Vorverlegung der Steuerzahlungstermine für die Gesellschaften — sollte die unerwartet starke Ausweitung des Defizits im Bundeshaushalt eingedämmt werden.

Im weiteren Verlauf des Jahres setzte sich die Expansion fort, unter anderem deshalb, weil die Lager wieder aufgefüllt und vermehrt Gebrauchsgüter gekauft wurden, während die Exportausweitung eine nennenswerte Verbesserung im Außenhandel bewirkte. Dagegen blieben die Anlageinvestitionen der Wirtschaft, obgleich sie weiter zunahmen, unter dem maximalen Volumen, das sie Anfang 1967 erreicht hatten. Außerdem wuchs die Erwerbsbevölkerung sehr rasch, und die Arbeitslosigkeit stieg kontinuierlich von 4½ Prozent Ende 1967 auf den beunruhigenden Stand von 5½ Prozent im Sommer (saisonbereinigte Zahlen). Unter diesen Umständen und angesichts der Entwicklung in den Vereinigten Staaten wurde die Kreditpolitik ziemlich kräftig gelockert. In den Monaten

Juli bis September senkte die Bank von Kanada ihren Diskontsatz dreimal, und zwar von $7\frac{1}{2}$ Prozent — was gemessen an den US-Zinsen ein ungewöhnlich hoher Stand gewesen war — auf schließlich 6 Prozent.

Der Staatshaushalt war im Kalenderjahr 1968 stark defizitär. Zu einem großen Teil wurde der Fehlbetrag durch die zugelassenen Geschäftsbanken finanziert, deren liquide Forderungen und Bestände an Staatspapieren sich während des Sommers in beträchtlichem Umfang erhöhten. Die Ausweitung der Bankenliquidität verlangsamte sich jedoch im Herbst infolge einer erneuten Straffung der Kreditpolitik, und im Dezember wurde der amtliche Diskontsatz auf $6\frac{1}{2}$ Prozent erhöht, gleichzeitig mit der Diskontsatzanhebung in den Vereinigten Staaten. Die Finanzmärkte wurden am Jahresende, als die Auftriebskräfte bereits ziemlich stark geworden waren, verknappt. Das Volumen an Bargeld und an Einlagen bei den Geschäftsbanken wuchs im gesamten Jahr um $13\frac{1}{2}$ Prozent und damit nicht viel weniger als im Jahr 1967 mit seiner außergewöhnlich hohen Zuwachsrate von 14 Prozent. Das Volumen der Bankkredite erweiterte sich 1968 um 12,4 Prozent (1967: 14,2 Prozent) und der Bestand der Banken an Staatspapieren um fast 1 Milliarde Dollar (1967: rund 750 Millionen).

Am Kapitalmarkt kam es Anfang 1968 und dann wieder am Ende des Jahres zu einer ernsthaften Verknappung und zu einem heftigen Zinsanstieg, die beide hauptsächlich auf die starke kreditpolitische Restriktion zurückgingen. Das Volumen der Emissionen in kanadischen Dollar schrumpfte 1968 um rund 20 Prozent — fast ebensoviel, wie es 1967 zugenommen hatte —, da die nicht-zentralen öffentlichen Haushalte und die Unternehmen vermehrt kurzfristige Kredite aufnahmen und sich den Auslandsmärkten zuwandten.

Trotz dem beharrlich höheren durchschnittlichen Stand der Arbeitslosigkeit wurde es 1968 immer schwerer, die Preisinflation in Schach zu halten. Die Lohnkosten in der verarbeitenden Industrie stiegen zwar langsamer als 1967, aber dennoch rascher als die Produktivität. Außerdem entfiel durch die Inflation in den Vereinigten Staaten ein Teil des ausländischen Wettbewerbsdrucks, so daß die Verbraucherpreise um rund 4 Prozent — also noch mehr als 1967 — stiegen und inflatorische Erwartungen immer mehr um sich griffen.

In dieser Situation wurde die Fiskalpolitik gegen Jahresende restriktiver gestaltet. Die Regierung gab eine Reihe von Ausgabeneinsparungen bekannt, und im Staatshaushalt war vorgesehen, daß ab Januar 1969 ein weiterer Zuschlag von 2 Prozent zur Einkommenssteuer erhoben, der Einzug der Körperschaftssteuer weiter beschleunigt und der Umfang der Steuervergünstigungen für Finanzinstitute verringert werden sollte. Insgesamt sollte durch diese Maßnahmen für das im März 1969 endende Haushaltsjahr das veranschlagte Defizit von 730 auf 675 Millionen kanadische Dollar verringert und für das darauffolgende Haushaltsjahr ein kleiner Überschuß erzielt werden.

In den ersten Monaten des Jahres 1969 hatte es den Anschein, als stünde eine Erholung der privaten Investitionstätigkeit mit einer entsprechenden belebenden Wirkung auf die Konjunktur bevor, und die monetäre Restriktion wurde verstärkt. Seit Januar werden die Reserven der Geschäftsbanken so

berechnet, daß die Bankkreditgewährung schneller als bisher auf Reserveveränderungen reagiert. In den ersten Märztagen erhöhte die Bank von Kanada ihren Diskontsatz auf 7 Prozent, und im April gab sie bekannt, daß im Juni der für die Sekundärreserven der Banken geltende Mindestsatz von 7 auf 8 Prozent erhöht werden soll. Im Mai war von weiteren fiskalischen Restriktionsmaßnahmen die Rede.

Japan. Unter dem Einfluß der monetären Restriktion — unter anderem erhöhte die Bank von Japan im Januar ihren Diskontsatz von 5,840 auf 6,205 Prozent — wurde das Wachstum der Produktion in den ersten Monaten des Jahres 1968 etwas langsamer, und zwar in Verbindung mit einer Anpassung der Lagerbestände. Aber unter dem Einfluß einer kräftigen Ausweitung der Exporte insbesondere nach den Vereinigten Staaten setzte bald wieder eine rasche allgemeine Expansion ein, an der auch die privaten Ausrüstungsinvestitionen, der Verbrauch und der Wohnungsbau beteiligt waren. Dagegen nahmen die Einfuhren, nachdem sie im ersten Quartal zurückgegangen waren, nur mäßig zu, während sich die Exporte kräftig weiter erhöhten. Die Verbraucherpreise stiegen zwar mit einer Jahresrate von 5,3 Prozent, doch hielt sich der Anstieg damit noch einigermaßen im Rahmen der Ergebnisse aus den Vorjahren, und in den Industrien des typischen Massengüterexports wurde der Kostenanstieg durch eine rasche Produktivitätsverbesserung aufgefangen.

In dieser Situation senkte die Bank von Japan ihren Diskontsatz im August auf 5,840 Prozent, und Ende September setzte sie die von den Banken bei ihrer Kreditgewährung zu beachtenden Richtlinien außer Kraft, die seit ungefähr zwölf Monaten gegolten hatten. Vorsichtshalber wurden die Großbanken jedoch aufgefordert, ihre Reservepositionen nicht zu verschlechtern. Während des Jahres erhielten die Banken per Saldo in beträchtlichem Umfang Liquidität aus ihren Devisenverkäufen an die Währungsbehörden. Eine andere wichtige Liquiditätsquelle waren die — außerhalb des Budgets vorgenommenen — vermehrten Getreidekäufe des Staates, die durch Ausgabe kurzfristiger, bei der Bank von Japan mobilisierbarer Papiere finanziert wurden. Dadurch verbesserte sich die Liquiditätslage der Banken im Laufe des Jahres 1968, obgleich die Zinssätze des Marktes am Ende des Jahres im allgemeinen ungefähr so hoch waren wie an seinem Beginn.

Unter solchen Umständen stiegen die Geld- und Quasigeldverbindlichkeiten des Bankensystems um 14,8 Prozent (1967: 15,5 Prozent), während das Bruttosozialprodukt in jeweiligen Preisen um 17½ Prozent und in konstanten Preisen um 14 Prozent zunahm. Die Nachfrage nach Bankkrediten blieb im allgemeinen lebhaft, und trotz der restriktiven Kreditpolitik in der ersten Jahreshälfte vergrößerte sich das Volumen der Kredite an den privaten Sektor um etwa 14 Prozent (1967: 16 Prozent) und an den öffentlichen Sektor noch mehr als im Vorjahr. Dagegen weitete sich das Volumen der gesamten Kreditforderungen der nicht zum Bankensektor gehörenden Finanzinstitute etwa ebenso stark aus wie vorher.

Der gesamte Nettokreditbedarf des öffentlichen Sektors blieb 1968 fast unverändert, aber das eigentliche staatliche Haushaltsdefizit ging dank einem

raschen Einnahmenwachstum beträchtlich zurück, so daß das für das Haushaltsjahr 1968/69 geplante Anleihevolumen von 640 auf 460 Milliarden Yen verringert werden konnte.

Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung¹

	Jahr	Unternehmen	Private Haushalte	Staat	Staatsunternehmen und nichtzentrale öffentliche Haushalte	Bankensystem	Andere Finanzinstitute	Ausland ²
	Milliarden Yen							
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (-)	1966	-1 418	3 316	- 254	-1 194	.	.	450
	1967	-2 829	4 109	- 292	-1 057	.	.	69
	1968	-2 911	4 669	77	-1 457	.	.	377
Nettoveränderung der Forderungen und Verbindlichkeiten (Zunahme -)								
Geld und Termineinlagen	1966	1 790	3 611	- 605	140	-3 209	-1 717	
	1967	1 723	4 333	- 603	210	-3 279	-2 184	
	1968	1 992	4 669	- 992	156	-4 324	-1 700	
Versicherungs- und Trust-Forderungen	1966	51	1 148	- 166	6	- 25	-1 014	
	1967	76	1 273	- 164	6	- 28	-1 163	
	1968	131	1 514	- 235	4	1	-1 415	
Wertpapiere (netto)	1966	- 454	472	- 579	- 902	456	958	
	1967	- 421	477	- 478	- 923	698	606	
	1968	- 369	621	- 382	- 890	599	563	
Kredite	1966	-3 915	-1 583	1 027	- 404	2 905	1 970	
	1967	-5 135	-1 834	1 128	- 317	3 235	2 923	
	1968	-5 612	-1 867	1 504	- 636	3 649	2 962	
Zentrale Reserven	1966							12
	1967							25
	1968							319
Sonstige Auslandsforderungen (netto)	1966	353		80	- 37	56		447
	1967	- 115		107	- 30	38		71
	1968	- 56		91	- 52	113		89
Verschiedene Transaktionen ³	1966	767	- 332	- 11	3	- 184	- 197	15
	1967	1 043	- 140	- 82	- 3	- 588	- 182	27
	1968	1 003	- 469	91	- 39	- 38	- 410	31

¹ Vorläufige Schätzungen. ² Positive Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) gegenüber dem Ausland. ³ Auch Lieferantenkredite und statistische Abweichungen.

Auf der Basis einer lebhaften Nachfrage des Inlands und des Auslands erhöhten die Unternehmen 1968 ihre Ersparnis beträchtlich, so daß trotz ihren wiederum kräftig gesteigerten Investitionen ihr gesamtes Nettofinanzierungsdefizit nur wenig größer war als 1967. Dennoch steigerten die Unternehmen ihre Kreditaufnahme bei inländischen Kreditinstituten etwa im gleichen Tempo wie vorher; einen Teil der aufgenommenen Beträge behielten sie in liquider Form. Der Nettoabsatz von Wertpapieren der Unternehmen war etwas kleiner als 1967. Der Sektor der privaten Haushalte weitete seine Investitionen, vor allem im

Wohnungsbau, beträchtlich aus, aber ein bedeutender Anstieg seiner Ersparnisbildung ermöglichte es ihm, seinen Bestand an liquiden Mitteln und Versicherungsforderungen zu erhöhen, ohne wesentlich mehr Kredite als 1967 aufzunehmen.

In den ersten Monaten des Jahres 1969 blieb die Wirtschafts- und Konjunkturpolitik vorsichtig, obgleich es kaum Anzeichen dafür gab, daß die Handelsbilanz schlechter oder der Preisanstieg rascher wurde. Die Bank von Japan erhielt die Kontrolle über die Reservepositionen der Banken aufrecht, und im Staatshaushalt für 1969/70 wurde eine Verringerung der Anleiheemissionen auf 490 Millionen Yen vorgesehen. Für die Haushaltsausgaben des Staates ist ein gegenüber 1968/69 etwas beschleunigter Anstieg geplant, aber die Zuwachsrate der gesamten öffentlichen Ausgaben soll unter derjenigen gehalten werden, die für das Bruttosozialprodukt erwartet wird.

Italien. Bis zum Spätsommer des Jahres 1968 erhöhte sich die Produktion in einem relativ guten, aber doch etwas enttäuschenden Tempo; die Hauptantriebskraft war das anhaltend rasche Wachstum des Exports. Die Inlandsnachfrage, insbesondere die Konsumnachfrage, zeigte Schwächetendenzen, was offensichtlich daran lag, daß sich die Entwicklung der öffentlichen Haushalte als zu restriktiv erwies, da die Einnahmen gemessen an den Ausgaben zu sehr stiegen. Dies beruhte grobenteils auf der schleppenden Abwicklung der veranschlagten Ausgaben insbesondere für öffentliche Investitionen. Zum Teil war die Abschwächung im Wachstum des Verbrauchs, die mehr nominaler als realer Natur war, auch darauf zurückzuführen, daß vermehrt Mittel dem Wohnungsbau zugeleitet wurden.

Im Spätsommer wurde ein neues Programm hauptsächlich fiskalischer und budgetärer Maßnahmen zur Belebung der Konjunktur beschlossen. Unter anderem wurden Steuergutschriften für neue Investitionen eingeführt, die Sozialversicherungslasten für süditalienische Firmen zum Teil von der Regierung übernommen, die zusätzliche steuerliche Belastung des Elektrizitätsverbrauchs beseitigt, neue Kreditfazilitäten für kleine und mittlere Unternehmen geschaffen und weitere Gelder für Eisenbahninvestitionen bereitgestellt. Ungefähr von dieser Zeit an wurde die Konjunktur lebhafter, was hauptsächlich an einem erneuten Anstieg der Exporte, daneben aber auch daran lag, daß die öffentlichen Ausgaben beschleunigt zuzunehmen begannen.

Die industrielle Erzeugung stieg in der Zeit von Dezember bis Dezember um 7,2 Prozent (1967: 6,3 Prozent). Das reale Bruttosozialprodukt erhöhte sich um 5,7 Prozent (1967: 6,4 Prozent); rund 45 Prozent des Nachfragezuwachses wurden von den Exporten bestritten. Die gewerblichen Anlageinvestitionen wuchsen nicht so rasch wie 1967, aber der Wohnungsbau machte gute Fortschritte. Der Verbrauch erhöhte sich nur mäßig, was zum Teil darauf zurückging, daß die Löhne langsamer stiegen als 1967. Die Vorratsbildung verringerte sich beträchtlich. Die Importe gingen unter solchen Umständen, insbesondere in der ersten Jahreshälfte, zurück, zumal sich hier auch die Wirkung der guten Ernte von 1967 bemerkbar machte.

Der budgetpolitische Kurswechsel zur Expansion hin zeigt sich deutlich daran, daß sich das Defizit in der zusammengefaßten Rechnung der öffentlichen

Haushalte 1968 auf 1 165 Milliarden Lire erhöhte (1967: 695 Milliarden). Die laufenden Ausgaben dieses Sektors (einschließlich der Übertragungen) wuchsen um 11 Prozent (1967: 8,7 Prozent) und seine Investitionen um 23 Prozent, nachdem sie 1967 um 5 Prozent abgenommen hatten. Der Kassenfinanzierungsbedarf des Staates stieg 1968 auf 2 070 Milliarden Lire (1967: 1 225 Milliarden); er wurde hauptsächlich durch Kredite des Bankensystems gedeckt. So übernahmen die Kreditinstitute Wertpapiere, die durch oder für die Staatskasse ausgegeben wurden, im Betrage von 850 Milliarden Lire (1967: 305 Milliarden). Zudem erhielt der Staat von der Zentralbank insgesamt 500 Milliarden Lire, nachdem er im Jahr vorher per Saldo 140 Milliarden Lire zurückgezahlt hatte. Die Staatspapierverkäufe an Nichtbanken waren zwar noch beträchtlich, aber wesentlich kleiner als 1967.

Die außenwirtschaftlich bedingte Liquiditätsschöpfung blieb weit hinter derjenigen zurück, die durch das Staatskassendefizit bewirkt wurde, war aber bedeutend umfangreicher als 1967. Noch größer wäre sie allerdings gewesen, wenn es nicht einen einmalig hohen Abfluß langfristigen Kapitals gegeben hätte. Angesichts der verhältnismäßig aufgelockerten Kreditlage im Inland und der Attraktivität der Auslandsanlagen wurden italienische Gelder in einem Umfang *ins Ausland verbracht*, der einen großen Teil des ungewöhnlich hohen Überschusses in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz absorbierte.

Bei der relativ schwachen Inlandsnachfrage weitete sich das Volumen der Bankkredite 1968 nicht mehr so stark aus. Die Forderungen der Kreditinstitute an die Wirtschaft stiegen nur noch um rund 10 Prozent (1967: über 15 Prozent). Dagegen vergrößerten sich die Einlagenverbindlichkeiten um über 13 Prozent und damit fast ebenso rasch wie im Vorjahr. Unter diesen Umständen kauften die Banken vermehrt Wertpapiere (ohne Schatzwechsel), nämlich im Betrage von 1 535 Milliarden Lire (1967: 1 010 Milliarden Lire); mehr als die Hälfte dieses Betrages entfiel auf Emissionen für die Staatskasse. Außerdem wurde unter dem Einfluß der hohen Auslandszinsen die Nettoauslandsposition der Banken, die vorher ungefähr ausgeglichen gewesen war, stark aktiv.

Im Gegensatz zur Kreditgewährung der Banken erhöhte sich die Gewährung mittel- und langfristiger Kredite durch Sonderkreditinstitute im vergangenen Jahr beschleunigt, nämlich um 17,6 Prozent.

Der Nettoabsatz von Wertpapieren stellte sich 1968 auf 3 565 Milliarden Lire; er war damit um ein ganzes Viertel größer als 1967. Nicht nur die Emissionen für die Staatskasse, sondern auch diejenigen der Sonderkreditinstitute und der öffentlich-rechtlichen Organisationen (ENI, IRI usw.) erhöhten sich beträchtlich. Neben den Banken erwarben auch andere Anleger in erheblich vermehrtem Umfang Papiere. Die langfristigen Zinssätze blieben in Übereinstimmung mit den wirtschaftspolitischen Zielen wie schon in den drei vorangegangenen Jahren ziemlich stabil.

In den letzten Jahren befand sich Italien in einer immer paradoxer werdenden Situation. Obgleich dieses Land auf ein rasches Wachstum angewiesen ist, wurde seine relativ hohe Ersparnis, statt in vollem Umfang für Produktiv- und Sozialinvestitionen im Inland verwendet zu werden, zum Teil in Form eines

Leistungsbilanzüberschusses exportiert. 1968 absorbierte der Leistungsbilanzüberschuß reichlich 20 Prozent der gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnis und fast $4\frac{1}{2}$ Prozent des Volkseinkommens. Die Behörden suchen hier auf zweierlei Weise Abhilfe zu schaffen. Durch die Budgetpolitik soll die Inlandsnachfrage im erforderlichen Umfang stimuliert werden. Zusätzlich sollen direkte Eingriffe dem Kapitalabfluß Einhalt gebieten. Gegen Ende März wurden die Banken aufgefordert, ihre — aktive — Nettoauslandsposition nach und nach so zu verringern, daß sie bis zum 30. Juni 1969 ausgeglichen ist. Anfang April entzog die Banca d'Italia den Kreditinstituten die allgemeine Genehmigung, sich an Konsortien zur Übernahme und Placierung ausländischer Emissionen zu beteiligen. Gleichzeitig wurde bestimmt, daß ausländische Investmentfonds ihre Zertifikate in Italien nicht mehr ohne Genehmigung verkaufen dürfen, und die Genehmigung wird nur solchen Gesellschaften erteilt, deren Portefeuille zu wenigstens 50 Prozent aus italienischen Papieren besteht.

Schweiz. Seit dem Herbst 1967 ist die Konjunktur in der Schweiz wieder expansiv. Das reale Bruttosozialprodukt wuchs 1968 um $3\frac{1}{2}$ Prozent, nachdem es in den vorangegangenen drei Jahren von Jahr zu Jahr weniger und 1967 schließlich nur noch um 1,9 Prozent zugenommen hatte. Die Hauptantriebskraft des beschleunigten Wachstums war die Auslandsnachfrage, aber etwa von der Jahresmitte an erholten sich in gewissem Umfang auch die Anlageinvestitionen. Dagegen blieb die Verbrauchsnachfrage ziemlich gedämpft; sie stieg wiederum weniger als im Vorjahr. Unter solchen Umständen blieb der Arbeitsmarkt in ziemlich aufgelockerter Verfassung und das Preisniveau stabil.

Im geldwirtschaftlichen Bereich herrschte das ganze Jahr hindurch eine entspannte Lage. Mitbestimmend hierfür war der gemäßigte Umfang der inländischen Kreditnachfrage und ein bemerkenswerter Anstieg der Ersparnisbildung. Aber eine sehr wichtige Rolle spielte auch die Erhöhung des Überschusses in der Ertragsbilanz und vor allem der Zustrom ausländischer Gelder. Die Banken, die bereits zu Beginn des Jahres sehr liquide waren, erhielten während der Goldkrise im Frühjahr und dann wieder zur Zeit der politischen Ereignisse in Frankreich im Mai und Juni erhebliche Beträge aus dem Ausland. Eine neue Welle kam im November, als die Währungsspekulation ihren Höhepunkt erreichte. Die Banken verwendeten diese ausländischen Gelder jedoch für Auslandsanlagen, wobei sie zeitweise von Swapfazilitäten Gebrauch machten, die die Nationalbank ihnen bot. Außerdem setzten sie unter dem Einfluß der attraktiven Auslandszinsen in erheblichem Umfang auch inländische Mittel ein, um ihre Nettoauslandsforderungen zu erhöhen. Der Tagesgeldsatz wies große Schwankungen auf, aber für das Jahr als Ganzes zeigte er einen Aufwärtstrend entsprechend der Entwicklung in anderen Zentren.

Das Volumen der Bankkredite erhöhte sich 1968 um fast 10 Prozent und damit praktisch ebenso sehr wie 1967. Dabei vergrößerte sich allerdings nach neu verfügbaren Statistiken das Volumen der Kredite an das Inland nur um 8,4 Prozent (5,1 Milliarden Schweizer Franken). Läßt man die Hypothekenkredite, die mehr als die Hälfte des Zuwachses bestreiten, außer Betracht, so verringert sich der Zuwachs auf 7,6 Prozent. Dagegen nahmen auf der Passivseite die Einlagen und

sonstigen Mittel erheblich zu. Dieser Anstieg beruhte teils auf dem Zufluß ausländischer Gelder und teils auf der inländischen Ersparnisbildung. Unter diesen Umständen blieben die Zinskonditionen weitgehend unverändert. Bei den Sollzinsen war jedoch von Bedeutung, daß die Hypothekensätze eine erneute Auftriebstendenz zeigten. Der wesentliche Grund hierfür war, daß in zunehmendem Maße 5–8jährige Kassenobligationen bei Fälligkeit durch neue Emissionen ersetzt wurden, die zu den seit 1967 herrschenden höheren Sätzen verzinslich sind.

Die Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren nahm 1968 zu, und von der Jahresmitte an brauchte die mit der Aufstellung des Emissionsprogramms betraute Bankenkommission an den angemeldeten inländischen Anleihen keine Abstriche mehr vorzunehmen. Infolge des starken Anstiegs der Emissionen des privaten Sektors — denen eine gewisse Verringerung der Anleihen des öffentlichen Sektors gegenüberstand — stellte sich der Nettoabsatz von Anleihen inländischer Emittenten auf 2 820 Millionen Franken (1967: 2 545 Millionen). Die Anleihen ausländischer Emittenten — sowohl traditionelle Auslandsanleihen wie auch von inländischen Banken placierte Teile internationaler Anleihen — erhöhten sich auf Nettobasis ebenfalls, und zwar von 712 auf 818 Millionen Franken. Jedoch wurde die Hälfte dieses Betrages von Ausländern übernommen, so daß der schweizerische Kapitalmarkt insoweit nicht direkt belastet wurde. Trotz der Zunahme des gesamten Emissionsvolumens gingen die Renditen im Laufe des Jahres zurück. Die durchschnittliche Rendite ausstehender Bundesobligationen verringerte sich von 4,59 Prozent im Januar auf 4,33 Prozent im Dezember und diejenige von Kantonalanleihen von 5,03 auf 4,66 Prozent. Die in letzter Zeit ausgegebenen kantonalen Anleihen hatten allerdings wieder denselben Nominalzinssatz wie Anfang 1968, nämlich 5 Prozent. Wahrscheinlich war es die Höhe der langfristigen Renditen im Ausland, die bewirkte, daß die schweizerischen Sätze 1968 nicht so stark zurückgingen, wie es auf Grund der beträchtlichen Ausweitung der Ersparnisbildung möglich gewesen wäre.

Die Gesamtentwicklung erlaubte es den Behörden, sich im allgemeinen passiv zu verhalten. In der eidgenössischen Staatsrechnung, für die ursprünglich ein geringes Defizit erwartet worden war, ergab sich ein kleiner Überschuß. Die Kreditpolitik war hauptsächlich darauf abgestellt, zu verhindern, daß von ausländischen Mitteln ein expansiver Effekt auf den inländischen Geldumlauf ausging. Am kurzfristigen Markt wurde dies unter anderem dadurch erreicht, daß die Nationalbank aktiv von Swapvereinbarungen Gebrauch machte, während zugleich im Ausland hohe Zinssätze herrschten. Außerdem genehmigte die Nationalbank, um den Abfluß von Kapital zu erleichtern, alle beantragten Auslandsanleihen am schweizerischen Markt und alle bewilligungspflichtigen Kredite an das Ausland. Ferner wurde die Freigrenze für Auslandsanleihen von 5 auf 10 Millionen Franken heraufgesetzt und erstmals die Genehmigung erteilt, am schweizerischen Markt ausländische, auf Schweizer Franken lautende Schuldverschreibungen mittlerer Laufzeit unterzubringen.

Österreich. Die Industrieproduktion erhöhte sich, nachdem sie etwa zwei Jahre lang praktisch nicht zugenommen hatte, gegen Ende 1967 und das ganze Jahr 1968 hindurch kräftig. In erster Linie beruhte das offenbar auf einem Umschwung

im Lagerzyklus, der sich zusammen mit einem beschleunigten Exportwachstum und einer kontinuierlichen weiteren Zunahme des privaten Verbrauchs einstellte. Dagegen war die Anlageinvestition, für das Jahr als Ganzes gesehen, wiederum rückläufig. Das reale Bruttosozialprodukt erhöhte sich 1968 um 4,1 Prozent (1967: 3,1 Prozent). Trotz dieser Expansion blieb die Arbeitsmarktlage entspannt, und die Verbraucherpreise stiegen verhältnismäßig wenig, wenn man von bestimmten administrativen und fiskalischen Anpassungen absieht.

Die Wirtschaftspolitik spielte bei der Belebung der Konjunktur eine bedeutende Rolle. Wie schon im Vorjahr war die Fiskalpolitik expansiv; es gab Steuererleichterungen, eine antizyklische Ausgabensteigerung und zusätzliche Ausgaben im Rahmen eines Eventualbudgets. Infolgedessen erhöhte sich das Haushaltsdefizit 1968 auf 8,4 Milliarden Schilling (1966: 3,7 Milliarden). Auch die Kreditpolitik sorgte im allgemeinen für expansive Impulse, nachdem die Nationalbank ihren Diskontsatz schon 1967 in zwei Etappen von $4\frac{1}{2}$ auf $3\frac{3}{4}$ Prozent gesenkt hatte.

Das Kreditvolumen der Geschäftsbanken (einschließlich ihres Wertpapierbestandes) vergrößerte sich 1968 um 14,9 Milliarden Schilling (1967: 12,0 Milliarden). Der Zuwachs entfiel zum weitaus größten Teil auf die Kreditgewährung an den privaten Sektor, wobei auch eine Verlagerung von ausländischen zu inländischen Kreditquellen eine Rolle spielte. Bei dem vergleichsweise hohen Zinsniveau im Ausland verringerte der private Sektor seine Nettokreditaufnahme im Ausland auf 1,9 Milliarden Schilling (1967: 3,8 Milliarden Schilling). Andererseits deckte der Bund einen Großteil seines Haushaltsdefizits im Ausland, wobei auch das Bestreben eine Rolle spielte, die inländischen Kreditmärkte nicht zu überfordern. Für den gesamten öffentlichen Sektor stellte sich die Aufnahme von Auslandskrediten auf 4,9 Milliarden Schilling. Demgegenüber betrug das Defizit in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz 2,2 Milliarden Schilling. Der resultierende Nettodevisenzustrom gab den Banken in Verbindung mit einer starken Einlagenbildung die Möglichkeit, ihre Nettoauslandsposition wesentlich zu verbessern. Gleichzeitig verringerten sich ihre liquiden Anlagen im Inland fast im gleichen Maße wie ihre Schulden bei der Nationalbank.

Im budgetären Bereich ließen die Prognosen für die kommenden Jahre eine weitere Vergrößerung der Defizite erkennen, und zwar auch unter der Annahme einer anhaltenden Wirtschaftsexpansion. Als eine erste Gegenmaßnahme wurde im September 1968 die steuerliche Belastung von alkoholischen Getränken, Tabak und neu zugelassenen Personenkraftwagen erhöht. Im Januar 1969 wurden die Einkommenssteuern, die Vermögenssteuer, die Beiträge zum Sozialbudget und die Eisenbahntarife heraufgesetzt und Sozialermäßigungen abgebaut. Außerdem wurden auf der Ausgabenseite Einsparungen vorgenommen und bestimmte Verpflichtungen auf andere öffentliche Stellen abgewälzt. Auf dieser Basis wird damit gerechnet, daß das Haushaltsdefizit für 1969 auf 8,0 Milliarden Schilling begrenzt werden kann, obwohl die Ausgaben um 8,9 Prozent zunehmen sollen. Ein Defizit dieses Umfangs scheint im gegenwärtigen Zeitpunkt nicht überhöht zu sein, wenn die anhaltende Schwäche der Anlageinvestitionen und der noch vorhandene Kapazitätsspielraum in Rechnung gestellt werden. Hingegen sollte die Auslandsfinanzierung des Defizits wahrscheinlich mehr den Erfordernissen der Grundbilanz angepaßt werden.

Belgien. Der Aufschwung, der im Frühherbst 1967 begonnen hatte, setzte sich im ganzen Jahr 1968 fort, obgleich im Sommer ein wenig zögernd. Etwas mehr als in anderen Ländern beruhte er jedoch auf der expansiven Entwicklung der Ausfuhr. Die Inlandsnachfrage blieb fast das ganze Jahr hindurch verhältnismäßig gedrückt, und die Arbeitslosigkeit nahm zunächst bis zum Sommer weiter zu, blieb dann einige Monate lang auf dem erreichten Stand und begann erst gegen Jahresende zu sinken. Die Löhne stiegen bedeutend weniger als 1967, was die Erholung des privaten Verbrauchs entsprechend dämpfte und teuerungshemmend wirkte. Es kam zu umfangreichen Lagerauffüllungen, aber davon wurde hauptsächlich der Import berührt, der etwa ebenso rasch stieg wie der Export. Wegen der vorhandenen Kapazitätsreserven waren die Investitionen in Anlagen und Ausrüstungen nicht groß, und beim Wohnungsbau ergab sich, unter Zugrundelegung konstanter Preise, wie schon in den beiden Vorjahren wiederum eine Schrumpfung. Speziell aus konjunkturpolitischen Gründen wurden jedoch die öffentlichen Investitionen beträchtlich gesteigert, so daß die Gesamtnachfrage nicht nur durch die Exportausweitung, sondern auch von dieser Seite her Auftrieb erhielt. Das Bruttosozialprodukt stieg real um 4 Prozent, verglichen mit 3 ½ Prozent 1967.

Unter solchen Umständen wurde die Kreditpolitik fast das ganze Jahr 1968 hindurch relativ locker gehalten. Im März wurde der amtliche Diskontsatz, der Anfang 1967 noch bei nicht weniger als 5 ¼ Prozent gelegen hatte, von 4 auf 3 ¾ Prozent gesenkt. Auch die Renditen langfristiger Anleihen gaben in den zwölf Monaten bis Mitte 1968 nach. Dadurch wurde aber, in Verbindung mit der Knappheit an bestimmten Auslandsmärkten, ein Abfluß kurzfristigen und langfristigen Kapitals bewirkt. Der Verlust an zentralen Reserven war größer als der Gewinn aus dem Vorjahr. Als erste reagierten die Geldmarktsätze, allerdings zum Teil auch aus binnenwirtschaftlichen Gründen, und seit dem Herbst wirkte die Nationalbank der Aufwärtsbewegung der Geldmarktsätze nicht mehr entgegen. Nach der Erhöhung des US-Diskontsatzes wurde dann am 19. Dezember angesichts der guten Erholung der Binnenkonjunktur der belgische Diskontsatz von seinem niedrigen Stand von 3 ¾ Prozent auf 4 ½ Prozent angehoben.

Trotz dem außenwirtschaftlich bedingten Liquiditätsentzug erhöhte sich das Volumen an Geld und Quasigeld um 44,3 Milliarden belgische Franken (1967: 32,6 Milliarden). Entscheidend für diese beschleunigte Ausweitung war aber nicht die Kreditgewährung an den privaten Sektor, die im Gegenteil etwas weniger stark zunahm als im Vorjahr. Vielmehr war der entscheidende Grund die Budget- und Schuldenpolitik des Staates. Der Nettokreditbedarf des Staates stieg 1968 hauptsächlich wegen der gesteigerten Investitionstätigkeit des öffentlichen Sektors auf 34,1 Milliarden Franken (1967: 23,0 Milliarden). Zudem wurde dieser Bedarf zu über zwei Dritteln bei den Banken gedeckt, während es 1967 keine nennenswerte Finanzierung dieser Art gegeben hatte. Diese Struktur der Kreditaufnahme bestand vor allem in der ersten Jahreshälfte. Später, als normalere Finanzierungswege benutzt wurden, weitete sich das Geld- und Quasigeldvolumen nicht mehr so rasch aus, und die langfristigen Zinssätze stiegen.

In den ersten Monaten von 1969 belebte sich die Konjunktur kräftig, da die Exporte weiter wuchsen und die Inlandsnachfrage beschleunigt zunahm. Der Woh-

nungsbau hatte sich schon in der zweiten Hälfte 1968 zu erholen begonnen, und bei den gewerblichen Anlageinvestitionen setzte ein kräftiger Anstieg ein. Es wurden wieder vermehrt Gebrauchsgüter gekauft, und auch die Verbraucherpreise erhöhten sich etwas schneller — beides Vorgänge, in denen sich auch die ersten antizipatorischen Wirkungen des geplanten Übergangs zur Mehrwertsteuer Anfang 1970 zeigten. Die Arbeitslosigkeit nahm weiter ab.

In diesen Monaten sanken auch die zentralen Reserven weiter. Daher war es eines der Hauptziele der Kreditpolitik, die inländischen Zinssätze in Übereinstimmung mit den ausländischen zu halten, insbesondere mit denen an den internationalen Märkten. Zeitlich mußte die Erhöhung der inländischen Sätze allerdings weitgehend vom Fortschritt der binnenwirtschaftlichen Erholung abhängig gemacht werden. Im März waren dann die Voraussetzungen für eine Anhebung des Diskontsatzes von $4\frac{1}{2}$ auf 5 Prozent gegeben. Im April, nach der Erhöhung des US-Satzes, wurde der belgische Satz auf $5\frac{1}{2}$ Prozent gebracht. Schon vorher waren, auch zur Eindämmung des Kapitalabflusses, den Banken Obergrenzen für ihre Kassapositionen in Fremdwährungen aus dem amtlichen Markt zuzüglich ihrer Kredite in konvertierbaren Franken vorgeschrieben worden.

Die angespannte internationale Lage, die rasche Belebung der Binnenkonjunktur und das umfassende Ausgabenprogramm des öffentlichen Sektors führten dazu, daß Ende April weitere Kreditmaßnahmen ergriffen werden mußten. Die Nationalbank führte einen Rediskontplafond ein; dieser beträgt für jede Bank 16 Prozent des in den vorausgegangenen zwölf Monaten verzeichneten durchschnittlichen Bestandes der Mittel, die sie durch Einlagen in belgischen Franken und durch Ausgabe mittel- und langfristiger Papiere erhalten hat, zuzüglich ihrer eigenen Mittel. Außerdem wurden die Banken aufgefordert, den Zuwachs im Gesamtvolumen ihrer Kredite im Jahr 1969 auf 14 Prozent des Volumens von Ende 1968 zu begrenzen; dieser Plafond ist so berechnet, daß die Kreditnachfrage erfüllt werden kann, die mit einem geordneten Wirtschaftswachstum zu vereinbaren ist.

Da mit einem weiteren lebhaften Konjunkturanstieg gerechnet wird, ist die Wirtschaftspolitik auch darauf abgestellt, die öffentlichen Ausgaben zu dämpfen. Anfang Mai wurde beschlossen, die 7,5 Milliarden Franken betragende Eventualtranche des außerordentlichen Haushalts zu suspendieren und die ordentlichen Haushaltsausgaben zu kürzen. Ferner wurden die öffentlichen Kreditinstitute aufgefordert, bei der Kreditgewährung in bestimmten Bereichen zurückhaltender zu sein, aber nicht zu Lasten der Investitionspläne, die mit Strukturverbesserungen zusammenhängen. Außerdem wurde eine Verschärfung des Teilzahlungskredits angekündigt. Ende Mai wurde der Diskontsatz auf 6 Prozent erhöht.

Niederlande. Die Konjunktur belebte sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1967 beträchtlich und blieb auch 1968 lebhaft. Das reale Bruttosozialprodukt erhöhte sich um 6,3 Prozent (1967: 5,6 Prozent). Ausgeprägter war das Wachstum der industriellen Erzeugung; sie übertraf im letzten Quartal von 1968 den Vorjahresstand um $12\frac{1}{2}$ Prozent. Die Hauptantriebskräfte waren die Exporte und die Anlageinvestitionen, die sich real um 13 bzw. 10 Prozent ausweiteten. Demgegenüber erhöhte sich der private Verbrauch nur geringfügig mehr und der öffentliche

sogar weniger als im Vorjahr. Die gesamten Staatsausgaben waren allerdings als Folge früherer Maßnahmen zur Konjunkturbelebung — wiederum verstärkt expansiv: das Haushaltsdefizit erhöhte sich 1968 auf 2,8 Milliarden Gulden (1967: 2,2 Milliarden). In den wichtigsten Industriegebieten herrschte Vollbeschäftigung, wenn nicht gar Überbeschäftigung. Die Löhne stiegen, in Verbindung mit einer kräftigen Verbesserung der Produktivität, 1968 um 7 Prozent und die Verbraucherpreise im gesamten Jahr um 4,2 Prozent.

Auf der Basis einer Kreditpolitik, die erst gegen Jahresende restriktiv gestaltet wurde, erhöhten die Geschäftsbanken 1968 das Volumen ihrer kurzfristigen und mittelfristigen Kredite an den privaten Sektor wie schon im Vorjahr um rund 20 Prozent. Auch bei den langfristigen Krediten war der Zuwachs beträchtlich: er erreichte fast 1 Milliarde Gulden (1967: 0,4 Milliarden). Die Kreditgewährung an den öffentlichen Sektor nahm ab, jedoch nur, weil der Staat einen wesentlichen Teil seines Kreditbedarfs bei der Zentralbank deckte, um nicht zu einer Überbelastung der Finanzmärkte beizutragen. Fast ebenso sehr wie die gesamte Kreditgewährung der Geschäftsbanken wuchs ihr Einlagenvolumen, nämlich um 3,2 Milliarden Gulden (1967: 2,5 Milliarden Gulden). Aber da die Banken wegen der hohen Auslandszinsen ihre Nettoauslandsforderungen erhöhten, bauten sie ihre inländischen Liquiditätsreserven ab und nahmen auch in größerem Umfang Zentralbankkredite auf, nämlich im Betrage von 345 Millionen Gulden, was fast ebenso viel war wie der Zuwachs ihrer Nettoauslandsforderungen (365 Millionen Gulden). Am inländischen Geldmarkt versteifte sich die Lage im Laufe des Jahres allmählich; die Tagesgeldsätze stiegen von gut 3 auf fast 5 Prozent.

Die Nettokreditaufnahme des Inlands am Kapitalmarkt (einschließlich der Direktkredite) stellte sich 1968 auf 8,9 Milliarden Gulden; das waren rund 12 Prozent mehr als 1967. Der private Sektor nahm 6,1 Milliarden Gulden und damit 30 Prozent mehr als im Vorjahr auf. Dagegen verringerte sich die Kapitalaufnahme des öffentlichen Sektors von 3,3 auf 2,8 Milliarden Gulden. Dies stimmte mit dem Ziel der Regierung überein, den Spielraum für die Kreditaufnahme des privaten Sektors dadurch zu vergrößern, daß sie sich dem kurzfristigen Markt zuwandte und an der Praxis festhielt, die Finanzierung der nichtzentralen öffentlichen Haushalte zentral über öffentliche Kreditinstitute vorzunehmen. Der Wertpapierverkehr mit dem Ausland schließlich hatte eine beträchtliche Erhöhung des Nettoabflusses von Mitteln zur Folge. Nichtsdestoweniger war die Marktlage relativ stabil, abgesehen von einer vorübergehenden Schwäche im Sommer, und für die meisten Typen von Staatsanleihen blieben die Renditen im allgemeinen unter $6\frac{1}{2}$ Prozent. Dieses Bild änderte sich jedoch gegen Jahresende, als binnenwirtschaftliche und internationale Vorgänge einen Zinsanstieg auslösten, wodurch die Rendite für Staatsanleihen im März 1969 einen Stand von mehr als 7 Prozent erreichte.

Gegen Ende des Jahres 1968 war der Kosten- und Preisauftrieb recht ausgeprägt geworden, und verschärft wurde er noch durch die Einführung einer 12prozentigen Mehrwertsteuer Anfang 1969. Zudem beschleunigte sich die Kreditgewährung, und die Zahlungsbilanzergebnisse verschlechterten sich. Als erste restriktive Maßnahme, mit der auch der Abfluß von Mitteln gedämpft werden

sollte, wurde der Diskontsatz im Dezember von $4\frac{1}{2}$ auf 5 Prozent erhöht. Danach wurde der Zuwachs bei den kurzfristigen Bankkrediten an den privaten Sektor auf maximal 10 Prozent pro Jahr begrenzt, und für die Überschreibungsbeträge wurden unverzinsliche Einlagen bei der Nederlandsche Bank vorgeschrieben. Ferner wurden die Banken aufgefordert, den Zuwachs im Volumen ihrer langfristigen Kredite auf den Zuwachs ihrer langfristigen Mittel zu begrenzen. Im Januar wurde dann noch der Teilzahlungskredit erschwert und die für Investitionen aus dem Jahr 1969 gewährte besondere Steuervergünstigung halbiert, die im Zusammenhang mit dem Übergang zur Mehrwertsteuer eingeführt worden war. Weitere Maßnahmen erfolgten im April, nachdem deutlichere Anzeichen einer inflatorischen Entwicklung aufgetreten waren. Der Diskontsatz wurde auf $5\frac{1}{2}$ Prozent erhöht, und die steuerliche Investitionsbegünstigung wurde ganz abgeschafft. Im selben Monat wurde ein allgemeiner Preisstopp für Güter und Dienstleistungen verfügt, da die Verbraucherpreise im ersten Quartal um $4\frac{1}{2}$ Prozent gestiegen waren, was beträchtlich über das Maß hinausging, das der Einführung der Mehrwertsteuer zugeschrieben werden konnte. Im Juli sollen die Abgaben auf Bier, alkoholische Getränke und Benzin um rund 10 Prozent heraufgesetzt werden.

Das Budget für 1969, so wie es im vergangenen Herbst vorgelegt wurde, war weniger expansiv als dasjenige von 1968. Gleichwohl enthielt es, da es vor der Überhitzung der Konjunktur aufgestellt worden war, eine Steigerung der Ausgaben um 8 Prozent und ein Gesamtdefizit von 2,5 Milliarden Gulden. Die seither ergriffenen fiskalischen Maßnahmen werden, in Verbindung mit den vorgesehenen Ausgabeneinsparungen, dieses Defizit vermutlich geringer ausfallen lassen. Außerdem hat die Regierung ihre Absicht erklärt, sich vermehrt am Kapitalmarkt zu finanzieren.

Dänemark. Der Nachfragedruck hatte 1967 etwas nachgelassen, da der Verbrauch nach der Einführung der Mehrwertsteuer nicht mehr so rasch wuchs und die private Investitionstätigkeit sich unter dem Einfluß der Kreditbeschränkung abschwächte. Jedoch gelang es nur in geringem Maße, der schweren Kosteninflation Einhalt zu gebieten, die seit einigen Jahren herrschte. Hauptsächlich war aber die Pfundabwertung der Anlaß dafür, daß die dänische Krone um 7,9 Prozent abgewertet wurde und damit dem britischen Pfund auf etwas mehr als dem halben Wege folgte. Unverzüglich wurden die Handelsspannen blockiert, und im Dezember erhöhte die Nationalbank ihren Diskontsatz von $6\frac{1}{2}$ auf $7\frac{1}{2}$ Prozent; gleichzeitig stellte sie ihre Stützungskäufe am Rentenmarkt ein. Aber ein Stabilisierungsprogramm wurde erst im Februar 1968 aufgestellt; im Rahmen dieses Programms wurde die Preis- und Gewinnkontrolle erweitert und die Mehrwertsteuer mit Wirkung vom Beginn des neuen Haushaltsjahres im April von 10 auf $12\frac{1}{2}$ Prozent heraufgesetzt. Diese Änderung sollte in Verbindung mit Einsparungen auf der Ausgabenseite im Staatshaushalt von 1968/69 einen Überschuß von 445 Millionen Kronen ermöglichen, gegenüber einem Defizit von 350 Millionen Kronen 1967/68.

Der Verbrauch blieb im ersten Halbjahr 1968 einigermaßen konstant, und die Arbeitslosigkeit nahm etwas zu. Die fiskalische Restriktion schien es zu erlauben, die Erholung der Investitionstätigkeit durch eine Erleichterung der Kreditbedingungen zu fördern. So senkte die Nationalbank ihren Diskontsatz in drei

Etappen im März, Juni und August von $7\frac{1}{2}$ auf 6 Prozent. Im Februar wurden Einlagen mit zwölfmonatiger Bindung von der im Jahre 1965 eingeführten Bestimmung ausgenommen, daß die Geschäftsbanken und Sparkassen ihre Einlagenzugänge zu 20 Prozent entweder auf ein Sonderkonto bei der Nationalbank einzahlen oder zur Verbesserung ihrer Nettoauslandsposition verwenden müssen; für die anderen Einlagen wurde dieser Satz im August auf 10 Prozent reduziert. Die dänischen Unternehmen erhielten im Juli die Erlaubnis, Auslandskredite aufzunehmen, und die bestehenden Beschränkungen für die Emission von Inlandsanleihen wurden in der Zeit von März bis September etappenweise zum größten Teil aufgehoben.

Die Ausfuhr gewerblicher Waren erhielt durch die Abwertung beträchtlichen Auftrieb, und in der zweiten Hälfte des Jahres 1968 begannen die privaten Investitionen und der Wohnungsbau rascher zu wachsen. Konjunkturbelebend wirkte auch, daß die Ausgaben des öffentlichen Sektors erheblich stiegen, insbesondere bei den nichtzentralen öffentlichen Haushalten, die von der reichlicheren Kreditversorgung profitierten. Ferner ließen die revidierten Vorausschätzungen der Ergebnisse im Staatshaushalt erkennen, daß sich anstelle des ursprünglich veranschlagten Kassenüberschusses ein hohes Defizit ergeben würde. Die Preise wurden im Laufe des Jahres immer besser unter Kontrolle gebracht, und im November wurde die Preis- und Gewinnkontrolle, allerdings in veränderter Form, bis Juli 1969 verlängert.

Die langfristigen Zinssätze gaben in der Zeit bis zum Spätsommer nach, begannen dann aber wieder zu steigen, da sich das Volumen der Emissionen nach ihrer Liberalisierung stark ausweitete. Unter diesen Umständen schritt die Nationalbank wieder zu Interventionen am Rentenmarkt; in den letzten vier Monaten des Jahres 1968 nahm sie ungefähr die Hälfte des Emissionsvolumens auf. Die daraus resultierende Ausweitung der Bankenliquidität wurde zum Teil dadurch ausgeglichen, daß sich die Nationalbank von den Geschäftsbanken und Sparkassen zusichern ließ, bei ihr auf die Dauer von 1–5 Jahren einen Betrag von 1 000 Millionen Kronen einzulegen. Hiervon waren bis Ende 1968 rund 700 Millionen Kronen eingezahlt; die Wertpapierkäufe der Nationalbank stellten sich allerdings im gesamten Jahr auf 2 150 Millionen Kronen. Liquidität erhielten die Banken ferner durch die Verschlechterung der Nettoposition des Staates gegenüber der Nationalbank. Die Folge war, daß sich die Einlagen bei den Geschäftsbanken, auch unter dem Einfluß der starken Liquiditätspräferenz der Wirtschaft, 1968 um 17 Prozent erhöhten (1967: 11 Prozent). Und da ihr Kreditvolumen nur um $9\frac{1}{2}$ Prozent wuchs (etwa ebenso rasch wie 1967), konnten sie ihre Wertpapieranlagen steigern. Auch ihre Primärliquidität vergrößerte sich im Laufe des Jahres beträchtlich.

Etwa um die Jahreswende beschleunigte sich das Wachstum der inländischen Produktion und der Importe, und da es außerdem zu einem Kapitalabfluß kam, begannen die zentralen Reserven stark abzunehmen. Im Februar wurden die Banken aufgefordert, ihre Devisenbestände um rund ein Fünftel zu verringern, und durch zusätzliche Zinsvorteile sollten sie veranlaßt werden, Gelder bei der Zentralbank einzulegen. Im Haushalt für 1969/70 wurde ein Überschuß von 180 Millionen Kronen vorgesehen, der durch eine verlangsamte Ausweitung der

öffentlichen Ausgaben erreicht werden soll. Aber nach wie vor war es das Ziel der Regierung, selektiv die Investitionstätigkeit zu fördern, indem sie einen Anstieg der langfristigen Zinssätze vermied. So vereinbarte die Nationalbank, nachdem ihre Stützungskäufe am Rentenmarkt wieder kräftig zugenommen hatten, mit den Banken und Hypothekeninstituten, daß Baukredite nicht mehr auf Hypothekenbasis, sondern in Form von Bankkrediten gewährt werden sollten. Außerdem wurden wieder Beschränkungen für die Kreditaufnahme der nichtzentralen öffentlichen Haushalte eingeführt.

Ende März wurde gleichzeitig mit der Erhöhung der Sollzinsen der Banken der amtliche Diskontsatz auf 7 Prozent angehoben. Obgleich dieser Schritt unmittelbar dem Ziele diene, nach der Zinssteigerung in anderen Ländern wieder einen Anreiz für einen Zufluß kurzfristigen Kapitals zu schaffen, schien er auch mit binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen vereinbar zu sein. Am 12. Mai wurde der Diskontsatz nach weiteren schweren Devisenverlusten auf 9 Prozent erhöht. Darüber hinaus gab die Regierung selektive Steuererhöhungen und Einsparungen bekannt, die sich im Fiskaljahr 1969/70 zusammen auf rund 800 Millionen Kronen belaufen sollen. In kurz danach abgeschlossenen Abkommen der Nationalbank mit den Geschäftsbanken und Sparkassen wurde mit rückwirkender Kraft die im August 1968 beschlossene Herabsetzung der Sonderreserveverpflichtungen rückgängig gemacht. Darüber hinaus wurde für Einlagenzuwächse nach dem April 1969 der Reservesatz befristet auf 30 Prozent angehoben. Gleichzeitig wurde der Bereich der Möglichkeiten beschränkt, der Reserveverpflichtung durch Anlage von Mitteln im Ausland nachzukommen, und bestimmt, daß die Reserveverpflichtung auch durch Erwerb von Schuldverschreibungen mit bis zu dreißigjähriger Laufzeit erfüllt werden kann.

Norwegen. Die Produktion, die mehrere Jahre lang ununterbrochen rasch zugenommen hatte, vergrößerte sich 1968 bedeutend weniger. Zwar dehnte sich der Export weiter aus, aber die Inlandsnachfrage schwächte sich ab, was hauptsächlich daran lag, daß die Anlageinvestitionen rückläufig waren, die Lagerbestände angepaßt wurden und der Verbrauch langsamer wuchs.

Die Anfang 1968 festgelegte Kredit- und Fiskalpolitik war mit dem Ziel konzipiert, eine gewisse Abschwächung des Nachfragedrucks herbeizuführen. Im Staatshaushalt war ein verlangsamtes Wachstum der Ausgaben vorgesehen, allerdings mit einer Steigerung der Kreditgewährung an die Staatsbanken, insbesondere für den Wohnungsbau. Was die Kreditpolitik betraf, so sollte die Ausweitung des Kreditvolumens der Geschäftsbanken und Sparkassen 1968 auf das Maß von 1967 begrenzt werden. Diesem Ziel dienten aber nicht mehr formelle Vereinbarungen mit den Banken, sondern die höheren Mindestliquiditätssätze, die Ende 1967 festgelegt worden waren.

Angesichts der eingetretenen starken Abschwächung des Wachstums wurde im Juli die Normalarbeitszeit von 45 auf 42½ Stunden reduziert, ohne daß es dadurch zu Anspannungen am Arbeitsmarkt kam. Die Investitionstätigkeit ging immer mehr zurück, da eine Anzahl von Großprojekten abgeschlossen wurde, so daß die Regierung im Herbst einige stimulierende Maßnahmen ergriff. Für besondere Arbeitsbeschaffungsprogramme wurden zusätzliche Finanzierungsmittel

bereitgestellt; für Hypothekenkredite und Anleiheemissionen wurden höhere Plafonds festgesetzt; die Kreditgewährung der Staatsbanken für neue Investitionsvorhaben wurde beschleunigt; und von den Investitionsmitteln, die bei der Bank von Norwegen auf Sperrkonto lagen, wurde ein Betrag von rund 200 Millionen Kronen freigegeben. Eine Steigerung der Ausgaben war der Hauptgrund dafür, daß der gesamte Kreditbedarf des Staates 1968 das ursprünglich veranschlagte Maß wesentlich überstieg. In dem im Oktober vorgelegten Haushaltsplan für 1969 war vorgesehen, diese Stimulierung fortzusetzen und zu diesem Zweck insbesondere die Ausgaben weiter zu steigern, den Staatsbanken vermehrt Kredite zu geben und die Einkommenssteuer etwas zu senken, während andererseits bestimmte indirekte Steuern heraufgesetzt wurden.

Die Kreditgewährung der Geschäftsbanken und Sparkassen an den privaten Sektor weitete sich 1968 zunächst nur langsam aus, wurde dann aber im Schlußquartal ein wenig rascher; für das gesamte Jahr stellte sich der Zuwachs auf rund 9 Prozent, was ungefähr der zu Beginn des Jahres geplanten und der 1967 verzeichneten Ausweitung entsprach. Demgegenüber stiegen die Einlagen bei den Geschäftsbanken und Sparkassen 1968 um 13,6 Prozent (1967: 10 Prozent), da die Wirtschaft sowohl durch den hohen Zahlungsbilanzüberschuß wie auch durch einen Abbau der staatlichen Zentralbankguthaben liquidisiert wurde. Somit konnten die Banken ihre Auslandsposition und, insbesondere gegen Jahresende, ihre Liquidität wesentlich verbessern. Ihre Bestände an Inlandsanleihen, die relativ niedrig verzinslich sind, vergrößerten sich nicht sehr.

Im Laufe des Jahres 1968 kam die Volkswirtschaft besser ins Gleichgewicht, was seinen Ausdruck in einem verringerten Preisanstieg, in einer weniger angespannten Lage am Arbeitsmarkt und in einer Verbesserung der Handelsbilanz fand. Gegen Jahresende gab es einige Anzeichen für eine mäßige Konjunkturbelebung. In dem grundsätzlichen Bestreben, die Expansion auf große, langfristig zu finanzierende Investitionsprojekte zu gründen, wurde die Kreditpolitik für das Jahr 1969 so gestaltet, daß eine Beschleunigung im Wachstum der Bankkreditgewährung vermieden wird; den Geschäftsbanken und Sparkassen wurde ein maximaler Kreditzuwachs von 1 800 Millionen Kronen (rund 8 Prozent) empfohlen.

Schweden. In den ersten Monaten des Jahres 1968 setzte die Erzeugung ihr Wachstum ziemlich langsam fort, da die private Investitionstätigkeit wenig lebhaft war. Angesichts der beträchtlich abgeschwächten Nachfrage- und Preisentwicklung gab die Regierung einige selektive Nachfrageimpulse im Rahmen ihres Budgets und ihrer Wohnungsbaupolitik, vermied es aber sorgfältig, eine erneute allgemeine Überhitzung auszulösen. Auch die Kreditpolitik wurde weniger restriktiv, sobald die Devisenmarktschwierigkeiten überwunden waren, die gegen Ende 1967 eingetreten waren; im Februar senkte die Riksbank ihren Diskontsatz von 6 auf 5 ½ Prozent. Jedoch blieben die Bestimmungen in Kraft, die den Geschäftsbanken Zuschlagszinsen für den Teil ihrer Zentralbankschuld auferlegen, der bestimmte Grenzen überschreitet.

Im Staatshaushalt, so wie er im Januar für das im Juli 1968 beginnende Etatjahr vorgelegt wurde, waren zwar einerseits vermehrte Arbeitsbeschaffungs- und Infrastrukturausgaben vorgesehen, aber insgesamt sollte das Defizit doch

geringer ausfallen. Die Umsatzsteuer sollte durch eine Mehrwertsteuer ersetzt werden, mit der Ergänzung durch eine 1prozentige Lohnsummensteuer ab Januar 1969. Im Falle von Investitionsgütern wurde eine Rückvergütung der einzuführenden Mehrwertsteuer vorgesehen, und für die Zwischenzeit wurde ein Investitionsanreiz dadurch geschaffen, daß den Unternehmen die Möglichkeit gegeben wurde, die im Jahre 1968 erworbenen Anlagen zu 10 Prozent ihres Wertes steuerfrei abzuschreiben.

Die Erholung war zunächst langsam. Angesichts der weiter ansteigenden Arbeitslosigkeit beschloß die Regierung im Frühjahr mehrere stimulierende Einzelmaßnahmen, darunter eine raschere Vergebung bestimmter öffentlicher Aufträge, eine Beschleunigung der Arbeiten im öffentlichen Wohnungsbau, eine abermalige Freigabe von gesperrten Geldern der Industrie auf Riksbankkonto und Anreize für die private Bautätigkeit. Die entspanntere Lage am Arbeitsmarkt trug 1968 allerdings zu einer bedeutenden Stabilisierung der Löhne und Preise bei, und im Oktober senkte die Riksbank ihren Diskontsatz auf 5 Prozent.

Im Zusammenhang mit einem Exportanstieg wurde die Nachfrage in der zweiten Jahreshälfte zunehmend kräftiger. Für das gesamte Jahr 1968 war die expansive Wirkung des privaten Verbrauchs, der öffentlichen Investitionen und bis zu einem gewissen Grade auch des Wohnungsbaus größer als die kontraktive Wirkung der privaten Investitionstätigkeit, so daß sich das reale Bruttosozialprodukt um 3 ½ Prozent erhöhte (1967: 2 ½ Prozent).

Der Nettozuwachs an Forderungen des gesamten Kreditsystems stellte sich auf 19,9 Milliarden schwedische Kronen, verglichen mit 17,3 Milliarden 1967 und 12,7 Milliarden 1966. Sowohl der Wohnungsbau wie auch die Unternehmen erhielten beträchtlich mehr Mittel. Am Kapitalmarkt finanzierten sich die Unter-

Schweden: Nettokreditgewährung

Kreditgeber	Jahr	Kreditnehmer				
		Staat	Nicht-zentrale öffentliche Haushalte	Wohnungsbau	Unternehmen	Insgesamt
		Millionen schwedische Kronen				
Riksbank	1967	330	20	140	160	655
	1968	1 230	10	110	30	1 380
Geschäftsbanken	1967	1 325	180	2 520	1 910	5 930
	1968	255	70	2 060	3 345	5 735
Sonstige Banken	1967	290	835	1 920	785	3 825
	1968	510	600	2 280	830	4 215
Öffentliche Versicherungsinstitute	1967	240	460	1 665	1 805	4 170
	1968	535	495	2 785	1 860	5 690
Private Versicherungsinstitute	1967	— 30	95	680	670	1 415
	1968	190	115	890	600	1 795
Sonstige	1967	850	55	— 95	545	1 360
	1968	850	75	— 20	390	1 095
Insgesamt	1967	3 010	1 645	6 830	5 875	17 355
	1968	3 370	1 365	8 105	7 070	19 905

nehmen weniger als im Vorjahr, während dem Wohnungsbau über diesen Markt erheblich mehr Mittel zuflossen. Gleichzeitig wuchs das Kreditvolumen der Geschäftsbanken um 17 Prozent (1967: 12 Prozent), hauptsächlich infolge der Kreditnachfrage der Unternehmen. Die Geschäftsbanken bewältigten diese starke Kreditausweitung, indem sie den Erwerb liquider Mittel auf 816 Millionen Kronen beschränkten (1967: 3 246 Millionen). Der Staat hatte 1968 einen höheren Kreditbedarf, der jedoch im Vergleich zu 1967 weniger durch die Geschäftsbanken und dafür vermehrt durch die Zentralbank und die anderen Finanzinstitute gedeckt wurde. Da die Banken weniger Wertpapiere erwarben, wurde die beträchtliche Zunahme der Emissionen des Staates und für den Wohnungsbau weitgehend über die Nationale Pensionskasse finanziert.

In den ersten Monaten des Jahres 1969 war das Produktionswachstum schwungvoller, und eine beschleunigte Ausweitung der Importe gab Anlaß zu wachsender Besorgnis. Die Kreditpolitik wurde gestrafft, nicht zuletzt auch wegen eines erneuten Abflusses von Kapital, und im Februar erhöhte die Riksbank ihren Diskontsatz auf 6 Prozent. Um die Bankenliquidität unter wirksame Kontrolle zu bringen und dem Wohnungsbau eine breitere Finanzierungsbasis zu geben, wurden die bis dahin unverbindlichen Liquiditätsrichtwerte der Banken für obligatorisch erklärt, mit einem Strafzins von 4 Prozent für Unterschreitungen. Die neuen Liquiditätsquoten entsprechen im großen und ganzen den früheren; sie wurden für die Großbanken bei 30 Prozent belassen. Eine gewisse Verschärfung erfuhren sie aber vor allem dadurch, daß die Banken ihre Nettofremdwährungsforderungen gegen Auslandsbanken nur in Höhe von 1 ½ Prozent ihrer Gesamtverbindlichkeiten zu den liquiden Mitteln rechnen dürfen. Außerdem verpflichteten sich die Spar- und Versicherungsinstitute und die Nationale Pensionskasse im Einvernehmen mit der Riksbank, den Zuwachs ihrer gesamten Aktiva zu zwei Dritteln in Staats- und Wohnungsbauanleihen anzulegen. Um Raum für die gewünschte Erholung der privaten Investitionstätigkeit zu lassen, sind im Budget für 1969/70 eine Reihe von Einsparungen auf der Ausgabenseite und eine Verringerung des Gesamtdefizits vorgesehen.

Finnland. Im Jahr 1967 war das Wirtschaftswachstum langsamer geworden, da die Produktivinvestitionen schrumpften. Dennoch blieb die Entwicklung in der Zahlungsbilanz unbefriedigend, bis im Oktober die Finnmark abgewertet wurde. Die damals ergriffenen Maßnahmen schränkten den Verbrauch wirksam ein, und bei der unverändert restriktiven Kreditpolitik war die Inlandsnachfrage in den ersten Monaten des Jahres 1968 weiterhin gedrückt. Gleichwohl kam es im Gefolge der Abwertung zu einem kräftigen Preisanstieg, bis im April 1968 ein umfassendes Programm in die Wege geleitet wurde.

Im Rahmen dieses Programms wurde die Indexbindung für Löhne, Bankeinlagen, Staatsanleihen und die meisten anderen Verträge abgeschafft. Ferner wurden mit Wirkung bis Ende 1969 die Erhöhungen von Löhnen und Agrarpreisen limitiert und die anderen Preise, die Mieten und die Sollzinsen der Banken gestoppt. Die Regierung verpflichtete sich, den Zuwachs ihrer eigenen Ausgaben und ihre Anleiheemissionen zu begrenzen und bis Ende 1969 keine Steuererhöhungen vorzunehmen.

Die Kreditpolitik war das ganze Jahr 1968 hindurch von dem Bestreben geleitet, eine allzu starke Ausdehnung der Bankenliquidität zu vermeiden. Da jedoch die anderen Stabilisierungsmaßnahmen das Wachstum der Nachfrage dämpften, wurde im Laufe des Jahres eine gewisse Auflockerung zugelassen. Ab Jahresanfang wurden ausländische Importkredite bis zu sechs Monaten genehmigt, und um der steigenden Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken, stellte die Bank von Finnland 170 Millionen Finnmark zur Finanzierung von Industrieinvestitionen und Wohnungsbauvorhaben zur Verfügung. Im Juni wurden die Banken aus ihrer seit dem Jahr 1966 bestehenden Verpflichtung entlassen, bei der Bank von Finnland Sondereinlagen in Relation zu ihrem Einlagenzuwachs zu bilden, und in der zweiten Jahreshälfte wurde ein Viertel dieser Einlagen freigegeben. Andererseits zahlte die Regierung von dem Sonderkredit, den sie im Jahre 1966 von der Bank von Finnland erhalten hatte, einen Betrag von 100 Millionen Finnmark zurück. Obwohl die nach der Abwertung eingeführte Exportabgabe 1968 in drei Etappen von durchschnittlich 11 auf 4 Prozent gesenkt und Ende April 1969 ganz abgeschafft wurde, erreichte der nicht ausgegebene, auf einem Sonderkonto der Regierung bei der Bank von Finnland liegende Teil dieser Abgabe nach und nach einen Umfang, der die außenwirtschaftlich bedingte Liquidisierung der Banken stark begrenzte.

Diese Politik sicherte im Jahre 1968 ein hohes Maß von Gleichgewicht und Stabilität. Der Preisaufrtrieb schwächte sich erheblich ab; der Index der Verbraucherpreise, der in den ersten vier Monaten von 1968 um 4,4 Prozent gestiegen war, erhöhte sich den Rest des Jahres hindurch nur um 1,2 Prozent. Die Ausweitung des privaten Verbrauchs und der öffentlichen Investitionen war begrenzt, die Zahlungsbilanz verbesserte sich, und die privaten Investitionen ließen gegen Jahresende eine Belebung erkennen. Die Sichteinlagen beim Bankensystem erhöhten sich kräftig, aber die Kreditgewährung an den privaten Sektor stieg um weniger als 6,6 Prozent, verglichen mit mehr als 12 Prozent in jedem der beiden vorangegangenen Jahre. Die Rediskontierung von Wechseln bei der Zentralbank verringerte sich im Laufe des Jahres um 250 auf 618 Millionen Finnmark.

In den ersten Monaten des Jahres 1969 weitete sich die Produktion schneller aus. Im Staatshaushalt für 1969 war eine Reduktion der Gesamtausgaben und des Kassendefizits gegenüber den tatsächlichen Ergebnissen von 1968 vorgesehen. Dies beruht zum Teil darauf, daß bestimmte Ausgaben und Kreditgewährungen aus dem eigentlichen Budget herausgenommen wurden, aber es sind auch bedeutende Einsparungen geplant. Nach neuesten Schätzungen wird der Kreditbedarf des Staates allerdings nicht wesentlich kleiner sein als 1968.

Spanien. Im Anschluß an vorausgegangene restriktive Maßnahmen hatte sich das Produktionswachstum im Jahr 1967 stark abgeschwächt, wobei insbesondere die Produktivinvestitionen rückläufig waren. Die Abwertung der spanischen Peseta entsprechend der Pfundabwertung wurde durch Maßnahmen ergänzt, die den Zweck hatten, die Ausweitung des Verbrauchs zu dämpfen, die unvermindert rasch sich drehende Lohn-Preis-Spirale zu bremsen und die Investitionstätigkeit selektiv zu fördern. Die Ratenkreditkonditionen wurden verschärft, und

eine bevorstehende Anhebung der Gehälter und Pensionen im öffentlichen Dienst wurde auf einen späteren Zeitpunkt verschoben. Außerdem wurden die Preise und die persönlichen Einkommen bis Ende 1968 gestoppt; ergänzend wurden Importsubventionen, Zollanpassungen und Abgaben auf bestimmte Exporte eingeführt. Unternehmensgewinne aus dem Jahr 1968 wurden teilweise mit einem zeitlich befristeten Steuerzuschlag von 10 Prozent belastet, während andererseits die bevorzugte steuerliche Behandlung der Abschreibungen und Investitionen und das Programm für den staatlich unterstützten Wohnungsbau erweitert wurden. Die Bank von Spanien setzte ihren Diskontsatz für Handelswechsel von 5 auf $5\frac{5}{8}$ und für Finanzwechsel von $5\frac{3}{4}$ auf $6\frac{3}{8}$ Prozent herauf. Gleichzeitig wurden die Sollzinsen der Banken um $\frac{1}{2}$ Prozent und die Zinsen für Termineinlagen um nicht weniger als 1 Prozent angehoben.

Unter dem Einfluß der Exportausweitung wurde die industrielle Erzeugung Anfang 1968 wieder expansiv, aber die Produktivinvestitionen blieben auf einem niedrigen Stand, und im Herbst beschloß die Regierung zur Förderung von Investitionen in industriellen Wachstumsgebieten weitere Anreize in Form von Beihilfen, staatlichen Krediten und Steuerrückvergütungen. In der zweiten Jahreshälfte wurde das Wachstum der inländischen Erzeugung und der Importe rascher, was vor allem auf einer sehr expansiven Entwicklung der öffentlichen Ausgaben und des Wohnungsbaus beruhte. Auch der private Verbrauch scheint sich erholt zu haben. Im November wurden die Steuern auf Tabak und Luxusgüter um durchschnittlich 20 Prozent erhöht.

Da die Erholung sich aber noch im Frühstadium befand, gab es keine Anspannungen am Arbeitsmarkt. Mit Hilfe der Preiskontrolle wurde der Anstieg des Index der Lebenshaltungskosten 1968 auf weniger als 3 Prozent begrenzt, verglichen mit einem Durchschnitt von 6 Prozent in den Jahren 1966 und 1967. Der allgemeine Lohnstopp wurde Anfang Oktober vorzeitig aufgehoben, allerdings unter Begrenzung der Lohnaufbesserungen in den Jahren 1968 und 1969; hingegen wurde die Preiskontrolle bis Ende 1969 verlängert. Der gesetzliche Tagesmindestlohn, der 1967 um 14 Prozent erhöht worden war, blieb 1968 unverändert; mit Wirkung von Januar 1969 wurde er dann aber um 6,25 Prozent auf 102 Peseten erhöht. Gleichzeitig wurde jedoch die Besteuerung der Arbeitseinkommen auf die Arbeiterlöhne ausgedehnt.

Die beträchtliche Liquidisierung der Volkswirtschaft im Jahre 1968 ging zum Teil auf den Überschuß in der Zahlungsbilanz zurück. Aber auch die Kreditgewährung an die inländischen Sektoren spielte eine wesentliche Rolle. Die Ausgaben der Regierung und insbesondere ihre Kreditgewährungen und Übertragungen nahmen 1968 beschleunigt zu, während ihre Einnahmen nicht so stark wuchsen wie im Vorjahr. Das Haushaltsdefizit von 42,7 Milliarden Peseten (1967: 29,9 Milliarden) wurde mehr als vorher durch Verkauf von Wertpapieren vor allem an die Banken finanziert; der Zentralbankkredit wurde in verringertem Umfang in Anspruch genommen. Andererseits finanzierten sich die autonomen Organisationen des öffentlichen Sektors wiederum sehr stark bei der Zentralbank, und diejenigen Kredite, für die eine Rediskontgarantie der Bank von Spanien besteht, hatten einen kräftigen Anstieg zu verzeichnen.

Die Kreditnachfrage verstärkte sich in der zweiten Jahreshälfte, und die Kredite des Kreditsystems an den privaten Sektor erhöhten sich 1968 um fast 20 Prozent (1967: 18 Prozent). Die normale Kreditgewährung der Kreditinstitute an den öffentlichen Sektor stieg um rund 20 Prozent (1967: 14 Prozent), woran in erster Linie die Wertpapierkäufe beteiligt waren. Der Mindestsatz für die Pflichtbestände der Banken an Staatspapieren wurde 1968 wie schon im Vorjahr in zwei Etappen um insgesamt 2 Prozentpunkte angehoben, und Ende Juni 1969 soll er um einen weiteren Punkt auf 22 Prozent des Einlagenvolumens heraufgesetzt werden. Entsprechend der veränderten Zinsstruktur erhöhten sich 1968 die Termin- und Spareinlagen auf Kosten des Wachstums der Sichteinlagen, aber gegen Jahresende wurden auch wieder vermehrt Sichteinlagen gebildet, und im gesamten Jahr erweiterte sich das Geld- und Quasigeldvolumen um fast 19 Prozent (1967: rund 15 Prozent).

In den ersten Monaten des Jahres 1969 war die vorausgegangene leichte Rezession überwunden, und die Gesamtproduktion dürfte wieder ungefähr so rasch zugenommen haben wie in der Zeit vor 1967.

Portugal. Die Erholung des Wachstums der inländischen Produktion, die 1967 mit einem Aufschwung der Agrarerzeugung begonnen hatte, erhielt 1968 eine etwas breitere Basis. Die Hauptantriebskräfte kamen offenbar vom Verbrauch und von der Lagerauffüllung. Die Anlageinvestitionen scheinen im allgemeinen schwach geblieben zu sein, und das Wachstum der Exporte und des Fremdenverkehrs verlangsamte sich. Ein etwas beschleunigter Anstieg der Verbraucherpreise hing mit Vorgängen in der Nahrungsmittelversorgung und in der Bauwirtschaft zusammen, war aber auch die Folge beträchtlicher Lohnaufbesserungen in bestimmten wichtigen Sektoren.

Die ordentlichen und außerordentlichen Ausgaben der Regierung haben sich 1968 schätzungsweise um annähernd 10 Prozent erhöht (1967: rund 18 Prozent). Diese Wachstumsverlangsamung hatte ihren Ursprung teils in einer Stabilisierung der Arbeitsentgelte im öffentlichen Dienst, die im Jahre 1966 angehoben worden waren, und teils in der geringeren Zunahme der öffentlichen Investitionen. Im April 1968 wurde die Besteuerung der Gewinne von Handels- und Industriefirmen erhöht. Andererseits wurden für 1968 auch größere Steuererleichterungen für Investitionen und zugunsten der Landwirtschaft gewährt. Die gesamten ordentlichen und außerordentlichen Einnahmen (zu denen bestimmte Kreditaufnahmen zählen) vergrößerten sich nicht mehr so schnell, und der Gesamtüberschuß war etwas kleiner als 1967.

Obgleich die Banken 1968 durch die Auslandstransaktionen und die Kreditgewährung der Zentralbank etwas weniger Liquidität erhielten, dehnte sich das Geld- und Quasigeldvolumen um rund 13 Prozent aus (1967: rund 11 Prozent). Am stärksten erweiterte sich dabei das Quasigeldvolumen, was offenbar damit zusammenhing, daß 1968 die direkt in den Kapitalmarkt fließenden langfristigen Mittel (ohne Hypothekengelder) nicht mehr so umfangreich waren. Im Zusammenhang mit dieser Umschichtung erreichte der Zuwachs der Bankkredite an den privaten Sektor — es handelt sich hauptsächlich um die Diskontierung von

Handelswechselln — 1968 etwa 16 Prozent (1967: nur 7 Prozent). Ferner konnten die Geschäftsbanken ihre Nettoauslandsposition verbessern und ihre freien Liquiditätsguthaben erhöhen.

Im April 1969 wurden bestimmte Maßnahmen zur Verbesserung der Leistungsfähigkeit des Kreditapparates ergriffen. Die Basis für die Gewährung längerfristiger Kredite wurde insofern verstärkt, als den Banken erlaubt wurde, den Betrag ihrer Kredite mit zwei- bis fünfjähriger Laufzeit über ihr Eigenkapital hinaus steigen zu lassen, und als die Allgemeine Depositen-, Kredit- und Pensionskasse zwecks Erweiterung ihres Aktivgeschäfts reorganisiert wurde.

Der Haushaltsplan der Regierung für 1969 ist auf selektive Förderung der Investitionstätigkeit abgestellt, mit einem Anstieg der Budgetsumme um 13,4 Prozent. Die öffentlichen Investitionen sollen verhältnismäßig stark zunehmen. Für die private Investitionstätigkeit sind weitere Steuervergünstigungen vorgesehen. Als Ausgleich für die Anhebung der Gehälter und Zulagen im öffentlichen Dienst wurden bestimmte Steuern erhöht, darunter die Ergänzungssteuer für persönliche Einkommen und die Tabaksteuer.

Osteuropa

Das Geld hat im Wirtschaftssystem Osteuropas lange Zeit die Rolle einer abhängigen Variablen gespielt. Das wesentliche wirtschaftspolitische Instrument war der zentrale Jahreswirtschaftsplan, der weitgehend in Mengenbegriffen konzipiert war und in detaillierte, verbindliche Weisungen für jedes Produktionsunternehmen aufgegliedert wurde. Der Bankenapparat hatte hauptsächlich die Funktion, die Durchführung dieser Weisungen auf der Basis entsprechender Finanzpläne zu überwachen, und zwar mit dem Instrument der Kreditgewährung. Investitionsmittel wurden vornehmlich über den Staatshaushalt zugeteilt. Mit den Wirtschaftsreformen, die jetzt im ganzen Gebiet durchgeführt werden und deren gemeinsames Kennzeichen eine größere Selbständigkeit der Unternehmen ist, sind zwangsläufig auch wichtige Umstellungen für das Kreditsystem verbunden.

Am weitesten vorangeschritten ist dieser Prozeß in Jugoslawien, wo die Kreditpolitik — als Liquiditäts- und Zinspolitik — vielleicht zum wichtigsten konjunkturpolitischen Instrument geworden ist. Und sowohl in der Tschechoslowakei wie in Ungarn — beides Länder, in denen die Wirtschaftslenkung mehr als anderswo auf makroökonomische Steuerung umgestellt wird — hat es den Anschein, als würde die Kreditpolitik, einschließlich einer flexibleren Zinspolitik, früher oder später dazu benützt werden, um die Gesamtnachfrage zu beeinflussen und die finanziellen Mittel mehr als bisher auf der Basis der Rentabilität zuzuteilen. In anderen Ländern, wo die Reformen derzeit weniger radikal zu sein scheinen, wird die Bereitstellung langfristigen Kapitals zunehmend von Zins- und Tilgungsleistungen abhängig gemacht, und überhaupt erhält der Bankkredit eine größere Bedeutung. Diese Änderungen erfolgen im Rahmen der generellen Tendenz, die Unternehmensleistung vermehrt an den finanziellen Ergebnissen zu messen. Wenn dieses Prinzip tatsächlich als ein bestimmender Faktor in das Wirtschaftsgeschehen eingebaut wird, dürften umfassendere Änderungen im Geld- und Kreditsystem zu

erwarten sein, obwohl das Hauptproblem nach wie vor die Rationalisierung des Preisbildungsmechanismus ist. Die Dinge sind aber noch zu sehr im Fluß, als daß die künftige Entwicklung der osteuropäischen Geld- und Kreditsysteme bereits abzusehen wäre, und es wird noch einige Zeit dauern, bevor die wirkliche Bedeutung der Wirtschaftsreformen klar zu erkennen sein wird.

Was die letztjährige Produktion betrifft, so zeigte sie wie schon im Vorjahr allgemein die Tendenz, wiederum langsamer zu wachsen. In den frühen sechziger Jahren war das Wirtschaftswachstum in Osteuropa deutlich schwächer geworden, aber bis 1966 hatte es sich kräftig erholt. 1967 war es dann wieder gedämpfter, was im wesentlichen daran lag, daß sich die Agrarproduktion auf dem im Vorjahr erreichten Rekordstand stabilisierte. Dagegen hing die letztjährige Verlangsamung mehr mit der Entwicklung im industriellen Bereich zusammen, obwohl auch die Ergebnisse in der Landwirtschaft wiederum nicht übermäßig gut waren.

Osteuropäische Volkswirtschaften:
Volkseinkommen, Industrie- und Agrarproduktion

	Materielles Nettoprodukt			Industrielle Gesamterzeugung			Landwirtschaftliche Gesamterzeugung		
	1966	1967	1968	1966	1967	1968	1966	1967	1968
	Prozentualer realer Jahreszuwachs								
Albanien	9,0	7,5	11,0	12,0	12,8	19,0	12,5	12,0	2,5
Bulgarien	11,1	9,0	6,5	12,4	13,4	11,8	14,3	3,5	-6,7
Deutschland (Ost)	5,3	5,8	5,3	6,3 ¹	6,5 ¹	6,1 ¹	.	.	.
Polen	7,2	5,6	8,0	7,4	7,7	9,3	5,4	2,3	4,4
Rumänien	10,0	7,0	7,0	11,7	13,5	11,6	14,0	1,8	-3,6
Sowjetunion	7,5 ²	7,0 ²	7,2 ²	8,7	10,0	8,3	8,9	1,6	3,5
Tschechoslowakei	10,2	6,9	7,0	7,4	7,1	5,2	11,1	5,5	3,6
Ungarn	8,4	8,7	5,0	6,7	8,7	4,9	8,0	1,0	1,0
Jugoslawien	8,6 ³	1,0 ³	4,0 ³	4,0	0,5	6,6	16,6	-1,4	-3,0

¹ Warenproduktion (das heißt ohne Bestandsveränderungen). ² Verteiltes materielles Nettoprodukt.

³ Materielles Bruttoprodukt.

Quelle: UN Economic Commission for Europe, „Economic Survey of Europe in 1968“.

In einigen der größeren Länder ging die Abschwächung des Produktionswachstums mit einer nicht eingeplanten beschleunigten Ausweitung der Einkommen einher, und die Folge war ein bedeutendes Ungleichgewicht an den Verbrauchermärkten. Dies war der Fall in der *Sowjetunion*, wo die Produktivität nur noch um 5 Prozent und die industrielle Erzeugung nur noch um 8 Prozent (1967: 10 Prozent) stieg. Gleichzeitig erhöhten sich die durchschnittlichen Nominalverdienste um nicht weniger als 7 ½ Prozent (in den vorausgegangenen vier Jahren: durchschnittlich rund 4 Prozent), was zum Teil an einer kräftigen Anhebung der Sätze in den unteren Lohnkategorien lag. In Verbindung mit einem Anstieg der Beschäftigtenzahl um 3 ½ Prozent scheint das starke Wachstum der Arbeitsverdienste zu einer Übernachfrage am Verbrauchermarkt geführt zu haben, trotz seiner besseren Versorgung. Die üblichen Marktreaktionen in Form steigender Preise oder vermehrter Importe können in einer Planwirtschaft weitgehend unterdrückt werden. Dennoch scheint in der Sowjetunion im vergangenen Jahr die

Übernachfrage zum Teil auch in einem nicht eingeplanten Preisanstieg zum Ausdruck gekommen zu sein; erstmals seit vielen Jahren erhöhten sich die realen Verdienste weniger als die nominalen. Die wirtschaftspolitische Korrektur kurzfristiger Störungen dieser Art erfolgt im nächsten Jahresplan: dementsprechend sollen 1969 die Durchschnittsverdienste nur noch um 3 Prozent und die Beschäftigtenzahl um weniger als 1 ½ Prozent, hingegen die Produktivität um fast 6 Prozent zunehmen. Außerdem ist wie schon im Vorjahr für Verbrauchsgüter wiederum ein etwas größerer Produktionsanstieg als für Investitionsgüter geplant.

Ähnliche Anspannungen an den Verbrauchermärkten gab es im letzten Jahr in der Tschechoslowakei und in geringerem Umfang vielleicht auch in Ungarn. In der *Tschechoslowakei* wurde die Produktion durch die politische Krise im August stark beeinträchtigt, und das erklärt zu einem Teil, warum 1968 die Produktivität nur noch um 4 Prozent und die industrielle Erzeugung nur noch um wenig mehr als 5 Prozent wuchs. Dagegen beschleunigte sich der Anstieg der durchschnittlichen Nominallöhne auf über 8 Prozent, möglicherweise auch als Ergebnis der im Zuge der Reformen vermehrten Unternehmensautonomie. Zur Wirkung der Lohnerhöhungen auf die Verbrauchsausgaben kam noch hinzu, daß die landwirtschaftlichen Einkommen ungewöhnlich rasch stiegen und daß während der politischen Krise in erheblichem Umfang Ersparnisse aufgelöst wurden. Trotz der kräftigen Ausweitung der Nachfrage erhöhte sich der Index der Lebenshaltungskosten 1968 nur um 1,2 Prozent; die Anspannungen wurden hauptsächlich durch Rückgriff auf Vorräte und durch vermehrte gütermäßige Beanspruchung des Auslands gemildert. Im Jahr 1969 bestand die Übersnachfrage jedoch weiter, und im Mai wurden kräftigere Preisanhebungen bekanntgegeben. In *Ungarn* stieg in der Industrie die Erzeugung je Arbeitskraft im vergangenen Jahr nur noch um 1 Prozent, zum Teil wegen einer Verkürzung der Arbeitszeit; der Anstieg der Gesamterzeugung um 5 Prozent beruhte zum größten Teil auf einer starken Erhöhung der Beschäftigtenzahl. Daher vergrößerte sich, obwohl die Durchschnittslöhne nur um 2 Prozent zunahmen, die Lohnsumme in der Industrie erheblich. Außerdem erhöhten sich in der Landwirtschaft durch Preiskorrekturen die Einkommen um rund 20 Prozent. In der Nahrungsmittel- und der Leichtindustrie wuchs die Erzeugung 1968 nur noch um 4 bzw. knapp 3 Prozent.

In den anderen Zentralverwaltungswirtschaften könnte die Überbelastung der Verbrauchermärkte 1968 nachgelassen haben, wenn auch vielleicht nicht so sehr dank einer vermehrten Versorgung als vielmehr deshalb, weil die Entwicklung der Realeinkommen und der Gesamtbeschäftigung besser unter Kontrolle gehalten wurde, als es früher zeitweise der Fall war. Andererseits wuchs der reale Verbrauch in allen diesen Ländern bedeutend weniger als in der Sowjetunion und der Tschechoslowakei. In *Ostdeutschland*, wo das Wirtschaftswachstum in der letzten Zeit im allgemeinen etwas langsamer, aber stabiler als in den anderen osteuropäischen Ländern war, erhöhte sich die Beschäftigtenzahl wiederum nur sehr wenig. Die Durchschnittsverdienste stiegen 1968 beschleunigt, da in den unteren Lohnkategorien seit Mitte 1967 höhere Löhne gezahlt werden und auch die Prämien wesentlich heraufgesetzt wurden, aber der Anstieg blieb dennoch etwas hinter der Ausdehnung der Produktion je Arbeitskraft zurück. Sowohl in *Rumänien* wie in *Bulgarien* verlangsamte sich das Wachstum der industriellen

Erzeugung 1968 auf $11\frac{1}{2}$ Prozent (1967: rund $13\frac{1}{2}$ Prozent), und beide Länder erlitten einen erheblichen Rückschlag in der Agrarerzeugung, da sie am meisten von der Trockenheit betroffen wurden. Die Gesamtzahl der Beschäftigten stieg nicht mehr so rasch wie früher, und der Verbrauchsnachfrage waren offenbar auch dadurch Grenzen gesetzt, daß die Löhne nur sehr wenig, die Preise hingegen kräftig angehoben wurden. Besonders ausgeprägt war diese Entwicklung in Bulgarien, wo der Index der Lebenshaltungskosten um 5 Prozent stieg, so daß die durchschnittlichen Reallöhne 1968 um 3 Prozent sanken.

In Albanien und Polen hat sich das Wirtschaftswachstum im Gegensatz zu dem Trend in den anderen Ländern beschleunigt. In *Albanien* beruhte dies auf einer Steigerung der industriellen Erzeugung um 19 Prozent. In *Polen* wuchs die industrielle Produktion ebenfalls mehr als 1967, nämlich um fast $9\frac{1}{2}$ Prozent, und auch die Erhöhung der landwirtschaftlichen Produktion war beträchtlich. Trotz der Zunahme des gesamten Nettoprodukts um 8 Prozent (1967: $5\frac{1}{2}$ Prozent) wurde die Anhebung der Reallöhne 1968 auf nur $1\frac{1}{2}$ Prozent begrenzt (1967: $2\frac{1}{2}$ Prozent). Die Lebenshaltungskosten stiegen in Polen im vergangenen Jahr um $2\frac{1}{2}$ Prozent.

In *Jugoslawien* erlitt die landwirtschaftliche Erzeugung im vergangenen Jahr einen Rückschlag. Die Gesamtproduktion wuchs aber trotzdem um 4 Prozent, nachdem sie sich 1967 praktisch überhaupt nicht ausgeweitet hatte. Sobald die Lohn- und Preishausse, die ihren Ursprung in den umfassenden Wirtschaftsreformen von 1965 hatte, einigermaßen unter Kontrolle gebracht war, ging die bis dahin äußerst restriktive Kreditpolitik gegen Ende 1967 wieder auf expansiven Kurs. Das Ergebnis war eine deutliche Verbesserung der Liquidität der Unternehmen und eine entsprechende Belebung der Anlageinvestitionen. Mit der Erhöhung der Beschäftigtenzahl von der Jahresmitte an wuchs auch die Verbrauchsnachfrage beschleunigt. Die industrielle Erzeugung war für das Jahr als Ganzes um $6\frac{1}{2}$ Prozent größer (1967: etwas kleiner) als die Vorjahresproduktion, und Ende 1968 übertraf sie den Vorjahresstand um über $10\frac{1}{2}$ Prozent. Bei einem solchen Wachstum begannen die industriellen Erzeugerpreise in der zweiten Jahreshälfte wieder anzuziehen, nachdem sie anderthalb Jahre lang stabil geblieben waren, und so schwenkte die Kreditpolitik im Herbst wieder auf eine mäßig restriktive Linie ein.

Die Stabilisierung brachte für das Außenhandelsdefizit Jugoslawiens im Jahr 1967 keine Besserung, und 1968 erhöhte es sich weiter auf 535 Millionen Dollar. Fast ebenso groß wie diese Verschlechterung war aber wiederum die Zunahme des Überschusses bei den unsichtbaren Transaktionen (hauptsächlich im Fremdenverkehr und durch Überweisungen von Arbeitern), so daß sich das Defizit in der laufenden Rechnung bedeutend weniger erhöhte; es betrug rund 110 Millionen Dollar. Da aber der Nettokapitalzufluß etwas größer war, befand sich die Gesamtbilanz einigermaßen im Gleichgewicht, und die Bestände Jugoslawiens an Gold und konvertierbaren Devisen vergrößerten sich um 50 Millionen Dollar.

III. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Im Jahre 1968 überschritt die Weltausfuhr erstmals den Wert von 200 Milliarden Dollar. Das war mehr als das Doppelte wie zehn Jahre zuvor. Die Wachstumsrate, die in den Jahren 1963–1966 durchschnittlich 10 Prozent betragen und sich 1967 auf nur 5 Prozent verlangsamt hatte, beschleunigte sich im vergangenen Jahr infolge der expansiven Wirtschaftstätigkeit in den wichtigsten Industrieländern, besonders den Vereinigten Staaten und Deutschland, auf 11 Prozent. Der Anstieg gewann im Laufe des Jahres an Tempo, nämlich von 8 Prozent in der ersten Jahreshälfte auf 18 Prozent in der zweiten. Das Volumen der Weltausfuhr weitete sich 1968 um 12 Prozent aus, da die Durchschnittswerte um 1 Prozent fielen.

Der Welthandel

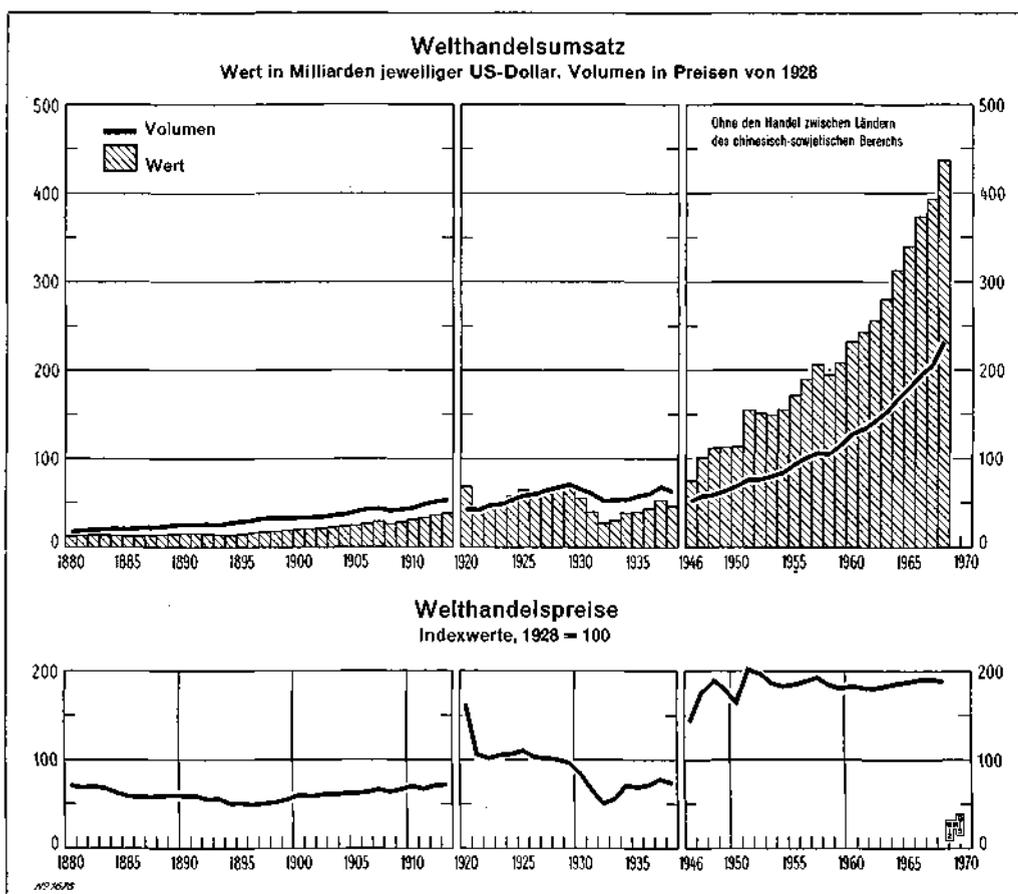
	Ausfuhr			Einfuhr			Volumenmäßige Veränderung der	
	1966	1967	1968	1966	1967	1968	Ausfuhr	Einfuhr
	Milliarden US-Dollar						1968 gegenüber 1967	
							Prozent	
Industrialisierte Gebiete								
Westliches Europa								
EWG	52,7	56,1	64,2	53,7	55,0	62,0	16,0	14,0
EFTA	28,5	29,2	31,6	33,9	35,8	38,1	11,0	8,5
Sonstige Länder	5,7	6,1	6,3	10,0	10,0	10,4	7,0	5,5
Westliches Europa zusammen . .	86,9	91,4	102,1	97,6	100,8	110,5	14,0	11,0
Vereinigte Staaten	30,4	31,6	34,7	27,7	29,1	36,0	8,0	22,0
Kanada	10,0	11,0	13,1	10,2	11,0	12,5	15,0	9,0
Japan	9,8	10,5	13,0	9,5	11,7	13,0	23,5	12,5
Sonstige Länder ¹	6,0	6,4	6,7	7,3	7,8	8,2	6,0	7,0
Industrialisierte Gebiete zusammen	143,1	150,9	169,6	152,3	160,4	180,2	13,0	13,0
Entwicklungsgebiete								
Latelamerika	11,0	11,0	11,5	9,7	10,3	11,2	3,0	7,0
Sonstige Gebiete	27,3	28,6	31,5	30,2	31,5	33,7	10,0	8,0
Entwicklungsgebiete zusammen .	38,3	39,6	43,0	39,9	41,8	44,9	8,0	8,0
Insgesamt²	181,4	190,5	212,6	192,2	202,2	225,1	12,0	12,0

¹ Australien, Neuseeland und Südafrika. ² Umfaßt ungefähr 90 Prozent des Welthandels, da der Handel von Planwirtschaftsländern nur insoweit enthalten ist, als er sich in der Einfuhr bzw. in der Ausfuhr ihrer Handelspartner im Westen niederschlägt.

Während 1967 das Exportvolumen der industrialisierten Gebiete wie auch der Entwicklungsländer um die gleiche bescheidene Rate zugenommen hatte, stiegen die Ausfuhren der Industrieländer im vergangenen Jahr um 13 Prozent (nahezu dreimal so schnell wie die reale Produktion) und die der Entwicklungsländer um 8 Prozent. Die Durchschnittswerte andererseits veränderten sich für die Entwicklungsgebiete etwas günstiger als für die Industriestaaten. Im ersten Fall erhöhten sie sich um 1 Prozent, da die Preise für exportierte NE-Grundmetalle, hauptsächlich Kupfer, um 6 Prozent stiegen und auch die Nahrungsmittelpreise etwas anzogen.

Im zweiten Fall gingen sie indessen als Folge einer leichten Ermäßigung der Exportpreise für Fertigprodukte und für Rohstoffe, vor allem Ernährungsgüter, um 1 Prozent zurück.

Das Wachstum des Welthandels im vergangenen Jahr war im Vergleich zu anderen Jahren der letzten Zeit ziemlich außergewöhnlich. Dies galt noch mehr unter dem Blickwinkel einer längeren historischen Entwicklung. Das untenstehende Diagramm zeigt diese Entwicklung seit 1880, dem frühesten Jahr, für das überhaupt zuverlässige Angaben zur Verfügung stehen. Drei Hauptphasen können unterschieden werden, die durch die zwei Weltkriege voneinander getrennt sind.



Von 1880 bis 1913 ist das Volumen des Welthandels, in Preisen von 1928, langsam, und zwar mit einer Jahreswachstumsrate von durchschnittlich $3\frac{1}{2}$ Prozent, gestiegen. Die Preise wiesen von 1880 bis 1896 einen leichten Abwärtstrend auf; danach kehrte sich diese Tendenz jedoch um, so daß der Wert des Warenhandels in der zweiten Hälfte des Zeitabschnittes rascher zunahm als in der ersten.

Nach dem Bruch, der durch den ersten Weltkrieg verursacht wurde, war das Welthandelsvolumen im Jahre 1920 um 20 Prozent niedriger als 1913, obschon an ihm — vor allem wegen des Zerfalls des österreichisch-ungarischen Kaiserreichs — eine größere Zahl von Ländern beteiligt war. Der Wert des Welthandels,

der durch die inflationierten Preise während des kurzlebigen Booms von 1920 aufgebläht worden war, nahm 1921, als der Preisanstieg sich brach, ab. Von da an stieg der Wert parallel zum Volumen, da die Preise praktisch stabil blieben. Diese fielen nach dem Zusammenbruch von 1929 jedoch scharf ab, so daß die Schrumpfung des Welthandels in den Jahren der Weltwirtschaftskrise dem Wert nach ausgeprägter war als dem Volumen nach. Der Wert ging von 70 Milliarden Dollar im Jahre 1929 auf 27 Milliarden Dollar im Jahre 1932 oder um nahezu 60 Prozent zurück, das Volumen um 25 Prozent; 1932 war das Volumen auf den Stand von 1913, der Wert sogar auf den Stand von 1908 gefallen. Die anschließende Erholung war sowohl der Menge wie den Preisen nach recht mäßig, und unmittelbar vor dem zweiten Weltkrieg lagen Wert und Volumen des Welthandels lediglich um 20 Prozent über ihrem Stand von 1913.

Eine erneute Expansion setzte nach 1946 ein. Sie war nahezu vollständig einer mengenmäßigen Ausweitung der Transaktionen zuzuschreiben, da die Preise bemerkenswert stabil blieben, abgesehen von einem scharfen Anstieg in den ersten Jahren, der auf nachkriegsbedingte Knappheitserscheinungen und die Korea-Krise von 1951 zurückging. Die jährliche Wachstumsrate der Jahre 1946 bis 1968 belief sich auf 7 Prozent, genau das Zweifache derjenigen im Zeitraum von 1880–1913. In den ersten zehn Jahren war sie etwas kleiner (6,7 Prozent) und nach der Rezession von 1958 etwas größer (7,3 Prozent). Während die Welthandelspreise 1968 um etwa 30 Prozent höher lagen als 1946 (und etwa zweieinhalbmal so hoch wie 1938), hat der Umsatz zu jeweiligen Dollarpreisen auf nahezu das Sechsfache und in konstanten Preisen auf das Viereinhalbfache zugenommen.

Ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die allgemeine Ausweitung des Welthandels im Jahre 1968 war die hohe Importnachfrage in den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik, die Jahreszuwachsrate von 23 und von 17 Prozent aufwies. Die Zunahme der Einfuhren dieser beiden Länder um 6,9 und um 2,9 Milliarden Dollar erklärt nahezu die Hälfte des Gesamtanstiegs der Welteinfuhr. Die Auswirkungen dieser Nachfrage waren in allen Ländern, besonders aber in den wichtigsten Industrieländern spürbar.

Die Exportlieferungen Deutschlands, Japans und Belgien-Luxemburgs in die Vereinigten Staaten wuchsen um 38 bzw. 36 und 31 Prozent, die aus Kanada, Italien, den Niederlanden und dem Vereinigten Königreich um etwa 25 Prozent. Die Wiederbelebung der Wirtschaftstätigkeit in der Bundesrepublik übte den stärksten Einfluß auf Japan, Kanada, die Schweiz sowie die EWG-Partner aus. Die Deutschlandausfuhren Japans und Kanadas expandierten um 34 bzw. 28 Prozent und die der deutschen EWG-Partner sowie der Schweiz um jeweils 22 Prozent. Die Vereinigten Staaten hingegen steigerten trotz des Wachstums ihrer Gesamtausfuhr um 9 Prozent ihren Absatz in der Bundesrepublik überhaupt nicht.

Die Ausfuhren der EWG-Länder erhöhten sich zusammengenommen um 14 Prozent, verglichen mit 7 Prozent ein Jahr zuvor, wobei Italien und Belgien-Luxemburg mit 17 und 16 Prozent die höchsten Zuwachsrate erzielten, Frankreich mit 12 Prozent dagegen den niedrigsten Anstieg auswies. Die Exporte der EFTA-Länder nahmen 1968 um 8 Prozent zu, gegenüber 2 Prozent im Jahr zuvor. Nachdem die Ausfuhren des Vereinigten Königreichs 1967 effektiv zurückgegangen

Wichtige Industrieländer: Regionales Exportwachstum im Jahre 1968
(auf der Grundlage von Dollarwerten)

Exportländer	Importländer						
	Vereinigte Staaten	EWG			Ver- einigtes Königreich	Übrige Länder	Alle Länder
		Deutsch- land (BR)	Übrige Länder	Insgesamt			
Prozentuales Wachstum gegenüber dem vorangegangenen Jahr							
Belgien-Luxemburg	31	23	17	18	7	6	16
Deutschland (BR)	38	—	17	17	16	8	14
Frankreich	16	20	14	16	4	8	12
Italien	26	24	19	21	7	13	17
Niederlande	27	22	18	20	11	5	14
EWG insgesamt	30	22	16	18	10	8	14
Schweden	15	15	7	10	20	5	9
Schweiz	14	22	11	15	15	15	15
Vereinigtes Königreich*	25	15	6	8	—	3	7
Vereinigte Staaten	—	0	11	7	9	10	9
Kanada	25	28	10	11	4	8	19
Japan	36	34	20	26	23	19	24
Insgesamt	28	18	14	15	11	9	13

* Erzeugnisse des Vereinigten Königreichs.

waren, erholten sie sich 1968 aber wieder mit einer Ausweitung um 7 Prozent. Von den EFTA-Ländern standen 1968 die Schweiz, Norwegen und Österreich mit Exportzuwachsraten von 15, 12 und 10 Prozent an der Spitze, während Dänemark mit 4 Prozent nachhinkte.

Die Ausfuhren der Vereinigten Staaten, Kanadas und Japans wuchsen 1968 allesamt in rascherem Maße, nämlich um 9 bzw. 19 und 24 Prozent, verglichen mit 4 bzw. 10 und 7 Prozent im vorangegangenen Jahr. Während jedoch in den Vereinigten Staaten das Exportwachstum im Jahre 1968 durch die Einfuhrzunahme weit übertroffen wurde, war in Kanada und in Japan das Gegenteil der Fall. In der Tat verlangsamte sich der japanische Importanstieg von 22 auf 11 Prozent.

Die Ausfuhren Australiens, Neuseelands und Südafrikas zusammengenommen weiteten sich um 4,5 Prozent aus, verglichen mit einem Anstieg um 7,5 Prozent im Jahre 1967. Die Hauptursache für diese Veränderung bestand darin, daß die Weizenverkäufe Australiens, die sich 1967 dem Werte nach nahezu verdoppelt hatten, im vergangenen Jahr stark schrumpften. Die Verkäufe von Bergbauerzeugnissen und Fertigprodukten erhöhten sich jedoch, infolgedessen nahmen die Gesamtausfuhren Australiens etwas zu. Die Exporte Neuseelands erholten sich von ihrem vorherigen Rückschlag, da der anhaltende Preisrückgang bei seinen Hauptausfuhrgütern durch eine wachsende Verkaufsmenge mehr als aufgewogen wurde. Die südafrikanischen Ausfuhrlieferungen stiegen mit 11,5 Prozent trotz der verringerten Goldverkäufe fast ebenso rasch wie 1967.

Die divergierenden Wachstumsraten der Ausfuhren und der Einfuhren in den verschiedenen Ländern verursachten deutliche Verschiebungen in der Struktur der Handelsbilanzen. Auf der Basis von fob-Werten ist der traditionelle amerikanische

Exportüberschuß, der seit 1964 ständig gefallen war, praktisch verschwunden: er ging von 3,5 Milliarden Dollar im Jahre 1967 auf 0,1 Milliarden Dollar im vergangenen Jahr zurück. Im Gegensatz hierzu erhöhte sich der Exportüberschuß Japans um 1,3 Milliarden Dollar und der Aktivsaldo Kanadas sowie der EWG-Länder um jeweils 0,7 Milliarden Dollar. Das Außenhandelsdefizit der EFTA-Länder verringerte sich, trotz eines Anstiegs des britischen Fehlbetrags, um 0,2 Milliarden Dollar.

Zahlungsbilanzen: Stand und Veränderung 1967 und 1968

	Jahr	Vereinigte Staaten	Kanada	Japan	EFTA	EWG ¹
		Milliarden US-Dollar				
Warenhandel	1967	3,5	0,6	1,2	- 4,7	4,7
	1968	0,1	1,3	2,5	- 4,5	5,4
Veränderung		- 3,4	+ 0,7	+ 1,3	+ 0,2	+ 0,7
Dienstleistungen	1967	-	- 1,1	- 1,4	3,3	- 0,3
	1968	0,7	- 1,5	- 1,5	3,7	- 1,2
Veränderung		+ 0,7	- 0,4	- 0,1	+ 0,4	- 0,9
Laufende Posten	1967	3,5	- 0,5	- 0,2	- 1,4	4,4
	1968	0,8	- 0,2	1,0	- 0,8	4,2
Veränderung		- 2,7	+ 0,3	+ 1,2	+ 0,6	- 0,2
Nettokapitalleistungen	1967	- 7,1	0,8	- 0,4	1,2	- 2,5
	1968	- 0,6	0,6	0,1	1,0	- 6,1
Veränderung		+ 6,5	- 0,2	+ 0,5	- 0,2	- 3,6
Gesamtbilanz	1967	- 3,6 ²	0,3	- 0,6	- 0,2	1,9
	1968	0,2 ²	0,4	1,1	0,2	- 1,9
Veränderung		+ 3,8 ²	+ 0,1	+ 1,7	+ 0,4	- 3,8

¹ Für Frankreich vorläufige Schätzungen der BIZ. ² Auf Liquiditätsbasis.

Die Verschlechterung der amerikanischen Handelsbilanz wie auch die Verbesserung der Handelsbilanzen Kanadas und Japans wurden teilweise durch gegenläufige Veränderungen in der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen aufgewogen. Infolgedessen schrumpfte der Überschuß der Bilanz in laufender Rechnung der Vereinigten Staaten von rund 3,5 auf 0,8 Milliarden Dollar, Japans Bilanz der laufenden Posten schlug von einem Defizit von 0,2 Milliarden Dollar in einen Aktivsaldo von mehr als 1 Milliarde Dollar um, und das Defizit der laufenden Posten Kanadas fiel von 0,5 auf weniger als 0,2 Milliarden Dollar. In der Gruppe der EWG-Länder ging der Überschuß der laufenden Rechnung von 4,4 auf 4,2 Milliarden Dollar zurück, da die Erhöhung des Exportüberschusses nicht ausreichte, um den Anstieg der Nettoausgaben für Dienstleistungen und Übertragungen um 0,9 Milliarden Dollar aufzuwiegen. In den EFTA-Ländern hingegen stiegen die Nettoeinnahmen aus unsichtbaren Transaktionen um 0,4 Milliarden Dollar, und das Defizit der laufenden Posten verringerte sich von 1,4 auf 0,8 Milliarden Dollar.

Die Veränderungen im Kapitalverkehr (lang- und kurzfristige Kapitalleistungen sowie Restposten der Zahlungsbilanz zusammengefaßt) wogen bei den Vereinigten Staaten die Verschlechterung der laufenden Posten mehr als auf und glichen teilweise die Verbesserung derjenigen von Kanada und der EFTA-Ländergruppe aus. In Japan und in den EWG-Ländern addierten sich andererseits die Veränderungen der Kapitalverkehrsbilanz zu denen der laufenden Posten hinzu.

Strukturveränderungen im Kapitalverkehr

Eine der auffälligsten Entwicklungen in der internationalen Zahlungsbilanzlage bestand im vergangenen Jahr in der Veränderung der Kapitalverkehrsstruktur. Das augenscheinlichste Merkmal war der Umschwung in der Stellung der Vereinigten Staaten vom weltgrößten Exporteur privaten Kapitals in ein Kapitalimportland. Diese Entwicklung war von gegenläufigen Veränderungen in den Kapitalbilanzen einer Anzahl europäischer Länder begleitet, insbesondere vom Auftreten umfangreicher Kapitalabflüsse aus Frankreich, Deutschland und Italien.

Der private langfristige Kapitalverkehr der Vereinigten Staaten schlug von einem Nettoexport von 2,3 Milliarden Dollar 1967 in einen Nettoimport von 1,5 Milliarden Dollar 1968 um. Außerdem verringerte sich der Abfluß kurzfristiger Kapitalien (einschließlich des Restpostens, aber ohne Veränderungen der liquiden amerikanischen Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen) von 1,4 auf 0,6 Milliarden Dollar. Der private Kapitalverkehr insgesamt kehrte sich daher von einem Nettokapitalexport von 3,7 Milliarden Dollar im Jahre 1967 in einen Nettokapitalimport von 0,9 Milliarden im Jahre 1968 um. Werden auch die Veränderungen der liquiden amerikanischen Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen in die Rechnung einbezogen, ergibt sich ein Umschwung von einem Nettokapitalabfluß von 2,2 Milliarden Dollar in einen Nettokapitalzufluß von 4,7 Milliarden Dollar.

Drei Hauptfaktoren waren für diesen merklichen Wandel in der letztjährigen amerikanischen Kapitalbilanz verantwortlich: die Verstärkung der direkten Beschränkungen für den Kapitalexport; die angespannte monetäre Lage im Inland und ein daraus folgender Anstieg des amerikanischen Zinsniveaus sowie die weit größere Nachfrage des Auslands nach amerikanischen Wertpapieren.

Maßnahmen zur Begrenzung des Kapitalabflusses hatten die Vereinigten Staaten im Wege direkter Beschränkungen in den letzten Jahren bei mehrfachen Gelegenheiten getroffen. Die Wurzel dieser Maßnahmen liegt in dem starken Anstieg der Nettokapitalabflüsse, der gegen Ende der fünfziger Jahre einsetzte. Dieser Anstieg entstand aus den günstigen Investitionsmöglichkeiten in Europa, das zu einer Zeit ein rasches Wirtschaftswachstum aufwies, als in der amerikanischen Wirtschaftstätigkeit eine gewisse Flaute herrschte. Von 1959 bis 1964 erhöhte sich der langfristige Nettokapitalexport der Vereinigten Staaten von 1,6 auf 4,5 Milliarden Dollar, und im kurzfristigen Kapitalverkehr kam es zu einem Umschwung von Nettozuflüssen von 0,4 Milliarden Dollar zu Nettoabflüssen von 2,9 Milliarden Dollar. Infolgedessen reichte die amerikanische Bilanz in laufender Rechnung nicht länger aus, um den Transfer von Kapital ins Ausland in vollem Umfang auszugleichen.

Vereinigte Staaten: Bilanz des privaten Kapitalverkehrs

	1964	1965	1966	1967	1968
	Millionen US-Dollar				
Amerikanische Kapitalanlagen im Ausland					
Langfristig					
Direktinvestitionen	- 2 330	- 3 465	- 3 625	- 3 020	- 2 745
Wertpapiere	- 675	- 760	- 480	- 1 265	- 1 290
Forderungen amerikanischer Nichtbanken	- 485	- 90	- 110	- 290	- 115
Forderungen amerikanischer Banken	- 940	- 230	335	285	355
Zusammen	- 4 430	- 4 545	- 3 880	- 4 290	- 3 795
Kurzfristig					
Forderungen amerikanischer Nichtbanken	- 625	425	- 335	- 470	- 965
Forderungen amerikanischer Banken	- 1 525	325	- 85	- 745	- 100
Zusammen	- 2 150	750	- 420	- 1 215	- 1 065
Gesamte Kapitalausfuhr	- 6 580	- 3 795	- 4 300	- 5 505	- 4 860
Ausländische Kapitalanlagen in den Vereinigten Staaten					
Langfristig					
Direktinvestitionen	- 5	55	85	250	365
Wertpapiere	- 85	165*	1 010*	1 470*	4 175
Verbindlichkeiten amerikanischer Nichtbanken	- 40	30	180	90	685
Verbindlichkeiten amerikanischer Banken	90	165	190	150	45
Zusammen	- 40	415	1 465	1 960	5 270
Kurzfristig					
Verbindlichkeiten amerikanischer Nichtbanken	115	150	295	390	665
Verbindlichkeiten amerikanischer Banken	1 555	130	2 385	1 455	3 835
Zusammen	1 670	280	2 680	1 845	4 500
Gesamte Kapitaleinfuhr	1 630	695	4 145	3 805	9 770
Saldo					
Langfristig	- 4 470	- 4 130	- 2 415	- 2 330	1 475
Kurzfristig	- 480	1 030	2 260	630	3 435
Nicht erfaßte Posten und statistische Ermittlungsfehler	- 860	- 315	- 210	- 530	- 200
Insgesamt	- 5 810	- 3 415	- 365	- 2 230	4 710
Insgesamt, ohne liquide Verbindlichkeiten	- 7 365	- 3 545	- 2 750	- 3 685	875

* Ohne die Verkäufe amerikanischer Wertpapiere durch das britische Schatzamt.

Die amerikanischen Behörden begannen daher, Maßnahmen zur Verringerung des Kapitalabflusses zu ergreifen. Im Juli 1963 wurde die Zinsausgleichsteuer auf alle durch Inländer getätigten Käufe von langfristigen ausländischen Wertpapieren, soweit sie in Industrieländern begeben wurden, eingeführt. Hierauf folgten im Februar 1965 das sogenannte freiwillige Beschränkungsprogramm für Direktinvestitionen, die Ausweitung der Zinsausgleichsteuer auch auf Auslandskredite der Banken und Nichtbanken mit mehr als einjähriger Laufzeit sowie eine Begrenzung für neue im Verlauf von 1965 gewährte Auslandskredite auf 5 Prozent über den Stand von Ende 1964. In der Folgezeit wurde das Programm vom

Februar 1965 zweimal, im Dezember 1965 und im Dezember 1966, verschärft, und im Januar 1968 wurden die Beschränkungen der Direktinvestitionen obligatorisch.

Diese verschiedenen Eingriffe in den Kapitalexport wurden durch die spätere Entwicklung der inländischen Wirtschaft gestützt, in der Mitte 1966 eine sehr straffe Geld- und Kreditpolitik zur praktischen Durchführung gelangte, da fiskalpolitische Restriktionsmaßnahmen fehlten. Das Zusammentreffen von Kreditverknappung und Beschränkungsprogramm bewirkte eine ausgeprägte Verlangsamung des Kapitalabflusses, so daß das Defizit im privaten Kapitalverkehr von 1964 bis 1966 von netto 7,4 auf 2,8 Milliarden Dollar schrumpfte. Als es 1967 zu einer kurzfristigen Unterbrechung des heimischen Wirtschaftswachstums kam, gepaart mit einer leichteren Kreditverfassung, stieg der Kapitalabfluß wieder an. Das erneute Aufleben der Hochkonjunktur zu einer Zeit, in der das Kreditklima in einigen europäischen Ländern recht entspannt war, führte dann 1968, zusammen mit den verbindlich vorgeschriebenen Einschränkungen der Direktinvestitionen, zu dem bereits geschilderten sehr kräftigen Umschwung im privaten Kapitalverkehr.

Die von 1965 bis 1968 im gesamten privaten langfristigen Kapitalverkehr eingetretene Veränderung war lediglich in Höhe von 750 Millionen Dollar einer Verringerung des Nettoabflusses langfristigen amerikanischen Kapitals zu verdanken, während im gleichen Zeitabschnitt der Nettozufluß langfristigen Auslandskapitals um 4,9 Milliarden Dollar stieg. Ein wichtiger Grund hierfür lag darin, daß die Beschränkung der amerikanischen Direktinvestitionen deren Finanzierung auf ausländische Kapitalmärkte abdrängte, statt den tatsächlichen Umfang nennenswert zu verringern. Und die „offshore“-Finanzierung der Direktinvestitionen erscheint als Einfuhr von langfristigem Auslandskapital.

Die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland stiegen sogar von insgesamt 2,3 Milliarden Dollar im Jahre 1964 auf 3,6 Milliarden Dollar im Jahre 1966. Ein Großteil dieser Ausweitung erfolgte im Verkehr mit Kanada, das vom freiwilligen Beschränkungsprogramm ausgenommen war, doch auch die Direktinvestitionen in Europa stiegen von 1 390 auf 1 810 Millionen Dollar. Als es 1967 zu einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit sowohl in Kanada als auch in verschiedenen Ländern des europäischen Kontinents kam, fiel der Gesamtbetrag der Direktinvestitionen auf 3 Milliarden Dollar. Und 1968 mag die Auferlegung von Beschränkungen zu der weiteren Abnahme auf insgesamt 2,7 Milliarden Dollar beigetragen haben.

Das Anfang 1968 eingeführte obligatorische Beschränkungsprogramm belegte den Einsatz amerikanischer Mittel für Investitionen in industrialisierten Ländern mit einem uneingeschränkten Verbot. Es begrenzte die Verwendung von Auslandserträgen in den meisten industrialisierten Ländern — im wesentlichen Kontinentaleuropa — auf 35 Prozent, in sonstigen industrialisierten Ländern auf 65 Prozent und in weniger entwickelten Ländern auf 110 Prozent des im Mittel der Jahre 1965 und 1966 insgesamt verwirklichten Abflusses für Investitionen. Die Direktinvestitionen im westlichen Kontinentaleuropa, die bereits 1967 um 330 auf 1 100 Millionen Dollar zurückgegangen waren, schrumpften 1968 auf 500 Millionen

Dollar, und ihr Anteil an den gesamten amerikanischen Direktinvestitionen fiel von über 50 Prozent im Jahre 1964 auf weniger als 20 Prozent. Die Direktinvestitionen in Australien, Neuseeland und Südafrika, die 1967 rasch expandiert hatten, ermäßigten sich von 360 auf 160 Millionen Dollar. Andererseits weiteten sich die Direktinvestitionen in Lateinamerika von 220 Millionen Dollar im Jahre 1967 auf 610 Millionen Dollar im Jahre 1968 aus.

Da Direktinvestitionen, die über eine langfristige Kapitalaufnahme im Ausland finanziert werden, von den Plafonds ausgenommen sind, erfordert eine umfassende Würdigung der Auswirkungen des Beschränkungsprogramms auch einen Blick auf die Veränderung der Auslandsverpflichtungen von Inländern. 1966 beispielsweise, als die Direktinvestitionen einen Höchstbetrag von 3 625 Millionen Dollar erreichten, wurden etwa 450 Millionen Dollar durch Auslandsemissionen finanziert, und die sonstige langfristige Kapitalaufnahme im Ausland belief sich auf 180 Millionen Dollar. 1968 aber, als die Direktinvestitionen auf 2 745 Millionen gefallen waren, wurden von den im Ausland neu emittierten Wertpapieren in Höhe von 2 190 Millionen Dollar (die hauptsächlich über den Euro-Anleihemarkt placiert wurden) etwas über 700 Millionen Dollar zur Finanzierung von Direktinvestitionen herangezogen. Auch ist vermutlich der größere Teil des Anstiegs der langfristigen Verbindlichkeiten amerikanischer Nichtbanken um 690 Millionen Dollar für den gleichen Zweck eingesetzt worden.

Die amerikanischen Wertpapieranlagen im Ausland haben sich in den drei auf die Einführung der Zinsausgleichssteuer folgenden Jahren erheblich ermäßigt. Vom Höchstwert von 1 105 Millionen Dollar im Jahre 1963 waren sie bis 1966 auf nur noch 480 Millionen Dollar gefallen. In den Jahren 1967 und 1968 stiegen die Wertpapierinvestitionen aber wieder deutlich an, und zwar auf 1 265 bzw. 1 290 Millionen Dollar. Die Auswirkungen der Zinsausgleichssteuer auf die Emission ausländischer Anleihen in den Vereinigten Staaten waren in der Tat begrenzt, denn auf die von ihr betroffenen Länder entfielen 1963, im Einführungsjahr der Steuer, nur 35 Prozent aller ausländischen Anleiheemissionen. Obschon Neuemissionen von Industrieländern (ohne Kanada) allmählich ganz aufhörten, blieb die Gesamtsumme neuer Anleiheemissionen mit etwa 1,2 Milliarden Dollar bis 1966 recht beständig und stieg danach auf 1,6 Milliarden Dollar in den Jahren 1967 und 1968. Die kanadischen Emissionen auf dem amerikanischen Markt weiteten sich von 695 Millionen Dollar im Jahre 1963 auf 1 005 Millionen Dollar im Jahre 1967 aus; 1968 fielen sie auf 865 Millionen. Von 1963 bis 1968 nahmen die Emissionen von weniger entwickelten Ländern von 100 auf 320 Millionen Dollar und die internationaler Organisationen von Null auf 390 Millionen Dollar zu.

Die Einführung der Zinsausgleichssteuer förderte die Verlagerung bestimmter Formen der Kapitalaufnahme des Auslands in den Vereinigten Staaten von den Wertpapiermärkten auf die Banken. Teils aus diesem Grund, teils als Ergebnis der Versteifung der Kreditmärkte im Ausland wuchs die Gewährung lang- und kurzfristiger Auslandskredite durch amerikanische Banken von 450 Millionen Dollar 1962 auf 2 465 Millionen Dollar 1964. Das im Februar 1965 angekündigte Programm weitete die Zinsausgleichssteuer auf Bankkredite von mehr als einem Jahr Laufzeit aus und unterstellte den Zuwachs der Bankausleihungen an Ausländer

einem (mit der Zeit geänderten) Plafond. Das obligatorische Beschränkungsprogramm von 1968 legte im einzelnen fest, daß die Banken ihre Auslandsforderungen innerhalb von 103 Prozent des Ende 1964 ausstehenden Betrages zu halten hatten. Im großen und ganzen sind die Banken weit innerhalb dieser Begrenzung geblieben. Ihre langfristigen Nettoneuansleihungen, die von 940 Millionen Dollar im Jahre 1964 auf 230 Millionen Dollar im Jahre 1965 fielen, wurden 1966 durch Nettokreditaufnahmen von mehr als 300 Millionen Dollar abgelöst, und diese Tendenz blieb 1967 und 1968 hindurch erhalten. Die kurzfristigen Auslandskredite der US-Banken, die 1964 um 1 525 Millionen Dollar zugenommen hatten, wurden 1965 um 325 Millionen Dollar abgebaut; größere Spielräume innerhalb des Plafonds gestatteten es den Banken, ihre kurzfristigen Aktiva 1967 um 745 Millionen aufzustocken, doch schrumpfte dieser Mittelabfluß 1968 auf 100 Millionen Dollar zusammen.

Die langfristigen Auslandskredite amerikanischer Nichtbanken haben sich — wenn von einem Abfluß von 255 Millionen Dollar im Zusammenhang mit dem Columbia-River-Vertrag im Jahre 1964 abgesehen wird — in den letzten Jahren verhältnismäßig wenig geändert. Das Beschränkungsprogramm hat sich aber in den Veränderungen der kurzfristigen Forderungen des Nichtbankensektors niedergeschlagen: Auf Grund eines amtlichen Ersuchens, überschüssige Barbestände im Ausland zu reduzieren, folgte dem Mittelabfluß von 625 Millionen Dollar im Jahre 1964 ein Mittelzufluß von 425 Millionen Dollar im Jahre 1965. Seitdem sind die kurzfristigen Auslandsaktiva der Unternehmen wieder heraufgegangen; in ihrem Anstieg um 965 Millionen Dollar im Jahre 1968 kommt indessen hauptsächlich die Eurodollarmarktanlage von Erlösen aus Euro-Anleihen zum Ausdruck.

Wie bereits erwähnt, war der Hauptbestimmungsfaktor für den Umschwung im privaten Kapitalverkehr der amerikanischen Zahlungsbilanz das Anwachsen des Zuflusses von Auslandskapital, und der bei weitem wichtigste Posten waren die Transaktionen von Ausländern in amerikanischen Wertpapieren. Diese Transaktionen schlugen von Nettoverkäufen in Höhe von 85 Millionen Dollar im Jahre 1964 in Nettokäufe von 1 470 Millionen Dollar im Jahre 1967 und von 4 175 Millionen Dollar 1968 um. Bis 1966 war die Ausweitung dieser Position teilweise dem Auftreten amerikanischer Firmen als Kreditnehmer auf dem Euro-Anleihemarkt zuzuschreiben. 1967 jedoch setzte eine noch wichtigere Entwicklungsphase ein. Nach Angaben des amerikanischen Schatzamtes kauften ausländische Investoren, die 1966 per Saldo amerikanische Aktienwerte in Höhe von 335 Millionen Dollar abgestoßen hatten, solche Papiere 1967 im Betrage von netto 755 Millionen Dollar an und steigerten ihren Erwerb 1968 auf 2 270 Millionen Dollar (die Zahlenangaben für 1966 und 1967 dürften allerdings Verkäufe des britischen Schatzamtes aus seinem Bestand an amerikanischen Wertpapieren enthalten). Aber auch dieser Umschwung von 2,6 Milliarden Dollar seit 1966 gibt den Wandel in der Einstellung ausländischer Anleger gegenüber amerikanischen Aktien nur unzureichend wieder, denn in ihm sind die Käufe amerikanischer Wandelschuldverschreibungen durch Ausländer nicht berücksichtigt. In Reaktion sowohl auf die obligatorischen Beschränkungen als auch auf die steigenden Inlandszinsen — im Verlaufe von 1968 glichen sich die Kosten von inländischen Emissionen erstmals

denen von Auslandsemissionen an oder übertrafen sie sogar — nahm der Umfang der im Ausland begebenen amerikanischen Anleihen im Jahre 1968 um 1 630 auf 2 230 Millionen Dollar zu, nachdem er 1967 fast unverändert geblieben war. Über 75 Prozent dieser Emissionen waren Wandelanleihen.

Die zunehmende Auslandsnachfrage nach Beteiligungskapital in den Vereinigten Staaten kann nicht ohne weiteres allein mit ökonomischen Gründen erklärt werden. Gleichwohl war die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in den USA seit 1965 ebenso ein wichtiger Beweggrund wie ihr Niederschlag in den Gewinnen, und dies besonders zu einer Zeit, in der europäische Unternehmen unter einer Einengung ihrer Gewinnspannen zu leiden hatten. Darüber hinaus sollte aber auch die Rolle der kräftig intensivierten Aktivität amerikanischer Investmentfonds in Europa nicht unterschätzt werden. Zusätzlich zu diesen mehr oder weniger ökonomischen Einflußgrößen besaßen aber zweifellos auch politische Faktoren einige Bedeutung.

Was die anderen Formen des Kapitalzufflusses in die Vereinigten Staaten angeht, so scheint der Anstieg der ausländischen Direktinvestitionen von praktisch Null im Jahre 1964 auf 365 Millionen Dollar im Jahre 1968 im wesentlichen durch das verbesserte Wachstumsverhalten der amerikanischen Wirtschaft angeregt worden zu sein. Auf der anderen Seite stand die Ausweitung der lang- und kurzfristigen Kreditgewährung des Auslands an amerikanische Nichtbanken von 75 Millionen Dollar im Jahre 1964 auf 1 350 Millionen Dollar im Jahre 1968 im Zusammenhang sowohl mit dem Beschränkungsprogramm als auch mit der Kreditverknappung in den Vereinigten Staaten.

Zahlungsbilanzen

In Westeuropa wandelte sich, insgesamt gesehen, die Gesamtbilanz von einem Überschuß in Höhe von 1,4 Milliarden Dollar im Jahre 1967 in ein Defizit von 1,5 Milliarden Dollar im vergangenen Jahr, was ganz auf einen Umschwung von 3,8 Milliarden Dollar in der zusammengefaßten Bilanz der EWG-Länder zurückging.

Der mäßige Rückgang des Überschusses in der Bilanz der laufenden Posten des EWG-Gebiets von 4,4 auf 4,2 Milliarden Dollar war das Nettoergebnis einer Verschlechterung der laufenden Rechnung Frankreichs um schätzungsweise 1,5 Milliarden Dollar, die zum größten Teil durch eine Erhöhung der laufenden Überschüsse von Italien und Deutschland um 1,0 und 0,4 Milliarden Dollar aufgewogen wurde. Etwa die Hälfte der Passivierung in der laufenden Rechnung Frankreichs war dem Umschwung in der Handelsbilanz von einem Überschuß in ein Defizit zuzuschreiben, wogegen sich im Falle Italiens und der Bundesrepublik die gesamte Erhöhung des laufenden Überschusses beim Außenhandel ergab. In Italien nahmen die Ausfuhren rascher zu als die Einfuhren, und dem unbedeutenden Importüberschuß von 1967 folgte ein Exportüberschuß von über 1,0 Milliarden Dollar. In Deutschland erhöhte sich dagegen der Ausfuhrüberschuß trotz des starken Binnenaufschwungs von 5,2 auf 5,7 Milliarden Dollar. Im Kapitalverkehr wiesen, lang- und kurzfristige Kapitalleistungen zusammengefaßt, alle EWG-Mitgliedsländer einen Nettoexport auf, der größer war als

Westeuropäische Länder: Zahlungsbilanzen

	Jahr	Warenhandel (fob)	Dienstleistungen ¹	Laufende Posten	Nettokapitalleistungen (Kapitalimport +) ²		Gesamtbilanz ³
					Langfristig	Kurzfristig	
					Millionen US-Dollar		
Belgien-Luxemburg	1967	- 125	+ 330	+ 205	+ 50	- 95	+ 160
	1968	- 275	+ 295	+ 20	- 90	- 150	- 220
Deutschland (BR)	1967	+ 5 160	- 2 695	+ 2 465	- 795	- 365	+ 1 305
	1968	+ 5 705	- 2 830	+ 2 875	- 2 835	+ 910	+ 950
Frankreich	1967	+ 150	- 140	+ 10	+ 265	- 310 ⁴	- 35
	1968 ⁵	- 650	- 800	- 1 450	- 300	- 1 400 ⁴	- 3 150
Italien	1967	- 20	+ 1 620	+ 1 600	- 1 225		+ 375
	1968	+ 1 050	+ 1 590	+ 2 640	- 2 055 ⁴		+ 585
Niederlande	1967	- 505	+ 580	+ 75	- 170	+ 155	+ 60
	1968	- 450	+ 525	+ 75	- 145 ⁵	- 30	- 100
EWG zusammen	1967	+ 4 660	- 305	+ 4 355	- 2 490		+ 1 865
	1968	+ 5 380	- 1 220	+ 4 160	- 6 095		- 1 935
Dänemark	1967	- 300	+ 140	- 160	+ 95		- 65
	1968	- 300	+ 185	- 115	+ 115		-
Norwegen	1967	- 1 035 ⁷	+ 835	- 200	+ 350	+ 15	+ 165
	1968	- 785 ⁷	+ 950	+ 165	+ 25	- 40	+ 150
Österreich	1967	- 545 ⁷	+ 435	- 110	+ 265	+ 55	+ 210
	1968	- 540 ⁷	+ 455	- 85	+ 185	+ 15	+ 115
Portugal	1967	- 335	+ 365	+ 30	+ 120	+ 30 ⁸	+ 180
	1968	- 305	+ 350	+ 45	+ 85	+ 10 ⁸	+ 140
Schweden	1967	- 175 ⁷	+ 25	- 150	+ 105	+ 20	- 25
	1968	- 215 ⁷	- 45	- 260	+ 50	+ 165	- 45
Schweiz	1967	- 605 ⁷	+ 845	+ 240	-	+ 125	+ 115
	1968	- 480 ⁷	+ 920	+ 440	+ 710	-	+ 1 150
Vereinigtes Königreich	1967	- 1 675	+ 645	- 1 030	- 325	+ 545	- 810
	1968	- 1 910	+ 905	- 1 005	- 95	- 210	- 1 310
EFTA zusammen	1967	- 4 670	+ 3 290	- 1 380	+ 1 150		- 230
	1968	- 4 535	+ 3 720	- 815	+ 1 015		+ 200
Finnland	1967	- 180 ⁷	+ 40	- 140	+ 95	- 30	- 75
	1968	+ 25 ⁷	+ 50	+ 75	+ 90	+ 75	+ 240
Griechenland	1967	- 675 ⁷	+ 490	- 185	+ 170	+ 30	+ 15
	1968	- 765 ⁷	+ 530	- 235	+ 210	+ 60	+ 35
Irland	1967	- 295 ⁷	+ 325	+ 30	-	+ 10	+ 20
	1968	- 375 ⁷	+ 325	- 50	+ 20	+ 20	- 30
Island	1967	- 55	-	- 55	+ 20	+ 10	- 25
	1968	- 50	-	- 50	+ 40	-	- 10
Spanien	1967	- 1 900	+ 1 320	- 580	+ 460	- 35	- 155
	1968	- 1 730	+ 1 425	- 305	+ 530	- 180	+ 45
Türkei	1967	- 160 ⁷	+ 45	- 115	+ 130	-	+ 15 ⁹
	1968	- 270 ⁷	+ 45	- 225	+ 200	-	- 25 ⁹
„Übrige“ Länder zusammen	1967	- 3 265	+ 2 220	- 1 045	+ 840		- 205
	1968	- 3 165	+ 2 375	- 790	+ 1 045		+ 255
Alle Länder zusammen	1967	- 3 275	+ 5 205	+ 1 930	- 500		+ 1 430
	1968	- 2 320	+ 4 875	+ 2 555	- 4 035		- 1 480

¹ Einschließlich Übertragungen. ² Als Differenz zwischen der laufenden Rechnung und der Gesamtbilanz errechnet. Einschließlich der nichterfaßten Posten und statistischen Ermittlungsfehler. ³ Veränderung der zentralen Reserveposition und der Nettodevisenposition der Geschäftsbanken. ⁴ Einschließlich der multilateralen Abrechnungen und des Restpostens. ⁵ Vorläufige Schätzungen der BIZ. ⁶ Einschließlich der amtlichen vorzeitigen Schuldentrückzahlungen. ⁷ Einfuhr cif. ⁸ Einschließlich des Saldos der portugiesischen Überseegebiete im Verkehr mit den Ländern außerhalb der Escudo-Zone. ⁹ Nur zentrale Reserveposition.

1967. Die gesamte Kapitalausfuhr dieser Ländergruppe nahm von 2,5 auf 6,1 Milliarden Dollar zu, und schätzungsweise fast die Hälfte des Anstiegs entfiel auf Frankreich. Der Nettokapitalexport weitete sich in Deutschland und in Italien um je etwa 0,8 Milliarden Dollar aus und um weniger als jeweils 0,2 Milliarden Dollar in Belgien-Luxemburg und in den Niederlanden. Während der Kapitalabfluß für Frankreich einen stark destabilisierenden Effekt hatte, kompensierte er in Italien weitgehend den Überschuß in laufender Rechnung, und in Deutschland reichte allein der langfristige Kapitalexport — ein Resultat der leichten Geldpolitik der Bundesbank — aus, um den Überschuß der laufenden Rechnung auszugleichen, so daß der Aktivsaldo der Gesamtbilanz von 0,9 Milliarden Dollar dem Nettozufluß kurzfristigen Kapitals entsprach. Er vollzog sich weitgehend in Form einer Verbesserung der Terms of payment, die die Erwartungen einer DM-Aufwertung sowie die Ungewißheiten bezüglich anderer Währungen widerspiegelte.

Die Gruppe der EFTA-Länder reduzierte das Defizit ihrer laufenden Rechnung von 1,4 auf 0,8 Milliarden Dollar im Jahre 1968. Zwei Drittel der Verbesserung erklärten sich aus einer Erhöhung der Nettoeinnahmen aus unsichtbaren Transaktionen, vor allem im Vereinigten Königreich, in Norwegen und der Schweiz. In jedem dieser Länder beliefen sich die Nettoeinnahmen im letzten Jahr auf mehr als 0,9 Milliarden Dollar. Im Vereinigten Königreich spiegelt die Verbesserung um 0,3 Milliarden Dollar wachsende Einnahmen bei den meisten der privaten unsichtbaren Transaktionen wider. In Norwegen und der Schweiz waren steigende Einkünfte aus Schiffsverkehrsleistungen bzw. Kapitalerträgen die Hauptursachen der Verbesserung. In Schweden und Portugal hingegen verschlechterte sich die Bilanz der unsichtbaren Transaktionen. In Portugal wurde 1968 der Einfuhrüberschuß um 30 auf 305 Millionen Dollar reduziert, und der Aktivsaldo der laufenden Rechnung stieg von 30 auf 45 Millionen Dollar. Der Nettokapitalimport belief sich auf 95 Millionen Dollar und war etwas niedriger als 1967, so daß der Gesamtüberschuß von 180 auf 140 Millionen Dollar zurückging.

Für die EFTA-Länder zusammengenommen war der Nettokapitalimport mit 1 Milliarde Dollar ungefähr ebenso groß wie 1967. Ein Umschwung im Ausmaß von mehr als 800 Millionen Dollar von einem Nettoexport in einen Nettoimport in der Schweiz wurde durch gegenläufige Veränderungen in Norwegen und dem Vereinigten Königreich praktisch aufgewogen.

Bei den sechs übrigen westeuropäischen Ländern ergab sich in Finnland und in Spanien in der Gesamtbilanz nach einem Defizit ein Überschuß. Die finnische Handelsbilanz erholte sich von einem beträchtlichen Passivsaldo und schloß mit einem geringfügigen Überschuß ab, während in Spanien ein Abbau des Einfuhrüberschusses und eine Steigerung der Dienstleistungseinnahmen gelangen. Beide Länder hatten gegen Ende 1967 abgewertet. Auch Irland wertete zu jener Zeit ab, doch stiegen die Einfuhren, in Dollar gerechnet, um 9 Prozent, da eine reflationäre Politik betrieben wurde, während die Exporte — 70 Prozent von ihnen werden in das Vereinigte Königreich geliefert — unverändert blieben. Der Einfuhrüberschuß stieg von 295 auf 375 Millionen Dollar, und trotz eines kleinen Nettokapitalzufusses kehrte sich die Gesamtbilanz von einem Überschuß von 20 Millionen Dollar in ein Defizit von 30 Millionen Dollar um. Auch in der

Türkei ergab sich in der Gesamtbilanz ein Umschwung von einem Aktivsaldo von 15 Millionen Dollar in einen Passivsaldo von 25 Millionen Dollar, da ein beträchtlich höherer Kapitalimport nicht zur Deckung des wachsenden Handelsdefizits ausreichte. Die Verschlechterung der Handelsbilanz ging meistenteils auf höhere Einfuhren zurück und nur zu einem Viertel auf sinkende Exporte (hauptsächlich Tabak). In Griechenland wogen wachsende Dienstleistungseinnahmen und ein größerer Kapitalimport den höheren Einfuhrüberschuß mehr als auf.

Italien. Italien wies 1968 zum fünften Mal hintereinander in seiner laufenden Rechnung und in seiner gesamten Zahlungsbilanz einen Überschuß auf. Im Fünfjahresabschnitt von 1964 bis 1968 beliefen sich die Überschüsse der Bilanz der laufenden Posten auf insgesamt 9,2 Milliarden Dollar und die Aktivsalde der Gesamtbilanz auf 4 Milliarden Dollar. Die Kapitalexporte (ohne Veränderungen in den Auslandspositionen der Kreditinstitute) betragen in diesem Zeitraum folglich 5,2 Milliarden Dollar; werden auch die Nettokapitalexporte der Banken einbezogen, stellten sie sich auf mehr als 7 Milliarden Dollar.

Italien: Zahlungsbilanz*

	1967	1968					1969
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)							
Einfuhr	8 630	9 050	2 110	2 200	2 210	2 530	.
Ausfuhr	8 610	10 100	2 350	2 480	2 470	2 800	.
Saldo des Warenhandels	- 20	+ 1 050	+ 240	+ 280	+ 260	+ 270	+ 190
Dienstleistungen							
Reiseverkehr	+ 1 130	+ 1 110	+ 150	+ 290	+ 460	+ 210	.
Überweisungen von Arbeitskräften im Ausland	+ 760	+ 850	+ 170	+ 210	+ 220	+ 250	.
Transport und Versicherung	- 230	- 200	- 90	- 50	- 10	- 50	.
Sonstige	- 40	- 170	- 30	- 100	- 30	- 10	.
Saldo der Dienstleistungen	+ 1 620	+ 1 590	+ 200	+ 350	+ 640	+ 400	+ 290
Saldo der laufenden Posten	+ 1 600	+ 2 640	+ 440	+ 630	+ 900	+ 670	+ 480
Kapitalleistungen							
Inländer	- 1 630	- 2 180	- 520	- 580	- 360	- 720	- 750
Ausländer	+ 610	+ 450	- 30	+ 280	+ 40	+ 180	
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler	- 200	- 320	- 60	- 150	+ 20	- 130	- 90
Saldo der gesamten Kapitalleistungen	- 1 220	- 2 050	- 610	- 470	- 300	- 670	- 840
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	+ 380	+ 590	- 170	+ 160	+ 600	-	- 360

* Auf Transaktionsbasis.

Was die Ergebnisse von 1968 anbelangt, erreichten sowohl der Überschuß in laufender Rechnung mit 2,6 Milliarden Dollar wie auch das Defizit im Kapitalverkehr mit 2 Milliarden Dollar (bzw. 2,7 Milliarden Dollar einschließlich der Kapitalexporte des Bankensystems) Rekordbeträge. Die Erhöhung des Überschusses der laufenden Posten ging ausschließlich auf Veränderungen der

Handelsbilanz zurück, die von einem Gleichgewicht im Jahre 1967 auf einen Überschuß von mehr als 1 Milliarde Dollar (auf Transaktions- und fob-Basis) anstieg. Da die Inlandsnachfrage, insbesondere im ersten Teil des Jahres, allgemein schwach war, erhöhten sich die Einfuhren nur um 5 Prozent. Die Lebensmittelfinfuhren waren sogar rückläufig (zum Teil wegen des Überhangs aus der Rekorderte des Vorjahres); die Rohstoff- und die Halbfertigwarenimporte zeigten einen bescheidenen Anstieg, während die Fertigwareneinfuhren in überdurchschnittlichem Maße expandierten. Über die Hälfte der Gesamteinfuhren entfiel auf drei Warengruppen, nämlich Lebensmittel, Brennstoffe und Maschinenbauerzeugnisse, von denen jede Importwerte im Bereich von 1,7 bis 2,2 Milliarden Dollar aufzuweisen hatte.

Die Exporte erwiesen sich im letzten Jahr wiederum als starker Wachstumsfaktor. Angesichts der verhältnismäßig großen ungenutzten Produktionskapazitäten und der zunehmenden Auslandsnachfrage — anfangs des Jahres aus dem Vereinigten Königreich, später aus Deutschland und Frankreich und während des ganzen Jahres aus den Vereinigten Staaten — stiegen die Verkäufe Italiens im Ausland um 1,5 Milliarden Dollar (17 Prozent) auf 10,1 Milliarden Dollar. Die Exporte von Industrieerzeugnissen lagen fast um ein Fünftel höher als im Vorjahr. Am besten entwickelten sich mit einer Steigerung um 38 bzw. 33 Prozent die Ausfuhren von Wirk- und Strickwaren aus synthetischem Material und von Lederschuhen. Die Schuhwarenexporte beliefen sich auf 140 Millionen Paar. Die Exporterlöse dieser beiden Warengruppen machten zusammen etwa 700 Millionen Dollar aus, fast 200 Millionen Dollar mehr als 1967. Auch die Ausfuhr von Automobilen und Ersatzteilen weitete sich um 200 Millionen Dollar auf insgesamt 900 Millionen Dollar aus.

Die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen waren mit etwa 1,6 Milliarden Dollar praktisch ebenso hoch wie 1967, da die Zunahme der Überweisungen von Arbeitskräften aus dem Ausland, insbesondere aus Deutschland, durch eine leichte Verringerung der Nettoeinnahmen im Reiseverkehr aufgewogen wurde, die sich auf Grund höherer Reiseverkehrausgaben italienischer Bürger im Ausland ergeben hat. Im großen und ganzen wiesen die einzelnen Komponenten des Dienstleistungsverkehrs jedoch keine bedeutenden Veränderungen auf. Reiseverkehr und Überweisungen der Arbeitskräfte im Ausland blieben die wichtigsten Einnahmequellen mit Erträgen in Höhe von 1 100 bzw. 850 Millionen Dollar.

Der Kapitalabfluß hielt an, und 1968 gingen die Nettokapitalexporte — zumeist langfristige, aber auch kurzfristige und in Form von Änderungen der Zahlungsmodalitäten im Außenhandel — über 2 Milliarden Dollar hinaus, verglichen mit 1,2 Milliarden Dollar ein Jahr zuvor. Höhere Zinssätze im Ausland, eine reichliche Liquiditätsversorgung im Inland sowie einige andere nicht nur wirtschaftliche Faktoren waren für diesen Kapitalabfluß verantwortlich, der sich auch über das erste Vierteljahr 1969 erstreckte. Hier erreichte er einen Jahreswert von etwa 3,4 Milliarden Dollar, was die Behörden veranlaßte, die auf Seite 63 geschilderten Maßnahmen zu ergreifen.

Abgesehen von diesen höheren Kapitalausfuhren bestanden die Hauptmerkmale des ersten Quartals 1969 in anhaltend starken Warenexporten, insbesondere

in die EWG-Länder sowie in einem erneuten Anstieg der Nettoeinnahmen im Dienstleistungsverkehr. Schätzungen für das Gesamtjahr 1969 deuten unter der Annahme, daß die Einfuhren wesentlich schneller wachsen als die Ausfuhren, auf einen Überschuß in der laufenden Rechnung zwischen 1,7 und 2,2 Milliarden Dollar.

In diesem Zusammenhang verdient die Frage nach der Struktur der italienischen Zahlungsbilanz Beachtung. Als eine sinnvolle außenwirtschaftliche Zielsetzung Italiens kann eine mehr oder weniger ausgeglichene Kapitalbilanz angesehen werden, in der sich Kapitalexporte nach Entwicklungsländern durch Kapitalimporte aus technologisch fortgeschritteneren Ländern weitgehend ausgleichen. Das Problem besteht somit darin, die Bilanz in laufender Rechnung entsprechend ins Gleichgewicht zu bringen, was angesichts der dort vorherrschenden Rolle der Dienstleistungen, die zögernd und nur wenig auf wirtschaftspolitische Maßnahmen reagieren, schwierig ist. Damit bleibt der Außenhandel. Werden direkte Maßnahmen zur Eindämmung des Exportanstiegs ausgeschlossen, da sie genau diejenigen Branchen treffen würden, die die größte Dynamik und normalerweise auch die höchsten Produktivitätsfortschritte aufweisen, so muß die Anpassung hauptsächlich über die Warenimporte erfolgen und demnach über eine Ausweitung der Inlands-, vor allem der Investitionsnachfrage.

Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion. Die Zahlungsbilanz verschlechterte sich 1968 gegenüber 1967 erheblich, und zwar von einem Überschuß von 160 Millionen Dollar auf einen Fehlbetrag von 220 Millionen Dollar. Der Überschuß in der laufenden Rechnung verschwand nahezu, und einschließlich des Restpostens ergab sich ein beträchtlicher Nettokapitalabfluß.

Im Frühjahr des letzten Jahres setzte eine konjunkturelle Erholung ein, die teils durch die wachsende Auslandsnachfrage, teils durch die von der Regierung verfolgte Politik angeregt wurde. Unter Zugrundelegung der Zollstatistik war der Passivsaldo des Außenhandels mit 170 Millionen Dollar etwa so groß wie im Vorjahr. Die Einfuhren und die Ausfuhren, die 1967 praktisch stabil geblieben waren, wuchsen im vergangenen Jahr um je 16 Prozent, was in vollem Umfang einer mengenmäßigen Ausweitung des Handels zuzuschreiben war. Im ersten Quartal 1969 stiegen die Ausfuhren etwas schneller und die Einfuhren etwas langsamer, so daß sich ein Handelsbilanzüberschuß von 35 Millionen Dollar ergab, an Stelle eines gleich hohen Defizits im entsprechenden Quartal von 1968. Die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten wuchsen im letzten Jahr wertmäßig um 31 Prozent und in die EWG um über 18 Prozent, wobei die Exportlieferungen in die Bundesrepublik um 23 Prozent zunahmen. Fast alle Warengruppen waren an diesem Zuwachs beteiligt. Die Steigerung der Einfuhren ging weitgehend auf zusätzliche Käufe von Investitionsgütern zurück. Das Importwachstum war am ausgeprägtesten im Verkehr mit dem Vereinigten Königreich (20 Prozent), Frankreich (18 Prozent) und den Vereinigten Staaten (16 Prozent). Das Außenhandelsdefizit stieg — gemessen auf Zahlungsbasis — 1968 gegenüber 1967 von 125 auf 275 Millionen Dollar; die Verschlechterung war ausschließlich die Folge der im Jahr 1968 verlängerten Zahlungsziele für Exportlieferungen. Die gesamten Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen fielen von 330 auf 295 Millionen

Belgisch-Luxemburgische Wirtschaftsunion: Zahlungsbilanz

	1967	Ganzes Jahr	1968			
			I	II	III	IV
Millionen US-Dollar						
Warenhandel						
Einfuhr	5 800	6 665	1 595	1 615	1 625	1 830
Ausfuhr	5 675	6 390	1 500	1 545	1 560	1 785
Saldo des Warenhandels	- 125	- 275	- 95	- 70	- 65	- 45
Dienstleistungen						
Transithandel und Veredelung	+ 265	+ 240	+ 65	+ 95	+ 40	+ 40
Reiseverkehr	- 130	- 130	- 15	- 40	- 70	- 5
Transport	+ 45	+ 35	+ 10	+ 10	+ 15	-
Regierung	+ 75	+ 60	+ 20	+ 25	-	+ 15
Sonstige	+ 75	+ 90	+ 25	+ 10	+ 40	+ 15
Saldo der Dienstleistungen	+ 330	+ 295	+ 105	+ 100	+ 25	+ 65
Saldo der laufenden Posten	+ 205	+ 20	+ 10	+ 30	- 40	+ 20
Kapitalleistungen						
Öffentlich	- 135	- 60	- 10	- 20	- 15	- 15
Halböffentlich*	+ 20	- 10	- 10	-	- 25	+ 25
Privat						
Ausländische Nettokapital- leistungen im Inland	+ 300	+ 240	+ 60	+ 60	+ 20	+ 100
Inländische Nettokapitalleistungen im Ausland	- 165	- 295	- 65	- 55	- 60	- 115
Sonstige	+ 5	-	-	-	-	-
Saldo der Kapitalleistungen	+ 25	- 125	- 25	- 15	- 80	- 5
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler	- 70	- 115	- 40	+ 40	- 10	- 105
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	+ 160	- 220	- 55	+ 55	- 130	- 90

* Öffentliche Unternehmen sowie Finanzinstitute des öffentlichen Sektors ohne Währungsbehörden.

Dollar, eine Abnahme der Nettoeinkünfte aus dem Transithandel und der Veredelung um 25 Millionen Dollar mit inbegriffen.

Im Kapitalverkehr folgten auf Nettokapitalzuflüsse von insgesamt 25 Millionen Dollar im Jahre 1967 Nettokapitalabflüsse von 125 Millionen Dollar im Jahre 1968. Der öffentliche und der halböffentliche Kapitalexport verringerte sich von 115 auf 70 Millionen Dollar, während sich im privaten Kapitalverkehr eine weit größere, gegenläufige Bewegung einstellte, und zwar von einem Nettozufluß in Höhe von 140 Millionen Dollar in einen Nettoabfluß von 55 Millionen Dollar. Der Wandel im privaten Kapitalverkehr ist in erster Linie einem umfangreicheren Nettoerwerb ausländischer Wertpapiere (hauptsächlich Euro-Anleihen und amerikanische Wertpapiere) durch Inländer zu verdanken, der von 105 auf 265 Millionen Dollar zunahm. Gleichzeitig kehrten sich die Transaktionen von Ausländern in belgischen Wertpapieren von Nettokäufen über 55 Millionen Dollar im Jahre 1967 in Nettoverkäufe in Höhe von 10 Millionen Dollar im letzten Jahr um. Der Rückgang des öffentlichen Nettokapitalexports im Jahre 1968

stand im Zusammenhang mit dem Wegfall vorfristiger Rückzahlungen auf die Auslandsschuld der Regierung, die 1967 ganz erheblich gewesen waren. Zu der Erhöhung der gesamten Nettokapitalabflüsse kam hinzu, daß sich der passive Restposten von 70 auf 115 Millionen Dollar vergrößerte.

Niederlande. Die Zahlungsbilanz der Niederlande, die 1967 von einem Defizit von 40 Millionen Dollar in einen Überschuß von 60 Millionen Dollar umgeschlagen war, verschob sich im vergangenen Jahr wieder auf einen Fehibetrag von 100 Millionen Dollar. Der Saldo der laufenden Rechnung änderte sich von 1967 auf 1968 nicht, und der gesamte langfristige Kapitalexport war leicht rückläufig; die Verschlechterung in der Gesamtbilanz im Jahre 1968 entsprach daher weitgehend den Veränderungen im kurzfristigen Kapitalverkehr.

Die geringfügige Abnahme des gesamten langfristigen Kapitalexports von 170 auf 145 Millionen Dollar war das Nettoergebnis größerer gegenläufiger Veränderungen im privaten und im öffentlichen Kapitalverkehr. Bei den privaten Kapitalleistungen gingen die langfristigen Nettokapitalexporte von 150 Millionen Dollar im Jahre 1967 auf 50 Millionen Dollar im Jahre 1968 zurück. Die langfristige Kreditgewährung niederländischer Banken schrumpfte von 65 auf 15 Millionen Dollar zusammen, und die Wertpapiertransaktionen schlugen per Saldo von einem Nettoabfluß von 5 Millionen Dollar in einen Nettozustrom von 35 Millionen Dollar um. Die Nettokäufe ausländischer Wertpapiere durch Inländer nahmen infolge der im Laufe von 1968 erheblich gesteigerten Käufe amerikanischer Wertpapiere merklich von 45 auf 265 Millionen Dollar zu. Die höheren Käufe wurden jedoch durch die Zunahme der Verkäufe niederländischer Wertpapiere an Ausländer von 40 auf 300 Millionen Dollar mehr als aufgewogen. Diese Ausweitung vollzog sich hauptsächlich in Form neuer Emissionen im Ausland, die um 165 Millionen Dollar höher waren als 1967. Die niederländischen Emissionen auf dem Euro-Anleihemarkt beliefen sich 1968 auf insgesamt 185 Millionen Dollar, einschließlich einer Philips-Anleihe über 100 Millionen Dollar im dritten Quartal. Die Direktinvestitionen im Ausland verringerten sich von netto 105 Millionen Dollar auf nur noch 15 Millionen Dollar, während die übrigen privaten Kapitalbewegungen (hauptsächlich Kreditgewährungen), die 1967 mit Importen von netto 25 Millionen Dollar abgeschlossen hatten, nunmehr Exporte von 55 Millionen Dollar aufwiesen. Bei den langfristigen öffentlichen Kapitaltransaktionen war der Anstieg der Nettokapitalausfuhren von 20 auf 95 Millionen Dollar im wesentlichen der Niederschlag einer vorfristigen Schuldenrückzahlung an die Vereinigten Staaten in Höhe von 65 Millionen Dollar. Im kurzfristigen Kapitalverkehr erfolgte von 1967 auf 1968 ein Wandel von einem Kapitalzustrom von 155 Millionen Dollar in einen Kapitalabfluß von 30 Millionen Dollar. Er war teilweise mit der Tatsache verknüpft, daß holländische Unternehmen, die 1967 von ihren ausländischen Tochtergesellschaften Nettorückzahlungen erhalten hatten, ihnen letztes Jahr neue Kredite gewährten.

Der Überschuß der laufenden Rechnung verharrte im vergangenen Jahr, auf Zahlungsbasis ermittelt, bei 75 Millionen Dollar, da eine Verringerung des Außenhandelsdefizits durch eine Verringerung der Nettoeinnahmen im Dienst-

leistungs- und Übertragungsverkehr aufgewogen wurde. Die Nettoeinnahmen aus Kapitalerträgen sanken um 55 auf 195 Millionen Dollar, da die Aufwendungen für Zinsen und Dividenden rascher stiegen als die Einkünfte aus dem Ausland. Was die übrigen Dienstleistungen anbelangt, so stiegen die Nettoausgaben im Reiseverkehr, die 1967 leicht abgenommen hatten, im letzten Jahr wieder, und auf der Einnahmenseite wuchsen die Nettoerlöse für Fracht- und Versicherungsleistungen. Im ersten Vierteljahr 1969 verbesserten sich die laufende Rechnung und die Kapitalbilanz erheblich, und es ergab sich ein Gesamtüberschuß von 90 Millionen Dollar, verglichen mit einem halb so großen Defizit im ersten Quartal 1968.

Niederlande: Zahlungsbilanz¹

	1967	1968					1969
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar							
Warenhandel (fob)							
Einfuhr	7 380	8 235	1 950	1 990	2 015	2 280	2,115
Ausfuhr	6 875	7 785	1 860	1 955	1 915	2 155	2,095
Saldo des Warenhandels . . .	- 505	- 450	- 90	- 135	- 100	- 125	- 20
Dienstleistungen							
Kapitalerträge	+ 250	+ 195	+ 25	—	+ 85	+ 85	+ 20
Sonstige	+ 330	+ 330	+ 60	+ 100	+ 75	+ 95	+ 55
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 580	+ 525	+ 85	+ 100	+ 160	+ 180	+ 75
Saldo der laufenden Posten . .	+ 75	+ 75	- 5	- 35	+ 60	+ 55	+ 55
Kapitalleistungen							
Niederländische Wertpapiere	+ 40	+ 300	+ 5	+ 50	+ 185	+ 60	+ 70
Ausländische Wertpapiere	- 45	- 265	- 30	- 80	- 65	- 90	- 65
Direktinvestitionen	- 105	- 15	+ 25	- 35	- 35	+ 30	- ²
Banken	- 65	- 15	- 15	+ 5	+ 15	- 20	- 5
Sonstige private Kapitalleistungen . .	+ 25	- 55	- 10	+ 20	- 50	- 15	+ 50
Öffentlich	- 20	- 95 ¹	- 5	- 5	- 5	- 80 ³	+ 5
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen	- 170	- 145	- 30	- 45	+ 45	- 115	+ 55
Kurzfristig	+ 155	- 30	- 10	—	- 30	+ 10	- 20
Saldo der gesamten Kapitalleistungen	- 15	- 175	- 40	- 45	+ 15	- 105	+ 35
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	+ 60	- 100	- 45	- 80	+ 75	- 50	+ 90

¹ Auf Zahlungsbasis. ² Aufgeführt unter „Sonstigen privaten Kapitalleistungen“. ³ Einschließlich einer vorfristigen Schuldentrückzahlung von 65 Millionen Dollar an die Vereinigten Staaten.

Dem Volumen nach weiteten sich 1968 die Exporte um 15,5 Prozent aus, verglichen mit einem Anstieg um 8,5 Prozent im vorangegangenen Jahr. Die höchsten Zuwachsraten wiesen dabei die Verkäufe chemischer Erzeugnisse und von Textilien auf. Allein die Ausfuhr in die Bundesrepublik waren wertmäßig um 415 Millionen Dollar höher, was nahezu die Hälfte der gesamten Exportzunahme ausmachte. Das Einfuhrvolumen wuchs um 12,5 Prozent, nach einer Steigerung um 6 Prozent im Jahr 1967. Die Einfuhr von Investitionsgütern, die

im vorangegangenen Jahr leicht gefallen war, weitete sich um 20 Prozent aus, und auch das Wachstum der Verbrauchsgüterimporte beschleunigte sich von 6 auf 16 Prozent. Die Exportpreise gingen zwar 1968 um 1 Prozent zurück; da jedoch die Importpreise um 3 Prozent fielen, verbesserte sich das Realaustauschverhältnis.

Spanien. Die Grundbilanz Spaniens wies im vergangenen Jahr erstmals seit 1964 einen Überschuß auf. Zu diesem Ergebnis haben mehrere Faktoren beigetragen. Die gedämpfte Binnennachfrage und die lebhafte Auslandsnachfrage ließen, zusammen mit den Auswirkungen der Abwertung und des zu ihrer Sicherung angenommenen Stabilisierungsprogramms, den Passivsaldo der Handelsbilanz von 1 900 auf 1 730 Millionen Dollar zurückgehen. Da die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen um 100 Millionen Dollar und die langfristigen Nettokapitaleinfuhren nicht ganz so stark stiegen, kehrte sich die Grundbilanz von einem Defizit von 120 Millionen Dollar in einen Überschuß von 225 Millionen Dollar um, und die Gesamtzahlungsbilanz von einem Passivsaldo von 155 Millionen Dollar in einen Aktivsaldo von 45 Millionen Dollar.

Die Einfuhren, die — auf der Grundlage der Zollstatistik erfaßt und in Dollar ausgedrückt — 1967 um 3 Prozent gefallen waren, stiegen im letzten Jahr um 1 Prozent. Sie nahmen im ersten Teil von 1968 zwar ab, gewannen aber nach der Jahresmitte an Tempo und vor allem im vierten Quartal, in dem die Importe um 14 Prozent zunahmen, da sich die inländische Wirtschaftstätigkeit belebte und die Rohstofflager aufgestockt wurden. Die Wachstumsrate ging im ersten Quartal von 1969 auf 7 Prozent zurück. Wertmäßig beliefen sich die Einfuhren 1968 auf insgesamt 3 520 Millionen Dollar. Die Agrareinfuhren nahmen wegen einer Rekordernte an Futtergetreide um 65 Millionen Dollar ab und die Investitionsgüterimporte um 80 Millionen Dollar, da die Investitionstätigkeit im Inland fast das ganze Jahr über recht gedämpft verlief. Die Brennstoffeinfuhren, hauptsächlich Rohölprodukte, erhöhten sich um 115 Millionen Dollar oder fast 30 Prozent, während die Brennstoffausfuhren einen Anstieg um 55 Millionen Dollar (70 Prozent) aufwiesen und auf sie mehr als ein Viertel der gesamten Exportzunahme entfiel. Die Ausfuhren weiteten sich insgesamt um 205 Millionen Dollar oder 15 Prozent auf 1 590 Millionen Dollar aus. Die Nahrungsmittelexporte ermäßigten sich, doch stieg die Ausfuhr von Industrierzeugnissen um 30 Prozent. Im ersten Quartal von 1969 nahm der Gesamtexport um 22 Prozent zu.

Die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen wuchsen von 1 320 auf 1 425 Millionen Dollar, wobei die Nettoeinkünfte aus dem Reiseverkehr, die seit 1965 zurückgegangen waren, um 40 Millionen Dollar stiegen. Die Zahl der ausländischen Reisenden nahm um 10 Prozent zu, die Reiseverkehrseinnahmen in Dollar gerechnet aber infolge der Abwertung und möglicherweise auch infolge von Strukturveränderungen im Auslandsreiseverkehr nur um 3 Prozent. Die Gastarbeiterimmensen waren praktisch ebenso hoch wie 1967. Die Verbesserung der Handelsbilanz und der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz zusammengenommen reduzierte das Defizit der laufenden Posten von 580 auf 305 Millionen Dollar.

Der gesamte langfristige Kapitalimport erhöhte sich 1968 um 70 auf 530 Millionen Dollar. Die öffentlichen Nettokapitalzuflüsse wuchsen um 90 Millionen

Dollar, wovon etwa die Hälfte auf Auslandskredite des Schatzamtes und des Instituto Nacional de Industria entfielen. Der Nettozufluß von Privatkapital nach Spanien ging etwas zurück, da die Abnahme bei den Direktinvestitionen sowie den Wertpapiertransaktionen durch einen Anstieg bei den Anlagen in Grundstücken und Gebäuden nur zum Teil ausgeglichen wurde. Einer beträchtlichen Erhöhung der Darlehens- und Kreditaufnahmen im Ausland standen vergrößerte Rückzahlungen in etwa gleicher Höhe gegenüber. Im kurzfristigen Kapitalverkehr (einschließlich des Restpostens) ergab sich ein Abfluß von netto 180 Millionen Dollar, gegenüber 35 Millionen Dollar im Jahr 1967.

Griechenland. Wie in den Jahren zuvor glichen auch 1968 Nettokapitaleinfuhren den Fehlbetrag der laufenden Rechnung mehr als aus. Letzterer nahm um 50 auf 235 Millionen Dollar zu, da der Anstieg der Einkünfte aus unsichtbaren Leistungen nicht mit dem wachsenden Importüberschuß Schritt hielt. Die Einfuhren stiegen von 1 160 auf 1 250 Millionen Dollar, wobei die Hälfte der Erhöhung auf die Ausweitung der durch Lieferantenkredite finanzierten Importe entfiel — hauptsächlich Verbrauchsgüter. Die Ausfuhren stagnierten; sie betragen wie schon im Vorjahr rund 485 Millionen Dollar. Schrumpfende Tabakexporte wurden 1968 durch höhere Ausfuhren von Erzen, Mineralien und Industrieprodukten aufgewogen. (Die Aluminiumlieferungen, die es vor vier Jahren noch nicht gab, erreichten einen Wert von 30 Millionen Dollar.) Der Anteil der EWG-Länder an der Gesamtausfuhr stieg von 35 Prozent auf 39 Prozent, während sich der Anteil der osteuropäischen Länder, der 1965 nahezu ein Viertel ausgemacht hatte, von 18 Prozent auf 16 Prozent ermäßigte. Die Nettoeinkünfte im Dienstleistungs- und Übertragungsverkehr erhöhten sich hauptsächlich auf Grund gestiegener Schifffahrtseinnahmen um 40 auf 530 Millionen Dollar. Die Erträge aus dem Reiseverkehr, die zu Beginn der sechziger Jahre rasch gestiegen waren, gingen in den letzten beiden Jahren zurück.

Der langfristige Nettokapitalimport nahm von 170 auf 210 Millionen Dollar zu. Mehr als die Hälfte der Zunahme entfiel auf neue Lieferantenkredite, der Rest auf Anleihemittel und Direktinvestitionen. Im kurzfristigen Kapitalverkehr verdoppelten sich die Nettozuflüsse von 30 auf 60 Millionen Dollar, und der Überschuß der Gesamtbilanz belief sich auf 35 Millionen Dollar, verglichen mit 15 Millionen Dollar im Jahre 1967.

Österreich. Trotz einer gewissen Verringerung des Defizits der laufenden Rechnung und eines ausgeprägten Anstiegs der Kreditaufnahme öffentlicher Stellen im Ausland nahm der Überschuß der österreichischen Gesamtbilanz von 210 Millionen Dollar im Jahr 1967 auf 115 Millionen Dollar im vergangenen Jahr ab. Der Grund hierfür liegt in dem sehr starken Rückgang der privaten Kapitalzuflüsse.

Das Defizit der laufenden Posten sank von 110 auf 85 Millionen Dollar im vergangenen Jahr. Während sich der Passivsaldo der Handelsbilanz mit 540 Millionen Dollar praktisch nicht änderte — die Einfuhren stiegen um 7 Prozent und die Ausfuhren um 10 Prozent —, wuchsen die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen um 20 Millionen Dollar. Der Überschuß der Reiseverkehrsbilanz,

der 1967 etwas gefallen war, erhöhte sich von 395 auf 430 Millionen Dollar. Andererseits ließen die wachsende Auslandsverschuldung Österreichs sowie die steigenden Zinssätze im Ausland das Defizit in der Kapitalertragsbilanz von 35 auf 55 Millionen Dollar anschwellen. Das Handelsbilanzdefizit ging im ersten Vierteljahr 1969 — verglichen mit der entsprechenden Vorjahreszeit — von 165 auf 115 Millionen Dollar zurück, da die Exporte wesentlich schneller stiegen als die Importe.

Der Zustrom von langfristigem Privatkapital fiel von netto 145 Millionen Dollar im Jahr 1967 auf lediglich 5 Millionen Dollar im letzten Jahr. Die Kapitalausfuhr Österreichs nahmen um 75 Millionen Dollar zu, vorwiegend infolge höherer Käufe ausländischer Wertpapiere und einer Zunahme der längerfristigen Bankausleihungen. Gleichzeitig verringerte sich der Zufluß langfristigen Auslandskapitals nach Österreich um 65 Millionen Dollar, da die heimischen Unternehmen — hauptsächlich Transportunternehmen — ihre Kreditaufnahmen im Ausland von 145 auf 75 Millionen Dollar einschränkten. Außerdem verringerte sich der kurzfristige Kapitalimport (einschließlich des Restpostens) von 55 auf 15 Millionen Dollar. Im öffentlichen Kapitalverkehr stiegen die langfristigen Nettokapitaleinfuhren von 115 auf 180 Millionen Dollar.

Schweiz. Nach einer Zeit des gedämpften Konjunkturverlaufs expandierte die Wirtschaft der Schweiz seit dem Herbst 1967 vor allem infolge der Auslandsnachfrage wieder lebhafter. Im Jahre 1968 stiegen die Ausfuhr rascher als die Einfuhren, und das Handelsbilanzdefizit verringerte sich von 605 auf 480 Millionen Dollar. Gleichzeitig nahmen die Einkünfte aus dem Dienstleistungs- und Übertragungsverkehr um etwa 75 Millionen Dollar (netto) zu, und der Überschuß der Ertragsbilanz stieg von 240 auf 440 Millionen Dollar. Da sich die Nettoabflüsse im Bereich des statistisch erfaßten langfristigen Kapitalverkehrs 1968 gegenüber 1967 von 440 auf 650 Millionen Dollar erhöhten, blieb das Defizit der Grundbilanz im Jahre 1968 mit rund 200 Millionen Dollar etwa ebenso hoch wie im Vorjahr. Ein sehr großer Zustrom statistisch im einzelnen nicht erfaßten Kapitals trieb jedoch den Gesamtüberschuß für 1968 auf 1 150 Millionen Dollar hinauf, verglichen mit 115 Millionen Dollar im Jahre 1967.

Die Einfuhren, die 1967 nur um 5 Prozent expandiert hatten, stiegen im letzten Jahr um 9 Prozent; allein die Investitionsgüterimporte wuchsen um fast ein Fünftel. Die Ausfuhr nahmen um 15 Prozent zu, doppelt so rasch wie 1967. Die Lieferungen in die EWG-Länder und die EFTA-Länder stiegen etwa im Ausmaß der Gesamtexporte, von denen sie im vergangenen Jahr fast 60 Prozent ausmachten. Was die EWG-Länder betrifft, waren die Exporte in die Bundesrepublik, die 1967 um 5,5 Prozent gefallen waren, um 22 Prozent höher, und die Ausfuhr in die anderen EWG-Länder stiegen im Mittel um 11 Prozent. In der Gruppe der EFTA-Länder weiteten sich die Ausfuhr nach Schweden und dem Vereinigten Königreich um 17 Prozent bzw. 15 Prozent aus, während die Exporte nach Norwegen ganz leicht rückläufig waren. Die Exporte in die Vereinigten Staaten stiegen um 14 Prozent, nachdem das Wachstum 1967 sehr gering ausgefallen war. Im ersten Quartal 1969 hielt die Steigerung der Gesamteinfuhren und -ausfuhr etwa mit denselben Raten wie denen für das ganze Jahr 1968 an.

Der Überschuß im Dienstleistungsverkehr wuchs 1968 von 845 auf 920 Millionen Dollar, was in erster Linie den um 45 Millionen Dollar höheren Nettokapitalerträgen zuzuschreiben war. Sie stellten sich insgesamt auf 400 Millionen Dollar, nahezu ebensoviel wie die Nettoeinnahmen im Reiseverkehr.

Der Anstieg des statistisch erfaßten Nettokapitalabflusses resultierte aus einer erheblichen Ausweitung schweizerischer Käufe von Aktien ausländischer Unternehmen. Diese Käufe, einschließlich derjenigen über Kapitalanlagegesellschaften, nahmen von 40 Millionen Dollar im Jahre 1967 auf 335 Millionen Dollar im Jahre 1968 zu. Auch der Umfang der Auslandsemissionen auf dem schweizerischen Markt erhöhte sich 1968, und zwar von 210 auf 250 Millionen Dollar. Gleichzeitig stiegen die Rückzahlungen des Auslands auf Schweizer Darlehen und Kredite von 100 auf 235 Millionen Dollar. Die Nettozuflüsse auf Grund statistisch nicht erfaßter Kapitaltransaktionen, die 1967 mehr als 300 Millionen Dollar ausgemacht hatten, erreichten im vergangenen Jahr fast 1,4 Milliarden Dollar — zum großen Teil ein Niederschlag der Kapitalflucht aus Frankreich.

Dänemark. Im Jahr 1968 befand sich Dänemark in einer günstigen Lage, um ohne zu starke Anspannungen auf die Belebung der Auslandsnachfrage zu reagieren. Die Abwertung der dänischen Krone im November 1967 hatte die Wettbewerbsfähigkeit des Landes gestärkt, und die durch wirtschaftspolitische Maßnahmen herbeigeführte Verlangsamung der inländischen Wirtschaftstätigkeit setzte Arbeitskräfte und Kapazitäten für die Exportproduktion frei. Die Ausfuhren, ermittelt nach den Angaben der Zollstatistik und in dänischen Kronen ausgedrückt, stiegen im letzten Jahr um 12 Prozent; hiervon gingen 10 Prozent auf eine mengenmäßige Ausweitung und 2 Prozent auf Preissteigerungen zurück. Gleichzeitig nahmen aber auch die Einfuhren um 10 Prozent zu, und zwar um 6 Prozent infolge höherer Preise — im wesentlichen abwertungsinduzierte Preissteigerungen und höhere Ölpreise — und um 4 Prozent infolge mengenmäßig umfangreicherer Käufe. Berechnungen ergaben, daß die in den ersten drei Quartalen von 1968 eingetretene Verschlechterung der Terms of trade das Außenhandelsdefizit um 1 Milliarde dänische Kronen oder 135 Millionen Dollar ausgeweitet hat. Da aber diese Verschlechterung durch die Zunahme des Exportvolumens, und zwar im wesentlichen desjenigen von Industrieerzeugnissen, das um 17 Prozent stieg, nahezu vollständig wettgemacht wurde, war das Handelsbilanzdefizit unter Zugrundelegung der Zollstatistik nur wenig höher als 1967. Nach der Zahlungsbilanzstatistik war das Handelsbilanzdefizit in beiden Jahren mit 300 Millionen Dollar sogar gleich groß. Im ersten Quartal von 1969 ist indessen das Defizit im Vergleich zum Vorjahr um 30 auf 170 Millionen Dollar gestiegen, da die Importe rascher zunahmen als die Exporte.

Die Nettoeinnahmen aus der Schifffahrt erhöhten sich 1968 von 125 auf 140 Millionen Dollar, und die Einkünfte aus den sonstigen Dienstleistungen und Übertragungen von 15 auf 45 Millionen Dollar (netto). Während sich die Nettoausgaben für Zins- und Dividendenzahlungen parallel zur wachsenden Auslandsverschuldung Dänemarks entwickelten, kam es in der Reiseverkehrsbilanz sowie bei der gewöhnlich defizitären Position „Erbenschaften, Schenkungen, Subventionen usw.“, in der hauptsächlich die Entwicklungshilfe erfaßt ist, zu einem Umschwung

von einem Passivsaldo in einen Überschuß. In den Jahren 1967 und 1968 enthielt diese Position auch die aus Devisentermingeschäften mit anderen Ländern angefallenen Gewinne in Höhe von 5 bzw. 30 Millionen Dollar. Dank der verbesserten Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz verringerte sich im vergangenen Jahr das Defizit der laufenden Rechnung von 160 auf 115 Millionen Dollar. Da dieser Betrag genau den Nettokapitalexporten entsprach, schloß die Gesamtbilanz ausgeglichen ab, nachdem sie 1967 mit 65 Millionen Dollar defizitär gewesen war. Die Direktinvestitionen in Dänemark erhöhten sich von 35 auf 100 Millionen Dollar (netto). Der Anstieg ging in vollem Umfang auf langfristige Kredite zurück, die ausländische Unternehmen ihren Tochtergesellschaften vor allem in der Ölindustrie zukommen ließen. Die Neuemissionen von öffentlichen Anleihen im Ausland machten im letzten Jahr insgesamt 125 Millionen Dollar aus — 40 Millionen mehr als 1967. Etwa 40 Prozent der Neuemissionen entfielen auf die Kreditaufnahme zentraler öffentlicher Stellen, etwa 30 Prozent auf diejenige lokaler Behörden und mehr als ein Fünftel auf Hypothekenbanken.

Finnland. Erstmals seit 1959 erreichte Finnland im Jahre 1968 in laufender Rechnung einen Überschuß, der fast ausschließlich einem Umschwung der Handelsbilanz zuzuschreiben ist. Die Abwertung der Finnmark im Oktober 1967 und ein umfassendes Stabilisierungsprogramm, das im April 1968 eingeführt wurde, lieferten die Grundlage für eine Belebung der Ausfuertätigkeit. In der Tat war der Exportsektor während des vergangenen Jahres das einzige kräftige Nachfrageelement in der finnischen Wirtschaft. Die Exporte erhöhten sich dem Volumen nach um 11 Prozent und auf Dollarbasis um fast 7 Prozent. Die Ausfuhren von Erzeugnissen der Maschinenbau- und Metallindustrie stiegen am raschesten, gefolgt von den Produkten der Holz- und Papierindustrie. Die Verkäufe auf Märkten der westlichen Welt, hauptsächlich in OECD-Ländern, nahmen auf Dollarbasis um etwa 9,5 Prozent zu, während die Ausfuhr in osteuropäische Länder — die rund ein Fünftel des Gesamtexports ausmacht — etwas zurückging. Die Verringerung des Einfuhrvolumens um 5 Prozent läßt eine schwache Inlandsnachfrage erkennen sowie auch eine gewisse Importsubstitution, besonders im Konsumgütersektor, in dem die Preise inländischer Erzeugnisse unter die der entsprechenden Importprodukte gefallen sind. Die Einfuhr fertiger Investitions- und Verbrauchsgüter schrumpfte dem Volumen nach um 16 Prozent bzw. 13 Prozent, wobei der Rückgang der Automobileinfuhren besonders ausgeprägt war. Im Vergleich zum Vorjahr waren die Terms of trade 1968 um 3 Prozent schlechter. Sie verbesserten sich aber im Laufe des Jahres, da die Durchschnittswerte der Ausfuhr stiegen, während die der Einfuhr unverändert blieben.

Auf Zahlungsbilanzbasis ergab sich in der Handelsbilanz ein Umschwung von einem Passivsaldo von 180 Millionen Dollar im Jahre 1967 in einen Aktivsaldo von 25 Millionen Dollar im Jahre 1968, und die Einnahmen von Dienstleistungen und Übertragungen stiegen, da das Reiseverkehrsdefizit verschwand, von 40 auf 50 Millionen Dollar (netto). Der langfristige Nettokapitalimport erreichte mit 90 Millionen Dollar nicht ganz die Höhe von 1967. Die Inanspruchnahme langfristiger Kredite belief sich auf insgesamt 300 Millionen Dollar, die allerdings in beträchtlichem Maße durch höhere Tilgungszahlungen und eine merkliche Erhöhung der Exportkredite kompensiert wurden. Im kurzfristigen

Kapitalverkehr kehrte sich der Nettoabfluß von 30 Millionen Dollar in einen Nettozustrom von 75 Millionen Dollar um.

Schweden. Das Defizit der Gesamtbilanz stieg 1968 geringfügig auf 45 Millionen Dollar, wobei eine Erhöhung des Passivsaldo der Bilanz in laufender Rechnung von lediglich 5 auf 100 Millionen Dollar weitgehend durch eine Umkehr der Kapitaltransaktionen von einem Nettoabfluß von 20 Millionen Dollar in einen Nettozufluß von 55 Millionen Dollar ausgeglichen wurde.

Die Verschlechterung der laufenden Rechnung änderte den Trend der beiden vorausgegangenen Jahre. Die kräftige Inlandsnachfrage hatte das Außenhandelsdefizit 1965 auf 400 Millionen Dollar hochgetrieben. Bis 1967 war es jedoch mit der Abkühlung der heimischen Wirtschaftstätigkeit und einer anhaltenden Nachfrage nach schwedischen Exporten auf 175 Millionen Dollar zurückgegangen. Im Jahre 1968 stieg es auf 215 Millionen Dollar, in erster Linie jedoch infolge methodischer Änderungen bei der Erfassung der Exporte.

Schweden: Zahlungsbilanz

	1965	1966	1967	1968
	Millionen US-Dollar			
Einfuhren (cif)	4 375	4 580	4 700	5 120
Ausfuhren (fob)	3 970	4 265	4 525	4 905 ¹
Saldo des Warenhandels	- 405	- 315	- 175	- 215
Dienstleistungen	+ 150	+ 65	+ 25	- 45
Saldo der statistisch erfaßten Posten in laufender Rechnung	- 255	- 250	- 150	- 260
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler bei Transaktionen in laufender Rechnung ²	+ 115	+ 130	+ 145	+ 160
Saldo der laufenden Posten	- 140	- 120	- 5	- 100
Langfristige Kapitaleleistungen	+ 50	+ 145	+ 105	+ 50
Kurzfristige Kapitaleleistungen ³	+ 115	+ 70	- 125	+ 5
Saldo der gesamten Kapitaleleistungen	+ 165	+ 215	- 20	+ 55
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	+ 25	+ 95	- 25	- 45

¹ Abzüglich 30 Millionen Dollar wegen methodischer Änderungen bei der Erstellung der Zollstatistiken. ² Amtliche Schätzung. ³ Hauptsächlich Handelskredite sowie Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler bei den Kapitaleleistungen.

Anmerkung: Die hier angegebenen Salden der laufenden Posten und der kurzfristigen Kapitaleleistungen unterscheiden sich von denen in der Tabelle über die zusammengefaßte Zahlungsbilanz der westeuropäischen Länder durch die unterschiedliche Behandlung der „nichterfaßten Posten und statistischen Ermittlungsfehler“. Während sie in der obigen Tabelle je nach Art der zugehörigen Transaktionen aufgliedert sind (siehe Fußnoten 2 und 3), sind sie in der zusammengefaßten Zahlungsbilanz vollständig in den kurzfristigen Kapitaleleistungen enthalten.

1968 stiegen Einfuhren und Ausfuhren um jeweils 9 Prozent, verglichen mit 3 Prozent bzw. 5 Prozent im vorangegangenen Jahr. Ein Viertel der Importzunahme entfiel im vergangenen Jahr auf mineralische Brennstoffe, insbesondere Rohöl, dessen Einfuhrvolumen auf Grund des Bedarfs der neuerbauten Raffinerien um 50 Prozent zunahm. In den Einfuhren machte sich aber auch die wachsende

Nachfrage nach Verbrauchsgütern, insbesondere nach Automobilen, bemerkbar sowie die Notwendigkeit einer Wiederaufstockung der Lager, die zuvor abgebaut worden waren. Ohne Schiffsexporte, die von Jahr zu Jahr erheblichen Schwankungen unterliegen und die 1968 zurückgingen, stiegen die Ausfuhren wertmäßig um 10 Prozent an. Die Exporte von Eisenerz, Zeitungspapier und Telefonausrüstungen stiegen um jeweils 20 Prozent, während die Exporte von sonstigem Papier und von Automobilen um 9 Prozent bzw. um 13 Prozent zunahmen. Die Ausfuhrlieferungen in die EWG-Länder, das Vereinigte Königreich und nach Nordamerika weiteten sich beträchtlich aus, hingegen stagnierten die Exporte in die nordischen Länder, auf die rund ein Viertel der Gesamtausfuhr entfällt. Nach einer amtlichen schwedischen Untersuchung blieb in den Jahren 1963 bis 1967 die jährliche Wachstumsrate der schwedischen Exporte um fast 1 Prozent hinter derjenigen für alle OECD-Länder zurück. Diese Differenz ist zum größten Teil einer Verringerung des schwedischen Anteils auf den ausländischen Märkten für Rohstoffe und Schiffe zuzuschreiben. Der Absatz von Industrieprodukten stieg dagegen rascher als im Durchschnitt der OECD-Länder.

Der Hauptbestimmungsfaktor für die Verschlechterung der laufenden Rechnung im Jahre 1968 lag in der anhaltenden Passivierung im Dienstleistungs- und Übertragungsbereich. 1968 entstand erstmalig ein Defizit in Höhe von 45 Millionen Dollar, verglichen mit einem Überschuß von 25 Millionen Dollar im Vorjahr. Mit Ausnahme der Seeschifffahrt, deren Einnahmen sich um 15 Millionen Dollar erhöhten, waren die Einnahmen aus allen übrigen Dienstleistungen und Übertragungen rückläufig. Die Nettoausgaben im Reiseverkehr erhöhten sich um 20 Millionen Dollar, und die unentgeltlichen Leistungen — hauptsächlich Entwicklungshilfe — stiegen um 15 Millionen Dollar. Der Restposten, der, soweit er sich auf Transaktionen in laufender Rechnung bezieht, im wesentlichen die zu niedrige Bewertung der Einnahmen im Waren- und Dienstleistungsverkehr augenscheinlich macht, wies in den letzten Jahren einen steigenden Trend auf. Im Jahre 1967 glich er den Passivsaldo der statistisch erfaßten Posten in laufender Rechnung praktisch aus; im vergangenen Jahr jedoch, als dieses Defizit wieder von 150 auf 260 Millionen Dollar anstieg, verblieb in laufender Rechnung ein Fehlbetrag von 100 Millionen Dollar. Etwa die Hälfte hiervon wurde durch einen Nettokapitalzustrom aufgewogen. Die langfristige Nettokapitaleinfuhr fiel von 105 Millionen Dollar 1967 auf 50 Millionen Dollar 1968, vor allem deshalb, weil auf private Anleihen hohe Rückzahlungen vorgenommen wurden. Die kurzfristigen Nettokapitalexporte, die sich einschließlich der statistisch nicht erfaßten Kapitalbewegungen und der Handelskredite 1967 noch auf 125 Millionen Dollar belaufen hatten, verschwanden im letzten Jahr. Im ersten Viertel von 1969 belief sich das Defizit der laufenden Rechnung auf 130 Millionen Dollar, was genau dem Fehlbetrag im ersten Quartal 1968 entsprach. Die Struktur der laufenden Rechnung war indessen anders. Im ersten Viertel von 1968 schloß der Außenhandel mit einem Passivsaldo von 125 Millionen Dollar, die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz mit einem solchen von 5 Millionen Dollar ab; in den ersten drei Monaten von 1969 fiel der Importüberschuß auf 80 Millionen Dollar, während andererseits das Defizit der unsichtbaren Leistungen auf 50 Millionen Dollar anstieg.

Norwegen. Die Struktur der norwegischen Zahlungsbilanz wich im Jahre 1968 von derjenigen in früheren Jahren erheblich ab. Der Überschuß der Gesamtbilanz war mit 150 Millionen Dollar zwar etwa ebenso hoch wie 1967, aber die Bilanz der laufenden Posten verbesserte sich um 365 Millionen Dollar auf einen Überschuß von 165 Millionen Dollar — den ersten seit 1957 —, während im Kapitalverkehr der 1967 verzeichnete Nettozufluß von insgesamt 365 Millionen Dollar in einen geringen Kapitalabfluß von netto 15 Millionen Dollar umschlug. Die gewichtigen Veränderungen sowohl in den laufenden Posten als auch im Kapitalverkehr sind in hohem Maße auf die Entwicklung im Schiffbau zurückzuführen.

Das Handelsbilanzdefizit fiel um 250 Millionen Dollar, nämlich von 1 035 auf 785 Millionen Dollar. Allein der Passivsaldo im Schiffssektor ermäßigte sich infolge außergewöhnlich hoher Verkäufe von gebrauchter Tonnage und geringerer Käufe von neuen Schiffen von 310 auf 110 Millionen Dollar. Ferner ermäßigte sich das Defizit bei den sonstigen Außenhandelsgütern (ohne Schiffe) um 50 Millionen Dollar. Die Wachstumsrate der Wareneinfuhren verlangsamte sich unter Zugrundelegung der Zollstatistiken von 7,5 Prozent auf 4 Prozent, teils infolge eines Rückgangs der industriellen Investitionen, teils auch wegen einer gewissen Abschwächung der Verbrauchsnachfrage. Die Maschineneinfuhren fielen um 5,5 Prozent, und auch die Importe anderer Fertigwaren, insbesondere von Eisen- und Stahlerzeugnissen sowie Textilien, erlitten Einbußen. Die Warenexporte wuchsen andererseits um 9 Prozent (verglichen mit 5,5 Prozent im Vorjahr). Die Hälfte der Zunahme entstand durch gestiegene Verkäufe von NE-Metallen, hauptsächlich Aluminium.

Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr erhöhten sich um 115 Millionen Dollar. Zwar gaben die Frachtraten, die 1967 infolge des Nahostkrieges gestiegen waren, im vergangenen Jahr wieder etwas nach, aber dennoch nahmen die Nettoerträge aus der Seeschifffahrt dank des raschen Wachstums des Welthandels von 800 auf 900 Millionen Dollar zu.

Im Jahre 1967 hatten sich die langfristigen Nettokapitaleinfuhren mit 350 Millionen Dollar fast verdreifacht, zum größten Teil infolge der umfangreichen Kreditaufnahmen von Schiffahrtsgesellschaften. Im letzten Jahr aber schrumpften die Zuflüsse auf bloße 25 Millionen Dollar zusammen, denn mit den verringerten Anschaffungen neuer Schiffe fiel auch die Nettokreditaufnahme der Schiffahrtsgesellschaften von 230 auf 20 Millionen Dollar. Ferner nahmen die Direktinvestitionen in Norwegen von 70 auf 30 Millionen Dollar (netto) ab, während die privaten norwegischen Nettokreditgewährungen an Ausländer von 40 auf 50 Millionen Dollar stiegen. Der Kapitalverkehr der öffentlichen Hand war hingegen ausgeglichen, hauptsächlich deshalb, weil die amtlichen Schuldentrückzahlungen nur etwa halb so groß waren wie 1967. Im kurzfristigen Kapitalverkehr kehrte sich der geringfügige Nettozufluß in einen Nettoabfluß von 40 Millionen Dollar um.

Kanada. Ein beträchtlicher Anstieg der Exporte in die Vereinigten Staaten sowie eine merkliche Ausweitung der langfristigen Kapitalimporte steigerten den Überschuß in der kanadischen Grundbilanz von 740 Millionen Dollar im Jahr 1967 (was bereits ein Nachkriegsrekord war) auf 1 260 Millionen Dollar im

vergangenen Jahr, und der Überschuß der Gesamtbilanz lag mit 440 Millionen Dollar um 100 Millionen höher als 1967.

Die Ausfuhren wuchsen um 2 auf 12,7 Milliarden Dollar und die Einfuhren (fob) um 1,3 auf 11,4 Milliarden Dollar, so daß der Exportüberschuß um 750 Millionen Dollar anstieg. Die Ausfuhr von Automobilen, Motoren und Ersatzteilen nahm um 840 Millionen Dollar (52 Prozent) und die Einfuhr um 765 Millionen Dollar (38 Prozent) zu, und ihr Anteil an den Gesamtexporten bzw. -importen erhöhte sich auf ein Fünftel bzw. auf ein Viertel. Der Absatz aller anderen Erzeugnisse weitete sich um 13,5 Prozent aus. Die Exporte von Kupfer, Nickel, Aluminium und Stahl nahmen, angeregt durch die in den Vereinigten Staaten infolge von Streiks entstandene Knappheit, um über 250 Millionen Dollar zu. Die Verschiffungen von Rohholz und bearbeitetem Holz stiegen um etwa den gleichen Betrag, während die Weizenlieferungen um nahezu 50 Millionen Dollar zurückgingen, obwohl die Lieferungen nach Kontinentalchina beträchtlich zugenommen haben. Die Einfuhren, ebenfalls ohne den Kraftwagensektor, wuchsen um 6 Prozent; im Verlaufe des Jahres beschleunigten sie sich jedoch parallel zum

Kanada: Zahlungsbilanz

	1967	Ganzes Jahr	1968 ¹			
			I	II	III	IV
	Millionen US-Dollar					
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr	10 635	12 680	3 055	3 150	3 130	3 335
Einfuhr	10 085	11 380	2 785	2 735	2 815	3 045
Saldo des Warenhandels . . .	+ 550	+ 1 300	+ 280	+ 415	+ 315	+ 290
Dienstleistungen						
Kapitalerträge	- 830	- 900	- 220	- 235	- 230	- 215
Reiseverkehr	+ 395	- 5	-	+ 30	- 20	- 15
Sonstige	- 615	- 560	- 145	- 135	- 135	- 145
Saldo der Dienstleistungen . .	- 1 050	- 1 465	- 365	- 340	- 385	- 375
Saldo der laufenden Posten . .	- 500	- 165	- 85	+ 75	- 70	- 85
Langfristige Kapitalleistungen						
Nettoabsatz neu im Ausland begebener kanadischer Anleihen .	+ 890	+ 1 450	+ 270	+ 545	+ 415	+ 220
Transaktionen in umlaufenden kanadischen Wertpapieren	- 40	+ 35	- 35	+ 20	- 5	+ 55
Transaktionen in ausländischen Wertpapieren	- 385	- 430	- 80	- 115	- 125	- 110
Direktinvestitionen	+ 490	+ 385	- 70	+ 200	+ 160	+ 95
Sonstige	+ 295	- 15	+ 20	+ 15	- 85	+ 35
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen	+ 1 240	+ 1 425	+ 105	+ 665	+ 360	+ 295
Saldo der Grundbilanz	+ 740	+ 1 260	+ 20	+ 740	+ 290	+ 210
Kurzfristige Kapitalleistungen ² .	- 395	- 820	- 830	- 130	+ 10	+ 130
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	+ 345	+ 440	- 810	+ 610	+ 300	+ 340

¹ Die Vierteljahresangaben für den Saldo der laufenden Posten sind saisonbereinigt.
² Einschließlich Bereinigungen.

Wachstum der Inlandsnachfrage. Im ersten Vierteljahr von 1969 stiegen die gesamten Ausfuhren und Einfuhren um 15 Prozent und 16 Prozent, so daß der Exportüberschuß etwa ebenso groß war wie im ersten Quartal von 1968.

Im Dienstleistungs- und Übertragungsverkehr schloß die Reiseverkehrsbilanz nach einem 1967 im Zusammenhang mit den Hundertjahrfeiern erzielten Überschuß von 400 Millionen Dollar ausgeglichen ab. Das Defizit in der Kapitalertragsbilanz stieg weiter auf 900 Millionen Dollar, während die Nettoaufwendungen für andere Leistungen zum Teil wegen der verringerten Wirtschaftshilfe an Entwicklungsländer etwas zurückgingen. Der Passivsaldo der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz belief sich auf insgesamt 1,5 Milliarden Dollar. Der Rückgang des Defizits der laufenden Rechnung von 500 auf 165 Millionen Dollar entspricht der Verbesserung der laufenden Posten gegenüber den Vereinigten Staaten um etwa 400 Millionen Dollar sowie einer Verschlechterung der laufenden Posten gegenüber den europäischen OECD-Ländern um 100 Millionen Dollar.

Die Kapitalbewegungen verliefen im letzten Jahr sehr unregelmäßig. Die von der Regierung der Vereinigten Staaten am 1. Januar 1968 verkündete Verschärfung der direkten Kontrollen über Investitionen und Ausleihungen im Ausland setzte den kanadischen Dollar harten Angriffen aus und verursachte einen Abfluß kurzfristigen Kapitals von netto 830 Millionen Dollar im ersten Quartal. Nach der Entscheidung der amerikanischen Regierung vom 7. März, amerikanische Anlagen in Kanada von ihren Kontrollen auszunehmen, wurde das Vertrauen wiederhergestellt, und in den folgenden drei Quartalen glich sich der kurzfristige Kapitalverkehr aus. Ein langfristiger Nettokapitalzustrom kompensierte im zweiten Vierteljahr den größten Teil der früheren Abflüsse im kurzfristigen Kapitalverkehr wieder. Die kanadische Regierung hatte nämlich einen Gesamtbetrag von 235 Millionen Dollar in der Bundesrepublik, in Italien und in den Vereinigten Staaten aufgenommen, und weitere 420 Millionen Dollar waren über die Begebung von Anleihen im Ausland durch Privatunternehmen sowie eine Reihe von Provinzen und lokalen Behörden zugeflossen, denen Rückzahlungen von lediglich 110 Millionen Dollar gegenüberstanden. Ferner belebten sich die Direktinvestitionen des Auslands wieder. Insgesamt erreichten die langfristigen Kapitalzuflüsse den Betrag von netto 665 Millionen Dollar. Im dritten Quartal ermäßigten sie sich auf 360 Millionen Dollar und im vierten auf 300 Millionen Dollar, hauptsächlich deshalb, weil die Emission neuer Anleihen im Ausland eingeschränkt wurde. Für das ganze Jahr 1968 betrug der langfristige Nettokapitalimport 1 425 Millionen Dollar — etwa 200 Millionen Dollar mehr als im Vorjahr. Die Emissionen neuer Anleihen im Ausland, darunter etwa für 450 Millionen Dollar auf kontinentaleuropäischen Märkten, erbrachten insgesamt 1 450 Millionen Dollar (netto). Die Zunahme des Nettokapitalimports in diesen Kategorien um 560 Millionen Dollar innerhalb Jahresfrist wurde allerdings weitgehend kompensiert durch einen Umschwung in Höhe von 300 Millionen Dollar beim „sonstigen“ langfristigen Kapitalverkehr (Bankausleihungen und Exportkredite) von einem erheblichen Nettozustrom in einen geringfügigen Nettoabfluß. Der Nettokapitalimport über Direktinvestitionen nahm um 100 Millionen Dollar ab, im wesentlichen deshalb, weil die kanadischen Investitionen im Ausland wuchsen. Die Veränderungen bei den Transaktionen in umlaufenden

Wertpapieren tendierten zu einem gegenseitigen Ausgleich, da dem Anstieg der Nettoverkäufe kanadischer Schuldverschreibungen und Aktien an Ausländer um 80 Millionen Dollar eine Zunahme des Nettoerwerbs ausländischer Wertpapiere durch Inländer um 45 Millionen Dollar gegenüberstand.

Japan. Die japanische Wirtschaft setzte im Jahre 1968 ihre rasche Expansion weiter fort (das reale Bruttosozialprodukt stieg um fast 14 Prozent), während gleichzeitig die Zahlungsbilanz des Landes sich sehr stark verbessern konnte. Die Gesamtbilanz, die von einem Überschuß von reichlich 300 Millionen Dollar im Jahre 1966 in ein Defizit von fast 600 Millionen Dollar im Jahre 1967 abgeglichen war, kehrte sich im letzten Jahr wieder in einen Aktivsaldo von 1 100 Millionen Dollar. Während 1967 Hochkonjunkturbedingungen in Japan mit einer Abschwächung in den meisten anderen Industrieländern zusammengetroffen waren, ließ im vergangenen Jahr die steigende Auslandsnachfrage die japanischen Exporte stark zunehmen; hingegen verlangsamte sich die Wachstumsrate der Einfuhr, teilweise als Folge der zuvor eingeleiteten geld- und fiskalpolitischen Restriktionsmaßnahmen. Diese Maßnahmen wurden aber im Spätsommer 1968 gelockert, nachdem die Zahlungsbilanz im zweiten Quartal des Jahres wieder aktiv geworden war.

Die Einfuhren stiegen auf Zahlungsbilanzbasis im Jahre 1968 um fast 13 Prozent, verglichen mit 23 Prozent im Vorjahr. Diese Verlangsamung hatte im we-

Japan: Zahlungsbilanz¹

	1967	1968					1969
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	10 230	12 750	2 570	3 110	3 325	3 745	3 280
Einfuhr	9 070	10 220	2 450	2 565	2 480	2 725	2 670
Saldo des Warenhandels . . .	+ 1 160	+ 2 530	+ 120	+ 545	+ 845	+ 1 020	+ 610
Dienstleistungen							
Transport	- 815	- 860	- 230	- 215	- 195	- 220	.
Kapitalerträge	- 180	- 255	- 60	- 50	- 65	- 80	.
Regierung ²	+ 475	+ 550	+ 120	+ 135	+ 135	+ 160	.
Sonstige	- 830	- 915	- 245	- 225	- 215	- 230	.
Saldo der Dienstleistungen . .	- 1 350	- 1 480	- 415	- 355	- 340	- 370	- 425
Saldo der laufenden Posten . .	- 190	+ 1 050	- 295	+ 190	+ 505	+ 650	+ 185
Langfristige Kapitalleistungen .	- 815	- 250	- 110	- 20	+ 5	- 125	} + 95
Saldo der Grundbilanz	- 1 005	+ 800	- 405	+ 170	+ 510	+ 525	
Kurzfristige Kapitalleistungen ³ .	+ 435	+ 300	+ 160	+ 50	+ 30	+ 60	
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	- 570	+ 1 100	- 245	+ 220	+ 540	+ 585	+ 280

¹ Auf Transaktionsbasis. ² Hauptsächlich Transaktionen für Verteidigungszwecke.
³ Einschließlich der nichterfaßten Posten und statistischen Ermittlungsfehler.

sentlichen ihre Ursache in einer Anpassung der Lagerbestände im ersten Halbjahr sowie in einem Rückgang der Importe von Eisen und Stahl infolge wachsender Produktionskapazitäten in der Stahlindustrie. Die Einfuhren übertrafen im ersten Quartal 1968 die Importe im entsprechenden Zeitraum von 1967 um 18 Prozent; in den übrigen drei Quartalen stiegen sie um 11 Prozent. Die Ausfuhr nahm im ganzen Jahr um fast 25 Prozent zu (verglichen mit 6 Prozent im Jahre 1967), wobei sich die Zuwachsrate von 15 Prozent im ersten Quartal auf 32 Prozent im vierten Quartal verdoppelte. Der Ausfuhrüberschuß stieg in absoluten Werten von 120 Millionen Dollar im ersten Quartal auf über 1 Milliarde Dollar im vierten Quartal und erreichte für das ganze Jahr 1968 insgesamt 2,5 Milliarden Dollar.

Die Exporte in die Vereinigten Staaten nahmen nach Angaben der Zollstatistik um 36 Prozent, in die Bundesrepublik um 34 Prozent und in das Vereinigte Königreich um 23 Prozent zu. Auf diese drei Länder zusammengenommen entfiel fast die Hälfte des japanischen Exportanstiegs. Die Ausfuhren nach Südostasien, die 1967 nahezu ebenso groß waren wie die nach den Vereinigten Staaten, weiteten sich um 24 Prozent aus. Während die Exporte von Maschinen und Ausrüstungsgütern einen Anstieg von 29 Prozent zu verzeichnen hatten — innerhalb dieser Gruppe erhöhten sich die Automobilausfuhren um 64 Prozent —, stiegen die von Textilerzeugnissen lediglich um 16 Prozent.

Das strukturelle Defizit im Dienstleistungs- und Übertragungsverkehr vergrößerte sich um 130 auf 1 480 Millionen Dollar. Der gewichtigste Anstieg betraf im einzelnen mit 75 Millionen Dollar die Aufwendungen für Zins- und Dividendenzahlungen. Die Nettoausgaben für Transportleistungen lagen nur um 45 Millionen Dollar höher (verglichen mit einem Anstieg um 200 Millionen Dollar im Jahre 1967) — eine Folge des mäßigeren Einfuhraufschwungs im letzten Jahr. Der Saldo der laufenden Posten wandelte sich von einem Defizit von 190 Millionen Dollar in einen Überschuß von 1 050 Millionen Dollar, 200 Millionen Dollar weniger als im Spitzenjahr 1966. Im ersten Quartal 1969 ergab sich, im Vergleich zu dem entsprechenden Zeitraum von 1968, in der laufenden Rechnung ebenfalls ein Umschwung, und zwar von einem Defizit von 300 Millionen Dollar zu einem Überschuß von fast 200 Millionen Dollar, was ausschließlich die Folge eines höheren Exportüberschusses war.

Der langfristige Nettokapitalexport, der in den beiden vorangegangenen Jahren mehr als 800 Millionen Dollar betragen hatte, schrumpfte 1968 auf 250 Millionen Dollar, da die Zuflüsse von Auslandskapital nach Japan beträchtlich zunahmen. Die längerfristige Kreditaufnahme japanischer Firmen bei ausländischen Finanzinstituten erhöhte sich von 60 auf 480 Millionen Dollar, und der Erwerb japanischer Wertpapiere — deren Kurse 1967 auf einen ziemlich niedrigen Stand gefallen waren — durch Ausländer stieg von 70 auf 230 Millionen Dollar. Die kurzfristige Nettokapitaleinfuhr fiel von 435 auf 300 Millionen Dollar. Während sich der Zustrom von statistisch erfaßtem kurzfristigem Kapital, in der Hauptsache Handelskredite, um rund 300 Millionen Dollar abschwächte, verbesserte sich der Saldo der nichterfaßten Transaktionen um 170 Millionen Dollar von einem Nettoabfluß zu einem Nettozufluß.

IV. GOLD, RESERVEN UND DEUISEN

Gold: Produktion, Märkte und Reserven

Nach einem merklichen Rückgang im Jahre 1967 hat sich die Goldproduktion der Welt (ohne die Sowjetunion, die übrigen osteuropäischen Länder, Kontinentalchina und Nordkorea) 1968 mäßig erholt, und zwar um 250 000 Unzen auf 40,4 Millionen Unzen. Die Zunahme stammte im wesentlichen aus den südafrikanischen Minen, da die Gesamtförderung in der übrigen westlichen Welt weiter geschrumpft ist.

Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1964	1965	1966	1967	1968
	1000 Unzen Feingold								
Südafrika	10 412	14 046	11 927	11 941	29 137	30 540	30 669	30 535	31 169
Kanada	1 928	5 333	2 949	4 056	3 835	3 606	3 319	2 962	2 688
Vereinigte Staaten	2 059	4 870	1 575	1 958	1 456	1 705	1 803	1 585	1 533
Australien	427	1 644	824	1 075	964	878	917	801	815
Ghana	208	885	586	731	865	755	684	763	727
Japan	335	867	40	258	460	519	555	678	614
Philippinen	163	1 121	1	481	426	437	454	491	500
Kolumbien	137	632	437	437	365	319	281	258	240
Mexiko	855	883	420	483	210	216	214	183	145
Zusammen	16 324	30 282	18 659	21 420	37 718	38 975	39 096	38 256	38 431
Sonstige Länder ¹	2 016	7 178	2 771	2 840	2 452	2 165	2 104	1 914	1 989
Geschätzte Welterzeugung ¹	18 340	37 460	21 430	24 260	40 170	41 140	41 200	40 170	40 420
	Millionen US-Dollar								
Wert der geschätzten Welterzeugung zu 36 Dollar je Feinunze	640 ²	1 310	750	850	1 405	1 440	1 440	1 405	1 415

¹ Ohne die Sowjetunion, Osteuropa, Kontinentalchina und Nordkorea. ² Zu dem damaligen amtlichen Preis von 20,87 Dollar je Feinunze 380 Millionen Dollar.

Die Golderzeugung Südafrikas, die 1967 um 330 000 Unzen zurückgegangen war, stieg 1968 um 630 000 Unzen und erreichte damit einen neuen Höchststand von fast 31,2 Millionen Unzen. Die Zunahme wäre ohne den zeitweiligen Produktionsausfall während der letzten beiden Monate des Jahres in der größten Goldmine Südafrikas, West Driefontein, noch etwas höher ausgefallen. Drei neue Minen wurden im Laufe des Jahres in Betrieb genommen, die 860 000 Unzen zur Gesamtproduktion beisteuerten; außerdem erhöhte sich die Förderung der übrigen Minen in den neueren Goldfeldern um 440 000 Unzen. Die Ausbeute in den älteren Abbaubereichen ging dagegen um 670 000 Unzen zurück.

Wie in den vorangegangenen Jahren nahmen die Gewinne je Unze Gold weiterhin ab. In den neueren Goldfeldern, deren Anteil an der gesamten südafrikanischen Produktion von 82 auf 85 Prozent stieg, schrumpften die Gewinne

von 15,45 auf 14,95 Dollar je Unze (ohne Gewinne aus der Uranförderung). Auf Grund der Produktionszunahme erhöhten sich die Gesamtgewinne aber von 388 auf 395 Millionen Dollar. In den älteren Goldminen sanken die Durchschnittsgewinne je Unze Gold von 3,55 auf 2,60 Dollar und die Gesamtgewinne von über 16 auf weniger als 11 Millionen Dollar; sieben der siebzehn Minen in dieser Gruppe arbeiteten mit Verlust. Die südafrikanische Regierung führte 1968 ein neues Programm ein, durch das Minen, die andernfalls ihre Tätigkeit innerhalb von acht Jahren einstellen mußten, staatliche Hilfen entweder in Form von Steuerermäßigungen oder durch staatliche Subventionen erhalten können.

Die Goldgewinnung in Kanada, dem zweitgrößten westlichen Erzeugerland, ging 1968 um weitere 275 000 Unzen zurück und stellte sich nur noch auf etwa 60 Prozent der 1961 erreichten höchsten Förderungsmenge. Die amerikanische Produktion, von der etwa ein Drittel als Nebenprodukt der Kupfergewinnung anfällt, wurde anfangs des Jahres durch Streiks im Kupferbergbau beeinträchtigt und lag um 50 000 Unzen unter ihrem Niveau von 1967. Die gesamte Erzeugung der übrigen goldproduzierenden Länder nahm per Saldo ebenfalls ab, und zwar um 60 000 Unzen.

Was die Verwendung von Gold angeht, führte die Aufhebung der Goldpoolvereinbarungen im März 1968 zu einer jähen Veränderung der Lage. In den sechs Monaten von Oktober 1967 bis März 1968 hatten amtliche Verkäufe am Goldmarkt mit dem Zweck, einen Preisanstieg über 35,20 Dollar je Unze zu verhindern, zu einer Abnahme der amtlichen westlichen Goldbestände um 2 720 Millionen Dollar geführt (bewertet zu 35 Dollar je Unze). Da die Neugewinnung in diesem Zeitraum auf etwa 700 Millionen Dollar geschätzt werden kann, bedeutet dies, daß sich nach Abzug der Käufe durch nichtwestliche Länder von schätzungsweise rund 300 Millionen Dollar die Goldkäufe für nichtmonetäre Zwecke in den genannten sechs Monaten auf 3,1 Milliarden Dollar beliefen. Hiervon dürften nur etwa 650 Millionen Dollar dem laufenden gewerblichen Bedarf und der traditionellen Spartätigkeit zuzurechnen sein, so daß die verbleibenden 2,5 Milliarden Dollar vermutlich aus spekulativen und vorsorglichen Käufen bestanden haben. Diese außergewöhnliche Goldbevorratung des Publikums war ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Marktlage während der restlichen Monate des Jahres 1968, in denen Angebot

Herkunft und Verwendung von Gold (Schätzung)

	1965	1966	1967 Januar- September	Oktober 1967- März 1968	1968 April- Dezember
	Millionen US-Dollar				
Goldgewinnung	1 440	1 440	1 060	705	1 060
Goldverkäufe der Sowjetunion	550	—	—	—	—
Zusammen	1 990	1 440	1 060	705	1 060
Veränderung der westlichen amtlichen Goldbestände	220	— 45	— 230	— 2 720	655
Verwendung zu anderen Zwecken	1 770 ¹	1 485 ²	1 290	3 425 ³	405

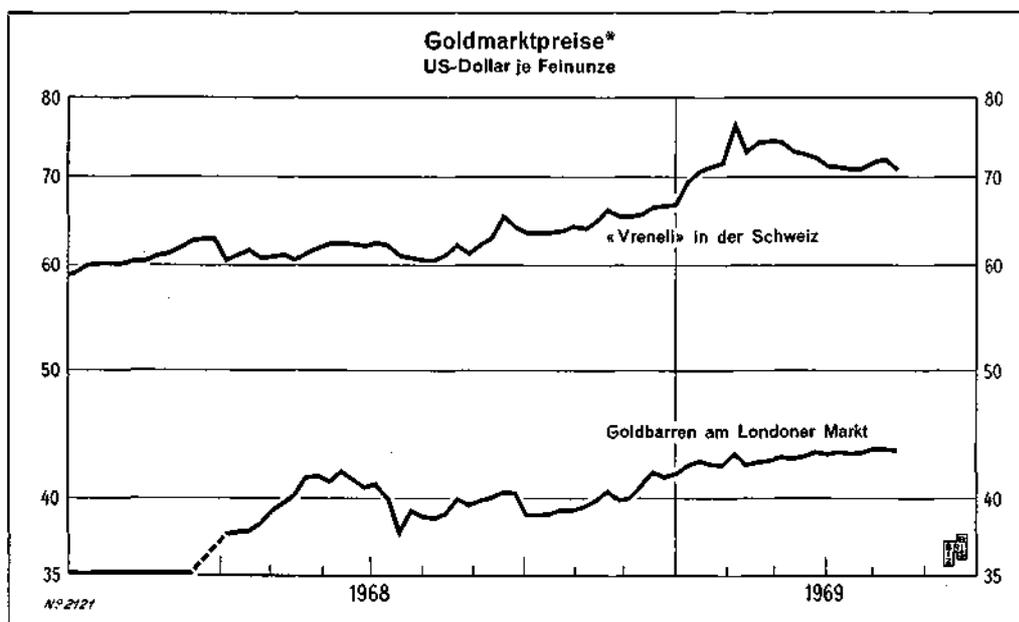
¹ Einschließlich geschätzter Käufe durch China in Höhe von 150 Millionen Dollar. ² Einschließlich geschätzter Käufe durch China in Höhe von 75 Millionen Dollar. ³ Einschließlich geschätzter Käufe durch nichtwestliche Länder in Höhe von 300 Millionen Dollar.

und Nachfrage am Markt nicht mehr durch Abgaben aus amtlichen Goldbeständen ausgeglichen wurden.

Vom zweiten Quartal 1968 an kehrte sich dann die Marktlage, verglichen mit derjenigen von Oktober 1967 bis März 1968, in ihr Gegenteil um. Die Goldreserven der Welt nahmen in den letzten drei Quartalen von 1968 um 655 Millionen Dollar zu, im wesentlichen deshalb, weil nach dem März 1968 von der südafrikanischen Produktion nur eine geringe Menge auf dem Markt angeboten wurde. Das Gesamtangebot an neugewonnenem Gold, das während der letzten neun Monate von 1968 auf den Markt kam, kann auf den Gegenwert von nicht mehr als knapp 400 Millionen Dollar, bewertet zum amtlichen Preis von 35 Dollar je Feinunze, geschätzt werden; hierin sind Verkäufe Südafrikas im Gegenwert von etwa 170 Millionen Dollar enthalten. Da dies weit weniger gewesen ist, als zur Deckung des laufenden gewerblichen Bedarfs notwendig war, muß es zu einer beträchtlichen Entwertung von Goldbeständen gekommen sein. Zudem ist anscheinend auch ein wesentlicher Teil der von Oktober 1967 bis März 1968 vom Publikum gebildeten spekulativen Goldhorte an Daueranleger verkauft worden.

Die Entwicklung auf dem Goldmarkt läßt sich seit dem Wegfall der Preisfixierung in zwei Hauptabschnitte einteilen: Während des ersten, der von Mitte März bis Ende Oktober 1968 dauerte, wies der Marktpreis für Gold zwar ausgeprägte Schwankungen, jedoch keinen klar ersichtlichen Trend auf. Im zweiten Abschnitt, der sich von etwa Oktober 1968 bis März 1969 erstreckte, tendierte der Goldpreis hingegen ziemlich beharrlich nach oben, während gleichzeitig seine Schwankungsbreite beträchtlich kleiner war.

Nachdem die Zürcher Notierungen in den Tagen unmittelbar nach der Einstellung der amtlichen Goldverkäufe fast 45 Dollar je Unze erreicht hatten, eröffnete der Londoner Goldmarkt wieder am 1. April 1968 mit etwa 37,80 Dollar. Anzeichen für einen weiteren Rückgang ergaben sich auf Grund von Aussichten auf Friedensgespräche über Vietnam. Auf eine Verlautbarung der südafrikanischen Regierung hin, daß sie einstweilen keine Goldabgaben an den Markt vornehmen werde, festigten sich die Preise jedoch in der zweiten Aprilwoche wieder. Danach hielt die Aufwärtsbewegung wegen der Schwäche des Dollars und des Ausbruchs der französischen Krise an. In der zweiten Maihälfte erreichte der Londoner Fixingpreis einen Höchstwert von über 42 Dollar je Unze; und obschon die Einführung von Devisenkontrollen in Frankreich dazu verhalf, den Markt von der dortigen Entwicklung etwas abzusondern, trug die anhaltende Schwäche des Pfund Sterling dazu bei, den Preis bis Anfang Juli vergleichsweise hoch zu halten. Die Bekanntgabe von Verhandlungen über neue Stützungsmaßnahmen für das Pfund Sterling führte dann jedoch zu einem scharfen Rückgang des Goldpreises, der am 17. Juli auf einen Tiefpunkt von 37,80 Dollar fiel. Hoffnungen auf eine Wiederaufnahme südafrikanischer Verkäufe scheinen ebenfalls zur Wandlung des Marktklimas beigetragen zu haben, doch führten Dementis des südafrikanischen Finanzministers vom 18. Juli zu einer erneuten Festigung der Preise. Unter dem Einfluß der Ereignisse in der Tschechoslowakei erreichten die Notierungen in der zweiten Augusthälfte einmal 40 Dollar, und bis Anfang September rückten sie, teilweise infolge der Aufhebung der Devisenkontrollen in Frankreich, weiter nach oben. Neubelebte Hoffnungen auf eine Änderung der Goldpolitik Südafrikas zur Zeit der



* Mittwochswerte (halblogarithmischer Maßstab).

Jahresversammlung des IWF führten später aber zu einer gewissen Beruhigung, und der Preis schwankte den ganzen Oktober über um 39 Dollar.

Seit November jedoch begann der Goldpreis wieder einen recht stetigen Aufwärtstrend aufzuweisen, der weniger durch das Ausmaß der Nachfrage als vielmehr durch mangelnde Verkaufsbereitschaft verursacht wurde. Zunächst spiegelte die erneute Auftriebstendenz teilweise die wachsende Unruhe auf den Devisenmärkten wider, doch selbst auf dem Höhepunkt der Währungskrise in der zweiten Novemberhälfte erreichten die Marktnotierungen, vielleicht infolge südafrikanischer Goldverkäufe, nicht entfernt den Stand vom Mai. Im Dezember waren es dann Vermutungen über eine mögliche Umorientierung der amerikanischen Goldpolitik durch die neue Regierung, die zur anhaltenden Aufwärtsbewegung des Preises im Dezember beitrugen, und gegen Mitte Januar begann er, sein höchstes seit der Aufhebung der Goldpoolvereinbarungen erreichtes Niveau von 42,50 Dollar zu überschreiten. In der zweiten Märzwoche von 1969 stiegen die Notierungen auf einen neuen Höchstwert von 43,82 Dollar, da die Nachfrage durch die Ungewißheit über das Schicksal des französischen Frankens stimuliert wurde. In der Folgezeit ging der Preis etwas zurück; obschon aber die Anfang Mai wiederaufflammenden Störungen des Devisenmarktes nur geringfügige Auswirkungen auf die Preise hatten, lag der Fixing-Preis des Londoner Marktes Mitte Mai bei etwa 43,50 Dollar, das heißt um mehr als 5,50 Dollar über dem Stand, mit dem der Markt im April 1968 wiedereröffnet worden war.

Seit April 1968 haben sich die Preise für Goldmünzen in ähnlicher Weise entwickelt wie die für Goldbarren, obschon sie in den meisten Fällen stärker gestiegen sind. Zur Zeit der Wiedereröffnung des Londoner Goldmarktes im April 1968 lagen die Notierungen für die Schweizer 20-Franken-Münze, ausgedrückt in Dollar je Unze, bei knapp über 60 Dollar; sie hatten also im Verlauf der vorangehenden zwölf

Monate um etwa 5 Dollar je Feinunze angezogen. Während der ersten Monate des Systems des gespaltenen Goldpreises stieg jedoch trotz der französischen Krise der Preis des Vreneli relativ langsamer als derjenige für Goldbarren. Im August 1968 setzte dann ein Aufwärtstrend ein, der die Notierungen bis auf einen Spitzenbetrag im Gegenwert von 76 Dollar je Feinunze Anfang Februar 1969 steigen ließ. Hierauf folgte ein gewisser Rückgang, und Mitte Mai 1969 entsprach der Preis etwa 71 Dollar je Feinunze.

Weltgoldreserven

	Veränderung				Bestand Ende 1968
	1966	1967	1968 Januar- März	1968 April- Dezember	
	Millionen US-Dollar				
Vereinigte Staaten	- 570	-1 170	-1 365	+ 190	10 890
Vereinigtes Königreich	- 325	- 650	+ 200	- 20	1 475
Westliches Kontinentaleuropa	+ 250	+ 150	- 860	+ 185	20 410
davon					
Belgien	- 35	- 45	- 60	+ 105	1 525
Deutschland (BR)	-120	- 65	-255	+ 570	4 540
Frankreich	+530	- 5	-	-1 360	3 875
Irland	-	-	+ 10	+ 40	80
Italien	+ 10	- 15	- 25	+ 550	2 925
Niederlande	- 25	- 20	- 55	+ 45	1 695
Portugal	+ 70	+ 55	+ 10	+ 145	855
Schweden	-	-	-	+ 20	225
Schweiz	-200	+250	-485	+ 20	2 625
Sonstige	+ 20	- 5	-	+ 50	2 065
Kanada	- 105	- 30	- 40	- 115	865
Japan	-	+ 10	+ 5	+ 15	355
Latelamerika	- 70	+ 15	+ 5	+ 30	1 035
Naher Osten	- 55	+ 95	+ 150	+ 120	1 090
Übriges Asien	- 25	+ 60	+ 15	+ 25	750
Übriges Afrika	+ 210	+ 105	+ 175	+ 585	1 620
darunter					
Südafrika	+210	- 55	+160	+ 500	1 245
Sonstige Länder	+ 5	+ 15	+ 35	+ 100	430
Alle Länder zusammen	- 685	-1 400	-1 680	+1 095	38 920
Internationale Institutionen	+ 640	- 180	+ 310	- 440	1 970
davon					
BIZ	+135	-200	+280	- 5	-350
Europäischer Fonds	- 10	- 10	-	- 10	30
IWF	+515	+ 30	+ 30	- 425	2 290
Insgesamt	- 45	-1 580	-1 370	+ 655	40 890

Nachdem die amtlichen Goldreserven im ersten Quartal 1968 von etwa 41,6 auf 40,2 Milliarden Dollar abgenommen hatten, erholten sie sich bis Ende 1968 wieder auf ungefähr 40,9 Milliarden Dollar; sie lagen damit knapp unter ihrem Stand von Ende 1961.

Wie zu erwarten war, konzentrierte sich der Rückgang der amtlichen westlichen Goldbestände um 1 370 Millionen Dollar im ersten Vierteljahr von 1968 auf die aktiv am Goldpool beteiligten Länder. Tatsächlich fielen im Verlaufe des Quartals die gesamten Goldreserven dieser sieben Länder um 2 045 Millionen Dollar. Von dieser Summe stellten 180 Millionen Dollar amerikanische Nettogoldverkäufe dar, die nicht an aktive Mitglieder des Goldpools erfolgten. Darüber

hinaus hatte nahezu die gesamte Verringerung der negativen Gold-Kassaposition der BIZ um 280 Millionen Dollar im ersten Quartal ihren Gegenposten in einem Rückgang der zusammengefaßten Goldreserven dieser sieben Länder. Ohne jene beiden Vorgänge dürften demnach die Goldverluste dieser sieben Länder, soweit sie ihren Abgaben an den Markt durch den Goldpool im Verlaufe des ersten Quartals 1968 zuzurechnen sind, auf etwa 1,6 Milliarden Dollar anzusetzen sein.

Der Goldverlust der Vereinigten Staaten belief sich im ersten Quartal 1968 auf 1 365 Millionen Dollar, wovon 53 Millionen Dollar auf gewerbliche Verbraucher im Inland und der Rest auf ausländische Währungsbehörden entfiel. Allein die Verkäufe an das Vereinigte Königreich machten insgesamt 900 Millionen Dollar aus, ein Betrag, der vermutlich in etwa der Beteiligung der Vereinigten Staaten an den Verkäufen des Goldpools im ersten Quartal entspricht. Andere westeuropäische Länder übernahmen von den USA Gold für insgesamt 295 Millionen Dollar, von denen auf Mitgliedsländer des Goldpools 283 Millionen Dollar entfielen, nämlich Käufe von 184 Millionen Dollar durch Italien, von 49 Millionen Dollar durch die Niederlande und von je 25 Millionen Dollar durch Belgien und die Schweiz. Die gesamten Nettogoldverkäufe der Vereinigten Staaten an sonstige Länder stellten sich während des ersten Vierteljahrs auf 122 Millionen Dollar.

Alle andern aktiven Mitglieder des Goldpools, mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs, wiesen für das erste Vierteljahr 1968 Rückgänge in ihren Goldreserven aus, doch waren die beiden einzigen wirklich ins Gewicht fallenden Abnahmen die von 485 Millionen Dollar in der Schweiz und von 255 Millionen Dollar in der Bundesrepublik Deutschland. Während der deutsche Verlust vermutlich der Beteiligung am Goldpool zuzuschreiben war, spiegelte die Verringerung des schweizerischen Goldbestandes hauptsächlich das Auslaufen von Goldswaps mit der BIZ wider. Die Zunahme der Goldreserven des Vereinigten Königreichs um 200 Millionen Dollar umfaßte auch das von anderen Goldpool-Ländern erhaltene Gold, das zur Abgeltung derjenigen Marktinterventionen bestimmt war, die die Bank von England für den Pool während des Schlußquartals von 1967 vorgenommen hatte.

Die Goldreserven der Länder, die keine aktiven Mitglieder des Goldpools waren, nahmen von Januar bis März 1968 um 365 Millionen Dollar zu. Der Bestand Südafrikas erhöhte sich um 160 Millionen Dollar und der von den Ländern des Nahen Ostens um 150 Millionen Dollar (wobei auf den Libanon 74 Millionen Dollar entfielen). Kanadas Goldbestand sank dagegen um 40 Millionen Dollar, ein Betrag, der einigermaßen den Verkäufen im Werte von 50 Millionen Dollar an die Vereinigten Staaten entspricht.

Der Anstieg der amtlichen westlichen Goldreserven um 655 Millionen Dollar in den verbleibenden neun Monaten von 1968 ging im wesentlichen auf Südafrika zurück, das dank einer günstigen Bilanz in laufender Rechnung und umfangreicher Kapitalimporte in der Lage war, aus der eigenen laufenden Produktion Gold im Werte von 500 Millionen Dollar in seine Reserven zu übernehmen. Darüber hinaus war praktisch der gesamte Anstieg der Goldreserven Portugals um 145 Millionen Dollar auf Käufe von Südafrika zurückzuführen. Von diesen beiden Ländern einmal abgesehen, nahmen die Goldreserven der Welt in den letzten neun Monaten

von 1968 nur um 10 Millionen Dollar zu, und die recht ausgeprägten Bewegungen, zu denen es in den Reserven einiger Länder kam, brachten demnach lediglich eine Umverteilung bereits vorhandener Bestände einschließlich derjenigen internationaler Institutionen zum Ausdruck.

Unter den führenden Industrieländern entfielen während dieser neun Monate die größten Goldreservezugänge auf die Bundesrepublik Deutschland (570 Millionen Dollar), Italien (550 Millionen Dollar), die Vereinigten Staaten (190 Millionen Dollar) sowie auf Belgien (105 Millionen Dollar). Andererseits gingen die amtlichen französischen Bestände um 1 360 Millionen Dollar und diejenigen Kanadas um 115 Millionen Dollar zurück. Von den jeweiligen Reservezugängen stammten im Falle der Bundesrepublik Deutschland 185 Millionen Dollar, im Falle Italiens 144 Millionen Dollar und im Falle Belgiens 56 Millionen Dollar aus Goldverkäufen des IWF, die dieser im Zusammenhang mit der französischen und der britischen Ziehung im Juni 1968 vorgenommen hatte. Der Restbetrag des deutschen sowie des italienischen Reserveanstiegs resultierte hauptsächlich aus französischen Goldverkäufen.

Die Vereinigten Staaten kauften Gold von Frankreich für 600 Millionen Dollar und vom Vereinigten Königreich sowie von den Niederlanden für 95 Millionen Dollar. Gleichzeitig aber gaben sie Gold im Wert von 155 Millionen Dollar an verschiedene europäische Länder ab, und die Nettogoldverkäufe an außereuropäische Länder hielten darüber hinaus in einem höheren Ausmaß als in allen früheren Jahren an: auf Asien entfielen 235 Millionen Dollar und auf die übrige Welt 100 Millionen Dollar. Bei den Transaktionen mit außereuropäischen Ländern lag das Schwergewicht im zweiten und dritten Quartal des Jahres, in denen es zu Goldkäufen in Höhe von insgesamt 175 Millionen Dollar durch Länder des Sterlingraums kam. Im letzten Quartal von 1968 hingegen sind, nachdem die Absprachen über eine Währungsgarantie zugunsten der Pfundguthaben von Ländern des Sterlingraumes in Kraft getreten waren, Verkäufe an außereuropäische Länder fast nicht mehr vorgekommen.

Die Abnahme der Goldreserven Frankreichs um 1 360 Millionen Dollar war die Folge der Auswirkungen der sozialen Unruhen auf seine Zahlungsbilanz. Allein im Juni stellte sich der Rückgang auf nahezu 500 Millionen Dollar. Das einzige andere Land der Zehner-Gruppe, das in gewissem Umfang eine Verringerung seiner Goldreserven auswies, war Kanada. Im Mai wurde kanadisches Gold im Wert von 50 Millionen Dollar an Italien verkauft, und im September verwendeten die kanadischen Behörden weitere 63 Millionen Dollar zu Rückzahlungen an den IWF.

Per Saldo nahmen die Goldreserven der Länder der Zehner-Gruppe in den letzten neun Monaten von 1968 um 20 Millionen Dollar zu, und die der übrigen OECD-Länder stiegen um 215 Millionen Dollar, wovon 145 Millionen Dollar auf Portugal entfielen. Die Reservebestände der nicht zur OECD gehörenden Länder wuchsen um 860 Millionen Dollar bzw. ohne Südafrika um 360 Millionen Dollar; 120 Millionen Dollar dieses Zuwachses entfielen auf Länder des Nahen Ostens, während der Rest recht weit gestreut war. Alles in allem stiegen die nationalen Goldreserven von Ende März bis Ende Dezember 1968 um 1 095 Millionen Dollar.

In dem gleichen Neunmonatszeitraum haben die Goldbestände internationaler Institutionen um 440 Millionen Dollar abgenommen. Von diesem Betrag entfielen 425 Millionen Dollar auf den IWF, wobei der wichtigste Posten aus den Goldverkäufen in Höhe von 545 Millionen Dollar bestand, die der Fonds vornahm, um sich zum Zeitpunkt der britischen und der französischen Ziehung im Juni 1968 Devisen zu verschaffen.

Vorläufigen Angaben zufolge haben die westlichen Goldreserven im ersten Quartal von 1969 um weitere 115 Millionen Dollar zugenommen. Die Goldbestände von Staaten stiegen um etwa 35 Millionen Dollar; die hauptsächlichsten Änderungen waren dabei im Verlaufe des Quartals eine Erhöhung um 125 Millionen Dollar bzw. um 20 Millionen Dollar in Südafrika und in der Schweiz und eine Verringerung um 55 Millionen Dollar in den Vereinigten Staaten und um 50 Millionen Dollar in Frankreich. Die zusammengefaßten Goldbestände internationaler Institutionen stiegen um 80 Millionen Dollar, im wesentlichen infolge einer Verringerung der negativen Gold-Kassaposition der BIZ um 65 Millionen Dollar.

Internationaler Währungsfonds

Für den IWF war 1968 ein Jahr außergewöhnlicher Aktivität. Die Nettoziehungen auf den Fonds beliefen sich auf insgesamt 1 390 Millionen Dollar — ein Betrag, der lediglich 1961 und 1965 übertroffen worden war. Auf der Basis von Bruttowerten erreichten die Transaktionen mit Ziehungen von 3 550 Millionen Dollar und Rückkäufen (einschließlich der Rückzahlungen durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer) von 2 160 Millionen Dollar sogar ihren größten jemals für ein Kalenderjahr ausgewiesenen Umfang. Obschon die Transaktionen mit einigen wenigen führenden Ländern den größeren Teil der Geschäftstätigkeit des Fonds im Jahre 1968 ausmachten, war gleichfalls von Bedeutung, daß Operationen mit Entwicklungsländern in einem höheren Maße als jemals zuvor erfolgt sind.

IWF: Ziehungen und Rückkäufe 1968

	Ziehungen	Rückkäufe	Nettoziehungen
Millionen US-Dollar			
Vereinigte Staaten	200	992 ¹	- 792
Kanada	426	186 ²	240
Vereinigtes Königreich	1 400	186	1 215
Frankreich	745	1	744
Übriges Europa	31	89	- 58
Neuseeland	—	99	- 99
Südafrika	62	—	62
Entwicklungsländer	688	609 ³	79
darunter			
Argentinien	—	74 ³	- 74
Brasilien	75	87	- 12
Indien	—	98	- 98
Marokko	50	2	48
Philippinen	55	—	55
Vereinigte Arabische Republik	63	69	- 6
Insgesamt	3 552	2 161	1 391

¹ Einschließlich Rückzahlungen in Höhe von 806 Millionen Dollar durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer. ² Einschließlich Rückzahlungen in Höhe von 121 Millionen Dollar durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer. ³ Einschließlich Rückzahlungen in Höhe von 55 Millionen Dollar durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer.

Hinsichtlich der entwickelten Gebiete der Welt dominierten 1968 in der Tätigkeit des Fonds die Transaktionen mit vier Mitgliedsländern — Kanada, Frankreich, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten —, und zwar Transaktionen mit diesen Ländern selbst oder solche, die eine Beeinflussung ihrer Fondspositionen zur Folge hatten.

Erstens zog Kanada im Februar 1968 in Höhe von 426 Millionen Dollar auf den Fonds, da sich der kanadische Dollar zu dieser Zeit infolge der Verschärfung der direkten Beschränkungen der amerikanischen Regierung für Auslandsinvestitionen und Kreditgewährungen an das Ausland unter heftigem Druck befand. Die kanadische Ziehung umfaßte sowohl die gesamte Goldtranche- und Supergoldtranche-position, die sich auf 391 Millionen Dollar belief, als auch die Rückerstattung jener 35 Millionen Dollar, die Kanada unter den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) dem Fonds zuvor kreditiert hatte. Eine Rückzahlungsverpflichtung entstand aus der kanadischen Ziehung nur in Höhe von 185 Millionen Dollar, das heißt aus dem der Goldsubskription beim Fonds entsprechenden Teil. Und da sich die Krisenerscheinungen des kanadischen Dollars als kurzlebig erwiesen, war auch diese Verpflichtung bald erfüllt, teilweise durch die britische und die französische Ziehung in kanadischen Dollar über insgesamt 121 Millionen US-Dollar im Juni 1968 und für den Restbetrag durch eine unmittelbare kanadische Rückzahlung von 64 Millionen Dollar im September.

Zweitens nahm Frankreich im Juni 1968 eine Ziehung über 745 Millionen Dollar zur teilweisen Abdeckung der starken Reserveverluste vor, die auf Grund der Mitte Mai ausgebrochenen Krise entstanden waren. Ebenso wie im Falle Kanadas entsprach der von Frankreich gezogene Betrag seiner Goldtranche- und Supergoldtranche-position. Außerdem erhielt Frankreich Devisen im Gegenwert von weiteren 140 Millionen Dollar durch eine Übertragung seiner früher aufgelaufenen AKV-Forderungen auf andere Mitglieder der Allgemeinen Kreditvereinbarungen.

Drittens nahm das Vereinigte Königreich, ebenfalls im Juni 1968, den Gesamtbetrag von 1,4 Milliarden Dollar in Anspruch, den ihm der Fonds im Rahmen eines Standby-Abkommens zur Verfügung gestellt hatte, das unmittelbar nach der Pfundabwertung im November 1967 geschlossen worden war. Später im Jahr leistete das Vereinigte Königreich auf die 1,4-Milliarden-Dollar-Ziehung von 1965 zwei Rückzahlungen über eine Gesamtsumme von 185 Millionen Dollar. Ende 1968 stellten sich die Pfundbestände des IWF auf 193 Prozent der Quote des Vereinigten Königreichs.

Viertens wurde im Verlaufe von 1968 die Goldtranche-position der Vereinigten Staaten in vollem Umfang wiederhergestellt, und zwar von 420 Millionen Dollar am Jahresanfang auf 1 290 Millionen Dollar Ende Dezember. Zum überwiegenden Teil ergab sich diese Rekonstitution als Resultat derjenigen Ziehungen auf den Fonds, die die drei oben genannten Länder vornahmen. In der Tat beliefen sich die US-Dollar-Ziehungen auf den Fonds im Jahre 1968 auf insgesamt 806 Millionen Dollar, wovon allein der Dollarteilbetrag der kanadischen, der französischen und der britischen Ziehung 600 Millionen Dollar ausmachte. Außerdem verbesserte sich die Goldtranche-position der Vereinigten Staaten im Jahre 1968 um 85 Millionen Dollar infolge von Transaktionen mit dem Fonds, deren Initiative auf amerikanischer

Seite lag. Im März zogen die Vereinigten Staaten insgesamt 200 Millionen Dollar in verschiedenen Währungen, hingegen nahmen sie im November und im Dezember Rückkäufe über insgesamt 285 Millionen Dollar vor.

Hinsichtlich der anderen entwickelten Länder bestanden die wichtigsten Transaktionen in einer Ziehung Südafrikas in Höhe von 62 Millionen Dollar und in Rückkäufen von 99 bzw. 63 Millionen Dollar durch Neuseeland und Finnland. Die gesamten Bruttoziehungen der Entwicklungsländer beliefen sich auf 688 Millionen Dollar; da aber Rückkäufe in den Währungen dieser Länder im Gesamtbetrag von 609 Millionen Dollar getätigt wurden, beschränkte sich die Nettoanspruchnahme der Mittel des IWF durch Entwicklungsländer im Jahre 1968 auf lediglich 79 Millionen Dollar. In dieser Staatengruppe waren die Hauptempfängerländer der IWF-Hilfe Marokko und die Philippinen mit Ziehungen von 50 bzw. 55 Millionen Dollar. Andererseits nahmen Indien und Argentinien Rückkäufe in Höhe von 98 bzw. 74 Millionen Dollar vor, wobei in den argentinischen Rückkäufen Peso-Ziehungen anderer Mitgliedsländer in Höhe von 55 Millionen Dollar enthalten waren. Brasilien und die Vereinigte Arabische Republik leisteten ebenfalls Rückzahlungen auf frühere Ziehungen, doch wurden sie in beiden Fällen durch erneute Ziehungen praktisch wieder aufgewogen.

Im Jahre 1968 wurden 18 verschiedene Währungen zu Ziehungen auf den IWF benutzt, verglichen mit 21 Währungen im Jahr zuvor. In dieser Hinsicht bestand ein augenfälliges Merkmal der Fondstransaktionen von 1968 in einer sehr ausgeprägten Verwendung des Dollars, deren Ausmaß nur noch in den Jahren 1957 und 1961 übertroffen wurde. Auf Bruttobasis waren die hauptsächlich für Ziehungen benutzten Währungen die Deutsche Mark mit 841 Millionen Dollar, der US-Dollar mit 806 Millionen Dollar und die italienische Lira mit 478 Millionen Dollar. Ihnen folgten — der Größenordnung der Bruttoziehungen nach — der holländische Gulden mit 298 Millionen Dollar, der belgische Franken mit 246 Millionen Dollar, der kanadische Dollar mit 139 Millionen Dollar, der australische Dollar mit 120 Millionen Dollar und der japanische Yen mit 102 Millionen Dollar. Da Rückkäufe in US-Dollar während des Jahres nicht vorgenommen wurden, weil die Dollarbestände des IWF 75 Prozent der Quote der Vereinigten Staaten überschritten, war 1968 netto betrachtet der US-Dollar mit Abstand die für Ziehungen am meisten verwendete Währung, gefolgt von der Deutschen Mark, dem Gulden, der Lira und dem kanadischen Dollar.

Vom US-Dollar abgesehen haben die Fondsbestände der übrigen im Jahre 1968 für Ziehungen hauptsächlich verwendeten Währungen nicht sehr viel abgenommen; in einigen Fällen sind sie sogar gestiegen. Ein wichtiger Grund hierfür lag darin, daß ein Großteil der Nettobeträge, die in anderen führenden Währungen als dem US-Dollar gezogen worden waren, aus Goldverkäufen des Fonds sowie Kreditaufnahmen im Rahmen der AKV stammte. Die gesamten im Zusammenhang mit der französischen und der britischen Ziehung getätigten Goldverkäufe des IWF gegen Devisen beliefen sich auf 547 Millionen Dollar. Die gesamten Kreditaufnahmen unter den AKV erhöhten sich 1968 um 521 Millionen Dollar, wobei eine Neuverschuldung von brutto 741 Millionen Dollar, die der Mitfinanzierung der französischen und der britischen Ziehung diente, durch Rückzahlungen in Höhe von 220 Millionen Dollar zum Teil wettgemacht wurde.

Im ersten Quartal von 1969 nahmen die Mitgliedsländer Nettorückzahlungen von insgesamt 405 Millionen Dollar an den Fonds vor. Die hauptsächlichsten Transaktionen bestanden aus Rückkäufen des Vereinigten Königreichs in Höhe von 200 Millionen Dollar im Februar und in Höhe von 123 Millionen Dollar im März.

Seitdem im April 1968 die geplanten Änderungen zum Fondsabkommen, die sich sowohl auf die Schaffung einer neuen Fazilität für Sonderziehungsrechte (SZR) als auch auf bestimmte Änderungen der bestehenden Regelungen und Verfahrensweisen im Fonds beziehen, den Gouverneuren des IWF vorgelegt worden waren, sind im Prozeß der Ratifizierung Fortschritte erzielt worden. Ende März 1969 hatten 42 Länder mit nahezu 60 Prozent der Gesamtstimmzahl aller Mitglieder des Fonds die geplanten Änderungen formell angenommen. Sie werden nach der Zustimmung durch drei Fünftel der Mitglieder des Fonds in Kraft treten, die 80 Prozent der Gesamtstimmzahl auf sich vereinigen.

Amtliche Reserven und sonstige Devisenbewegungen

Vereinigte Staaten. Infolge eines langfristigen Nettokapitalimports von noch nie dagewesenem Umfang schloß die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten nach dem Liquiditätskonzept im Jahre 1968 nahezu ausgeglichen ab; sie wies sogar einen geringen Überschuß von 160 Millionen Dollar auf. Die Zusammensetzung der Finanzierungstransaktionen, die diesem kleinen Überschuß entsprachen, wurde ihrerseits durch einen außergewöhnlich umfangreichen Zufluß kurzfristiger Mittel in die Vereinigten Staaten über das Bankensystem bestimmt. Dieser Mittelzustrom in Form eines Anstiegs der kurzfristigen amerikanischen Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen um 3 830 Millionen Dollar hatte hauptsächlich zwei Gründe: Erstens zogen Banken in den Vereinigten Staaten durch aktives Bemühen über ihre Auslandsniederlassungen Mittel vom Eurodollarmarkt an sich. Im Laufe des Jahres stiegen daher die Verbindlichkeiten der Banken in den Vereinigten Staaten gegenüber ihren ausländischen Filialen um 2 735 Millionen Dollar. Zweitens ergab sich eine Zunahme der privaten ausländischen Dollarguthaben als Niederschlag finanzieller Krisen, denen bestimmte andere Währungen ausgesetzt waren.

Bei einem Überschuß von 160 Millionen Dollar in der Liquiditätsbilanz führte der hohe kurzfristige Kapitalimport der amerikanischen Banken zu einer Verbesserung der zentralen liquiden Reserveposition um netto 3 990 Millionen Dollar. Und selbst nach Berücksichtigung der um 2 375 Millionen Dollar gestiegenen nichtliquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen ergab sich nach dem Konzept der amtlichen Reservetransaktionen noch ein recht beträchtlicher Zahlungsbilanzüberschuß in Höhe von 1 615 Millionen Dollar.

Innerhalb dieses Überschusses der amtlichen Reservetransaktionen ergaben sich außerdem einige sehr wesentliche Veränderungen bei den einzelnen Finanzierungspositionen. Auf der Seite der Forderungen erhöhten sich die Währungsreserven der Vereinigten Staaten um 880 Millionen Dollar — die erste Zunahme seit 1957. Der Anstieg entsprach fast genau der Verbesserung der Goldtranche-position beim IWF. Tatsächlich hatten die Vereinigten Staaten Ende 1968 ihre

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1967	Ganzes Jahr	1968				1969 I
			I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Reserven	- 50	+ 880	- 905	+ 140	+ 570	+ 1 075	+ 50
davon							
Gold	-1 170	-1 175	-1 365	- 20	+ 75	+ 135	- 55
Devisen	+1 025	+1 185	+ 400	- 265	+ 475	+ 575	+ 75
IWF-Goldtranche- position	+ 95	+ 870	+ 60	+ 425	+ 20	+ 365	+ 30
Verbindlichkeiten gegen- über amtlichen aus- ländischen Stellen . . .	-3 355	+ 735	+ 995	+ 1 425	- 500	-1 185	.
davon							
Liquide	-2 065	+3 110	+1 365	+2 200	+ 35	- 490	.
Nichtliquide	-1 290	-2 375	- 370	- 775	- 535	- 695	.
Saldo der amtlichen Reservetransaktionen . .	-3 405	+1 615	+ 90	+1 565	+ 70	- 110	.
abzüglich							
Nichtliquide Verbind- lichkeiten gegenüber amtlichen aus- ländischen Stellen . .	-1 290	-2 375	- 370	- 775	- 535	- 695	.
Gesamtveränderung der zentralen liquiden Reserveposition	-2 115	+3 990	+ 460	+2 340	+ 605	+ 585	.
zuzüglich							
Verbindlichkeiten gegenüber nicht- amtlichen aus- ländischen Stellen . .	-1 455	-3 630	- 720	-2 265	-1 040	+ 195	.
Saldo nach Liquiditäts- konzept	-3 570	+ 160	- 260	+ 75	- 435	+ 780	.

Goldtranche von 1 290 Millionen Dollar in vollem Umfang wiederhergestellt. Die übrigen Komponenten der amerikanischen Währungsreserven haben sich 1968 zwar insgesamt sehr wenig verändert, doch ergab sich ebenso wie schon 1967 in beträchtlichem Umfang eine weitere Verlagerung von Gold auf Devisenbestände. Die amtlichen Devisenguthaben der Vereinigten Staaten erhöhten sich um 1 185 Millionen Dollar, im wesentlichen durch Ziehungen Frankreichs und des Vereinigten Königreichs auf ihre Swapfazilitäten bei der Federal Reserve und dem amerikanischen Schatzamt. Der Goldbestand dagegen sank 1968 um 1 175 Millionen Dollar, im wesentlichen infolge von Abgaben an den Markt während des ersten Quartals. In den restlichen neun Monaten des Jahres, in denen der Goldpool nicht mehr tätig war, stiegen die Goldreserven der Vereinigten Staaten um 190 Millionen Dollar, größtenteils deshalb, weil die Goldankäufe von Frankreich in Höhe von 600 Millionen Dollar die Goldverkäufe an andere Länder übertrafen.

Mit dem Anstieg der Währungsreserven ging eine Abnahme der gesamten Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen amtlichen Stellen um 735 Millionen Dollar einher. Dabei verringerten sich die liquiden Verbindlichkeiten um 3 110 Millionen Dollar, während die nichtliquiden Verbindlichkeiten um weitere 2 375 Millionen

Dollar zunahmen. Die Verringerung der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen war in gewissem Maße das Gegenstück zu dem Anstieg der privaten Dollarguthaben. Sie stand aber auch im Zusammenhang mit der Abnahme des Goldbestandes sowie mit der Zunahme der nichtliquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen im Ausland. Im wesentlichen geschah dies auf zwei Wegen: Erstens stiegen die Guthaben ausländischer amtlicher Stellen auf Terminkonten und in Form von Depositenzertifikaten mit einer Gesamtlaufzeit von mehr als einem Jahr um 525 Millionen Dollar. Zweitens vergrößerten ausländische amtliche Stellen im Verlauf von 1968 ihre Anlagen in nichtmarktfähigen mittelfristigen Schuldverschreibungen der amerikanischen Regierung um 1 810 Millionen Dollar. Kanada erwarb 1968 solche Wertpapiere für 1 050 Millionen Dollar. Dies geschah im Rahmen eines Abkommens vom März 1968, in dem sich Kanada als Gegenleistung für die Freistellung von den neuen Maßnahmen der US-Regierung zur Eindämmung des Kapitalabflusses bereit erklärt hatte, alle amtlichen kanadischen US-Dollarguthaben, die über den laufenden Transaktionsbedarf hinausgingen, in nichtliquiden Schuldverschreibungen der amerikanischen Regierung anzulegen. Ferner erhöhte die Deutsche Bundesbank 1968 ihre Bestände an nichtmarktfähigen mittelfristigen Schuldverschreibungen der amerikanischen Regierung um 625 Millionen Dollar.

Ein Blick auf die Entwicklung im Verlaufe des Jahres zeigt, daß die Liquiditätsbilanz während der ersten neun Monate ein Defizit von 620 Millionen Dollar aufwies. Gleichzeitig kam es jedoch im privaten Sektor zu Mittelzuflüssen aus dem Ausland von über 4 Milliarden Dollar, und die liquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen nahmen um 3 600 Millionen Dollar ab. Obschon die nichtliquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen im Ausland sehr kräftig zunahmen, verblieb für alle amtlichen Transaktionen noch ein Überschuß in Höhe von 1 725 Millionen Dollar. Er fiel hauptsächlich in das zweite Quartal, in dem der Mittelzufluß im privaten Bereich besonders ausgeprägt war, und zwar auf Grund der monetären Anspannung, die in den Vereinigten Staaten vor der Billigung des fiskalpolitischen Programms durch den Kongreß im Juni herrschte. Im vierten Quartal, besonders im Dezember, schlug die Liquiditätsbilanz in einen beträchtlichen Überschuß um, der für den gesamten Dreimonatszeitraum 780 Millionen Dollar betrug. Diese Entwicklung war mit einer Verringerung der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber privaten ausländischen Stellen um 195 Millionen Dollar verbunden — hauptsächlich infolge von Rückzahlungen amerikanischer Banken an ihre Niederlassungen im Ausland. Für die zentrale liquide Reserveposition verblieb damit zwar immer noch eine Verbesserung um 585 Millionen Dollar; da aber die nichtliquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen um weitere 695 Millionen Dollar stiegen, schlossen die amtlichen Reservetransaktionen im vierten Quartal mit einem geringfügigen Defizit ab.

Im Gegensatz zu anderen Ländern, die 1968 in merklich gestiegenem Umfang auf ihre Swaplinien mit den Vereinigten Staaten zurückgriffen, wie dies in der Zunahme der amtlichen amerikanischen Bestände an konvertierbaren Devisen um 1 185 Millionen Dollar zum Ausdruck kommt, verringerte sich im Laufe des Jahres die Inanspruchnahme des Federal-Reserve-Swapnetzes durch die Vereinigten

Staaten selbst auf ein sehr bescheidenes Maß. Gegen Ende 1967 war die Inanspruchnahme des Swapnetzes durch die Federal Reserve im Sog der unmittelbar auf die Pfundabwertung folgenden Störungen auf ein Rekordniveau von 1,8 Milliarden Dollar gestiegen. Zwar wurde diese Inanspruchnahme bis Anfang März 1968 auf 557 Millionen Dollar zurückgeführt, aber ein infolge der März-Krise erneuter Dollarzustrom zu bestimmten Zentralbanken ließ sie bis gegen Ende April wieder auf nahezu 1 Milliarde Dollar anschwellen. Diese Ziehungen waren bis Anfang Juli 1968 vollständig ausgelaufen. Im weiteren Verlauf des Jahres nahm die Federal Reserve ihre Swapfazilitäten in weit geringerem Umfang in Anspruch als im Spätjahr 1967. Zwar wurden auf Grund der Währungskrise im November erneut Ziehungen in Schweizer Franken und in Deutscher Mark vorgenommen, doch geriet der Dollar nicht sonderlich unter Druck, und Ende 1968 belief sich die gesamte Inanspruchnahme des Swapnetzes durch die Federal Reserve auf 432 Millionen Dollar.

Im ersten Quartal 1969 belief sich das Defizit nach dem Konzept der Liquiditätsbilanz auf etwa 1,5 Milliarden Dollar, während sich nach dem Konzept der amtlichen Reservetransaktionen ein Überschuß von 1,7 Milliarden Dollar ergab. Die sehr hohe Differenz zwischen diesen beiden Werten geht auf die Zunahme der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber privaten ausländischen Stellen um 3,1 Milliarden Dollar zurück. Vom 1. Januar bis zum 26. März kam es zu einem weiteren Anstieg der Verbindlichkeiten amerikanischer Banken gegenüber ihren Auslandsfilialen um 3,6 Milliarden Dollar. Der Überschuß auf der Basis der amtlichen Reservetransaktionen schlug sich voll in einem Abbau der liquiden Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen nieder.

Vereinigtes Königreich. 1968 ist eine weitere Verschlechterung der amtlichen Währungsposition des Vereinigten Königreichs eingetreten, und zwar durch eine gewisse Abnahme der Reserven und in beträchtlichem Maße durch Verschuldung gegenüber dem Ausland. Diese Verschlechterung resultierte hauptsächlich aus drei Faktoren: aus dem Zahlungsbilanzdefizit von 1 310 Millionen Dollar; aus den Devisenverlusten auf Grund der Abwicklung von Devisenterminkontrakten, die die Bank von England vor der Pfundabwertung abgeschlossen hatte und die weitgehend im Debetposten „Neubewertungen“ von 610 Millionen Dollar zum Ausdruck kommen, sowie aus einer weiteren erheblichen Verringerung der Nettosterlingverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland. Das ungefähre Ausmaß dieser Verringerung ist daraus zu ersehen, daß die Gesamtsumme dieser Verbindlichkeiten, ohne diejenigen gegenüber Währungsbehörden außerhalb des Sterlingraums (deren Veränderungen stark durch amtliche Kreditoperationen beeinflußt wurden), im Laufe des Jahres um 1 200 Millionen Dollar zurückging.

Zum größeren Teil war die Veränderung, die 1968 in der Nettosterlingposition des Vereinigten Königreichs gegenüber dem Ausland (ohne die Position gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums) eingetreten ist, die Folge einer Zunahme der Pfundforderungen an das Ausland. Diese Forderungen stiegen um 685 Millionen Dollar, wovon auf Forderungen an nichtamtliche Kreditnehmer außerhalb des Sterlingraums 590 Millionen Dollar entfielen und der Rest auf Forderungen an nichtamtliche Stellen im Sterlingraum. Ende 1968 besaß

Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz 1968

	Ganzes Jahr	I	II	III	IV
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)				
Reserven	- 275	+ 25	- 40	+ 35	- 295
IWF-Position	-1 260	- 10	-1 410	+ 75	+ 85
Amtliche Verbindlichkeiten in Nichtsterlingwährungen	- 40	- 305	- 195	+ 290	+ 170
Sterlingverbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums (netto)	-1 590	- 900	+ 400	- 415	- 675
Sonstige Sterlingverbindlichkeiten (netto)	+1 200	+ 75	+1 160	- 140	+ 105
davon					
gegenüber dem Sterlingraum	+ 365	-245	+ 895	-170	-115
gegenüber internationalen Institutionen	- 40	-	- 10	- 10	- 20
gegenüber nichtamtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums	+ 875	+ 320	+ 275	+ 40	+ 240
Verbindlichkeiten der Banken in Nichtsterlingwährungen (netto)	- 100	- 80	- 40	- 75	+ 95
Verbindlichkeiten in Währungen des überseeischen Sterlingraums (netto)	+ 110	-	- 235	+ 295	+ 50
Verschiedenes	+ 35	- 25	- 75	+ 65	+ 70
Neubewertungen	+ 610	+ 295	+ 200	+ 55	+ 60
Gesamtsaldo	-1 310	- 925	- 235	+ 185	- 335

das Vereinigte Königreich gegenüber nichtamtlichen Stellen und Personen außerhalb des Sterlingraums eine Nettogläubigerposition in Pfund Sterling in Höhe von rund 1,2 Milliarden Dollar. Die Zunahme der Kreditgewährung in Pfund Sterling an die übrige Welt im Jahre 1968 dürfte im wesentlichen aus umfangreicheren, nach der Abwertung gewährten Exportkrediten bestanden haben.

Die Bruttosterlingverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (wiederum ohne die Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums) verringerten sich 1968 um 555 Millionen Dollar, hauptsächlich auf Grund einer Abnahme der Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums um 285 Millionen Dollar und gegenüber Währungsbehörden des Sterlingraums um 250 Millionen Dollar.

Anfang des Jahres trafen einige Länder des Sterlingraums Vorkehrungen zu einer Verringerung des Pfundanteils in ihren Währungsreserven. Am 1. Juni wurde ein Abkommen mit der Regierung von Hongkong bekanntgegeben, das diese in die Lage versetzte, einen Teil ihrer Sterlingreserven in nichtmarktfähige, auf Hongkong-Dollar lautende Schuldverschreibungen der britischen Regierung umzuwandeln. Die Inanspruchnahme dieser Möglichkeit wie auch andere Pfundabzüge führten im zweiten Quartal des Jahres zu einem Rückgang der Pfundreserven des Sterlingraums um 680 Millionen Dollar. Diese Entwicklung hätte vermutlich noch angehalten, wenn es nicht im September 1968 zum Abschluß von Vereinbarungen gekommen wäre, wonach das Vereinigte Königreich diese Pfundguthaben mit einer Währungsgarantie versah.

Diese Vereinbarungen bestehen aus zwei Teilen: Auf der einen Seite hat das Vereinigte Königreich die Aufrechterhaltung des Dollarwertes für denjenigen Teil der Pfundreserven eines jeden Sterlingraumlandes garantiert, der 10 Prozent

von dessen gesamten amtlichen Reserven übersteigt. Dagegen verpflichtete sich jedes Land des Sterlingraums, jederzeit einen vereinbarten Mindestanteil seiner Währungsreserven in Pfund Sterling zu halten. Dieser Anteil differiert zwar von Land zu Land, doch entspricht er ungefähr dem Pfundanteil an den Währungsreserven eines jeden Landes, wie er zur Zeit des Beginns der Verhandlungen über diese Vereinbarungen tatsächlich bestanden hat. Die Vereinbarungen zwischen der Regierung des Vereinigten Königreichs und den Regierungen der Sterlingraumländer, einschließlich einer die frühere Regelung ersetzenden Absprache mit Hongkong, traten am 25. September 1968 in Kraft. In den meisten Fällen haben diese Abmachungen eine Geltungsdauer von drei Jahren, mit der Möglichkeit einer Verlängerung um weitere zwei Jahre nach gegenseitiger Absprache; in einigen Fällen beträgt die Laufzeit aber fünf Jahre. Ferner sehen die Vereinbarungen mit den Regierungen Australiens und Neuseelands unverzügliche Konsultationen zwischen den betroffenen Partnern für den Fall vor, daß sich das Vereinigte Königreich noch während der Geltungsdauer der Übereinkünfte genötigt sähe, dem Kapitalabfluß in diese Länder weitere Beschränkungen aufzuerlegen.

Auf der anderen Seite stellte die BIZ, gestützt auf eine Gruppe von zwölf Zentralbanken — diejenigen von Belgien, Dänemark, der Bundesrepublik Deutschland, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Norwegen, Österreich, Schweden, der Schweiz und den Vereinigten Staaten — der Bank von England Kreditlinien von insgesamt 2 Milliarden Dollar zu dem Zweck zur Verfügung, die Währungsreserven des Vereinigten Königreichs vor den Auswirkungen eines etwaigen Absinkens der amtlichen wie auch der privaten Pfundguthaben von Sterlingraumländern unter ein vereinbartes Ausgangsniveau zu schützen. Diese Kreditlinien haben eine Laufzeit von zehn Jahren, beginnend mit dem 23. September 1968. Während der ersten drei Jahre können jederzeit Ziehungen vorgenommen werden; der am Ende dieser drei Jahre beanspruchte Nettobetrag ist zwischen dem sechsten und dem zehnten Jahr zurückzuzahlen. Die Verwaltung der Fazilität erfolgt durch die BIZ. Sie kommt Ziehungsanträgen der Bank von England nach durch kurz- und mittelfristige Kreditaufnahmen auf den Märkten und durch Verwendung der Deviseneinlagen von Währungsbehörden des Sterlingraums bei der BIZ. In dem Maße, in dem sich diese Finanzierungsmöglichkeiten als unzureichend herausstellen sollten, könnte die BIZ bis zur Höhe der jeweiligen Beteiligungen auf die Gruppe der zwölf Zentralbanken zurückgreifen.

Was die Zusammensetzung der offiziellen britischen Ausgleichstransaktionen im Jahre 1968 anbelangt, bestand wie schon 1966 und 1967 ihr wesentliches Merkmal in einer Zunahme der Auslandsverschuldung. Erstens sind die Nettoverbindlichkeiten des Vereinigten Königreichs gegenüber dem IWF um 1 260 Millionen Dollar gestiegen, wobei der Ziehung von 1,4 Milliarden Dollar vom Juni 1968 im späteren Verlauf des Jahres zwei Rückzahlungen von insgesamt 185 Millionen Dollar auf die 1,4-Milliarden-Dollar-Ziehung von 1965 folgten. Zweitens ist es zu einer Ausweitung der Stützungshilfe von Zentralbanken gekommen, ebenso wie zu einer gewissen Inanspruchnahme der oben erwähnten Kreditlinie von 2 Milliarden Dollar. Ein Teil der im Jahre 1968 beanspruchten Zentralbankhilfen zeigte sich in einer Zunahme der amtlichen Verbindlichkeiten in Nichtsterlingwährungen um 40 Millionen Dollar; hauptsächlich jedoch beeinflussten diese Hilfen die Pfundguthaben

amtlicher Stellen in Ländern außerhalb des Sterlingraums. Im Verlaufe des Jahres wuchsen letztere um netto 1 590 Millionen Dollar an, wobei indessen im Auge behalten werden sollte, daß dieser Betrag nicht nur die Zunahme der Stützungshilfen enthält, denen entsprechende Sterlingverbindlichkeiten gegenüberstanden, sondern auch alle übrigen Veränderungen der Sterlingsguthaben amtlicher Stellen außerhalb des Sterlingraums. Über die Zunahme der amtlichen Verschuldung hinaus ist es im Verlauf von 1968 zu einer Verringerung der Währungsreserven des Vereinigten Königreichs um 275 Millionen Dollar gekommen.

Ein Blick auf den Gang der Ereignisse im Laufe des Jahres zeigt, daß der Druck auf die Reserven in den ersten sechs Monaten besonders schwerwiegend war. Im ersten Quartal entstand ein hohes Zahlungsbilanzdefizit, das beträchtliche Kapitalabflüsse einschloß, und im zweiten Vierteljahr kam es zu umfangreichen Verlusten der Bank von England auf Grund ihrer Devisenterminkontrakte aus der Zeit vor der Abwertung und zu einer sehr erheblichen Abnahme der Nettopfundguthaben der Länder des Sterlingraums. Die amtlichen Ausgleichsoperationen während dieser sechs Monate umfaßten die Ziehung von 1,4 Milliarden Dollar auf den IWF, eine Erhöhung der amtlichen Fremdwährungsverbindlichkeiten um 500 Millionen Dollar sowie eine Zunahme der Stützungskredite von Zentralbanken mit entsprechenden Sterlingverbindlichkeiten als Gegenposten, die in dem Anstieg der Nettosterlingverbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen außerhalb des Sterlingraums um 500 Millionen Dollar enthalten sind. Die Lage besserte sich im dritten Quartal erheblich, da sich die Zahlungsbilanz aktivierte und überdies die Pfundguthaben der Länder des Sterlingraums wieder einen gewissen Zugang zeigten. Im vierten Quartal entstand jedoch wiederum ein beachtlicher Bedarf an amtlicher Finanzierung — gedeckt durch eine Verringerung der Reserven um 295 Millionen Dollar und einen Anstieg der Stützungskredite mit einem entsprechenden Sterlinggegenposten, der in der Zunahme der amtlichen Pfundguthaben außerhalb des Sterlingraums um 675 Millionen Dollar enthalten ist —, weil sich die Zahlungsbilanz erneut passivierte und die Nettopfundforderungen an nichtamtliche Stellen und Personen außerhalb des Sterlingraums eine deutliche Zunahme zeigten.

Für das erste Quartal von 1969 lassen die verfügbaren Angaben über die Devisenbewegungen eine gewisse Verbesserung der zentralen Reserveposition erkennen. Die Währungsreserven stiegen um 50 Millionen Dollar, die Verschuldung gegenüber dem IWF wurde um 305 Millionen Dollar und die Zentralbankhilfen in Form amtlicher Devisenverbindlichkeiten um 130 Millionen Dollar abgebaut. Die Nettosterlingverbindlichkeiten — soweit sie nicht gegenüber dem IWF bestehen — nahmen um 45 Millionen Dollar zu, wobei allerdings diejenigen gegenüber Nichtsterlingraumländern um 455 Millionen Dollar abnahmen. Dies legt die Vermutung nahe, daß es auch zu einer gewissen Verringerung derjenigen Zentralbankhilfen gekommen ist, deren Gegenposten sich in den amtlichen Sterlingverbindlichkeiten gegenüber Nichtsterlingraumländern niederschlagen. Die Nettopfundverbindlichkeiten gegenüber den überseeischen Ländern des Sterlingraums, einschließlich der gegenüber Währungsbehörden, stiegen um 470 Millionen Dollar. Alle

diese Angaben verdeutlichen, daß über eine günstige Veränderung der zentralen Reserveposition hinaus auch in der Gesamtbilanz (einschließlich des Restpostens) eine merkliche Verbesserung eingetreten sein muß.

Westliches Kontinentaleuropa. Die zusammengefaßte Währungsposition der kontinentaleuropäischen westlichen Länder wies von 1967 bis 1968 einen ausgeprägten Umschwung von einem Überschuß in Höhe von 2,2 Milliarden Dollar in ein geringes Defizit von 0,2 Milliarden Dollar auf. Der maßgebliche Faktor bestand in der plötzlichen Verschlechterung der Zahlungsbilanzlage Frankreichs von einer ungefähr ausgeglichenen Position in einen Fehlbetrag von 3,2 Milliarden Dollar. Ohne Frankreich hat sich der zusammengefaßte Überschuß der kontinentaleuropäischen Länder von 1967 bis 1968 recht ausgeprägt erhöht, nämlich von 2,3 Milliarden Dollar auf fast 3 Milliarden Dollar. Im wesentlichen resultierte dies aus dem Anstieg des Überschusses der Schweiz um 1,1 Milliarden Dollar, der teilweise mit der Verschlechterung der französischen Position im Zusammenhang stand. Darüber hinaus wiesen die Zahlungsbilanzen Finnlands, Italiens und Spaniens recht deutliche Verbesserungen auf. Andererseits verwandelte sich in Belgien und in den Niederlanden der Überschuß der Zahlungsbilanz in ein Defizit, und die Aktivsaldo Österreichs und Portugals bildeten sich gleichzeitig etwas zurück.

Die Zahlenangaben der erweiterten Devisenbilanz aller kontinentaleuropäischen Länder (immer noch ohne Frankreich) deuten offenbar an, daß sich im Jahre 1968 — im Vergleich zu 1967 — die Finanzierung des Überschusses vom Bankenbereich auf den offiziellen Sektor verlagert hat. Denn während 1967 der Anstieg der Nettoauslandsforderungen in beiden Bereichen praktisch gleich groß gewesen war, nahmen im vergangenen Jahr die zentralen Nettoauslandsforderungen um 2,3 Milliarden Dollar zu, die Nettoauslandsforderungen der Bankensysteme hingegen nur um 700 Millionen Dollar. Die Interpretation dieser Zahlen fällt indessen schwer. Die zentralen Reserven der Bundesrepublik und der Schweiz waren sowohl Ende 1967 als auch Ende 1968 künstlich überhöht, teilweise infolge der Auswirkungen von Störungen der Devisenmärkte im vierten Quartal jedes der beiden Jahre, teilweise saisonbedingt. Außerdem hat dieses vorübergehende Element in den amtlichen Reserven von einem Jahr zum anderen zweifellos an Bedeutung gewonnen. In der Bundesrepublik war dies deshalb der Fall, weil die spekulativen Zuflüsse vom November 1968 bis zum Jahresende keinesfalls bereits wieder vollständig zurückgeströmt waren; in der Schweiz hingegen geschah das, weil sich das Ausmaß der Jahresend-, „window-dressing“-Operationen der Geschäftsbanken erhöhte. Es ist zwar nicht möglich, den ersten dieser Faktoren mit einiger Genauigkeit zu bemessen, doch dürfte die Zunahme der Mittelabflüsse von den deutschen Geschäftsbanken im Januar 1969 um etwa 700 Millionen Dollar gegenüber dem Januar 1968 einen groben Anhaltspunkt für seine Größenordnung bieten. Die Ausweitung der Jahresendtransaktionen der Schweizer Banken im Jahre 1968, verglichen mit 1967, wird dagegen offiziell auf fast 300 Millionen Dollar geschätzt. Eine Berücksichtigung dieser Faktoren würde zu dem Ergebnis führen, daß in der zusammengefaßten Währungsposition aller kontinentaleuropäischen Länder ohne Frankreich nahezu $1\frac{3}{4}$ Milliarden Dollar

Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition

	Jahres- ende	Gold und Devisen (netto)	IWF- und AKV- Netto- position	Gesamte zentrale Reserven (netto)	Ge- schäfts- banken (netto)	Gesamte Aus- lands- forde- rungen (netto)	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)	
							Gesamte zentrale Reserven	Ge- schäfts- banken
Millionen US-Dollar								
Belgien	1967	2 410	330	2 740	- 795	1 945	+ 250	- 90
	1968	2 155	305	2 460	- 735	1 725	- 280	+ 60
Dänemark	1967	440	60	500	- 10	490	- 80	+ 15
	1968	340	85	425	65	490	- 75	+ 75
Deutschland (BR)	1967	7 540	1 055	8 595	845	9 440	+ 95	+ 1 210
	1968	8 815	1 515	10 330	75	10 405	+ 1 735	- 785 ¹
Finnland	1967	170	- 65	105	- 105	-	- 60	- 15
	1968	350	-	350	- 110	240	+ 245	- 5
Frankreich	1967	6 090	885	6 975	- 560	6 415	+ 335	- 370
	1968 ¹	3 325	-	3 325	- 60	3 265	- 3 650	+ 500
Griechenland	1967	260	25	285	10	295	+ 15	-
	1968	295	25	320	10	330	+ 35	-
Irland	1967	425	10	435	315	750	- 55	+ 75
	1968	495	45	540	180	720	+ 105	- 135
Island	1967	30	-	30	- 10	20	- 25	-
	1968	25	- 5	20	- 10	10	- 10	-
Italien	1967	4 835	840	5 675	15	5 690	+ 555	- 180
	1968	4 645	895	5 540	735	6 275	- 135	+ 720
Niederlande	1967	2 260	355	2 615	- 155	2 460	+ 170	- 110
	1968	1 950	500	2 450	- 90	2 360	- 165	+ 65
Norwegen	1967	610	50	660	- 10	650	+ 135	+ 30
	1968	625	70	695	105	800	+ 35	+ 115
Österreich	1967	1 365	115	1 480	- 90	1 390	+ 155	+ 55
	1968	1 355	160	1 515	- 10	1 505	+ 35	+ 80
Portugal	1967	1 235	20	1 255	145	1 400	+ 140	+ 40
	1968	1 365	20	1 385	155	1 540	+ 130	+ 10
Schweden	1967	680	140	820	300	1 120	- 190	+ 165
	1968	635	165	800	275	1 075	- 20	- 25
Schweiz	1967	3 860	-	3 860	- 15	3 845	+ 175	- 60
	1968	4 485	-	4 485	510	4 995	+ 625	+ 525
Spanien	1967	1 050	-	1 050	-	1 050	- 155	-
	1968	1 095	-	1 095	-	1 095	+ 45	-
Türkei	1967	40	- 20	20	.	.	+ 15	.
	1968	45	- 50	- 5	.	.	- 25	.
Zusammen	1967	33 300	3 800	37 100	- 120 ²	36 960	+ 1 475	+ 765 ³
	1968	32 000	3 730	35 730	+ 1 095 ²	36 830	- 1 370	+ 1 200 ³
Zusammen, ohne Frankreich	1967	27 210	2 915	30 125	440 ²	30 545	+ 1 140	+ 1 135 ³
	1968	28 675	3 730	32 405	1 155 ²	33 565	+ 2 280	+ 700 ³
Kanada	1967	2 275	435	2 710	655	3 365	+ 30	+ 315
	1968	2 635	205	2 840	960	3 800	+ 130	+ 305
Japan	1967	1 760	240	2 000	- 1 030	970	- 60	- 510
	1968	2 570	290	2 860	- 790	2 070	+ 860	+ 240

¹ Vorläufige Schätzungen der BIZ. ² Nach Ausschaltung statistisch bedingter Änderungen. ³ Ohne die Türkei.
Anmerkung: Die Zahlen für die Länder der Zehner-Gruppe und die Schweiz (mit Ausnahme derjenigen von Frankreich für 1968) sind der Statistik für die multilaterale Überwachung entnommen. Sie stimmen meist nicht genau mit den Zahlen der veröffentlichten Reservestatistiken überein.

des Überschusses von 3 Milliarden Dollar durch die Geschäftsbanken finanziert wurden und rund $1\frac{1}{4}$ Milliarden Dollar durch eine Erhöhung der zentralen Nettoauslandsforderungen. Im Gegensatz zu dem Eindruck, den die Zahlenangaben in der Tabelle auf Seite 131 erwecken, läge es somit nahe, anzunehmen, daß in Wirklichkeit im Jahre 1968 ein leichter Umschwung in der Finanzierung des kontinentaleuropäischen Überschusses auf den Bankensektor vorgelegen haben könnte. Eine derartige Entwicklung wäre im Lichte des sehr ausgeprägten Umschwungs in der Finanzierung des amerikanischen Defizits auf den nichtamtlichen Sektor, hauptsächlich durch eine sehr starke Mittelaufnahme amerikanischer Banken in Europa, nicht überraschend.

Die größte Zunahme der Nettoauslandsforderungen der Banken im Jahre 1968 wies Italien mit 720 Millionen Dollar auf, wo es auch zu einer gewissen Abnahme der zentralen Nettoauslandsforderungen gekommen ist. Die Nettoauslandsforderungen der Schweizer Geschäftsbanken stiegen im Laufe des Jahres um 525 Millionen Dollar. Ferner verlagerte sich sowohl in Norwegen wie in Österreich die Finanzierung des außenwirtschaftlichen Überschusses in erheblichem Maße auf den Bankensektor, und in Dänemark, wo die Gesamtbilanz ausgeglichen war, trat ebenso eine Umlagerung von zentralen Währungsreserven auf den Bankensektor ein wie in Belgien und den Niederlanden, deren Gesamtbilanzen mit einem Defizit abschlossen.

Ein Blick auf die Veränderungen, die im Laufe von 1968 in den zentralen Nettoreserven der kontinentaleuropäischen Länder (ohne Frankreich) aufgetreten sind, zeigt, daß sich die Gesamtzunahme von 2,3 Milliarden Dollar zusammensetzt aus einem Anstieg der Goldreserven um 0,7 Milliarden Dollar sowie einer Erhöhung der Devisenbestände und der Forderungen an den IWF um jeweils 0,8 Milliarden Dollar. Werden jedoch die Positionen der Bundesrepublik und der Schweiz den oben erwähnten Korrekturen unterworfen, dann weisen die Devisenreserven der kontinentaleuropäischen Ländergruppe (ohne Frankreich) eine Abnahme um rund 0,2 Milliarden Dollar auf. In Wirklichkeit trat daher eine gewisse Umschichtung in der Zusammensetzung der zentralen Reserveposition dieser Länder zugunsten von IWF-Positionen und von Gold auf. Die Zunahme der Goldreserven, die trotz erheblicher Abgaben an den Markt im ersten Quartal und trotz einer Verringerung der im Rahmen von Swapgeschäften mit der BIZ unterhaltenen Bestände der Schweizerischen Nationalbank um 0,5 Milliarden Dollar erfolgte, schloß Käufe vom IWF, vom Schatzamt der Vereinigten Staaten sowie von Frankreich ein. In der Zunahme der Forderungen an den IWF kamen im wesentlichen die französische und britische Ziehung auf den Fonds zum Ausdruck.

Im ersten Quartal 1969 dürften die kontinentaleuropäischen Länder zusammengekommen ein recht beträchtliches Zahlungsbilanzdefizit aufgewiesen haben. Ihre zusammengefaßten Nettowährungsreserven (ohne Frankreich) nahmen um 3,5 Milliarden Dollar ab, davon 3,1 Milliarden Dollar in Devisen und der Rest in Form einer Verringerung ihrer IWF-Positionen. Die Nettoauslandsposition der Banken verbesserte sich um nahezu 2 Milliarden Dollar, so daß diese Länder (ohne Frankreich gerechnet) ein Gesamtdefizit von zusammengekommen 1,6 Milliarden Dollar verzeichneten.

Bundesrepublik Deutschland. Die Struktur der erweiterten Devisenbilanz der Bundesrepublik Deutschland hat sich von 1967 auf 1968 vollständig geändert. Im Jahre 1967, als der Überschuß 1 305 Millionen Dollar erreichte, verbesserte sich die zentrale Nettoreserveposition dank der beträchtlichen Mittelabflüsse im Bankensektor um lediglich 100 Millionen Dollar. 1968 ist der Überschuß zwar auf 950 Millionen Dollar gefallen, doch ermäßigten sich gleichzeitig die Auslandsforderungen der Kreditinstitute um netto 785 Millionen Dollar. Infolgedessen stieg der zentral zu finanzierende Überschuß auf 1 735 Millionen Dollar, einen Betrag, der weit größer war als in jedem anderen Land mit Ausnahme der Vereinigten Staaten. Selbst nach Berücksichtigung des früher erwähnten vorübergehenden Reserveanstiegs Ende 1968 lag der zentral zu finanzierende Überschuß immer noch in einer Größenordnung von 1 Milliarde Dollar. Hätten die zuständigen deutschen Behörden den Geschäftsbanken nicht Gelegenheit zu Dollarswapabschlüssen mit günstigeren Sätzen als denen des Marktes eingeräumt, dann wäre der zentrale Überschuß möglicherweise noch beträchtlich größer gewesen, als er es tatsächlich war.

Bundesrepublik Deutschland: Erweiterte Devisenbilanz

	1967	1968					1969
	Ganzes Jahr	I	II	III	IV	I	
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Zentrale Reserveposition, netto	+ 100	+ 1 735	+ 380	+ 335	+ 310	+ 710	- 1 815
Gold	- 65	+ 310	- 255	+ 340	+ 145	+ 80	-
Frei konvertierbare Devisen	+ 145	+ 390	+ 430	- 635	+ 130	+ 465	- 1 530
IWF- und AKV-Position	- 205	+ 465	+ 80	+ 465	- 40	- 40	- 160
Sonstige Reserveforderungen	+ 230	+ 655	+ 155	+ 170	+ 75	+ 255	- 95
Sonstige Forderungen (netto)	- 5	- 85	- 30	- 5	-	- 50	- 30
Nettodevisenposition der Kreditinstitute	+ 1 205	- 785	+ 395	- 330	- 245	- 605	+ 1 135
Forderungen	+ 1 500	+ 700	+ 365	- 150	+ 345	+ 140	+ 400
Verbindlichkeiten	- 295	- 1 485	+ 30	- 180	- 590	- 745	+ 735
Gesamtsaldo	+ 1 305	+ 950	+ 775	+ 5	+ 65	+ 105	- 680

Die Zusammensetzung der Erhöhung der zentralen Reserveposition von 1968 spiegelte in hohem Maße die Beteiligung der Bundesrepublik an verschiedenen Operationen zur Stützung der Reserveposition anderer Länder wider. Mehr als die Hälfte des Anstiegs der Goldbestände um 310 Millionen Dollar sowie der größte Teil der Erhöhung der IWF-Position um 465 Millionen Dollar entstammten den Goldkäufen der Bundesrepublik vom IWF und der Zunahme der AKV-Forderungen, die beide im Zusammenhang mit der französischen und der britischen Ziehung auf den Fonds im Juni 1968 standen. Darüber hinaus stellte praktisch die gesamte Zunahme der zentralen Bestände an frei konvertierbaren Devisen um 390 Millionen Dollar den Franken- und den Pfundgegenwert für kurzfristige Stützungskredite dar, die Frankreich und dem Vereinigten Königreich gewährt worden waren. Schließlich übernahmen die deutschen Behörden im Gegenwert von 675 Millionen Dollar DM-Schuldverschreibungen der Regierungen der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs, die im Rahmen der Devisenausgleichsabkommen

mit diesen Ländern begeben worden waren. Diese Schuldverschreibungen sind in der Tabelle unter der Position „Sonstige Reserveforderungen“ aufgeführt.

Die Entwicklung der erweiterten Devisenbilanz verlief 1968 sehr unausgeglichen und wurde, je weiter das Jahr voranschritt, zunehmend durch spekulative Mittelzugänge beeinflusst. Im ersten Vierteljahr, in dem sich der Zahlungsbilanzüberschuß auf 775 Millionen Dollar belief, stiegen die Nettoauslandsforderungen der Währungsbehörden und des Bankensektors noch um einen ungefähr einander entsprechenden Betrag. Saisonbedingt kam es zwar im Januar im Bankensektor zu erheblichen Mittelabflüssen; in der Folgezeit kehrte sich aber, vor allem während der Goldkrise im März, diese Bewegung um, trotz der aktiven Swappolitik der Bundesbank gegenüber den Geschäftsbanken.

Von April bis September war die erweiterte Devisenbilanz insgesamt praktisch ausgeglichen. Gleichwohl stiegen die zentralen Nettoreserven in diesen sechs Monaten um 645 Millionen Dollar. Größere Mittelzuflüsse durch das Bankensystem erfolgten im Juni, teilweise in Verbindung mit der französischen Krise, jedoch auch auf Grund der „window-dressing“-Operationen zur Jahresmitte. Gegen Ende August setzte dann ein beträchtlicher spekulativer Mittelzuström ein, der ungefähr zehn Tage lang anhielt. Ihren Niederschlag fanden diese Ereignisse bis zu einem gewissen Grad in der Zunahme der DM-Verbindlichkeiten der Kreditinstitute gegenüber dem Ausland um 480 Millionen Dollar im dritten Quartal. Die Auswirkungen der spekulativen Zuflüsse auf die Auslandsposition der Banken einerseits und die Währungsreserven andererseits wurden indessen dadurch erheblich gedämpft, daß die Dollar-Swapabschlüsse zwischen der Bundesbank und den Kreditinstituten im September ganz erheblich ausgeweitet wurden.

Die Devisenbewegungen des vierten Quartals wurden im wesentlichen durch die Währungskrise im November und die daran anschließende Gegenbewegung bestimmt. Eine zweite Welle spekulativer Zuflüsse führte im November zu einem Überschuß in der Gesamtbilanz von etwa 1 Milliarde Dollar, doch setzte im Dezember ein jäher Umschwung ein, und der Aktivsaldo für das ganze Quartal belief sich auf lediglich 105 Millionen Dollar. Zu dem Zahlungsbilanzüberschuß von 1 Milliarde Dollar im November trat außerdem noch ein Mittelzufluß im Bankenbereich in etwa der gleichen Größenordnung hinzu. Obwohl Vorkehrungen getroffen worden waren, die einen Rückfluß dieser Gelder bewirken sollten, indem unter anderem das Dollar-Swapengagement der Bundesbank mit den Geschäftsbanken eine weitere beträchtliche Steigerung erfahren hatte, war von diesem Zustrom allerdings bis zum Jahresende infolge saisonaler Einflüsse nur ein kleiner Teil wieder exportiert. Dies geht aus der Tatsache hervor, daß im gesamten vierten Quartal die Nettodevisenposition der Kreditinstitute um 605 Millionen Dollar abnahm. Als Resultat hiervon ergab sich für dieses Quartal ein zentral zu finanzierender Überschuß von 710 Millionen Dollar.

Gleich nach der Jahreswende reexportierten jedoch die deutschen Geschäftsbanken Gelder in massivem Umfang. Im Januar führten sie ihre DM-Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland um 555 Millionen Dollar zurück und erhöhten gleichzeitig ihre Dollarforderungen um 850 Millionen Dollar. Und obschon die Geschäftsbanken in den nächstfolgenden zwei Monaten wegen der sich versteifenden heimischen Liquiditätslage Auslandsforderungen repatriierten, stellte sich der

Mittelabfluß im ersten Vierteljahr 1969 immer noch auf 1 135 Millionen Dollar. Für den gleichen Zeitraum wies die erweiterte Devisenbilanz ein Defizit von 680 Millionen Dollar aus. Diese Entwicklung verursachte eine Verringerung der zentralen Nettoreserven um 1 815 Millionen Dollar, hauptsächlich der Devisenbestände, die auf lediglich 1 135 Millionen Dollar absanken, ihren niedrigsten Wert seit vielen Jahren.

Schweiz. Im Jahre 1968 wies die Schweiz den höchsten Zahlungsbilanzüberschuß aller kontinentaleuropäischen Länder auf. Er belief sich auf 1 150 Millionen Dollar, verglichen mit lediglich 115 Millionen Dollar im Jahr zuvor. Wie bereits erwähnt, erwecken jedoch die statistischen Angaben über die Devisenbewegungen der Schweiz für das Kalenderjahr einen irreführenden Eindruck. Der Grund hierfür liegt darin, daß die Zunahme der zentralen Währungsreserven um netto 625 Millionen Dollar im Verlaufe des Jahres etwa zur Hälfte auf die 1968 gegenüber 1967 verzeichnete Erhöhung jener Dollarbestände zurückgeht, die sich nur vorübergehend über das Jahresende in den Reserven der Schweizerischen Nationalbank befanden. In Wirklichkeit haben sich daher nach Ausschaltung dieser „window-dressing“-Operationen zum Jahresende mehr als drei Viertel des Überschusses von 1968 in Auslandsanlagen der schweizerischen Geschäftsbanken niedergeschlagen.

Hinsichtlich der einzelnen Komponenten in den Währungsreserven der Schweiz nahm der Goldbestand 1968 um 465 Millionen Dollar ab, die Devisenreserven erhöhten sich um 850 Millionen Dollar, und die sonstigen zentralen Nettoreserven stiegen um 240 Millionen Dollar. Die Verringerung des Goldbestandes ging im wesentlichen auf einen Abbau derjenigen Bestände der Schweizerischen Nationalbank zurück, die sie auf Grund von Swapkontrakten mit der BIZ hielt. Der Zuwachs der Devisenreserven schloß neben der bereits erwähnten Erhöhung der vorübergehend über das Jahresende gehaltenen Dollarbeträge um rund 300 Millionen Dollar eine Erhöhung der im Rahmen der Swaplinie mit der Federal Reserve gehaltenen Dollarreserven um 70 Millionen Dollar ein. Der Anstieg der sonstigen zentralen Reserven um 240 Millionen Dollar bringt hauptsächlich die Käufe von Franken-Schuldverschreibungen der amerikanischen Regierung durch die Schweizerische Eidgenossenschaft und die Schweizerische Nationalbank zum Ausdruck.

Im ersten Quartal von 1969 wies die Gesamtbilanz der Schweiz ein Defizit von 325 Millionen Dollar auf. Da ferner die Geschäftsbanken ihre Nettoauslandsforderungen um 450 Millionen Dollar aufstockten, gingen die zentralen Nettoreserven um 775 Millionen Dollar zurück. Nachdem die Nettowährungsreserven im Januar um 875 Millionen Dollar und im Februar um 105 Millionen Dollar gefallen waren, nahmen sie im März, vermutlich in Verbindung mit Transaktionen der Kreditinstitute zum Quartalsende, um 205 Millionen Dollar zu.

Italien. In Italien hat der Zahlungsbilanzüberschuß 1968 im Vergleich zu 1967 ebenfalls zugenommen, und zwar von 375 auf 585 Millionen Dollar. Der Aktivsaldo wurde 1968 durch die Verbesserung der Nettoauslandsposition der Banken um 720 Millionen Dollar überkompensiert, so daß sich bei den zentralen Währungsreserven eine mäßige Abnahme um 135 Millionen Dollar ergab. Der

Mittelabfluß im Bankensektor vollzog sich nahezu ausschließlich in Form einer Zunahme der Nettofremdwährungsforderungen der Banken um 705 Millionen Dollar.

Innerhalb der Verringerung der zentralen Nettowährungsreserven um insgesamt 135 Millionen Dollar sind im Verlauf des Jahres in den einzelnen Kategorien einige viel größere Änderungen aufgetreten. Die Devisenbestände sanken um 460 Millionen Dollar, die amtlichen auf Grund von Swaps mit der Federal Reserve gehaltenen Dollarbestände wurden von 500 Millionen Dollar auf Null abgebaut (indem die Federal Reserve jene Ziehungen vollständig hatte auslaufen lassen, die sie in der zweiten Jahreshälfte von 1967 auf ihre Swaplinie mit der Banca d'Italia vorgenommen hatte), und die IWF-Goldtrancheposition ermäßigte sich um 135 Millionen Dollar. Auf der anderen Seite nahm der Goldbestand um 525 Millionen Dollar zu, die AKV-Forderungen stiegen um 185 Millionen Dollar und die längerfristigen zentralen Währungsreserven um 225 Millionen Dollar. Die Erhöhung des Goldbestandes enthielt Goldkäufe in Höhe von 210 Millionen Dollar vom Schatzamt der Vereinigten Staaten, in Höhe von 145 Millionen Dollar vom IWF und in Höhe von 50 Millionen Dollar von der Bank von Kanada. Italiens AKV-Forderungen stiegen teils in Verbindung mit der französischen und der britischen Ziehung auf den Fonds im Juni 1968, teils dadurch, daß Frankreich eine Teilsumme seiner zuvor aufgelaufenen AKV-Forderungen direkt übertrug. Die Zugänge zu den längerfristigen Reserven schließlich enthielten im Gegenwert von jeweils 100 Millionen Dollar Käufe von nichtmarktfähigen Lirewertpapieren, die durch die amerikanische und die kanadische Regierung begeben worden waren.

Der Zahlungsbilanzüberschuß konzentrierte sich auf das saisonal vorteilhafte dritte Quartal des Jahres, in dem er 600 Millionen Dollar erreichte. Gleichzeitig erhöhte sich die Nettoauslandsposition der Banken um 420 Millionen Dollar, und im Jahresschlußquartal, in dem die Zahlungsbilanz in etwa ausgeglichen war, verbesserte sich die Nettoauslandsposition der Banken wiederum um 240 Millionen Dollar. Die Hälfte dieser Verbesserung vollzog sich im Dezember.

Im ersten Vierteljahr 1969 sind die italienischen Nettowährungsreserven nochmals beträchtlich gefallen, und zwar um 380 Millionen Dollar, in erster Linie eine Folge des Zahlungsbilanzdefizits von 355 Millionen Dollar. Die Nettoauslandsposition der Kreditinstitute, die sich im Januar weiter verbessert hatte, verschlechterte sich im Februar und März. Für das gesamte Vierteljahr weist die Bankenposition eine Zunahme von 25 Millionen Dollar auf. Im März wurden die Banken angewiesen, ihre Auslandsforderungen und Auslandsverbindlichkeiten bis zur Jahresmitte zum Ausgleich zu bringen. Im Rahmen der Verringerung der zentralen Währungsposition um 380 Millionen Dollar bestanden die hauptsächlichen Reservebewegungen in einer Abnahme der Devisenbestände um 185 Millionen Dollar, einer Reduktion der IWF- und AKV-Position um 105 Millionen Dollar sowie einem Anstieg der amtlichen Verbindlichkeiten um 100 Millionen Dollar.

Österreich. Der Überschuß der Gesamtbilanz ging von 1967 bis 1968 von 210 auf 115 Millionen Dollar zurück, und gleichzeitig verlagerte sich die Finanzierung dieses Überschusses zum Bankensektor hin. Die Nettoauslandsverbindlich-

keiten der Kreditinstitute gingen um 80 Millionen Dollar zurück, wogegen die Nettowährungsreserven nur um 35 Millionen Dollar zunahmen. Die Verbesserung in der Auslandsposition der Banken vollzog sich zumeist im Wege einer Verringerung der Bruttoauslandsverpflichtungen. In der zentralen Währungsposition führte der Schilling-Bedarf des IWF zu einer Erhöhung der Goldtranche-Position Österreichs um 45 Millionen Dollar und des Goldbestandes um 15 Millionen Dollar; andererseits gingen die Devisenbestände um 25 Millionen Dollar zurück. Im ersten Quartal 1969, in dem der Zahlungsbilanzüberschuß 65 Millionen Dollar ausmachte, nahmen die zentralen Nettoreserven um 40 Millionen Dollar ab, da es zu einem beträchtlichen Mittelabfluß im Bankensektor von 105 Millionen Dollar kam.

Frankreich. Auf Grund vorläufiger, auf Seite 18 angegebener Schätzungen der BIZ für die Zahlungsbilanz Frankreichs und die Veränderungen in seiner Nettowährungsposition ergibt sich für 1968 ein Gesamtdefizit von 3 150 Millionen Dollar sowie ein Nettokapitalabfluß über die Banken von 500 Millionen Dollar und infolgedessen eine Abnahme der zentralen Nettoreserven um 3 650 Millionen Dollar. Ausführliche Angaben zur erweiterten Devisenbilanz des vergangenen Jahres sind noch nicht verfügbar; aber die vorläufigen Schätzungen für das ganze Jahr, zusammen mit den veröffentlichten Zahlen über die Entwicklung im ersten Halbjahr, lassen wenigstens die große Linie des Geschehens erkennen.

Im ersten Viertel von 1968, vor dem Ausbruch der Krise, befand sich die Zahlungsbilanz bereits mit 75 Millionen Dollar im Defizit. Überdies erfolgte über die Banken ein Nettokapitalabfluß von 65 Millionen Dollar, fast ganz infolge einer Erhöhung ihrer Nettodevisenforderungen, die in den zwei vorangegangenen Quartalen erheblich abgebaut worden waren. Die zentrale Währungsposition verschlechterte sich im ersten Quartal daher um (netto) 140 Millionen Dollar.

Frankreich: Erweiterte Devisenbilanz 1968

	1. Quartal	2. Quartal	2. Halbjahr ¹	Jahr ²
	Veränderungen in Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)			
Zentrale Währungsposition, netto	— 140	— 1 865	— 1 645	— 3 650
davon:				
Reserveforderungen	— 85	— 850
IWF- und AKV-Position	—	— 885	..	— 885
Sonstige Forderungen (netto)	— 55	— 130
Nettodevisenposition der Kreditinstitute . . .	+ 65	+ 1 180	— 745	+ 500
Gesamtsaldo	— 75	— 685	— 2 390	— 3 150

¹ Als Differenz ermittelt. ² Vorläufige Schätzungen der BIZ.

Während des übrigen Jahres wurde die erweiterte Devisenbilanz im wesentlichen durch die Auswirkungen der Mai-Juni-Krise bestimmt, und es kam zu einem Reservenverlust von netto 3 510 Millionen Dollar. Innerhalb dieses Zeitabschnitts lassen sich jedoch zwei Hauptphasen voneinander unterscheiden: in der ersten lag die Ursache der Reservenverluste eher bei den Geldexporten der Banken als

bei einem Zahlungsbilanzdefizit, während in der zweiten die Reserveabgänge kleiner waren als das Gesamtdefizit, da die Banken beträchtliche Mittelzuflüsse aufzuweisen hatten. Der Gegensatz zwischen diesen beiden Zeitabschnitten wird durch die Zahlenangaben für das zweite Quartal und für die zweite Jahreshälfte verdeutlicht.

Im zweiten Quartal waren nahezu zwei Drittel der Verringerung der zentralen Währungsposition auf einen Mittelabfluß von 1 180 Millionen Dollar im Bankensektor zurückzuführen. Dieser Export hatte zwei verschiedene Komponenten. Erstens wuchsen die Nettofremdwährungsforderungen der Banken um 810 Millionen Dollar, hauptsächlich als Ergebnis außergewöhnlicher Termineindeckungen von Devisenverpflichtungen durch Inländer. Zweitens verringerten sich die Nettoverbindlichkeiten der Banken in französischen Franken gegenüber Ausländern um 370 Millionen Dollar, worin sich ein Anstieg der Forderungen gegenüber Ausländern um 250 Millionen Dollar zusammen mit einer Abnahme der Frankenguthaben von Ausländern um 120 Millionen Dollar widerspiegelt. Die Verschlechterung der zentralen Währungsposition um 1 865 Millionen Dollar im zweiten Quartal erfolgte hauptsächlich in Form eines Reserveverlustes von 850 Millionen Dollar sowie einer Inanspruchnahme der IWF- und AKV-Fazilitäten in Höhe von 885 Millionen Dollar.

Für die zweite Jahreshälfte indessen weisen die in der Tabelle angeführten, als Differenz ermittelten Zahlen aus, daß der Rückgang der zentralen Währungsposition um 1,6 Milliarden Dollar kleiner war als im zweiten Quartal allein, obschon das Defizit der Gesamtbilanz auf 2,4 Milliarden Dollar anstieg. Ursache hierfür war, daß die Banken ihre Nettodevisenposition um 0,7 Milliarden Dollar abbauten. Ein Großteil dieser Verschlechterung der Nettodevisenposition der Banken ergab sich infolge der Beschränkung des Zugangs von Inländern zur Devisentermindeckung im Dezember, die den Kassadevisenbedarf der Banken entsprechend herabdrückte.

Belgien. In Belgien verschlechterte sich die Zahlungsbilanz 1968 recht ausgeprägt auf einen Passivsaldo von 220 Millionen Dollar. Da außerdem die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Kreditinstitute um 60 Millionen Dollar fielen, ergab sich für die zentrale Währungsposition eine Abnahme um 280 Millionen Dollar. Die Devisenreserven sanken um 360 Millionen Dollar, ferner ermäßigte sich die IWF- und AKV-Position geringfügig um 25 Millionen Dollar. Der Goldbestand hingegen nahm um 45 Millionen Dollar zu, und die sonstigen zentralen Reserven — einschließlich des auf belgische Franken lautenden Exportwechselbestandes der Nationalbank — stiegen um 70 Millionen Dollar.

Im Verlauf des ersten Vierteljahres 1969 sind die zentralen Nettowährungsreserven um weitere 100 Millionen Dollar gesunken, etwa zur Hälfte infolge der Mittelabflüsse von 55 Millionen Dollar im Bankensystem. Anfang April setzten jedoch die Behörden für den Gesamtbetrag der Forderungen der Banken in Fremdwährungen, die vom amtlichen Markt bezogen worden waren, und für ihre Vorschüsse an Ausländer in Landeswährung Höchstgrenzen fest. Die Banken wurden aufgefordert, diesen Begrenzungen bis zur Jahresmitte nachzukommen.

Niederlande. Ebenso wie in Belgien kehrte sich auch in den Niederlanden die Gesamtzahlungsbilanz 1968 in ein Defizit um, das von einem Mittelabstrom im Bankensektor begleitet war. Der Fehlbetrag stellte sich auf insgesamt 100 Millionen Dollar, und da die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Kreditinstitute um 65 Millionen Dollar abnahmen, gingen die zentralen Nettowährungsreserven um 165 Millionen Dollar zurück. Die Devisenreserven sanken sogar um 310 Millionen Dollar, da zusätzlich zu dem Finanzierungsbedarf des Gesamtdefizits und der Mittelabflüsse im Bankenbereich Ansprüche aus dem Umtausch von Gulden, die der IWF ausgeliehen hatte, in Dollar erwachsen. Insgesamt erhöhte sich die IWF- und die AKV-Position der Niederlande 1968 um 145 Millionen Dollar. Die Goldbestände nahmen um 15 Millionen Dollar ab. Im ersten Vierteljahr von 1969, in dem sich ein Aktivsaldo der Gesamtbilanz von 90 Millionen Dollar ergab, sind die Währungsreserven erneut um 60 Millionen Dollar (netto) gefallen, was eine Folge der anhaltenden erheblichen Mittelabflüsse von 150 Millionen Dollar im Bankenbereich war.

Sonstige europäische Länder. Infolge der Abwertung vom Oktober 1967 verbesserte sich die Zahlungsbilanz *Finnlands* deutlich, und zwar von einem Defizit von 75 Millionen Dollar im Jahre 1967 in einen Überschuß von 240 Millionen Dollar im Jahre 1968. In dem Anstieg der Währungsreserven um 245 Millionen Dollar kommt dieser Überschuß von 1968 recht genau zum Ausdruck. Die Devisenbestände wurden um 180 Millionen Dollar aufgestockt und außerdem 65 Millionen Dollar an den IWF zurückgezahlt. Der Überschuß hielt auch im ersten Quartal von 1969 an, in dem die zentralen Nettoreserven weiter um 35 Millionen Dollar stiegen. In *Norwegen* verharrte der Überschuß der Gesamtbilanz 1968 mit 150 Millionen Dollar etwa auf dem gleichen Wert wie im vorangegangenen Jahr. Aber im Unterschied zu den Geschehnissen von 1967 führte der Sog der steigenden Zinsen im Ausland dazu, daß sich der Überschuß 1968 vorwiegend in einer Verbesserung der Nettodevisenposition der Kreditinstitute um 115 Millionen Dollar niederschlug. Im ersten Viertel von 1969 sind die Nettoauslandsforderungen der Banken weiter um 80 Millionen Dollar gestiegen, was praktisch aufgewogen wurde durch eine Verringerung der zentralen Nettoreserven um 70 Millionen Dollar. In *Dänemark* ergab sich bei einer 1968 nahezu vollständig ausgeglichenen Zahlungsbilanz eine Umschichtung von Auslandsforderungen im Ausmaß von 75 Millionen Dollar aus den zentralen Reserven in den Bankensektor. Auch diese Verlagerung erfolgte auf Grund der Anziehungskraft des Auslandszinsniveaus. Im ersten Quartal von 1969 wies die Zahlungsbilanz ein hohes Defizit von 135 Millionen Dollar auf. Der Rückgang der zentralen Nettoreserven fiel mit 160 Millionen Dollar sogar noch etwas größer aus, da die Nettoauslandsforderungen der Banken weiter um 25 Millionen Dollar stiegen. In *Portugal* war der Überschuß mit 140 Millionen Dollar etwas kleiner als im Jahre 1967. Die Währungsreserven stiegen um netto 130 Millionen Dollar, einschließlich einer Aufstockung des Goldbestandes um 155 Millionen Dollar. Die Zahlungsbilanz *Spaniens* wandelte sich 1968 im Vergleich zu 1967 von einem Defizit in einen Überschuß, der sich gänzlich in der Zunahme der Devisenreserven um 45 Millionen Dollar niederschlug. Im ersten Viertel von 1969 nahmen sie indessen um 70 Millionen Dollar ab.

Kanada. Nach einem Fehlbetrag von 815 Millionen Dollar im ersten Quartal von 1968 erholte sich die Währungsposition Kanadas während des übrigen Jahres zusehends. Für das ganze Jahr 1968 belief sich der Gesamtüberschuß auf 435 Millionen Dollar, nahezu 100 Millionen Dollar mehr als im Jahr zuvor. Er wurde in Höhe von 305 Millionen Dollar durch eine Erhöhung der Nettoauslandsforderungen der Banken finanziert und für den Rest von 130 Millionen Dollar durch einen Aktivsaldo der amtlichen Reservetransaktionen.

In der Währungskrise des ersten Quartals wurde das Gesamtdefizit vollständig im Wege einer Verringerung der zentralen Nettowährungsreserven abgedeckt. Die wichtigsten Finanzierungsposten bestanden in einem Rückgriff auf Forderungen an den IWF im Ausmaß von 425 Millionen Dollar und in einer Aktivierung der Swapvereinbarungen mit den Vereinigten Staaten im Ausmaß von 250 Millionen Dollar. Die Wende kam mit der Freistellung Kanadas vom verschärften US-Zahlungsbilanzprogramm im März. Im Verlauf der letzten neun Monate des Jahres ergab sich ein Aktivsaldo der Gesamtbilanz von 1 250 Millionen Dollar, davon 950 Millionen Dollar in Form einer Erhöhung der zentralen Nettowährungsposition. Die Swapziehung auf die Vereinigten Staaten war bis Juli vollständig zurückbezahlt, und die Goldtrancheposition Kanadas von 185 Millionen Dollar war Mitte September wiederhergestellt. Den wichtigsten amtlichen Finanzierungsposten aber stellte in diesem Zeitabschnitt die Zunahme der zentralen US-Dollarguthaben um 695 Millionen Dollar dar. Der Anstieg der Dollarreserven erfolgte indessen nicht in liquider Form: Als Gegenleistung für die Freistellung von amerikanischen Kapitalverkehrsbeschränkungen hatte sich Kanada nämlich unter anderem bereit erklärt, alle seine amtlichen Dollarreserven — außer solchen für den laufenden Transaktionsbedarf — in besonderen nichtliquiden Papieren der amerikanischen Regierung anzulegen. Um dieser Verpflichtung nachzukommen, erwarb die kanadische Regierung 1968 derartige Papiere im Gegenwert von 1 050 Millionen Dollar.

In den ersten drei Monaten von 1969 ging der Gesamtüberschuß Kanadas teilweise aus saisonalen Gründen auf 25 Millionen Dollar zurück. Die Geschäftsbanken, deren Nettoposition gegenüber Drittländern seit Anfang März 1968 begrenzt worden war, erhöhten ihre Nettoforderungen — die vermutlich in vollem Umfang gegenüber den Vereinigten Staaten bestehen — um 65 Millionen Dollar. Infolgedessen sanken die Nettowährungsreserven während des Quartals um 40 Millionen Dollar.

Japan. Japan wies im ersten Vierteljahr 1968 zwar ebenfalls eine passive Zahlungsbilanz auf, doch im wesentlichen aus Saisongründen. Der Fehlbetrag wich in den drei verbleibenden Vierteljahren aber zusehends höheren Überschüssen, so daß das Jahr als Ganzes mit einem Überschuß von 1 100 Millionen Dollar abschloß. Hiervon wurden 240 Millionen Dollar über die Geschäftsbanken finanziert — im Gegensatz zu einem Mittelzufluß von 510 Millionen Dollar im Jahre 1967 —, und der zentral zu finanzierende Überschuß belief sich auf 860 Millionen Dollar, nach einem Defizit von 60 Millionen Dollar im Jahre 1967. Die bei weitem größte Position innerhalb der amtlichen Reservetransaktionen bestand in der Zunahme der Devisenbestände um 710 Millionen Dollar, die fast

gänzlich auf US-Dollar entfiel. Ein Überschuß ergab sich auch im ersten Vierteljahr von 1969; er erreichte 280 Millionen Dollar. Die Nettowährungsreserven stiegen erneut um 320 Millionen Dollar, wiederum nahezu ganz in US-Dollar.

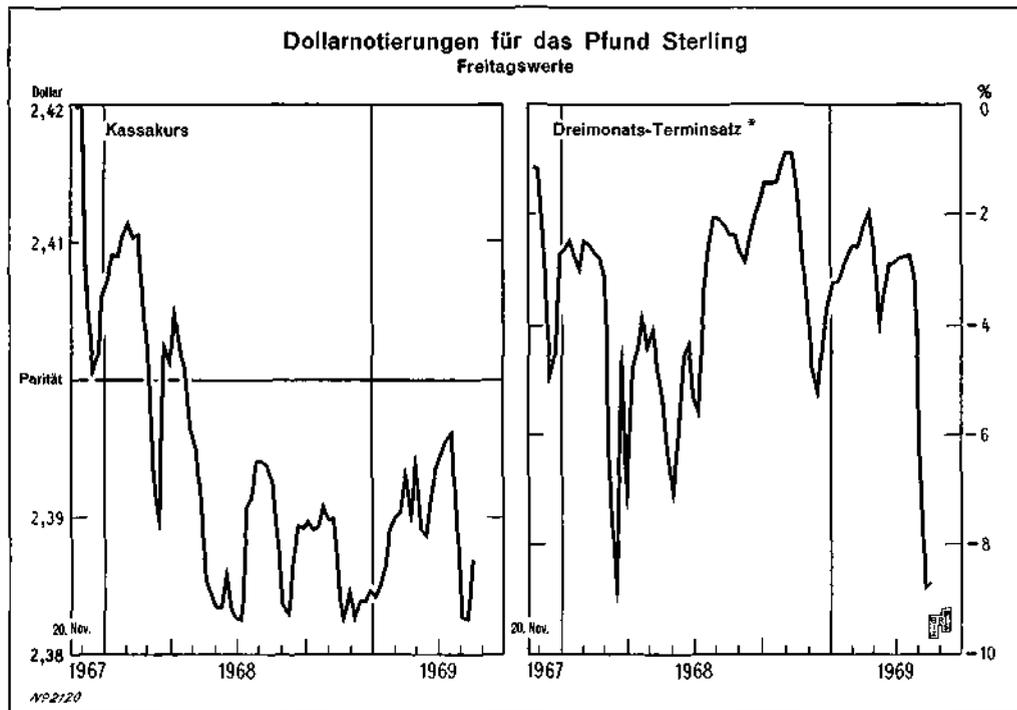
Devisenmärkte

In den sechs Monaten bis Mitte März 1968 hatten auf den Devisenmärkten so turbulente Bedingungen geherrscht wie zu keiner Zeit seit der Einführung der Währungskonvertierbarkeit in Europa Ende 1958, und im Laufe des vergangenen Jahres ist es zu weiteren periodisch wiederkehrenden Erschütterungen des Vertrauens gekommen. Zuerst geriet der französische Franken im Mai und im Juni 1968 plötzlich unter heftigen Druck. In der zweiten Jahreshälfte traten dann die Erwartungen einer Aufwertung der Deutschen Mark — die seit der Goldkrise vom März niemals weit unter die Oberfläche verschwunden waren — in überwältigendem Ausmaß hervor. Zwischenzeitlich war auch das Pfund durch die anhaltende Schwäche der britischen Zahlungsbilanz Gefährdungen ausgesetzt geblieben. Spekulatives Verhalten führte zu regellosen Bewegungen kurzfristiger Mittel, und die Lage kulminierte Mitte November in einem riesigen spekulativen Zustrom nach Deutschland. Am 20. November wurden die meisten der wichtigen europäischen Devisenmärkte für drei Tage geschlossen, während die Minister und Zentralbankgouverneure der Zehner-Gruppe in Bonn zusammentrafen, um Maßnahmen zur Lösung der Krise zu erörtern. Die Schritte, die von den drei hauptbetroffenen Ländern unternommen wurden, sind in Kapitel I geschildert. Obschon sie das Vertrauen nicht sogleich wiederherstellten, ergab sich bald ein ausgeprägter Rückfluß von Mitteln aus der Bundesrepublik, und die Lage an den Märkten besserte sich eine Zeitlang.

Im Gegensatz zu den Anfangsmonaten von 1968, in denen der Dollar im Brennpunkt der Besorgnisse gestanden hatte, wurde die amerikanische Währung in die November-Krise nicht unmittelbar hineingezogen. Zu Beginn des Frühjahrs 1969 waren vor allem unter dem Einfluß der massiven amerikanischen Kreditaufnahme auf europäischen Märkten nahezu alle bedeutenden europäischen Währungen — mit Ausnahme hauptsächlich des Schweizer Frankens — weit unter ihre Parität gegenüber dem Dollar gefallen, und viele wurden per Termin mit merklichen Aufgeldern gehandelt. Anfang Mai brachten dann weitere spekulative Zuflüsse nach Deutschland eine erneute Beunruhigung der Märkte mit sich.

Pfund Sterling. Im Berichtszeitraum stand das Pfund an den Devisenmärkten meistens recht schwach. Im wesentlichen war dies der zögernden Verbesserung der Zahlungsbilanz des Vereinigten Königreichs nach der Abwertung zuzuschreiben, so daß das Pfund für Störungen anfällig blieb, die an anderen wichtigen Stellen des Währungssystems entstanden. Nach einer Zeit der Festigkeit zu Beginn des Jahres 1968 fiel der Dollar-Kassakurs während der Goldkrise im März auf 2,39 Dollar, und auf dem Terminmarkt, auf dem die Bank von England nicht länger aktiv kursstützend eingriff, erreichte der Dreimonatsterminabschlag gegenüber dem Dollar einmal 15 Prozent pro Jahr. Nach der Einstellung der Marktintervention des Goldpools fing das Pfund an, sich zu befestigen — eine Tendenz, die durch

den Staatshaushalt des Vereinigten Königreichs gestützt wurde. Anfang April hatte sich der Dollar-Kassakurs auf $2,40\frac{1}{2}$ Dollar erholt. Fast unmittelbar danach setzte aber wieder eine Abschwächung ein, und zur Jahresmitte war er auf $2,38\frac{1}{4}$ Dollar gefallen. Ungünstige Einflüsse waren von der Zahlungsbilanzschwäche ebenso wie von der französischen Krise und der Tatsache ausgegangen, daß einige Sterlingraumländer den Pfundanteil ihrer Währungsreserven reduzierten.



* Deport zum Kassakurs in Prozent pro Jahr.

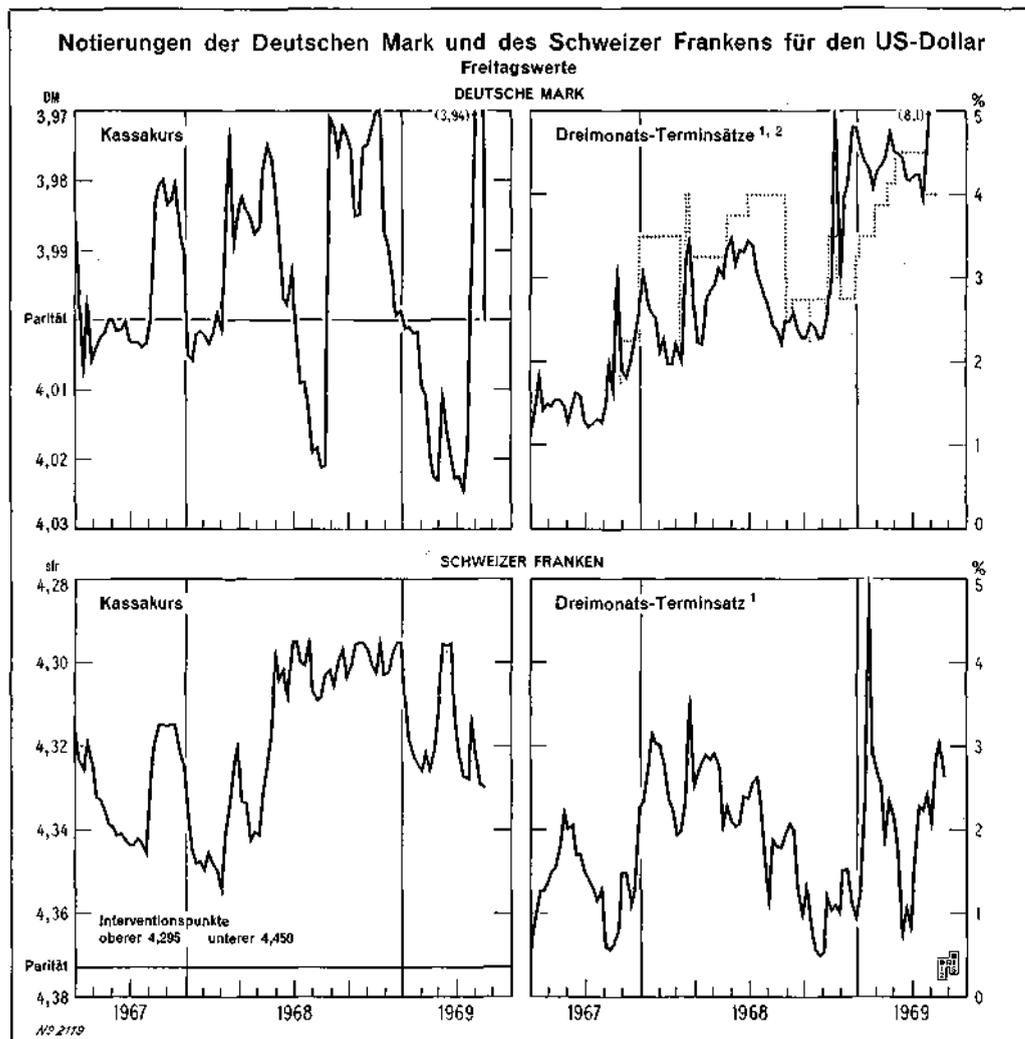
Im Juli erholte sich das Pfund sowohl auf dem Kassa- als auch auf dem Terminmarkt sehr deutlich, nachdem am 8. Juli bekanntgegeben wurde, daß grundsätzlich eine umfangreiche neue internationale Kreditfazilität vereinbart worden war, die die Währungsreserven des Vereinigten Königreichs gegen Verringerungen der Pfundguthaben von Sterlingraumländern in Übersee absichern sollte. Ende Juli war die Dollar-Kassanotiz auf $2,39\frac{1}{2}$ Dollar gestiegen und der Dreimonats-Terminabschlag gegenüber dem Dollar auf etwas über 2 Prozent pro Jahr zusammengeschrumpft. Im August und Anfang September ergab sich dann wieder eine Abschwächung, die zunächst mit den Ereignissen in der Tschechoslowakei im Zusammenhang stand und danach mit einer wiederauflebenden Spekulation auf eine DM-Aufwertung. Die Lage besserte sich wieder, nachdem am 9. September die neue 2-Milliarden-Dollar-Kreditlinie für das Pfund bestätigt worden war, und blieb bis Ende Oktober etwas gefestigter. Der Kassakurs des Pfundes stieg zwar niemals merklich über 2,39 Dollar, doch der Dreimonats-Terminabschlag bildete sich beträchtlich auf etwas mehr als $\frac{3}{4}$ Prozent pro Jahr gegen Ende Oktober zurück.

Wieder einmal erwies es sich indessen als unmöglich, die Lage zu konsolidieren. Eine erneute und wesentlich stärkere Spekulation auf Änderungen in der deutschen und in der französischen Währungsparität setzte das Pfund im November einem sehr schweren Druck aus. Der Kassakurs wurde in London bei $2,38\frac{1}{4}$ Dollar gehalten, in New York aber durch die Federal Reserve Bank, die, als der Londoner Markt vom 20. bis 22. November geschlossen war, im Auftrag der Bank von England handelte, beim unteren Interventionspunkt von 2,38 Dollar gestützt. Der Dreimonats-Terminsatz stieg während dieser Zeit in New York scharf auf einen Deport von fast 9 Prozent pro Jahr.

Die Spekulation verlief sich zwar, als die wichtigsten europäischen Devisenmärkte am 25. November wieder eröffneten, doch notierte das Pfund für den Rest des Jahres meistens schwach. Im Januar und Februar 1969 verbesserte es sich dann nennenswert. Anfangs des neuen Jahres trat eine recht lebhaftere, überwiegend saisonbedingte Pfundnachfrage aus der Wirtschaft auf, und es erfolgte eine gewisse Wiederaufstockung der Pfundguthaben von Ländern des Sterlingraums. Obschon die Erholung durch die wachsende monetäre Anspannung in den Vereinigten Staaten in Grenzen gehalten wurde, war der Kassakurs Ende Februar auf über $2,39\frac{1}{4}$ Dollar angestiegen, und der Terminabschlag lag zu dieser Zeit bei etwa $2\frac{1}{2}$ Prozent pro Jahr. Im März jedoch ergab sich ein kurzzeitiger Rückfall, der zum Teil durch die Enttäuschung über das Außenhandelsergebnis vom Februar veranlaßt wurde. Noch viel stärker geriet das Pfund im April und wiederum Anfang Mai unter Druck, als die Spekulation zugunsten der DM in noch höherem Maße wiederauflebte als im November 1968. Der Kassakurs fiel vorübergehend auf $2,38\frac{1}{4}$ Dollar, und der Deport für das Dreimonatspfund gegenüber dem Dollar stieg gleichzeitig auf 16 Prozent pro Jahr.

Deutsche Mark. Die Kassanotierungen der Deutschen Mark gegenüber dem Dollar wiesen im Berichtszeitraum erhebliche Schwankungen auf. Einerseits stellten sich mehrfach Gelegenheiten ein, bei denen die durch die Erwartung einer möglichen Aufwertung ausgelösten Zuflüsse in die Bundesrepublik die Deutsche Mark auf dem Kassamarkt bis zu ihrer Obergrenze gegenüber dem Dollar ansteigen ließen. Andererseits gab der Kassakurs zwischen den Spekulationswellen wegen des Grundbilanzdefizits scharf nach, und zeitweilig war er schwächer als jemals zuvor, seitdem im Jahre 1961 die derzeitige Parität erklärt worden war. Auf den Terminmärkten notierte die Deutsche Mark auf der Basis des vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus in Deutschland anhaltend fest — ganz besonders während des Aufflommens der Spekulation.

Da die Spannungen nach der Goldkrise vom März 1968 nachließen, schwächte sich der Kassakurs gegenüber dem Dollar von einem Höchstsatz von 3,97 DM auf $3,98\frac{3}{4}$ DM Ende April ab. Im Mai, als die Unsicherheit über Dollar und Pfund anhielt, trieb dann eine kleinere Spekulationswelle zugunsten der Deutschen Mark die Notierungen wieder auf $3,97\frac{1}{2}$ DM. Die Spekulation erschöpfte sich rasch, und von Mitte Mai bis Mitte August fiel der Kassakurs gegenüber dem Dollar nahezu kontinuierlich auf $4,02\frac{1}{8}$ DM — mehr als 0,5 Prozent unterhalb der Parität. Die Deutsche Mark schien zu dieser Zeit von der Kapitalflucht aus Frankreich unberührt zu sein; auch befestigte sie sich nicht mit dem umfangreichen



¹ Report zum Kassakurs in Prozent pro Jahr. ² Durchgehende Linie: Marktsätze; gepunktete Linie: Sätze der Bundesbank für US-Dollar-Swapkontrakte mit Geschäftsbanken.

saisonbedingten Rückruf von Auslandsforderungen durch deutsche Geschäftsbanken im Juni, da die Repatriierung in hohem Maße durch Rückzahlung fälliger Dollarswaps an die Bundesbank erfolgte. Es war mithin der sehr hohe langfristige Kapitalexport während einer Periode der saisonalen Abschwächung der laufenden Überschüsse, der in den Kassakursen dieser Monate spürbar wurde. Als Begleiterscheinung hierzu reduzierte sich der Terminreport nach der Jahresmitte auf etwa $2\frac{1}{4}$ Prozent pro Jahr.

Stärker als zuvor flammten Ende August Gerüchte über eine mögliche Aufwertung der Deutschen Mark auf. Vor dem Hintergrund einer andauernden Schwäche des französischen Frankens und bei einem sich nur zögernd erholenden Pfund brachten diese Gerüchte einen weit größeren Zufluß spekulativer Mittel in Gang, der den Kassakurs gegenüber dem Dollar am 30. August praktisch an seine obere Grenze von 3,97 DM hinauftrieb. Der Marktreport gegenüber dem Dreimonats-Termindollar hätte sich durchaus in gleicher Weise sehr stark befestigen

können, wenn die Bundesbank nicht Ende August ihren Satz für Dreimonats-Kurssicherungsgeschäfte mit den Kreditinstituten von 4 auf $2\frac{1}{2}$ Prozent pro Jahr ermäßigt hätte.

Ein entschiedenes Nein zur Aufwertung stellte in der zweiten Septemberwoche wieder die Ruhe her. Der Kassakurs blieb aber trotz der entspannteren Lage, die bis gegen Ende Oktober währte, recht fest. In den ersten drei Novemberwochen brandete dann eine noch höhere Spekulationswelle heran. Am 15. November stieß die Kassa-Mark an ihre Obergrenze von 3,97 DM gegenüber dem Dollar und verharrte dort bis zur Schließung des deutschen Devisenmarkts am 20. November. Unterdessen kletterte auf dem Terminmarkt der Report gegenüber dem Dollar auf einen Höchstwert von nahezu 5 Prozent pro Jahr, wobei sich die Sätze der Bundesbank für Kurssicherungsgeschäfte mit Kreditinstituten, zeitweilig auf Anlagen in US-Schatzwechseln beschränkt, zwischen $2\frac{1}{2}$ und $3\frac{1}{2}$ Prozent bewegten.

Der Abfluß von Geldern aus der Bundesrepublik unmittelbar nach der Bonner Konferenz brachte den Kassakurs gegenüber dem Dollar bis zum Jahresende auf den Paritätswert zurück, und dort verharrte er den Januar über. Als dann Kapitalexporte die Gesamtbilanz in ein merkliches Defizit abgleiten ließen, schwächte sich der Kurs weiter ab bis auf $4,02\frac{5}{8}$ DM Anfang März — nahezu 0,7 Prozent unterhalb der Parität. Die Terminmarktnotierungen blieben jedoch anhaltend fest, und zwar lag der Dreimonatsreport nahezu ständig über 4 Prozent pro Jahr, ein Zeichen für das Rekordniveau der Eurodollarzinssätze.

Mitte April begann sich die Deutsche Mark wiederum, sowohl per Kasse als auch per Termin, zu festigen. Ende des Monats stieß der Kassakurs gegen seine Obergrenze, und im Verlaufe der nachfolgenden massiven Zuflüsse Anfang Mai überschritten die Marktnotierungen diese Linie sogar stellenweise. Am 8. Mai streifte der Terminmarktreport gegenüber dem Dreimonatsdollar 9 Prozent pro Jahr. Nach der Entscheidung der deutschen Regierung, die Mark nicht aufzuwerten, schwächten sich die Kurse wieder ab; auf dem Terminmarkt notierte die Deutsche Mark indessen weiterhin außergewöhnlich fest.

Schweizer Franken. Der Schweizer Franken war seit dem Ansturm auf das Gold im März 1968 die meiste Zeit stark gefragt. Damals, als andere bedeutende europäische Devisenmärkte vorübergehend geschlossen waren, erhöhte die Schweizerische Nationalbank die für den Schweizer Franken angewendete Obergrenze gegenüber dem Dollar von dem seit 1961 üblichen Satz von $4,31\frac{1}{2}$ Schweizer Franken auf das amtliche Limit von $4,29\frac{1}{2}$ Schweizer Franken, entsprechend 1,78 Prozent oberhalb der Parität. Der Kurs stieg dann aber nur auf 4,32 Schweizer Franken. Anfang Mai notierte der Franken fester, und mit dem Abfluß von Mitteln aus Frankreich erreichte er gegen Ende des Monats praktisch seine neue Obergrenze gegenüber dem Dollar. Für den Rest des Jahres verharrte der Franken ständig über dem vor März geltenden Interventionspunkt.

Die Notierungen schwächten sich Anfang August auf 4,31 Schweizer Franken ab, doch änderten die Ereignisse in der Tschechoslowakei, denen die Spekulation zugunsten der Deutschen Mark folgte, den Trend, und Ende September, als sich die Banken überdies einer Anspannung der heimischen Liquidität gegenüber-

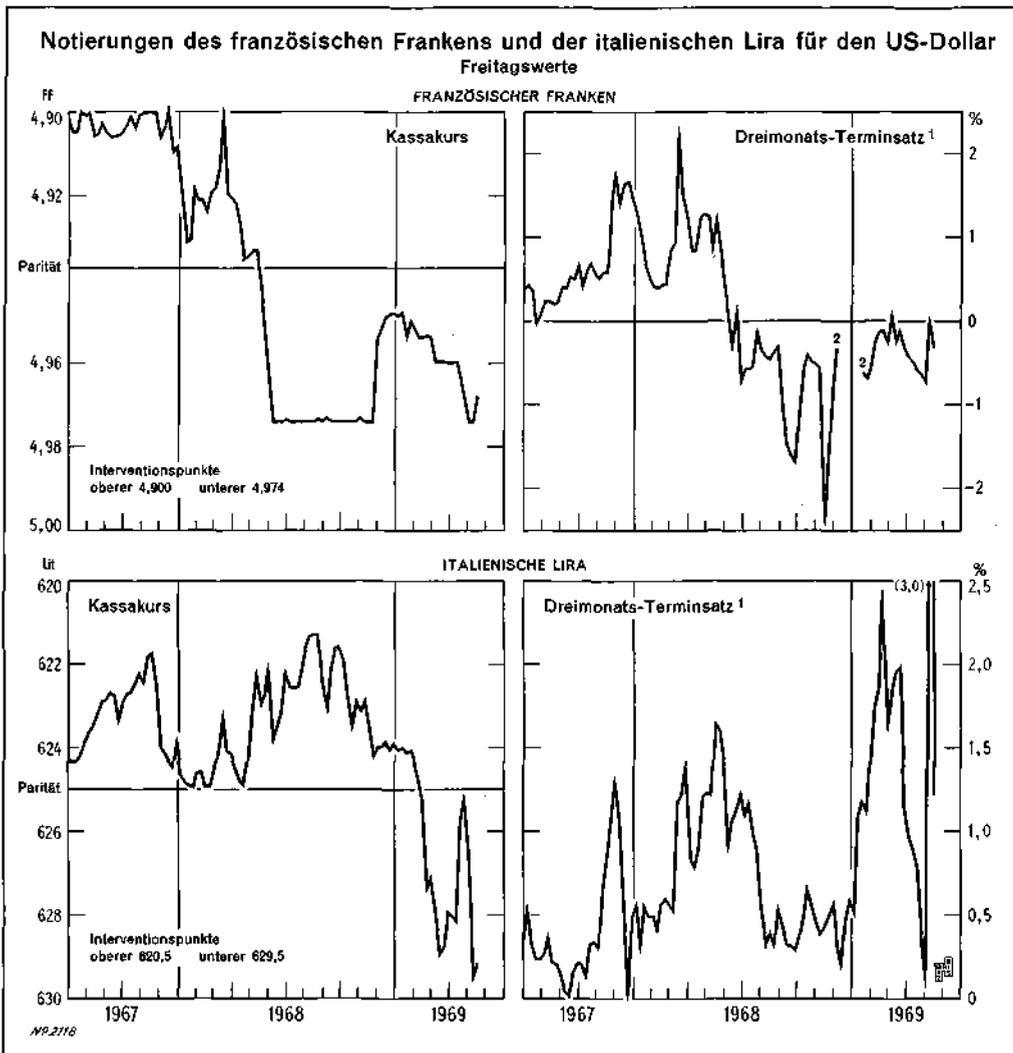
sahen, notierte der Schweizer Franken wiederum recht fest. In der dritten Novemberwoche wurde er in die internationale Währungskrise hineingezogen, und während der Bonner Konferenz stieg der Kassakurs auf $4,29\frac{1}{2}$ Schweizer Franken. Vor dem Jahresende kam er dem Interventionspunkt ziemlich nah, obschon die Schweizerische Nationalbank die Geschäftsbanken durch sehr ausgedehnte Swapoperationen mit Inlandsliquidität versah.

Anfang 1969 ließen die saisonüblichen Mittelabflüsse, verstärkt durch den starken Aufwärtstrend der Eurodollarzinsen, den Kassakurs Mitte Februar scharf auf nahezu $4,32\frac{3}{4}$ Schweizer Franken fallen. Als Begleiterscheinung erholte sich der Terminreport gegenüber dem Dreimonatsdollar, der sich im Verlaufe von 1968 zumeist tendenziell ermäßigt hatte, den ganzen Januar hindurch wieder auf ein Niveau von etwas mehr als $2\frac{1}{2}$ Prozent pro Jahr. Gegen Ende des ersten Vierteljahres kehrten sich diese Entwicklungen vorübergehend um, so daß die Kassanotiz wieder an ihre Obergrenze stieß. Während des April kam es jedoch zu weiteren Mittelabflüssen, und mit $4,33$ Schweizer Franken — weniger als 1 Prozent oberhalb der Parität — lag der Kassakurs schwächer als je seit nahezu Jahresfrist. Auf eine Befestigung gegen Monatsende folgte während der neubelebten Spekulationswelle zugunsten der Deutschen Mark eine Kursabschwächung auf abermals etwa $4,33$ Schweizer Franken.

Französischer Franken. Seit Mai 1968 war die Grundposition des französischen Frankens sehr schwach. Während diese Lage für die meiste Zeit in den Marktnotierungen des Frankens zum Ausdruck kam, bewirkte die Wiedereinführung von Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen Ende November 1968 eine deutliche Verbesserung der Kurse, die etwa drei Monate anhielt.

Gerade vor Beginn der Studentenunruhen von 1968 lag der Kassakurs gegenüber dem Dollar nahe an der Parität. Vom 20. Mai bis 7. Juni war die Pariser Devisenbörse funktionsunfähig, aber beim Handel in anderen Zentren fiel die Kassanotiz gegenüber dem Dollar auf ihren unteren Interventionspunkt von $4,974$ französischen Franken, auf dem sie im Auftrag der Bank von Frankreich in New York durch die Federal Reserve Bank und auf den europäischen Märkten durch die BIZ gestützt wurde. Nachdem der Pariser Markt wiedereröffnete, blieb der Kassakurs dem unteren Interventionspunkt sehr nah, bis die November-Währungskrise nochmals zu einer Schließung des Marktes führte. Da die Kassanotiz ständig zur unteren Grenze erfolgte, kann das wechselnde Maß des Drucks auf den Franken in diesem Zeitraum aus der Entwicklung der Terminkurse ersehen werden. Der Terminabschlag gegenüber dem Dreimonatsdollar, der im Mai entstanden war, stieg Anfang September auf fast $1\frac{3}{4}$ Prozent pro Jahr und auf über 3 Prozent während der November-Währungskrise.

Nach der Bonner Konferenz der Zehner-Gruppe und nach der Entscheidung der französischen Regierung, nicht abzuwerten, verbesserte sich der Kassakurs gegenüber dem Dollar jäh. Zum Jahresende stand er bei $4,94\frac{3}{4}$ französischen Franken — etwas weniger als 0,25 Prozent unterhalb der Parität —, und bis Ende Februar 1969 blieb er ständig über $4,95\frac{1}{2}$ französischen Franken. Ein Großteil dieser Verbesserung stellte sich auf Grund verschiedener administrativer Maßnahmen ein, die die Behörden ergriffen. Eine dieser Maßnahmen bestand in der



¹ Deport bzw. Report zum Kassakurs in Prozent pro Jahr. ² Vom 4. Dezember 1968 an war es französischen Nichtbanken verwehrt, Terminalsicherung für mehr als einen Monat zu erhalten. Seit dem 19. Januar 1969 wurde eine Dreimonats-Terminsicherung für eine sehr begrenzte Zahl von Importgütern zugelassen.

Beschränkung des Zugangs von Inländern zum Devisenterminmarkt. Außerdem wurde den Kreditinstituten für ihre Auslandsoperationen eine Anzahl von Restriktionen auferlegt. Zunächst wurden die Banken im Dezember 1968 aufgefordert, ihre gesamten Fremdwährungsforderungen bis zum Jahresende und ihre Forderungen in französischen Franken gegenüber Ausländern bis Ende Januar 1969 auf denjenigen Stand zurückzuführen, der am 3. September 1968 bestanden hatte. Zweitens wurden im Januar 1969 alle Kreditinstitute mit Nettofremdwährungsforderungen an Ausländer im Prinzip dazu angehalten, sie bis zum Monatsende zum Ausgleich zu bringen. Banken, die dieser Vorschrift nicht genügten, wurden aufgefordert, bei der Bank von Frankreich für einen Dreimonatszeitraum Dollardepósitos in der gleichen Höhe zu unterhalten, in der sie Nettofremdwährungsforderungen gegenüber Ausländern aufwiesen.

Im März begann der Franken, sich wiederum abzuschwächen, und nach dem Rücktritt General de Gaulles Ende April fiel er auf seine untere Grenze gegenüber dem Dollar, ein Niveau, auf dem oder in dessen Nähe er während der massiven Spekulationswelle zugunsten der Deutschen Mark Anfang Mai verharrte.

Lira. Die Lira ist seit März 1968 von den wiederkehrenden Spekulationsbewegungen im allgemeinen weniger erfaßt worden als die bis jetzt besprochenen Währungen. Gleichzeitig aber wies der Wechselkurs größere Schwankungen auf als in irgendeinem früheren Zeitabschnitt. Von einem vorübergehenden Höchstkurs von $622 \frac{1}{4}$ Lire im März schwächte sich die Kassanotierung gegenüber dem Dollar im April faktisch auf den Paritätswert ab. Aus Saisongründen festigte sie sich dann bis Ende August, als sie nahe an $621 \frac{1}{4}$ Lire — fast 0,6 Prozent über der Parität — herankam, den höchsten Wert gegenüber dem Dollar seit mehr als fünf Jahren. In der Folgezeit bröckelte der Kurs bis auf 624 Lire gegen Ende November ab, und bis Anfang Februar 1969 schwankte er um dieses Niveau nur wenig.

Anfang 1969 begannen die italienischen Behörden, sich über die beträchtlichen Wirkungen Sorgen zu machen, die vom Rekordniveau der Eurodollarzinssätze auf die heimische monetäre Lage ausstrahlten. Mitte Februar richteten sie daher ihre Maßnahmen auf eine Eindämmung der Liquiditätsverluste aus. Dem Kassakurs wurde erstmals ein Absinken weit unter die Parität gestattet, und Anfang März hatte er 629 Lire erreicht. Hinzu kam eine kräftige Steigerung der Kosten für Dollarswapabschlüsse der Geschäftsbanken mit dem Italienischen Devisenamt. Das Ergebnis dieser Maßnahmen bestand in einer Verteuerung der Geldexporte. Im März wurden sodann die Kreditinstitute aufgefordert, ihre Nettoforderungsposition gegenüber dem Ausland, die sich zu dieser Zeit auf etwa 800 Millionen Dollar belief, bis zur Jahresmitte zum Ausgleich zu bringen. Mitte April begann sich der Kassakurs der Lira wieder zu befestigen, doch schwächte er sich vorübergehend am 9. Mai, dem Höhepunkt der spekulativen Zuflüsse in die Bundesrepublik, auf seine untere Grenze ab.

Andere Währungen. Sowohl die belgische als auch die niederländische Währung, die in der zweiten Hälfte des Jahres 1967 im allgemeinen recht nahe an ihren Obergrenzen gegenüber dem Dollar notierten, schwächten sich von März bis Oktober 1968 ganz erheblich ab. Im Falle des belgischen Frankens fiel der Kassakurs nach dem Mai nahezu ständig, und gegen Ende Oktober war er dicht an seiner Untergrenze angelangt. Der holländische Gulden, der nach der Goldkrise jäh gesunken war, notierte in der Folgezeit bis kurz nach der Jahresmitte ungefähr zur Dollarparität und gab dann weiter auf nahezu 0,7 Prozent unter seine Parität Mitte Oktober nach.

Nach Oktober wichen die Kursbewegungen dieser beiden Währungen etwas stärker voneinander ab, wenngleich sie nach wie vor im allgemeinen eine ähnliche Linie aufwiesen. Da sich im vierten Quartal die monetäre Lage in den Niederlanden anspannte, befestigte sich der Kassadevisenkurs des Guldens, der bis Mitte November durch die Nachfrage nach Deutscher Mark gedrückt wurde, auf mehr als 0,4 Prozent über die Parität im Dezember. Angesichts einer außergewöhnlich drängenden Nachfrage nach Eurodollar sank er dann im neuen Jahr wieder rasch ab. In Belgien stiegen die Zinssätze zwar auch, doch hatte sich der

Kassakurs bis zum Jahresende nur mäßig erhöht, und Anfang April war er wieder bis etwas über den unteren Interventionspunkt zurückgefallen. In dieser Lage wurden die Geschäftsbanken aufgefordert, ihre Nettofremdwährungsforderungen an das Ausland bis zur Jahresmitte in erheblichem Umfang zu reduzieren, und die Kassanotierung erholte sich bis auf den Paritätswert. Anfang Mai wurden der belgische Franken und auch der holländische Gulden durch die Erschütterungen der Devisenmärkte ungünstig beeinflusst. Zu dieser Zeit wiesen die Freimarktnotierungen für den belgischen Franken, die im Berichtszeitraum ständig nachgegeben hatten, einen Kursabschlag von etwa 8 Prozent auf.

Ein abermaliger bescheidener Überschuß in der Zahlungsbilanz Österreichs hielt den Schilling im Verlauf von 1968 im allgemeinen in einer sehr festen Position zum Dollar. Die Kassakurse unterschritten nie 0,4 Prozent oberhalb der Parität, und während des Sommers stiegen sie zeitweilig an den oberen Interventionspunkt. In Norwegen wies die Zahlungsbilanz ebenfalls einen beträchtlichen Überschuß auf, und der Devisenkurs der Krone lag fast ständig auf seiner Dollarparität. Die schwedische Krone, die für den meisten Teil des Jahres etwas über ihrer Parität schwankte, wurde in Zeiten der Zahlungsbilanzschwäche im vierten Quartal 1968 und während der Mai-Krise von 1969 ein wenig unter ihrer Parität gehalten. Die dänische Krone hingegen fluktuierte in stärkerem Maße: sie schwächte sich zwischen dem Frühjahr und der Jahresmitte 1968 von fast ihrer Obergrenze auf ungefähr ihre neue Parität — die im November 1967 erklärt worden war — ab, und im allgemeinen schwankte sie dann unterhalb dieses Wertes. Der Kurs war im Verlaufe der jüngsten Spekulationswelle zugunsten der Deutschen Mark besonders schwach und sank, bevor der dänische Devisenmarkt geschlossen wurde, auf mehr als 0,5 Prozent unter die Parität. Die spanische Peseta, im November 1967 ebenfalls abgewertet, bewegte sich in der Folgezeit eng um etwa 0,4 Prozent über ihrer Parität, bevor sie im April 1969 in die Nähe ihres Paritätskurses abfiel. Der portugiesische Escudo, der im Jahre 1968 zumeist nahe an seiner Dollarparität gehalten worden war, begann sich im November deutlich zu befestigen und stieg gegen Ende März 1969 einmal auf mehr als 0,8 Prozent über seine Parität.

Der kanadische Dollar war Anfang 1968 nach der Verkündung des neuen amerikanischen Zahlungsbilanzprogramms unter heftigen Druck geraten, und der Wechselkurs, ausgedrückt in US-Dollar, fiel von ungefähr dem Paritätswert von $0,92\frac{1}{2}$ US-Dollar auf unter 0,92 US-Dollar im Januar. Anfang März wurde Kanada die Freistellung von den amerikanischen Kapitalverkehrsbeschränkungen gewährt, doch wurde diese Erleichterung eine Zeitlang von der Goldkrise überschattet. Nach dem Washingtoner Treffen allerdings festigte sich die Lage am Devisenmarkt beträchtlich, da spekulative Positionen aufgelöst wurden und die Stärke der kanadischen Zahlungsbilanz selbst, gestützt durch besonders umfangreiche Zuflüsse langfristigen Kapitals sowohl aus Europa als auch aus den Vereinigten Staaten, sich bemerkbar machte. Die Parität wurde im April wieder erreicht, und im Juli lag der Kassakurs an seiner faktischen Obergrenze von $0,93\frac{1}{4}$ US-Dollar. Für den Rest des Berichtszeitraumes blieb er dann auf diesem Limit oder ihm doch sehr nah.

Im Verlauf von 1968 hatte auch der japanische Yen bemerkenswerte Kursverbesserungen aufzuweisen. Nachdem der Kassakurs etwa drei Jahre lang im

allgemeinen nahe am unteren Interventionspunkt von 362,7 Yen gegenüber dem Dollar gelegen hatte, befestigte er sich nach dem April 1968 kontinuierlich und stieg bis zum Jahresende praktisch bis an den oberen Interventionspunkt von 357,3 Yen — erstmals seitdem im April 1963 die Schwankungsbreite der Devisenkurse auf 0,75 Prozent beiderseits der Parität ausgeweitet worden war. In dieser kräftigen Kursverbesserung kamen die sich herausbildenden sehr hohen Zahlungsbilanzüberschüsse zum Ausdruck. Während der ersten Monate von 1969 verhartete der Yen recht nahe an seiner Obergrenze.

Andere devisenwirtschaftliche Ereignisse

In den Vereinigten Staaten blieben die im Januar 1968 eingeführten und im letzten Jahresbericht geschilderten strengeren Zahlungsbilanzkontrollen während des Hauptteils der Berichtsperiode in Kraft. Im April 1969 allerdings wurden, mit Geltung für das Jahr 1969, einige Erleichterungen der Einschränkungen angekündigt. Was zunächst die Beschränkung der Direktinvestitionen angeht, wurde der Mindestbetrag, von dem an die Restriktionen Platz greifen, von 300 000 Dollar auf 1 Million Dollar erhöht. Zugleich wurde für 1969 die alternative Obergrenze für Kapitalabflüsse der Unternehmen in Direktinvestitionen von 20 auf 30 Prozent ihrer Auslandserträge im Jahre 1968 heraufgesetzt. Die möglichen Auswirkungen dieser Maßnahmen sind für 1969 dahin geschätzt worden, daß sie die gesamten dem Programm des Handelsministeriums unterliegenden Kapitalabflüsse für Direktinvestitionen von 2 950 auf 3 350 Millionen Dollar steigern könnten. Zweitens ist es den Banken als Alternative zu den bereits bestehenden Plafonds für ihre Auslandsausleihungen (103 Prozent des Standes von Ende 1964 für traditionell im Auslandskredit tätige Institute, und für andere Banken der Stand von Ende 1967 zuzüglich eines Drittels der Differenz zwischen diesem Wert und 2 Prozent der gesamten Forderungen nach ihrem Stand von Ende 1966) zugebilligt worden, ihre Auslandsanlagen im Verlauf von 1969 bis auf 1½ Prozent ihrer gesamten Forderungen von Ende 1968 auszuweiten. Ferner sind die Grenzen für Auslandsanlagen anderer Finanzinstitute von 95 auf 100 Prozent des Standes von Ende 1967 angehoben worden. Diese Maßnahmen könnten Schätzungen zufolge die Auslandskreditgewährung ebenfalls um 400 Millionen Dollar über die zuvor geltenden Grenzen hinaus ansteigen lassen. Drittens wurde der Satz der Zinsausgleichsteuer auf die Käufe ausländischer Aktien durch Inländer von 18¾ Prozent auf 11¼ Prozent ermäßigt, und der auf den Erwerb ausländischer Anleihen angewendete Satz, ausgedrückt als Jahreszinssatz, wurde von 1¼ Prozent auf ¾ Prozent herabgesetzt.

Im Vereinigten Königreich bestand — abgesehen vom System der Einfuhrdepositen, das auf Seite 27 beschrieben ist — die wesentliche Änderung der Devisenkontrollvorschriften während des Berichtszeitraums im Oktober 1968 in dem Wegfall der Möglichkeit für britische Banken, Ausländern Pfundkredite zur Finanzierung des Handels zwischen Ländern außerhalb des Sterlingraumes zu gewähren.

In Frankreich wurden im Mai 1968 Devisenkontrollen (die Ende 1966 aufgehoben worden waren) wieder eingeführt, im September vorübergehend wieder abgeschafft und gegen Ende November erneut, und zwar in strengerer Form,

in Kraft gesetzt. Im Rahmen der seit dem letzten November geltenden Kontrollen wird eine behördliche Erlaubnis verlangt für alle Zahlungen an Ausländer, für alle Käufe ausländischer Wertpapiere, sofern sie nicht aus den Verkaufserlösen früher erworbener Wertpapiere erfolgen, sowie für die Einfuhr und Ausfuhr von Gold. Alle Auslandstransaktionen von Inländern müssen über autorisierte Vermittlungsinstitute abgewickelt werden, und bei ihnen sind alle in Frankreich befindlichen ausländischen Zahlungsmittel und Wertpapiere zu hinterlegen. Zugleich wurden die Inländer aufgefordert, alle in den vorangegangenen vier Monaten erworbenen oder erhaltenen Auslandsforderungen und Auslandserträge zu repatriieren. Außerdem wurden Auslandsreisende Devisenbeschränkungen unterworfen. Nach einer Änderung im Januar 1969 ist französischen Bürgern allgemein die Mitnahme von Devisen im Gegenwert von 1 000 französischen Franken pro Jahr gestattet; für Geschäftsreisende beläuft sich die pro Reise bewilligte Summe auf 2 000 bis 3 000 französische Franken. Der Betrag, der in französischen Banknoten ausgeführt werden kann, ist ebenfalls begrenzt, und zwar auf 200 französische Franken.

Schließlich wurden die Devisenkäufe per Termin durch Inländer auf solche Transaktionen beschränkt, die mit der Einfuhr einer begrenzten Zahl von Gütern, hauptsächlich von Rohstoffen, in Zusammenhang stehen. Hierfür kann Terminsicherung bis zu einem Monat erlangt werden. Seit Januar 1969 ist für die Einfuhr von einigen dieser Produkte eine Termindeckung bis zu drei Monaten gestattet. Im März 1969 wurde die Aufnahme von Auslandskrediten durch Inländer genehmigungspflichtig und die Liquidation von französischen Direktinvestitionen im Ausland meldepflichtig gemacht; eine Genehmigung ist ferner erforderlich, wenn Gewinne, die französische Tochtergesellschaften im Ausland erzielt haben, dort belassen oder reinvestiert werden sollen.

Zusätzlich zu den im vorstehenden Abschnitt beschriebenen Maßnahmen wurden im Dezember 1968 und wiederum im Januar 1969 französischen Geschäftsbanken Einschränkungen für ihre Auslandsoperationen auferlegt. Sie sind auf Seite 147 geschildert. Ähnliche Restriktionen sind kürzlich für die Auslandsoperationen der Kreditinstitute in Belgien und in Italien verfügt worden; auf sie wird auf den Seiten 138 und 148 Bezug genommen.

Was die Bundesrepublik angeht, ist auf Seite 11 die im November vorgenommene Änderung der Grenzausgleichsbesteuerung bei der Einfuhr und der Ausfuhr bereits erwähnt worden, ebenso auch die Festsetzung einer 100prozentigen Mindestreserve für jeden Zuwachs der reservspflichtigen Auslandsverbindlichkeiten der Banken über ihren Stand vom 15. November 1968 hinaus (in der Folgezeit auf den Stand von wahlweise dem 15. oder 30. April 1969 geändert). Dieser Maßnahme folgten unmittelbar weitere Schritte zu dem Zweck, den Zufluß von Auslandsgeldern in die Bundesrepublik zum Versiegen zu bringen. Die Geschäftsbanken durften nur noch mit besonderer Genehmigung Einlagen von Ausländern entgegennehmen, Zinsen auf neue Sparkonten von Ausländern zahlen oder von Ausländern Darlehen aufnehmen. Depositen oder Darlehen, die von Ausländern zur Abwicklung normaler laufender Geschäfte und von Transaktionen im langfristigen Kapitalverkehr entgegengenommen werden, waren indessen von diesem Verbot ausgenommen. Gegen Ende Februar, als sich der frühere Mittelzufluß

umgekehrt hatte, wurden diese Beschränkungen aufgehoben. Mit Wirkung vom 1. Juni 1969 wurden die Mindestreservesätze für die Auslandsverbindlichkeiten der Banken, die der oben erwähnten 100prozentigen Mindestreserve nicht unterlagen, um 50 Prozent angehoben.

Was den übrigen europäischen Bereich betrifft, sind in der Berichtsperiode in Island und Rumänien Wechselkursänderungen vorgenommen worden. Am 12. November 1968 wurde die isländische Krone um 35 Prozent abgewertet, indem die Parität von 57 isländischen Kronen je US-Dollar in 88 Kronen je US-Dollar geändert wurde. Kurz zuvor, im September 1968, waren eine Zusatzabgabe von 20 Prozent auf alle Warenimporte und eine Steuer von 20 Prozent auf alle für Reisezwecke verkauften Devisen eingeführt worden, denen im Oktober umfassende Devisenkontrollen folgten. Die Krone war bereits vorher um nahezu 25 Prozent im November 1967 abgewertet worden. In Rumänien wurde der Wechselkurs für Nichtwarensaktionen am 24. Oktober 1968 von 12 Lei je US-Dollar in 18 Lei je US-Dollar geändert. Schließlich mag noch erwähnt werden, daß seit September 1968 auf Rubel lautende und an russische Auslandsreisende ausgestellte Reiseschecks von rund fünfzig Banken in anderen Ländern angekauft worden sind.

In Kanada haben die Behörden im Berichtszeitraum verschiedene Schritte unternommen, damit die Freistellung Kanadas vom verschärften amerikanischen Zahlungsbilanzprogramm nicht dazu ausgenutzt wurde, über Kanada Kapital und Geld aus den Vereinigten Staaten in andere Länder auszuführen. Im Mai 1968 wurden zwischen der Bank von Kanada und den kanadischen Geschäftsbanken Leitlinien vereinbart, deren Zweck es war, zu verhindern, daß die Banken als Kanal für Mittelabflüsse aus den Vereinigten Staaten in Drittländer benutzt werden. Im wesentlichen sehen diese Leitlinien das Einfrieren der Nettofremdwährungspositionen kanadischer Banken gegenüber den Ländern außerhalb Kanadas und der Vereinigten Staaten auf dem Stand von Ende Februar 1968 vor. Ähnliche Leitlinien gelten seit Juli 1968 für alle übrigen kanadischen Finanzinstitute.

In Lateinamerika wurde die Wechselkurspolitik der brasilianischen Behörden im August 1968 einer Änderung unterzogen. Zu dieser Zeit, als der Cruzeiro um 12 Prozent auf einen neuen Kurs von 3,64 Cruzeiros je US-Dollar abgewertet wurde, erfolgte die Ankündigung, daß anstelle größerer periodischer Abwertungen der Wechselkurs, falls notwendig, häufiger angepaßt werden würde, um der inneren Preissteigerung Rechnung zu tragen. Nach der Einführung dieses Systems der „gleitenden Paritätsanpassung“ wurde der Wechselkurs zwischen August 1968 und Mai 1969 siebenmal geändert, bis er zuletzt 4,0375 Cruzeiros je US-Dollar erreichte. In Chile kam es im Berichtszeitraum zu einer anhaltenden Wertverminderung der Währung, die insgesamt rund ein Drittel erreichte.

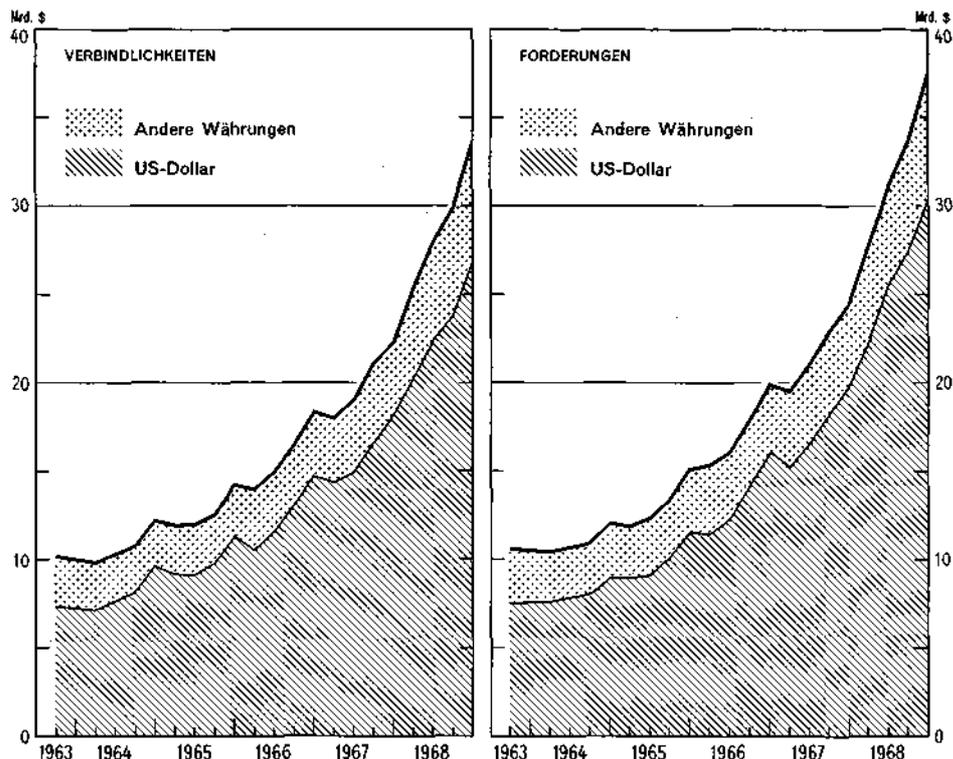
V. DER EUROGELDMARKT

Nach dreieinhalb Jahren einer raschen Ausweitung hat sich das Wachstum des Eurogeldmarktes im Jahre 1968 weiter beschleunigt. Die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in den acht berichtenden europäischen Ländern in Dollar und in sechs anderen Fremdwährungen stiegen um 11,3 auf 33,5 Milliarden Dollar und ihre Forderungen um 12,9 auf 37,4 Milliarden Dollar. Ohne die Wiederanlagen zwischen den Banken hat sich das gesamte Marktvolumen der ausstehenden Kredite von etwa 21 auf 30 Milliarden Dollar und die US-Dollar-Komponente allein von schätzungsweise rund 17,5 auf 25 Milliarden Dollar vergrößert. Etwa 55 Prozent der 7,5 Milliarden neuen Dollarmittel dürften aus westeuropäischen Ländern gekommen sein; außerdem bestand der größere Teil der von US-Amerikanern zur Verfügung gestellten 20 Prozent aus Mitteln, die an den europäischen Kapitalmärkten aufgenommen worden waren. Auf der Verwendungsseite entfielen kaum 20 Prozent der Ausweitung auf europäische Deviseninländer, während rund 55 Prozent in die Vereinigten Staaten gingen. Trotz der überragenden Bedeutung Westeuropas auf der Angebotsseite und der Vereinigten Staaten auf der Nachfrageseite war auch der Mittelzufluß und -abfluß von und nach den anderen Gebieten umfangreicher als 1967.

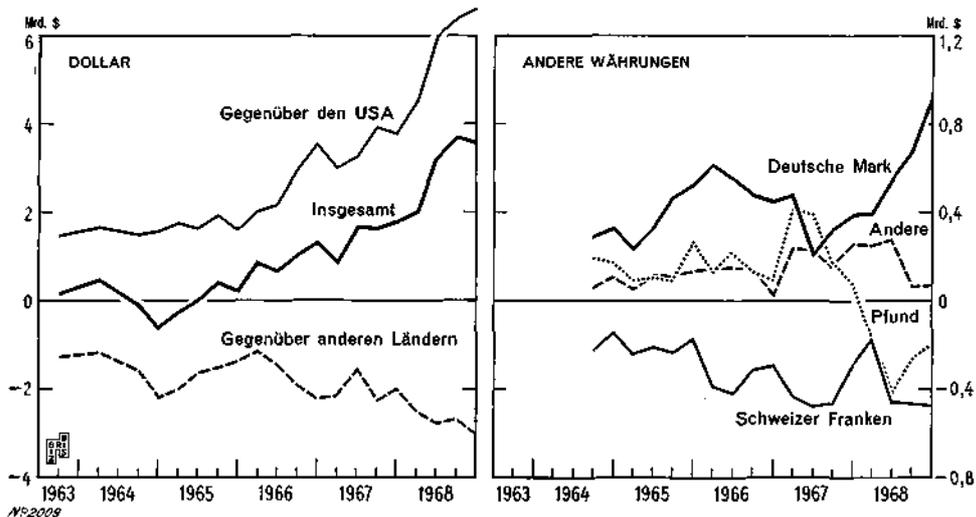
Die wichtigsten Faktoren, die auf der Nachfrageseite zu dem starken Wachstum des Marktes beitrugen, waren: die Anspannung der Kreditmärkte in den Vereinigten Staaten, die zu einer lebhaften Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollar führte; das amerikanische Zahlungsbilanzprogramm, das die Abhängigkeit der europäischen Niederlassungen amerikanischer Unternehmen von der Mittelaufnahme am Eurodollarmarkt verstärkte; die Unruhe an den Devisenmärkten, die zeitweise eine Nachfrage nach Eurodollar zum Umtausch in Gold oder Deutsche Mark hervorrief; und im letzten Quartal des Jahres die Verschärfung der französischen Devisen- und Kreditpolitik, die einen kräftigen Anstieg der Kreditaufnahme am Eurogeldmarkt durch die französischen Banken nach sich zog. Auf der Angebotsseite waren die wichtigsten Bestimmungsfaktoren: die vergleichsweise lockere monetäre Verfassung in den meisten kontinental-europäischen Ländern; die internationalen Währungsbefürchtungen, die zeitweise zu umfangreichen Fluchtbewegungen aus dem Pfund und dem französischen Franken in den Dollar führten; und das obligatorische Zahlungsbilanzprogramm der Vereinigten Staaten, das nicht allein die Nachfrage nach Eurodollar anregte, sondern in gewisser Weise auch das Angebot vermehrte, da amerikanische Unternehmen einen Großteil der von ihnen auf den europäischen Kapitalmärkten aufgenommenen Mittel anschließend auf dem Eurodollarmarkt anlegten.

Die Marktwirksamkeit dieser verschiedenen Faktoren erstreckte sich nicht gleichmäßig über das Jahr, und die Entwicklung der Zinssätze war, ebenso wie 1967, großen Schwankungen unterworfen. In der ersten Hälfte von 1968 und besonders im Frühjahrsquartal, in dem die Nachfrage amerikanischer Banken nach

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken von acht europäischen Ländern in bestimmten Fremdwährungen* gegenüber Devisenausländern
 Quartalsendwerte, in Milliarden US-Dollar



Nettopositionen der Geschäftsbanken von acht europäischen Ländern in bestimmten Fremdwährungen* gegenüber Devisenausländern
 Quartalsendwerte, in Milliarden US-Dollar



* US-Dollar, Pfund, Schweizer Franken, DM, holl. Gulden, franz. Franken und ital. Lire.

Eurodollarmitteln der Hauptbestimmungsfaktor der Marktausweitung war, erreichten die Eurodollarsätze neue Höchstwerte. Im dritten Vierteljahr ließ, auf eine vorübergehende Auflockerung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten hin, die Nachfrage der amerikanischen Banken nach, und da nunmehr das Angebot zum wichtigsten Expansionsfaktor wurde, gingen die Zinssätze merklich zurück. Im vierten Quartal stellte sich eine Ausweitung der Nachfrage aus kontinental-europäischen Ländern ein, die, abgesehen von den üblichen Jahresendtransaktionen, hauptsächlich auf Kreditaufnahmen französischer Banken und auf einer Nachfrage nach US-Dollar zum Umtausch in Deutsche Mark beruhte.

Die weitere Verschärfung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten, vor allem aber die Tatsache, daß die amerikanischen Behörden die durch die Regulation Q festgelegten Zinsobergrenzen dem Anstieg des heimischen Zinsniveaus nicht anpaßten, führte im ersten Quartal von 1969 zu einer gewaltigen Ausweitung der Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollarmitteln. Zunächst traf sie auf ein recht elastisches Angebot, aber nach und nach leiteten mehrere europäische Zentralbanken Maßnahmen ein, um den Abfluß von Mitteln aus ihren Ländern auf den Eurodollarmarkt einzudämmen oder sogar umzukehren, und von Februar an begann der Zustrom neuer Mittel an den Markt aus dieser Quelle abzuebben. Infolgedessen stiegen die Zinssätze merklich an, und Ende Mai lag der Zinssatz für Dreimonats-Eurodollardepositen in London bei etwa 10,5 Prozent oder um $3\frac{1}{4}$ Prozentpunkte über seinem ein Jahr zuvor erreichten Höchstwert.

*Gesamte Auslandspositionen.** Im Jahre 1968 stiegen die Auslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken in den acht berichtenden europäischen Ländern um 13,2 auf 47,7 Milliarden Dollar und ihre Forderungen um 15,2 auf 47,7 Milliarden Dollar. Der Zuwachs erfolgte vorwiegend in Fremdwährung, während sich die Verbindlichkeiten und Forderungen in Landeswährung nur um 1,9 bzw. 2,3 Milliarden Dollar ausweiteten.

Die Erhöhung der Auslandsverbindlichkeiten in Landeswährung entfiel im wesentlichen auf Deutschland (1 200 Millionen Dollar) und die Schweiz (730 Millionen); die Auslandsverbindlichkeiten der französischen Banken in Landeswährung nahmen um 370 Millionen Dollar ab. Die Zunahme der Auslandsforderungen in Landeswährung war, anders als bei den Verbindlichkeiten, relativ breit gestreut. Die schweizerischen und die englischen Banken wiesen mit 780 bzw. 750 Millionen Dollar den größten Zuwachs auf; die Forderungen deutscher Banken stiegen dagegen um lediglich 270 Millionen Dollar.

Die Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der berichtenden europäischen Geschäftsbanken in Fremdwährung weiteten sich um 11,3 bzw. um 13,0 Milliarden Dollar aus. Ihre Verbindlichkeiten in US-Dollar nahmen um 8,8 auf 26,9 Milliarden Dollar zu und die Forderungen um 10,5 auf 30,4 Milliarden Dollar oder um etwa 50 Prozent. Der Anstieg der Nettodollarforderungen der Banken gegenüber dem Ausland um 1,8 Milliarden Dollar geht zurück auf den Umtausch von Landeswährung oder anderen Fremdwährungen in Dollar sowie auf eine Zunahme der Nettodollarverbindlichkeiten gegenüber Inländern; rund

* Die Zahlenangaben in diesem Textteil beruhen auf den am Ende dieses Kapitels abgedruckten drei Tabellen (Seite 169–171).

Veränderungen in den Auslandspositionen der Banken
in bestimmten Fremdwährungen

	1965	1966	1967	1968	Stand Ende 1968
	Millionen US-Dollar				
Berichtende europäische Banken					
Verbindlichkeiten					
Dollar	+ 1 740	+ 3 380	+ 3 350	+ 6 760	26 870
Andere Währungen	+ 250	+ 750	+ 580	+ 2 520	6 670
davon					
Deutsche Mark	+ 100	+ 100	+ 700	+ 1 340	3 010
Schweizer Franken	+ 110	+ 290	+ 180	+ 890	2 290
Pfund Sterling	- 40	- 20	+ 90	+ 10	810
Holländische Gulden	+ 80	- 100	+ 30	+ 160	250
Französische Franken	+ 30	+ 470	- 420	+ 70	230
Italienische Lire	- 30	+ 10	-	+ 50	80
Zusammen	+ 1 990	+ 4 130	+ 3 930	+ 11 280	33 540
Forderungen					
Dollar	+ 2 580	+ 4 480	+ 3 820	+ 10 550	30 430
Andere Währungen	+ 530	+ 280	+ 740	+ 2 400	6 980
davon					
Deutsche Mark	+ 300	+ 30	+ 630	+ 1 870	3 920
Schweizer Franken	+ 80	+ 160	+ 190	+ 710	1 820
Pfund Sterling	+ 40	- 180	+ 70	- 270	610
Holländische Gulden	+ 90	- 60	+ 70	+ 50	290
Französische Franken	+ 40	+ 310	- 210	- 10	240
Italienische Lire	- 20	+ 20	- 10	+ 50	100
Zusammen	+ 3 110	+ 4 760	+ 4 560	+ 12 950	37 410

60 Prozent dieser Ausdehnung vollzogen sich im zweiten Quartal, in dem der Gegensatz zwischen der Kreditanspannung in den Vereinigten Staaten und der leichteren Geldverfassung auf dem europäischen Kontinent besonders ausgeprägt war.

Auch die Auslandspositionen der europäischen Banken in den anderen sechs Währungen, für die Angaben vorliegen, vergrößerten sich wesentlich schneller als 1967, wobei die Verbindlichkeiten um 2,5 auf 6,7 Milliarden Dollar und die Forderungen um 2,4 auf 7,0 Milliarden Dollar stiegen. Ebenso wie im Vorjahr erfolgte der Hauptteil des Zuwachses in Deutscher Mark und, in geringerem Maße, in Schweizer Franken. Die Nettoforderungen in Deutscher Mark erhöhten sich um 530 Millionen Dollar, die Nettopositionen in den übrigen Währungen mit Ausnahme der Lira nahmen dagegen ab. Die Sterlingposition verzeichnete einen Umschwung von Nettoforderungen von 80 Millionen Dollar in Nettoverbindlichkeiten von 420 Millionen Dollar in der ersten Hälfte des Jahres 1968, erholte sich aber im übrigen Jahresverlauf um 220 Millionen Dollar. Die Nettoverbindlichkeiten in Schweizer Franken, die im ersten Vierteljahr um 120 Millionen Dollar abgenommen hatten, stiegen im zweiten Quartal um 290 Millionen Dollar und wiesen für den Rest des Jahres nur eine geringfügige Bewegung auf.

Etwa 65 Prozent der Zunahme der Dollarverbindlichkeiten europäischer Banken sowie 55 Prozent des Anstiegs ihrer Dollarforderungen entfielen allein auf die britischen Banken. Hierin kommt natürlich die überragende und wachsende

Bedeutung der englischen Niederlassungen amerikanischer Banken als Mittler im Eurodollarmarkt zum Ausdruck. Die sehr rasche Ausweitung der Fremdwährungspositionen der britischen Banken stand eigentlich in keiner Verbindung zur heimischen Wirtschaftsentwicklung und hatte auf sie auch keinen Einfluß. Obschon die Eurodollarrenditen unter Einrechnung der Termindeckung den größten Teil des Jahres hindurch ein ungewöhnlich hohes Agio gegenüber den Renditen für vergleichbare Sterlinganlagen aufwiesen, erschwerten die Devisenkontrollen Umwandlungsoperationen der Banken von Pfund in Eurogeldanlagen im Ausland.

Die Auslandspositionen der französischen Banken waren im Verlaufe von 1968 durch ausgeprägte Schwankungen gekennzeichnet. Im zweiten Quartal 1968 verringerten die französischen Geschäftsbanken mit dem Entstehen eines hohen Termindeports für den Franken ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten um 410 Millionen Dollar und stockten, teilweise als Gegenposten zu Verpflichtungen aus Terminverkäufen, ihre Fremdwährungsforderungen um 160 Millionen Dollar auf. Ferner wiesen sie in ihren Nettoauslandsverbindlichkeiten in französischen Franken eine Ermäßigung um 380 Millionen Dollar aus. Teils infolge der Wiedereinführung der Devisenkontrollen normalisierte sich die Lage im dritten Quartal. Die französischen Banken legten weitere 430 Millionen Dollar in Fremdwährung im Ausland an, aber auch ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten expandierten um 410 Millionen Dollar, und der Abbau ihrer Nettoauslandsverbindlichkeiten in Franken verlangsamte sich auf 170 Millionen Dollar. Da die französische Währungs- und Kreditpolitik gestraft wurde, entwickelten sich die französischen Geschäftsbanken im Laufe des letzten Quartals von 1968 zu den bedeutendsten Nettokreditnehmern am Eurogeldmarkt. Ihre Auslandsverbindlichkeiten in Fremdwährung weiteten sich um 1 250 Millionen Dollar aus, wogegen ihre Forderungen um lediglich 470 Millionen Dollar zunahmen.

Trotz der leichten Verfassung auf den heimischen Kreditmärkten in 1968 wurde die Ausdehnung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der deutschen Geschäftsbanken in Deutscher Mark um 930 Millionen Dollar nur in geringem Maße durch den Anstieg ihrer Nettofremdwährungsforderungen um 240 Millionen Dollar aufgewogen. Die Tatsache, daß der inländische Liquiditätsüberschuß nicht in andere Länder abfloß, stand natürlich mit den Erwartungen auf eine Aufwertung der Deutschen Mark im Zusammenhang. Als Niederschlag dieser Erwartungen ließ die Lage am Terminmarkt Umtauschoperationen aus Deutscher Mark in Auslandsanlagen uneinträglich werden, und die Dollarexporte der Geschäftsbanken hingen im wesentlichen von der Politik der Bundesbank ab, für kurzfristige Anlagen in Dollar Terminalsicherung zu geringeren als den Marktsätzen anzubieten. Als die Bundesbank dann gegen Ende Mai ihre Kurssicherungskosten auf ein Niveau an hob, das den Marktsätzen gleichkam oder sie sogar übertraf, ließen die deutschen Banken in der Tat ihre Swaps mit der Bundesbank vollständig auslaufen; ihre Dollarforderungen, die im ersten Vierteljahr noch um 110 Millionen Dollar gestiegen waren, wiesen im zweiten Quartal einen Rückgang um 390 Millionen Dollar auf. Unter dem Einfluß eines wiederauflebenden Aufwärtsschubs auf die Deutsche Mark gegen Ende August begann die Bundesbank, wiederum günstige Swapsätze anzubieten, und für die zweite Hälfte von 1968 wiesen die Dollarforderungen der deutschen Banken einen Anstieg um 740 Millionen

Dollar auf. Nichtsdestoweniger scheint die Zunahme der Dollarforderungen der Banken wesentlich kleiner gewesen zu sein als die Ausweitung ihrer Swapabschlüsse mit der Bundesbank, denn die Banken verkauften eine beträchtliche Summe der auf diese Weise erhaltenen Dollar per Kasse und benutzten die unter den Swapkontrakten eingegangenen Dollarverkaufsverpflichtungen per Termin als Deckung für Termindollarkäufe von ihrer Kundschaft. In dem Umfang, in dem dies geschah, wurde der Kursdruck nur vom Terminmarkt auf den Kassamarkt verlagert, so daß die Bundesbank von Mitte November an die Inanspruchnahme ihrer Kurssicherung durch Geschäftsbanken auf den tatsächlichen Erwerb von Auslandsforderungen beschränkte.

Da die heimische Kreditnachfrage relativ flau war, verlagerten die italienischen Banken ihre Kreditgewährung am Eurogeldmarkt in merklichem Umfang von Deviseninländern auf ausländische Kreditnehmer. Während die Nettofremdwährungsforderungen der Banken an Deviseninländer von 1 920 auf 1 340 Millionen Dollar abnahmen, stiegen ihre Nettofremdwährungsforderungen an Ausländer von 20 auf 740 Millionen Dollar, wobei sich der größere Teil der Ausweitung in der zweiten Jahreshälfte einstellte. Der Betrag der ausstehenden Dollar/Lira-Swaps mit dem Italienischen Devisenamts stieg um lediglich 80 auf 2 000 Millionen Dollar an.

In der Schweiz verursachten 1968 die relativ verhaltene inländische Kreditnachfrage, die auf dem Eurogeldmarkt angebotenen attraktiven Zinssätze und der Reexport von Geldern, die im Zusammenhang mit den verschiedenen Krisen im Ausland zugeflossen waren, eine weitere beträchtliche Ausdehnung der Auslandspositionen der Geschäftsbanken. Ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten wuchsen um 1 280 auf 6 530 Millionen Dollar; 730 Millionen Dollar des Anstiegs entfielen auf Schweizer Franken. Die Forderungen wurden um 2 110 auf 8 190 Millionen Dollar aufgestockt, wobei Schweizer Franken wiederum rund 780 Millionen Dollar der Zunahme ausmachten. Während sich somit die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Schweizer Banken in Landeswährung wenig änderten, wuchsen ihre Nettofremdwährungsforderungen um 780 Millionen Dollar. Diese Ausweitung erfolgte vor allem im ersten Halbjahr, und zwar in Dollar, während im zweiten Halbjahr eine beträchtliche Verlagerung von Dollar in Deutsche Mark stattfand.

Regionale Aufteilung. Die nebenstehende Tabelle enthält eine regional gegliederte Übersicht über die Dollarauslandspositionen der Geschäftsbanken in den acht berichtenden europäischen Ländern. Ihr ist zu entnehmen, daß sich auf der Herkunftsseite die Marktausweitung recht breit gestreut vollzog. Die Verbindlichkeiten der Banken gegenüber den anderen berichtenden Ländern nahmen 1968 um rund 4,7 auf 14,0 Milliarden Dollar zu, die gegenüber den Vereinigten Staaten um 1,6 auf 3,9 Milliarden Dollar und diejenigen gegenüber den übrigen Ländern „außerhalb des Gebiets“ um 2,4 auf 8,7 Milliarden Dollar.

Die stärksten Ausweitungen der Verbindlichkeiten erfolgten, was das Gebiet der berichtenden Länder angeht, gegenüber der Schweiz (1 260 Millionen Dollar), Italien (950), dem Vereinigten Königreich (910), Frankreich (490) und Belgien (410). Der kräftige Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber der Schweiz, der auf

**Dollarpositionen der berichtenden europäischen Banken
gegenüber Devisenausländern**

Positionen gegenüber folgenden Ländern	1967				1968			
	März	Juni	Sep- tember	De- zember	März	Juni	Sep- tember	De- zember
	Millionen US-Dollar							
Verbindlichkeiten								
Außerhalb des Gebiets								
Übriges westliches Europa	1 120	1 230	1 470	1 400	1 570	1 570	1 850	1 900
Osteuropa	300	310	400	470	440	430	510	660
Kanada	580	730	720	910	1 060	1 040	1 040	1 300
Japan	60	60	60	70	90	100	110	90
Lateinamerika	770	850	900	950	1 120	1 210	1 230	1 320
Naher Osten	1 090	960	1 090	1 120	1 320	1 500	1 510	1 480
Sonstige Länder	1 140	1 220	1 320	1 380	1 580	1 720	1 840	1 970
Zusammen	5 080	5 360	5 950	6 300	7 180	7 570	8 090	8 720
Vereinigte Staaten	1 840	1 740	1 860	2 360	2 770	3 620	3 690	3 930
Außerhalb des Gebiets, insgesamt	6 900	7 100	7 810	8 660	9 950	11 190	11 780	12 650
Innerhalb des Gebiets								
Belgien	620	560	690	790	960	1 250	1 200	1 200
Deutschland (BR)	600	650	730	780	1 010	610	830	1 100
Frankreich	970	1 060	1 250	1 220	1 340	1 600	1 570	1 710
Italien	1 210	1 150	1 370	1 590	1 480	1 670	1 830	2 540
Niederlande	360	380	470	510	570	610	660	720
Schweden	150	180	280	180	200	270	270	300
Schweiz	2 500	2 740	2 850	2 870	3 150	3 770	3 680	4 130
Vereinigtes Königreich	1 020	1 030	1 040	1 380	1 400	1 210	1 520	2 290
Innerhalb des Gebiets, insgesamt	7 430	7 750	8 680	9 320	10 110	10 990	11 560	13 990
Nicht aufteilbar	90	70	120	130	220	180	400	230
Insgesamt	14 420	14 920	16 610	18 110	20 280	22 360	23 740	26 870
Forderungen								
Außerhalb des Gebiets								
Übriges westliches Europa	910	1 080	1 070	1 210	1 330	1 430	1 490	1 520
Osteuropa	650	770	800	770	800	820	910	950
Kanada	500	630	660	740	800	910	900	910
Japan	790	900	890	1 030	1 230	1 450	1 510	1 690
Lateinamerika	480	640	700	780	900	970	990	1 180
Naher Osten	200	250	230	310	390	310	410	470
Sonstige Länder	410	580	520	700	780	890	960	1 040
Zusammen	3 940	4 850	4 870	5 520	6 230	6 780	7 170	7 760
Vereinigte Staaten	4 930	5 040	5 880	6 240	7 500	9 790	10 460	10 740
Außerhalb des Gebiets, insgesamt	8 870	9 890	10 750	11 760	13 730	16 570	17 630	18 500
Innerhalb des Gebiets								
Belgien	480	530	540	550	640	700	700	820
Deutschland (BR)	440	430	340	320	330	340	480	590
Frankreich	840	630	790	1 130	1 180	880	1 030	1 600
Italien	910	860	1 020	1 310	1 120	1 070	1 160	1 740
Niederlande	520	560	530	590	590	600	640	690
Schweden	190	240	240	190	160	170	200	220
Schweiz	700	740	770	780	1 000	960	1 140	1 130
Vereinigtes Königreich	2 310	2 700	3 260	3 230	3 520	4 270	4 450	5 120
Innerhalb des Gebiets, insgesamt	6 390	6 690	7 490	8 100	8 540	8 990	9 800	11 910
Nicht aufteilbar	—	—	—	20	—	—	—	20
Insgesamt	15 260	16 580	18 240	19 880	22 270	25 560	27 430	30 430

eine Zunahme um lediglich 290 Millionen Dollar im Jahre 1967 folgte, war zum Teil die Folge von Jahresendtransaktionen. Unter dem Einfluß der Pfundabwertung und der Unruhe auf dem Goldmarkt hatten die Schweizer Geschäftsbanken Ende 1967 den größten Teil ihres Jahresendbedarfs nicht, wie gewöhnlich, im Wege von Dollar/Franken-Swaps mit der Schweizerischen Nationalbank befriedigt, sondern hauptsächlich durch direkte Dollarverkäufe. Ende 1968 hingegen wurde, da das Vertrauen wiederhergestellt war, der Hauptteil dieses Bedarfs durch Swapkontrakte gedeckt. Da die Schweizerische Nationalbank lediglich diejenigen Dollar auf den Eurodollarmarkt zurückschleuste, die sie durch Swaps erworben hatte, waren ihre ausstehenden Placierungen am Eurodollarmarkt (entweder direkt oder über die BIZ) Ende 1968 um rund 650 Millionen Dollar höher als ein Jahr zuvor. Das Anwachsen der Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber dem Vereinigten Königreich um 910 Millionen Dollar im letzten Jahr kommt, nachdem sie 1967 nur um 40 Millionen Dollar gestiegen waren, vielleicht etwas überraschend. Die Zunahme erfolgte in vollem Umfang im zweiten Halbjahr 1968, wogegen in der ersten Jahreshälfte noch ein Rückgang um 170 Millionen Dollar aufgetreten war. Diese Veränderung spiegelt in der Hauptsache die Abschwächung wider, die sich im zweiten Halbjahr 1968 in der zuvor so lebhaften Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollar einstellte, sowie die Nachfragesteigerung in einigen der berichtenden Länder. Die Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber Frankreich um 490 Millionen Dollar erfolgte zu mehr als der Hälfte im zweiten Vierteljahr. Obschon die Bundesbank ihre Swappolitik intensiviert, fiel der Zustrom neuer Mittel aus Deutschland von 550 Millionen Dollar 1967 auf 310 Millionen Dollar.

Die Verbindlichkeiten gegenüber amerikanischen Deviseninländern wuchsen um 1 570 auf 3 930 Millionen Dollar. Etwa 1 100 Millionen Dollar dieser Zunahme, die zum Großteil im ersten Halbjahr 1968 erfolgte, stammten aus Geldern, welche amerikanische Unternehmen an den europäischen Anleihemärkten aufgenommen hatten, und sogar ein Teil der restlichen 470 Millionen Dollar mag die noch nicht ausgegebenen Erlöse aus Darlehen von europäischen Banken oder Niederlassungen amerikanischer Banken an US-Unternehmen widerspiegeln. Die Ausdehnung der Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Kanada war mit 390 Millionen Dollar ebenfalls recht ausgeprägt; 150 Millionen Dollar hiervon ergaben sich zur Zeit der kanadischen Währungskrise im ersten Vierteljahr 1968 und 260 Millionen Dollar im letzten Quartal. Der Zufluß von Eurodollar aus den sonstigen Ländern außerhalb des Berichtsgebietes, der mit 2 030 Millionen Dollar mehr als doppelt so hoch lag wie 1967, war recht breit gestreut.

Ein Blick auf die Verwendungsseite läßt erkennen, daß von der Gesamtzunahme der Auslandsforderungen der berichtenden Banken um 10,5 Milliarden Dollar 3,8 Milliarden Dollar gegenüber Ländern innerhalb des Berichtsgebietes selbst entstanden. Die Forderungen an die Vereinigten Staaten schwollen um 4,5 auf 10,7 Milliarden Dollar und die an Japan um 0,7 auf 1,7 Milliarden Dollar an. Die Forderungen an die übrigen Länder außerhalb des Berichtsgebietes wuchsen um 1,6 Milliarden Dollar oder um 0,3 Milliarden Dollar mehr als 1967. In der jähen Erhöhung der Forderungen an die Vereinigten Staaten, die auf einen Zuwachs um 970 Millionen Dollar im Jahre 1967 folgte, schlug sich in

der Hauptsache die lebhafte Nachfrage amerikanischer Geschäftsbanken nach Eurodollarmitteln nieder, aber in einem gewissen Ausmaß war daran auch die Kreditaufnahme am Eurodollarmarkt von US-Unternehmen des Nichtbankensektors beteiligt.

Von dem Zuwachs der Forderungen an die Gruppe der Berichtsländer um 3 810 Millionen Dollar fielen 1 890 Millionen Dollar gegenüber dem Vereinigten Königreich an und brachten im wesentlichen die Vermittlerrolle der britischen Banken (insbesondere der Londoner Niederlassungen amerikanischer Banken) im Eurodollarmarkt zum Ausdruck. Die Forderungen an Frankreich schrumpften im zweiten Quartal um 300 Millionen Dollar, nahmen aber während des restlichen Jahres um 720 Millionen Dollar zu. Die Forderungen an Deutschland, die 1967 um 170 Millionen Dollar gefallen waren, stiegen um 270 Millionen Dollar. Werden jedoch die Forderungen der Banken in den übrigen Fremdwährungen (das heißt hauptsächlich in Deutscher Mark) an die Bundesrepublik einbezogen, ergibt sich ein Zuwachs um 1 260 Millionen Dollar, wovon 1 050 Millionen Dollar auf die zweite Hälfte von 1968 entfielen.

Das Nettovolumen des Eurodollarmarktes. Die Tabelle auf Seite 163 gibt eine annähernde Vorstellung von dem am Eurodollarmarkt ausstehenden Kreditvolumen. Die auf der Herkunftsseite angegebenen Zahlenwerte basieren auf den von den Geschäftsbanken der acht berichtenden europäischen Länder gemeldeten Dollarverbindlichkeiten gegenüber Banken und Nichtbanken außerhalb des Berichtsgebietes sowie gegenüber Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebietes. Ferner wurde der Versuch gemacht, den Betrag derjenigen Mittel einzuschließen, die von den Banken selbst aus Landeswährung oder Drittwährungen in Dollar konvertiert und für Eurodollarkredite und -einlagen verwendet worden sind. In entsprechender Weise wurden die Zahlenangaben für die Verwendungsseite aus den von den Banken gemeldeten Dollarforderungen an Banken und Nichtbanken außerhalb ihres eigenen Gebietes und an Nichtbanken innerhalb ihres eigenen Gebietes abgeleitet. Sie enthalten außerdem einen geschätzten Betrag von Eurodollarmitteln, die von den Banken in Landes- oder Drittwährung umgetauscht worden sind.

Im Gegensatz zu der Tabelle auf Seite 159 sind in der Tabelle auf Seite 163 über das Nettovolumen des Marktes nicht die Interbankeinlagen innerhalb des Berichtsgebietes, jedoch die Inlandsforderungen und -verbindlichkeiten der berichtenden Banken sowie die Mittel berücksichtigt, die sie durch Umwandlungen in (bzw. von) Dollar erhalten (bzw. verwendet) haben. Der Grund dafür, lediglich die letzte Herkunft und Verwendung von Dollar, aber nicht den Interbankaspekt des Marktes zu berücksichtigen, liegt darin, daß derartige Weiterreichungen unter Banken das verfügbare Kreditangebot nicht unmittelbar vergrößern, obschon sie möglicherweise zu einem effizienteren Einsatz führen. Die Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Banken außerhalb des Berichtsgebietes müssen freilich einbezogen werden, da andernfalls diese Ströme in den Zahlen überhaupt keinen Niederschlag fänden. Zu diesem Zweck müssen die Banken außerhalb des Berichtsgebietes als endgültige Kreditgeber oder Kreditnehmer angesehen werden. In dem Maße aber, in dem diese Banken Gelder, die sie von

Banken innerhalb des Berichtsgebietes erhalten haben, wiederanlegen, können die Zahlenangaben über das Nettovolumen des Marktes auch Doppelzählungen enthalten. Eine ähnliche Doppelzählung entsteht, wenn Nichtbanken von den berichtenden Banken Eurodollar leihen und sie bis zu ihrer endgültigen Verwendung bei diesen Banken wieder einlegen. Auf der anderen Seite könnten die Zahlen das Gesamtvolumen des Eurodollarmarktes zu niedrig angeben, da sie lediglich Kreditströme enthalten, die auf ihrem Weg vom ursprünglichen Kreditgeber zum Endkreditnehmer wenigstens eine der Banken der acht berichtenden europäischen Länder passieren.

Die Positionen „Innerhalb des Berichtsgebiets“ umfassen die Inländer der acht berichtenden europäischen Länder und die Positionen „Außerhalb des Berichtsgebiets“ alle übrigen. Die Vereinigten Staaten und Kanada sind ihrer engen monetären Bindungen wegen sowie auch deshalb zusammengefaßt worden, weil kanadische Geschäftsbanken gelegentlich als Kanal für den Geldstrom zwischen Europa und den Vereinigten Staaten gedient haben. Japan und Osteuropa werden wegen ihrer Eigenschaft als Nettokreditnehmer von Eurodollarmitteln getrennt aufgeführt.

Mit Ausnahme der Vereinigten Staaten entsprechen die Zahlen für die Regionen außerhalb des Berichtsgebietes in etwa den in der Tabelle auf Seite 159 angegebenen Werten. Für die Berechnung der Positionen gegenüber den Vereinigten Staaten ergeben sich Schwierigkeiten aus der Tatsache, daß die berichtenden Banken bereits vor dem Entstehen des Eurogeldmarktes beträchtliche Dollarpositionen unterhielten, unter anderem in der Form von Transaktions- und Ausgleichs Guthaben sowie von Darlehen und Krediten. Eine Einbeziehung dieser Positionen würde eine etwas übertriebene Vorstellung von der Bedeutung des Eurodollarmarktes hervorrufen. Nach einer Untersuchung der Bankenpositionen der einzelnen berichtenden Länder war man ursprünglich zu dem Schluß gelangt, daß Ende 1964 nur etwa die Hälfte der Dollarverbindlichkeiten und etwa zwei Drittel der Dollarforderungen gegenüber den Vereinigten Staaten in die schätzungsweise Bemessung des Nettovolumens des Eurodollarmarktes einbezogen werden sollten. Seitdem ist der Eurodollarmarkt jedoch seinem Volumen und seinem Einfluß nach gewachsen, und es ist sogar noch schwieriger geworden, zwischen den Eurodollar- und den übrigen Positionen der Banken gegenüber den Vereinigten Staaten eine Unterscheidung zu treffen. Infolgedessen ist angenommen worden, daß der Hauptteil der seitdem eingetretenen raschen Ausweitung der Dollarpositionen gegenüber den Vereinigten Staaten mit dem Wachstum des Eurodollarmarktes zusammenhing. Hinsichtlich der Position der berichtenden Banken gegenüber Inländern des Berichtsgebietes machen es Verbesserungen in den verfügbaren Statistiken nunmehr möglich, die Positionen gegenüber Nichtbanken gesondert zu ermitteln, wenngleich einige größere Lücken in den Statistiken verbleiben und im Wege von Schätzungen geschlossen werden müssen.

Die Position „Banken“ auf der Verwendungsseite vermittelt eine ungefähre Vorstellung von der Höhe der Mittel, die von den Banken — sei es auf ihre eigene Initiative hin oder durch besondere Swapabschlüsse mit den Währungsbehörden — aus Landes- oder Drittwährung in Dollar umgewandelt wurden und für Ausleihungen am Eurodollarmarkt verwendet worden sind. Auch diese Gelder kommen

Volumen des Eurodollarmarktes (Schätzung)

	1964	1965	1966	1967	1968
Jahresendstand, Milliarden US-Dollar					
Herkunft					
Außerhalb des Berichtsgebiets					
Vereinigte Staaten und Kanada	1,5	1,3	1,7	2,6	4,5
Japan	—	—	—	—	0,1
Osteuropa	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Übrige Länder	2,8	3,3	4,0	4,8	6,6
Zusammen	4,6	4,9	6,1	7,9	11,8
Innerhalb des Berichtsgebiets					
Nichtbanken	1,8	2,2	2,8	3,9	5,2
Banken	2,6	4,4	5,6	5,7	8,0
Zusammen	4,4	6,6	8,4	9,6	13,2
Insgesamt	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0
Verwendung					
Außerhalb des Berichtsgebiets					
Vereinigte Staaten und Kanada	2,2	2,7	5,0	5,8	10,2
Japan	0,4	0,5	0,6	1,0	1,7
Osteuropa	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9
Übrige Länder	0,9	1,5	1,9	3,0	4,2
Zusammen	4,0	5,2	8,2	10,6	17,0
Innerhalb des Berichtsgebiets					
Nichtbanken	2,3	3,3	3,7	4,1	4,7
Banken	2,7	3,0	2,8	2,8	3,3
Zusammen	5,0	6,3	6,3	6,9	8,0
Insgesamt	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0
Netto*					
Außerhalb des Berichtsgebiets					
Vereinigte Staaten und Kanada	+ 0,7	+ 1,4	+ 3,3	+ 3,2	+ 5,7
Japan	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,6	+ 1,0	+ 1,6
Osteuropa	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,3
Übrige Länder	- 1,9	- 1,8	- 2,1	- 1,8	- 2,4
Zusammen	- 0,6	+ 0,3	+ 2,1	+ 2,7	+ 5,2
Innerhalb des Berichtsgebiets					
Nichtbanken	+ 0,5	+ 1,1	+ 0,9	+ 0,2	- 0,5
Banken	+ 0,1	- 1,4	- 3,0	- 2,9	- 4,7
Zusammen	+ 0,6	- 0,3	- 2,1	- 2,7	- 5,2

* Ein Pluszeichen gibt an, daß die betreffende Region oder Gruppe ein Nettokreditnehmer am Eurodollarmarkt ist, während ein Minuszeichen sie als Nettoanbieter kennzeichnet.

natürlich letztlich von Nichtbanken, aber sie verschmelzen in dem allgemeinen Geldsammelbecken der Banken und können nicht mit bestimmten Verbindlichkeiten identifiziert werden. Auch die von den Währungsbehörden der berichtenden Länder auf den Eurodollarmarkt zurückgeschleusten Gelder sind unter „Banken“ ausgewiesen. Ebenso wird eine Bank in dem Maße als endgültiger

Verwender von Eurodollarmitteln angesehen, in dem sie Dollar in die Landeswährung oder in Drittwährungen umtauscht. Eine wichtige Ausnahme hiervon ist jedoch getroffen worden: Dollar, die von den italienischen Banken zur Wiederausleiherung an Deviseninländer in Drittwährung umgetauscht worden sind, wurden unter „Nichtbanken“ berücksichtigt. Der Grund hierfür besteht darin, daß in diesem Fall der für diesen Zweck eingesetzte Dollarbetrag ziemlich genau geschätzt werden kann.

Aus der Tabellenübersicht geht hervor, daß sich die Nachfrage- und Angebotsstruktur des Marktes von 1964 bis 1968 ganz grundlegend geändert hat. Ende 1964 waren das berichtende europäische Gebiet, Nordamerika, Japan und Osteuropa sämtlich Nettokreditnehmer von Eurodollarmitteln, während die „übrigen Länder“ außerhalb des Gebiets, das heißt im wesentlichen der Nahe Osten, Lateinamerika und das übrige Westeuropa die einzigen Nettoanbieter waren. Seitdem hat die relative Bedeutung der „übrigen Länder“ außerhalb des Gebiets als Nettoanbieter von Eurodollarmitteln abgenommen. Statt dessen ist das Berichtsgebiet der Hauptanbieter geworden, während die Rolle Nordamerikas als eines Nettoanspruchnehmers von Eurodollarmitteln sehr hervorgetreten ist. Von Ende 1964 bis Ende 1968 erfolgte aus dem Berichtsgebiet ein Nettoabfluß von rund 5,8 Milliarden Dollar und aus den „übrigen Ländern“ außerhalb des Gebiets ein solcher von 0,5 Milliarden Dollar. Davon strömten 5,0 Milliarden Dollar nach Nordamerika (hauptsächlich in die Vereinigten Staaten) und etwa 1,2 Milliarden Dollar nach Japan. Allein auf das Jahr 1968 entfielen 2,5 Milliarden Dollar — oder rund 45 Prozent — des gesamten Nettoabflusses aus dem berichtenden Gebiet und mehr als der gesamte Abfluß aus den „übrigen Ländern“ außerhalb des Gebiets, wobei 2,5 Milliarden Dollar nach Nordamerika und 0,6 Milliarden Dollar nach Japan strömten.

Von 1964 bis 1968 stieg das gesamte Kreditvolumen des Eurodollarmarktes um rund 16 Milliarden Dollar auf eine Gesamtsumme von annähernd 25 Milliarden Dollar. Auf der Herkunftsseite lag der wichtigste Faktor des raschen Wachstums in einer Steigerung des Beitrages der Banken des Berichtsgebiets, der von etwas mehr als 2,5 Milliarden Dollar auf etwa 8 Milliarden Dollar zugenommen haben dürfte. Die kräftige Ausweitung dieses Postens im Jahre 1965 war im wesentlichen die Folge der Politik der Banca d'Italia, Terminalsicherung zum Paritätskurs anzubieten, was die italienischen Geschäftsbanken in die Lage versetzte, große Beträge von Landeswährung per Swaps in Dollar umzutauschen. Die Zunahme von 1966 ging noch immer in gewissem Maße auf die Entwicklung in Italien zurück, hatte jedoch eine wesentlich breitere Grundlage. Die Hauptursache lag in dem steilen, aus der Kreditrestriktion in den Vereinigten Staaten resultierenden Anstieg der Eurodollarsätze, der es vorteilhaft werden ließ, viele Währungen in Dollar zu konvertieren. 1967 fand kein Mittelzufluß von den berichtenden Banken mehr statt; dies war nicht nur die Folge eines vorübergehenden Rückgangs der Eurodollarsätze nach der Lockerung der Kreditverfassung in den Vereinigten Staaten und einer Belebung der heimischen Kreditnachfrage in Frankreich und Italien, es scheint auch mit einer gewissen Vertrauensabschwächung infolge der Pfundabwertung im November und der Unruhe am Goldmarkt zusammengehungen zu haben. Die Wiederherstellung des Vertrauens in den Dollar im Jahre 1968 und ihre Auswirkung

auf den Terminmärkten setzte die Banken in die Lage, die hohen Eurodollarsätze, die die straffere Kreditpolitik in den Vereinigten Staaten zum Ausdruck brachten, in beträchtlichem Umfang auszunutzen. Darüber hinaus förderte die Swappolitik der Deutschen Bundesbank Umtauschoperationen von Deutscher Mark in Dollar und, anders als Ende 1967, schleuste die Schweizerische Nationalbank zum Jahresende erhebliche Mittel auf den Eurodollarmarkt zurück. Als Ergebnis dieser verschiedenen Einflußfaktoren kann man schätzen, daß die von Banken innerhalb des Berichtsgebietes bereitgestellten Mittel 1968 um etwa 2,3 Milliarden Dollar zugenommen haben. Die von Nichtbanken angebotenen Gelder stiegen von 1964 bis 1968 von 1,8 auf 5,2 Milliarden Dollar. In dieser Ausweitung ist zum Teil die Funktion des Eurodollarmarktes als Ventil für die liquiden Mittel amerikanischer Unternehmen in Europa zu erkennen, und im Jahre 1968 war sie wohl auch der Verlagerung liquider Guthaben von französischen Franken auf Dollar zuzuschreiben.

Trotz des amerikanischen Zahlungsbilanzprogramms wuchsen auch die von Nordamerika angebotenen Mittel ganz beträchtlich. Nach einer Abnahme um 0,2 Milliarden Dollar in 1965, dem Einführungsjahr des Programms, stiegen sie von 1966 bis 1968 um 3,2 auf 4,5 Milliarden Dollar. Ungefähr 2,5 Milliarden Dollar dieser Ausweitung erfolgten gegenüber den Vereinigten Staaten und war zu einem bedeutenden Teil ein Niederschlag der Einlagen amerikanischer Unternehmen aus Mitteln, die sie an europäischen Finanzmärkten aufgenommen hatten. Die Zunahme der Mittelaufbringung außerhalb des Berichtsgebietes ohne Nordamerika um 4,2 Milliarden Dollar verteilte sich relativ gleichmäßig über die Jahre und auf die verschiedenen Regionen.

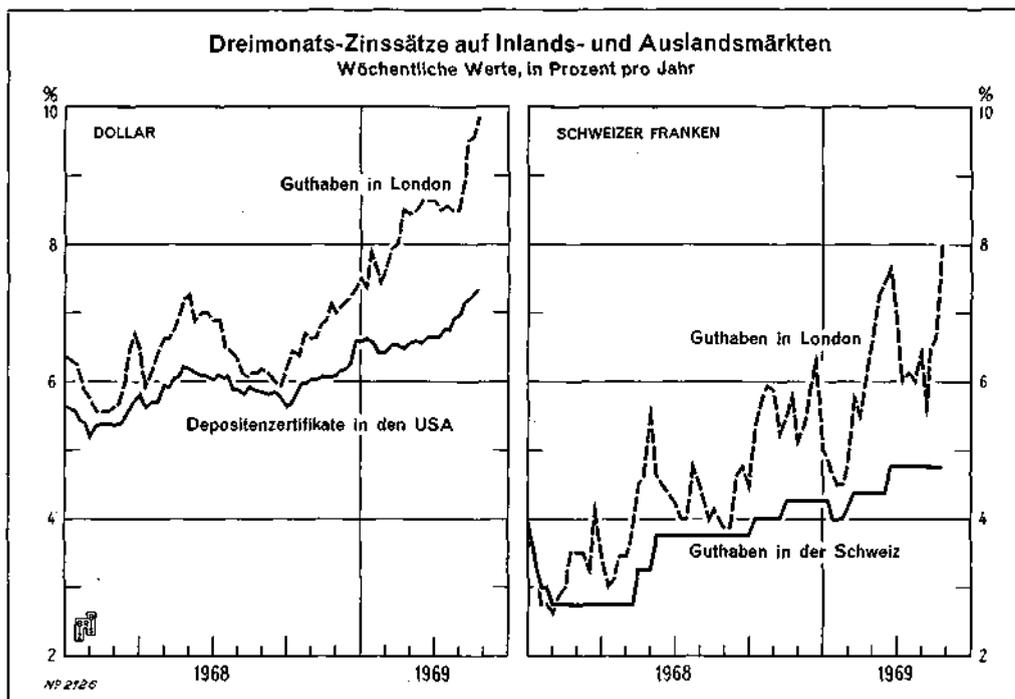
Auf der Verwendungsseite machte allein die Kreditaufnahme Nordamerikas (hauptsächlich der USA) etwa 8 Milliarden Dollar aus oder rund die Hälfte der seit 1964 eingetretenen Marktausweitung. Mit rund 2,3 bzw. 4,4 Milliarden Dollar war das Wachstum 1966 und 1968 besonders ausgeprägt; und es war im wesentlichen die Folge von Kreditaufnahmen amerikanischer Banken in Zeiten heimischer Kreditanspannung. Darüber hinaus scheint 1968 auch die direkte Kreditaufnahme amerikanischer Nichtbankunternehmen am Eurodollarmarkt von erheblicher Bedeutung gewesen zu sein. Die Kredite an die anderen Länder außerhalb des Berichtsgebietes stiegen von 1964 bis 1968 von 1,8 auf 6,8 Milliarden Dollar. Gegenüber Japan und Lateinamerika war die Zunahme besonders ausgeprägt.

Die Mittelverwendung durch Banken innerhalb des Berichtsgebietes war die einzige Position, die anscheinend nur eine relativ geringfügige Ausweitung erfahren hat. In gewissem Maße kommt darin zum Ausdruck, daß die von britischen Banken insgesamt in Pfund Sterling umgetauschten Mittel abgenommen haben; der Hauptbestimmungsfaktor lag indessen in dem Anstieg der amerikanischen Zinssätze nach 1965 in Relation zu denen in kontinentaleuropäischen Ländern. Die Ausweitung um 0,5 Milliarden Dollar im Jahre 1968 war teils Umtauschbewegungen der Banken von Dollar in Deutsche Mark und teils der Mittelaufnahme französischer Banken am Eurodollarmarkt zu Konversionen in französische Franken im letzten Quartal des Jahres zuzuschreiben. Die Kreditaufnahme durch Nichtbanken expandierte von 1964 bis 1968 von etwa 2,3 auf 4,7 Milliarden Dollar. Die Aus-

weitung um 0,6 Milliarden Dollar im Jahr 1968 erfolgte, obschon die Kreditaufnahme in Fremdwährung durch italienische Deviseninländer eine deutliche Verringerung erfuhr, und dürfte partiell die Nachfrage amerikanischer Unternehmen in Europa nach Eurodollarmitteln widerspiegeln.

Zinsentwicklung. In den ersten beiden Monaten von 1968 trug ein beträchtlicher Mittelruckflu aus der Schweiz, Deutschland und Frankreich zu der üblichen saisonbedingten Entspannung des Eurogeldmarktes bei. Anfang März indessen bewirkte die erneute Beunruhigung des Goldmarktes größere Abzüge vom Eurodollarmarkt. Obwohl der Termindollar durch die Deutsche Bundesbank, die Schweizerische Nationalbank und die Nederlandsche Bank gestützt wurde, kletterte der Londoner Satz für Dreimonats-Eurodollardepositen am 18. März auf einen Höchstwert von 7 Prozent. Das Marktklima erfuhr, nachdem der Goldpreis sich selbst überlassen wurde, zwar eine Entspannung, bevor aber die Zinssätze auch nur annähernd wieder auf ihr Mitte Februar bestehendes Niveau gefallen waren, ließ eine starke Dollarnachfrage der amerikanischen Banken den Satz auf $7\frac{1}{4}$ Prozent Ende Mai anziehen. Auch die Nachfrage aus Japan trug zum Zinsanstieg bei. Zu dieser schroffen Erhöhung der Zinssätze kam es trotz eines bemerkenswert anpassungsfähigen Angebotes; die kontinentaleuropäischen Banken verlagerten erhebliche Beträge aus Landeswährungen heraus und schränkten die Verwendung von Dollar für Inlandszwecke ein. Außerdem zogen die hohen Eurodollarsätze Mittel aus anderen Gebieten an.

Im Juni wendete sich der Zinstrend wieder um. Die sozialen Unruhen in Frankreich bewirkten beträchtliche Umwandlungen von französischen Franken



in Dollar. Darüber hinaus weitete die BIZ, um Anspannungen zur Jahresmitte zu vermeiden, ihre Eurogeldmarktanlagen aus, und die Schweizerische Nationalbank schleuste die umfangreichen Mittel zurück, die sie auf Swapbasis von den Geschäftsbanken übernommen hatte. Obschon die amerikanischen Banken ihre Kreditaufnahmen fortsetzten und die deutschen Geschäftsbanken auf eine Straffung der Swappolitik der Bundesbank hin erhebliche Abzüge vom Markt vornahmen, ging der Satz für Dreimonatsanlagen, statt wie üblich zur Jahresmitte anzusteigen, Ende Juni auf $6\frac{7}{8}$ Prozent zurück.

Im dritten Vierteljahr bewirkten die Verabschiedung des Steuerzuschlags in den Vereinigten Staaten sowie die Bekanntgabe neuer Stützungsvereinbarungen für das Pfund Sterling eine Rückbildung des Kursabschlags für den Termindollar gegenüber den meisten kontinentaleuropäischen Währungen, was einen weiteren Zustrom europäischer Gelder auf den Markt hervorrief. Der Satz für Dreimonats-einlagen gab auf 6 Prozent Anfang August nach und hielt sich bis Mitte September bei diesem Niveau. Andererseits flaute das Mittelaufkommen aus den Gebieten außerhalb Europas ab oder ging sogar, wie im Falle des Nahen Ostens, geringfügig zurück. Die amerikanischen Banken nahmen weiterhin Kredite am Markte auf, nunmehr jedoch hauptsächlich wegen des Rückganges der Eurodollarsätze. Das Zinsagio von Dreimonats-Eurodollar gegenüber Dollardepositen-zertifikaten in New York, das in der zweiten Maihälfte auf nahezu 1 Prozent gestiegen war, ging im Verlaufe des Juli auf ungefähr $\frac{1}{4}$ Prozent zurück und verharrte bis zur zweiten Septemberhälfte auf etwa diesem Niveau, was bedeutete, daß Eurodollar für amerikanische Banken billiger waren als heimische Mittel. Ferner entstand im letzten Teil des Monats August sowie im September eine erhebliche Nachfrage nach Dollar zum Umtausch in Deutsche Mark, wogegen die deutschen Geschäftsbanken im Juli und — infolge der Reaktivierung der Swappolitik der Bundesbank — im September per Saldo Mittel an den Eurodollarmarkt abgaben.

Die Vorbereitungen für das Jahresende lösten gegen Ende September einen neuen Anstieg des Satzes für Dreimonatseinlagen in Eurodollar aus. Eine beachtliche Zunahme der Nachfrage französischer Banken nach Eurodollarmitteln und die Verwendung von Eurodollar zum Umtausch in Deutsche Mark hielten den Aufwärtstrend der Zinssätze für den größten Teil von Oktober und November hindurch aufrecht. Der erneute Zinsauftrieb in den Vereinigten Staaten mag zwar ebenfalls etwas zu der Aufwärtsbewegung der Eurodollarsätze beigetragen haben, doch weiteten die amerikanischen Banken ihre Eurodollarverschuldung nicht über den in der zweiten Septemberhälfte erreichten Höchstwert hinaus aus.

Nachdem der Satz für Dreimonatseinlagen am Eurodollarmarkt auf dem Höhepunkt der Währungsunruhe $7\frac{1}{8}$ Prozent erreichte, stellte er sich Anfang Dezember auf 7 Prozent — ein Niveau, das im Hinblick auf die Jahreszeit keineswegs als ungewöhnlich angesehen werden kann. Während aber in früheren Jahren die Sätze im restlichen Verlauf des Monats gewöhnlich zurückgegangen waren, stiegen sie diesmal weiter an, obwohl die Schweizerische Nationalbank Jahresendmittel in Höhe von 746 Millionen Dollar zurückschleuste, in erheblichem Umfang Gelder aus Deutschland zurückflossen und die BIZ ihre Swaplinie mit der Federal

Reserve in Anspruch nahm. Ein wichtiger Faktor für die anhaltende Versteifung des Marktklimas war die Verschärfung der französischen Devisenkontrollen. Den Haupteinfluß übte aber die erneute Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten aus, deren Folge war, daß die amerikanischen Banken wiederum als Kreditnehmer vorherrschten. In den zwei Wochen nach der Erhöhung des amerikanischen Diskontsatzes lag dies noch nicht so offen zutage, im Laufe des Januar jedoch stiegen die Verbindlichkeiten der amerikanischen Banken gegenüber ihren ausländischen Niederlassungen um 2,6 Milliarden Dollar und um eine weitere Milliarde in den darauffolgenden zwei Monaten.

Zunächst traf die Nachfrage der amerikanischen Banken nach Eurodollarmitteln auf ein elastisches Angebot. Der Satz für Dreimonats-Dollareinlagen wich, nachdem er im Januar 8 Prozent gestreift hatte, in der zweiten Monatshälfte auf rund $7\frac{1}{2}$ Prozent zurück. In der Folgezeit aber begann das Aufkommen neuer Mittel zu versiegen. Im Februar und März nahmen die deutschen Geschäftsbanken große Abzüge vom Eurodollarmarkt vor, und auch die französischen Banken gingen zu einer beträchtlichen Repatriierung über. Anfang Februar begann die Banca d'Italia, die Kosten der Terminsicherung für Dollar/Lira-Swaps zu erhöhen, und am 22. März wurden die italienischen Banken aufgefordert, ihre Nettoauslandsforderungen von damals 800 Millionen Dollar schrittweise abzubauen. Am 3. April schrieben die belgischen Währungsbehörden für die Auslandspositionen der belgischen Geschäftsbanken Plafonds vor, und die Schweizerische Nationalbank suchte den Reexport derjenigen Gelder zu erschweren, die die Schweizer Geschäftsbanken zur Deckung ihres Quartalsendbedarfs im März repatriiert hatten. Der Zins für Dreimonatseinlagen in Dollar überschritt in der zweiten Februarhälfte 8 Prozent und verharrte im März und April nahe am einmalig hohen Niveau von $8\frac{1}{2}$ Prozent. Gleichzeitig stieg das Agio der Sätze für Eurodollareinlagen gegenüber den Marktsätzen für Depositenzertifikate in New York auf das Rekordniveau von 2 Prozent. Anfang Mai war die Nachfrage nach Eurodollar zum Umtausch in Deutsche Mark ein Faktor, der wesentlich zu der Aufwärtsbewegung beitrug, die den Satz schließlich auf $10\frac{1}{2}$ Prozent Ende des Monats hinauftrieb.

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der berichtenden Banken in den einzelnen Ländern gegenüber Devisenausländern¹

	Monatsende	Verbindlichkeiten		Forderungen		Nettoposition		
		Landeswährung	Fremdwährung	Landeswährung	Fremdwährung	Landeswährung	Fremdwährung	Insgesamt
Millionen US-Dollar								
Belgien-Luxemburg	1967 Dezember	490	1 950	190	1 480	- 300	- 470	- 770
	1968 März	530	2 110	240	1 610	- 290	- 500	- 790
	Juni	620	2 420	270	1 980	- 350	- 440	- 790
	September	610	2 520	310	2 080	- 300	- 440	- 740
	Dezember	600	2 670	330	2 320	- 270	- 350	- 620
Deutschland (BR)	1967 Dezember	1 830	350	1 230	1 170	- 600	820	220
	1968 März	1 800	350	1 500	1 330	- 300	980	680
	Juni	1 930	400	1 640	950	- 290	560	270
	September	2 410	510	1 700	1 300	- 710	790	80
	Dezember	3 030	580	1 500	1 640	-1 530	1 060	- 470
Frankreich	1967 Dezember	1 070	2 590 ²	290	2 850 ²	- 780	260	- 520
	1968 März	1 170	3 390	360	3 600	- 810	210	- 600
	Juni	890	2 980	560	3 780	- 430	780	350
	September	810	3 390	550	4 190	- 280	800	540
	Dezember	700	4 640	390	4 650	- 310	20	- 290
Italien	1967 Dezember	550	2 920	200	2 940	- 350	20	- 330
	1968 März	510	2 980	200	2 950	- 310	30	- 340
	Juni	550	3 080	240	3 160	- 310	80	- 230
	September	540	3 160	270	3 620	- 270	460	190
	Dezember	600	3 730	300	4 470	- 300	740	440
Niederlande	1967 Dezember	520	1 120	290	1 200	- 230	80	- 150
	1968 März	490	1 270	310	1 310	- 180	40	- 140
	Juni	600	1 350	350	1 480	- 250	110	- 140
	September	560	1 370	360	1 460	- 180	90	- 90
	Dezember	620	1 460	430	1 560	- 190	100	- 90
Schweden	1967 Dezember	190	270	100	630	- 90	360	270
	1968 März	190	260	70	580	- 120	320	200
	Juni	200	300	70	600	- 130	300	170
	September	190	310	60	650	- 130	340	210
	Dezember	230	300	90	700	- 140	400	260
Schweiz ²	1967 Dezember	2 450	2 800	1 800	4 280	- 650	1 480	830
	1968 März	2 750	2 970	2 200	4 660	- 550	1 690	1 140
	Juni	3 100	3 050	2 460	5 170	- 640	2 120	1 480
	September	3 050	3 390	2 680	5 400	- 390	2 010	1 620
	Dezember	3 180	3 350	2 580	5 610	- 600	2 260	1 660
Vereinigtes Königreich	1967 Dezember	4 810	10 520	3 300	10 500	-1 510	- 20	-1 530
	1968 März	4 790	12 150	3 530	12 100	-1 260	- 50	-1 310
	Juni	4 750	14 660	3 900	14 570	- 850	- 90	- 940
	September	4 780	15 690	3 850	15 530	- 930	- 160	-1 090
	Dezember	4 840	17 130	4 050	17 060	- 790	- 70	- 860
Zusammen	1967 Dezember	11 910	22 520	7 400	25 050	-4 510	2 530	-1 980
	1968 März	12 230	25 480	8 410	28 140	-3 820	2 660	-1 160
	Juni	12 740	28 240	9 490	31 660	-3 250	3 420	170
	September	12 950	30 340	9 780	34 230	-3 170	3 890	720
	Dezember	13 800	33 860	9 670	38 020	-4 130	4 160	30
Kanada	1967 Dezember	540	2 370	60	3 500	- 480	1 130	650
	1968 März	500	2 320	60	3 420	- 440	1 100	660
	Juni	520	2 450	70	3 660	- 450	1 210	760
	September	550	2 580	80	3 870	- 470	1 390	920
	Dezember	610	2 750	80	4 240	- 530	1 490	960
Japan	1967 Dezember	370	3 740	-	3 700	- 370	- 40	- 410
	1968 März	400	3 880	-	3 670	- 400	- 210	- 610
	Juni	360	3 920	-	3 890	- 360	- 30	- 390
	September	370	3 900	-	4 070	- 370	170	200
	Dezember	370	4 210	-	4 450	- 370	240	130

¹ Die Angaben dieser Tabelle beruhen teilweise auf anderen Quellen als die im übrigen Teil dieses Kapitels verwendeten Zahlen und sind daher mit diesen nicht vergleichbar. ² Nur Positionen gegenüber Banken.

² Einschließlich Eurodevisenforderungen und -verbindlichkeiten der BIZ.

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken von 10 Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern

	Monatsende	US-Dollar			Andere Währungen ¹		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition
		Millionen US-Dollar					
Belgien-Luxemburg	1967 Dezember	890	970	90	1 050	470	— 580
	1968 März	990	1 020	30	1 110	560	— 550
	Juni	1 120	1 320	200	1 260	620	— 660
	September	1 180	1 370	190	1 310	660	— 650
	Dezember	1 310	1 460	150	1 330	810	— 520
Deutschland (BR)	1967 Dezember	280	1 030	750	60	120	60
	1968 März	280	1 140	860	60	160	100
	Juni	330	750	420	60	180	120
	September	420	1 160	740	80	120	40
	Dezember	510	1 490	980	60	120	60
Frankreich	1967 Dezember	1 700 ²	1 890 ²	190	890 ²	970 ²	80
	1968 März	2 150	2 390	240	1 240	1 210	— 30
	Juni	1 890	2 690	800	1 090	1 070	— 20
	September	2 040	2 980	940	1 350	1 210	— 140
	Dezember	3 040	3 430	390	1 600	1 230	— 370
Italien	1967 Dezember	2 140	2 260	120	780	680	— 100
	1968 März	2 010	2 140	130	960	810	— 150
	Juni	1 920	2 250	330	1 160	900	— 260
	September	2 050	2 540	490	1 100	1 060	— 40
	Dezember	2 630	3 200	570	1 090	1 250	160
Niederlande	1967 Dezember	810	650	— 160	300	480	180
	1968 März	910	780	— 130	360	480	120
	Juni	870	820	— 50	450	560	110
	September	880	880	—	500	570	70
	Dezember	970	990	20	500	560	60
Schweden	1967 Dezember	170	350	180	90	260	170
	1968 März	160	370	210	90	190	100
	Juni	180	430	250	120	170	50
	September	200	420	220	110	210	100
	Dezember	210	490	280	90	190	100
Schweiz ³	1967 Dezember	2 430	3 520	1 090	310	610	300
	1968 März	2 680	3 850	1 170	350	760	410
	Juni	2 630	4 340	1 710	340	670	330
	September	2 840	4 370	1 530	400	850	450
	Dezember	2 820	4 390	1 570	410	1 020	610
Vereinigtes Königreich . .	1967 Dezember	9 690	9 210	— 480	670	990	320
	1968 März	11 100	10 580	— 520	940	1 240	300
	Juni	13 420	12 960	— 460	1 080	1 370	280
	September	14 130	13 710	— 420	1 370	1 540	170
	Dezember	15 380	14 980	— 400	1 590	1 800	210
Zusammen	1967 Dezember	18 110	19 880	1 770	4 150	4 580	430
	1968 März	20 280	22 270	1 990	5 110	5 410	300
	Juni	22 360	25 560	3 200	5 590	5 540	— 50
	September	23 740	27 430	3 690	6 220	6 220	—
	Dezember	26 870	30 430	3 560	6 670	6 980	310
Kanada	1967 Dezember	2 370	3 440	1 070	10 ⁴	70 ⁴	60
	1968 März	2 320	3 350	1 030	10 ⁴	70 ⁴	60
	Juni	2 430	3 580	1 150	20 ⁴	80 ⁴	60
	September	2 550	3 880	1 330	30 ⁴	90 ⁴	60
	Dezember	2 700	4 130	1 430	50 ⁴	110 ⁴	60
Japan	1967 Dezember	3 480	3 340	— 150	250	340	90
	1968 März	3 640	3 350	— 290	250	300	50
	Juni	3 660	3 580	— 80	270	290	20
	September	3 600	3 740	140	320	300	— 20
	Dezember	3 930	4 090	160	300	350	50

¹ £, sfr, hfl, DM, FF und Lit. und -verbindlichkeiten der BIZ.

² Nur Positionen gegenüber Banken.

³ Einschließlich Eurodevisenforderungen

⁴ Alle anderen Währungen, vorwiegend £.

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken von 10 Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland der jeweiligen Währung

	Monatsende	US-Dollar			Andere Währungen ¹			
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition	
		Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg	1967 Dezember	730	700	— 30	720	160	— 560	
	1968 März	790	740	— 50	700	230	— 470	
		Juni	870	1 010	140	870	250	— 620
		September	950	1 020	70	880	270	— 610
Dezember	1 060	1 060	—	860	350	— 510		
Deutschland (BR)	1967 Dezember	240	680	440	20	10	— 10	
	1968 März	230	950	720	20	—	— 20	
		Juni	280	520	240	20	10	— 10
		September	370	860	490	30	10	— 20
Dezember	450	960	510	20	—	— 20		
Frankreich	1967 Dezember	1 480 ²	1 360 ²	— 120	580 ²	600 ²	20	
	1968 März	1 910	1 760	— 150	730	870	140	
		Juni	1 640	1 900	260	710	690	— 20
		September	1 680	1 930	250	880	700	— 180
Dezember	2 600	2 320	— 280	1 140	710	— 430		
Italien	1967 Dezember	1 990	2 010	20	450	420	— 30	
	1968 März	1 880	1 930	50	490	550	60	
		Juni	1 740	1 990	250	640	620	— 20
		September	1 880	2 270	390	660	740	80
Dezember	2 480	2 910	430	620	870	250		
Niederlande	1967 Dezember	740	520	— 220	170	270	100	
	1968 März	780	640	— 140	240	310	70	
		Juni	750	650	— 100	300	400	100
		September	750	690	— 60	350	370	20
Dezember	860	840	— 20	320	310	— 10		
Schweden	1967 Dezember	150	250	100	50	80	30	
	1968 März	140	250	110	40	60	20	
		Juni	160	320	160	50	70	20
		September	180	310	130	60	100	40
Dezember	190	330	140	60	70	10		
Schweiz ³	1967 Dezember	2 120	2 990	870	190	240	50	
	1968 März	2 430	3 090	660	180	330	150	
		Juni	2 360	3 550	1 190	200	280	80
		September	2 500	3 520	1 020	240	390	150
Dezember	2 500	3 540	1 040	260	480	220		
Vereinigtes Königreich	1967 Dezember	8 180	5 120	—3 060	.	.	.	
	1968 März	9 140	5 420	—3 720	.	.	.	
		Juni	10 750	5 830	—4 920	.	.	.
		September	11 340	6 360	—4 980	.	.	.
Dezember	12 580	7 720	—4 860	.	.	.		
Zusammen	1967 Dezember	15 830	13 630	—2 000	.	.	.	
	1968 März	17 300	14 780	—2 520	.	.	.	
		Juni	18 550	15 770	—2 780	.	.	.
		September	19 650	16 960	—2 690	.	.	.
Dezember	22 720	19 680	—3 040	.	.	.		
Kanada	1967 Dezember	1 590	1 250	— 340	—	40 ⁴	40	
	1968 März	1 630	1 360	— 270	—	40 ⁴	40	
		Juni	1 710	1 370	— 340	10 ⁴	50 ⁴	40
		September	1 960	1 470	— 490	20 ⁴	50 ⁴	30
Dezember	2 190	1 800	— 390	30 ⁴	80 ⁴	50		
Japan	1967 Dezember	990	830	— 160	60	190	130	
	1968 März	1 150	850	— 300	60	150	90	
		Juni	1 240	970	— 270	40	130	90
		September	1 340	1 060	— 280	40	150	110
Dezember	1 450	1 240	— 210	30	170	140		

¹ £, sfr, DM, hfl, FF und Lit. und -verbindlichkeiten der BIZ.

² Nur Positionen gegenüber Banken.

³ Einschließlich Eurodevisenforderungen

⁴ Alle anderen Währungen, vorwiegend £.

VI. DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSABKOMMEN

Das Europäische Währungsabkommen (EWA), das am 27. Dezember 1958 in Kraft trat, dient als Rahmen für die Zusammenarbeit zwischen den Währungsbehörden der 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 der finanziellen Abkommensoperationen betraut.

Verlängerung des Abkommens

Im Jahre 1965 war das Abkommen auf drei Jahre bis zum 31. Dezember 1968 verlängert worden. Gemäß dem damals erhaltenen Auftrag schritt das Direktorium im vergangenen Jahr zu einer umfassenden Überprüfung der Funktionsweise des Abkommens mit dem Ziel, dem Rat die Bedingungen für die Fortführung des Abkommens über das Jahr 1968 hinaus vorzuschlagen. Das Direktorium kam zu dem Schluß, daß das Abkommen unverändert auf weitere drei Jahre bis zum 31. Dezember 1971 verlängert werden sollte, empfahl aber, einige kleinere technische Änderungen in den für seine Anwendung geltenden Weisungen vorzunehmen. Während die Bestimmungen des Abkommens jederzeit abgeändert werden können, soll im Hinblick auf seine Verlängerung über das Jahr 1971 hinaus bis September jenes Jahres auf alle Fälle eine weitere allgemeine Untersuchung über die Funktionsweise des Abkommens durchgeführt werden.

Die Geschäfte im Rahmen des Abkommens

Europäischer Fonds. Ende März 1968 betrug die Summe der ausstehenden Kredite 125 Millionen Dollar* — soviel wie noch nie zuvor seit Beginn des Abkommens. Hiervon entfielen 95 Millionen Dollar auf den sechsten und den siebten Kredit an die Türkei und 30 Millionen Dollar auf einen Kredit an Griechenland.

Im Juni 1968 ersuchten die türkischen Behörden in Anbetracht eines unvorhergesehenen Rückgangs der Deviseneinnahmen um einen mittelfristigen Kredit, mit dessen Hilfe sie eine Importbeschränkung vermeiden wollten, die mit der Durchführung des zweiten türkischen Fünfjahresplanes nicht zu vereinbaren gewesen wäre. Um die zeitlichen Voraussetzungen für eine gründlichere Untersuchung der türkischen Lage als Basis für eine Empfehlung an den Rat zu schaffen,

* In Dollar werden in diesem Kapitel (außer in den Tabellen) auch Gold und EWA-Rechnungseinheiten ausgedrückt.

räumte das Direktorium mit Wirkung vom 28. Juni der Türkei einen sechsmonatigen Kredit von 25 Millionen Dollar ein. Es machte damit erstmals von der Befugnis zur Gewährung höchstens einjähriger Kredite von nicht mehr als 50 Millionen Dollar Gebrauch, die der Rat im Jahre 1965 an das Direktorium delegiert hatte. Die Türkei rief diesen achten Kredit, dessen beanspruchten Betrag sie zu 3 Prozent p. a. zu verzinsen hatte, binnen einer Woche nach seinem Verfügbarwerden in voller Höhe ab und verwendete davon 5 Millionen Dollar, um die am 30. Juni fällige erste Tilgungsrate für den sechsten Kredit des Europäischen Fonds zu zahlen.

Nach einer weiteren Untersuchung der wirtschaftlichen Aussichten der Türkei im Dezember empfahl das Direktorium dem Rat, der Türkei mit Wirkung vom 27. Dezember 1968 — dem Tage, an dem der kurzfristige Kredit zur Rückzahlung fällig wurde — einen neuen Kredit von 25 Millionen Dollar zu gewähren, und zwar auf sechzehn Monate bis zum 30. April 1970 und zu 3,5 Prozent p. a. Der Rat kam dieser Empfehlung nach, und die türkischen Behörden nahmen den neuen Kredit sofort in voller Höhe in Anspruch, um damit die Rückzahlung des achten Kredits zu finanzieren.

An den Fälligkeitsdaten von Ende Dezember 1968 und Ende März 1969 zahlte die Türkei die zweite und dritte Rate von je 5 Millionen Dollar zur Tilgung des sechsten Kredits. Dadurch verringerte sich der ausstehende Betrag dieses Kredits auf 55 Millionen Dollar. Unter Einschluß der je 25 Millionen Dollar des siebten und des neunten Kredits schuldete die Türkei Ende März 1969 insgesamt 105 Millionen Dollar. Der Betrag der diesem Lande gewährten Hilfe hat sich damit im Laufe des Jahres per Saldo um 10 Millionen Dollar erhöht.

Gegen Ende Oktober 1968 ersuchte Island zur Stützung seiner Reserven um eine Hilfe aus dem Europäischen Fonds. Das Direktorium gewährte Island daraufhin mit Wirkung vom 15. November 1968 einen sechsmonatigen Kredit von 5 Millionen Dollar zu 3 Prozent p. a.; er wurde am 20. November 1968 in voller Höhe beansprucht. Es war dies der dritte Kredit, den Island vom Europäischen Fonds erhielt.

Am 20. Januar 1969 zahlte Griechenland die am 7. Februar 1969 fällige erste Rate von 5 Millionen Dollar zur Tilgung des von ihm geschuldeten Kredits von 30 Millionen Dollar.

Alle diese Transaktionen sind in der nachstehenden Tabelle berücksichtigt, die über die Inanspruchnahme von Krediten des Europäischen Fonds unterrichtet, und zwar für Februar 1959 (den Monat der ersten Kreditgewährungen), für das Ende jedes der Jahre 1959–1966 sowie danach bis März 1969 für jeden Monat, in dem Veränderungen erfolgten — jeweils am Wertstellungstag für den multilateralen Zahlungsausgleich (fünfter Werktag des folgenden Monats).

Von Juni 1959 (dem Monat der ersten Kreditinanspruchnahme) bis März 1969 wurden in einunddreißig Ziehungen insgesamt 399,5 Millionen Dollar beansprucht; hiervon sind 264,5 Millionen zurückgezahlt worden. Ende März 1969 wurden somit 135 Millionen Dollar geschuldet, und zwar 105 Millionen von der Türkei, 25 Millionen von Griechenland und 5 Millionen von Island.

EWA: Inanspruchnahme der Kredite des Europäischen Fonds

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Griechenland		Island		Spanien		Türkei		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	—	—	—	50,0	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											
Dezember	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966											
Dezember	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967											
März	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0
Juni	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968											
Juni	—	30,0	—	—	—	—	—	115,0	—	145,0	145,0
November	—	30,0	—	5,0	—	—	—	115,0	—	150,0	150,0
Dezember	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969											
Januar	—	25,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	140,0	140,0
März	—	25,0	—	5,0	—	—	—	105,0	—	135,0	135,0

Multilateraler Zahlungsausgleich. Die folgende Tabelle unterrichtet über den multilateralen Zahlungsausgleich seit dem Inkrafttreten des Abkommens.

In den ersten Jahren wurden größtenteils Salden aus bilateralen Zahlungsabkommen zwischen Mitgliedsländern abgerechnet, und in der allmählichen Schrumpfung des Abrechnungsvolumens von 15 Millionen Dollar im Jahre 1959 auf rund 1 Million Dollar im Jahre 1964 spiegelte sich die sukzessive Beendigung dieser Abkommen wider. Zu Abrechnungen zwecks Inanspruchnahme der Kursgarantie für Guthaben, die die Zentralbanken von Mitgliedsländern in der Währung anderer Mitgliedsländer besitzen, kam es in den Jahren bis 1964 nur dreimal; die betreffenden Beträge waren jeweils gering.

Im Oktober 1964 lief das letzte noch bestehende bilaterale Zahlungsabkommen zwischen zwei Mitgliedsländern — dasjenige zwischen Griechenland und der Türkei — ab, und von da an ruhte der Zahlungsausgleich drei Jahre lang.

EWA: Multilateraler Zahlungsausgleich

Mitgliedsländer	Zahlungen aus dem (+) und an den (—) Fonds				Saldo
	1959-64	1967	1968	1959-68	
	Tausend US-Dollar				
Belgien	—	+ 633	—	+ 633	+ 633
Dänemark	+ 240 — 150	+ 1 830 — 2 434	+ 9	+ 2 079 — 2 584	— 505
Deutschland (BR)	—	+ 3 444	—	+ 3 444	+ 3 444
Frankreich	—	+ 1 383	—	+ 1 383	+ 1 383
Griechenland	+ 689 — 28 762	+ 1 210	—	+ 1 898 — 28 762	— 26 864
Island	— 24	+ 306 — 9	— 9	+ 306 — 42	+ 264
Italien	+ 243	+ 1 047	—	+ 1 290	+ 1 290
Niederlande	+ 1 400 — 1 378	+ 1 604	—	+ 3 004 — 1 378	+ 1 626
Norwegen	+ 889 — 2 505	+ 12	—	+ 902 — 2 505	— 1 604
Österreich	+ 25 083	+ 823	—	+ 25 906	+ 25 906
Portugal	—	+ 1 926	—	+ 1 926	+ 1 926
Schweden	— — 243	+ 2 447	—	+ 2 447 — 243	+ 2 204
Schweiz	—	+ 2 338	—	+ 2 338	+ 2 338
Spanien	—	+ 53	—	+ 53	+ 53
Türkei	+ 9 212 — 4 694	+ 132	—	+ 9 344 — 4 694	+ 4 650
Vereinigtes Königreich	—	+ 624 — 17 368	—	+ 624 — 17 368	— 16 744
Insgesamt	37 756	19 812	9	57 576	—

Erst im November 1967 kam es wieder zu Abrechnungen, als mehrere Mitgliedsländer ihre Währungsparität änderten und daraufhin die Kursgarantie in Anspruch genommen wurde. Am 21. November 1968 schließlich wurde auf Grund der Abwertung der isländischen Krone ein Guthaben von 8 620 Dollar in die Sonderabrechnung eingebracht. Das bisherige Gesamtvolumen des multilateralen Zahlungsausgleichs beträgt 57,6 Millionen Dollar.

Zwischenfinanzierungsbeträge sind seit März 1963 nicht mehr beansprucht worden.

Ausweis des Europäischen Fonds

Die geschilderten Geschäfte des Fonds kommen in seinem zusammengefaßten 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 Dezember	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Dezember	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 Januar	82,2	123,5	297,9	142,8	646,5	607,5	39,0
Februar	82,3	123,5	297,9	142,8	646,6	607,5	39,1
März	82,4	123,5	297,9	142,8	646,7	607,5	39,2
April	82,5	123,5	297,9	142,8	646,8	607,5	39,3
Mai	82,7	123,5	297,9	142,8	647,0	607,5	39,5
Juni	65,2	123,5	297,9	162,8	649,5	607,5	42,0
Juli	64,9	123,5	297,9	162,8	649,2	607,5	41,7
August	65,1	123,5	297,9	162,8	649,4	607,5	41,9
September	65,3	123,5	297,9	162,8	649,6	607,5	42,1
Oktober	65,5	123,5	297,9	162,8	649,8	607,5	42,3
November	60,6	123,5	297,9	167,8	649,9	607,5	42,4
Dezember	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 Januar	76,3	123,5	297,9	155,1	652,8	607,5	45,3
Februar	76,5	123,5	297,9	155,1	653,0	607,5	45,5
März	81,6	123,5	297,9	150,1	653,1	607,5	45,6

Die Kredite und Forderungen — bei Geschäftsbeginn bestehend aus den von der Europäischen Zahlungsunion übernommenen langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei in Höhe von 35 Millionen Dollar — stellten sich Ende März 1968 auf 142,8 Millionen Dollar. Davon entfielen 125 Millionen auf ausbezahlte Kredite und 17,8 Millionen auf die verbliebenen langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei. Im November 1968 stieg der Gesamtbetrag infolge der erwähnten Ziehungen der Türkei und Islands auf einen Höchststand von 167,8 Millionen Dollar. Die achte jährliche Zahlung Norwegens und der Türkei in Höhe von 2,7 Millionen Dollar im Dezember zur Tilgung ihrer langfristigen Verpflichtungen und die erwähnten Rückzahlungen der Türkei und Griechenlands ließen ihn dann wieder sinken. Ende März 1969 stellte er sich auf 150,1 Millionen Dollar.

Somit sind die nichtliquiden Aktiva des Fonds während des Jahres um 7,2 Millionen Dollar gestiegen. Der nichtverteilte Jahresüberschuß erhöhte sich in diesem Zeitraum nicht ganz so sehr, nämlich um 6,4 Millionen Dollar. Die liquiden Vermögenswerte des Fonds nahmen dementsprechend um den geringfügigen Betrag von 0,8 Millionen Dollar ab.

Im Berichtszeitraum ist kein Kapital zur Einzahlung aufgerufen worden, so daß die Beitragsverpflichtungen von Mitgliedsländern auf ihrem Stand von 297,9 Millionen Dollar blieben. Darüber hinaus kann, sobald die eingezahlten Beiträge von Mitgliedsländern einen Stand von 148 Millionen Dollar (entsprechend dem 1958 auf den Fonds übertragenen aktiven EZU-Kapital) erreicht haben, auf die von der EZU auf den Europäischen Fonds übertragene noch offene Einzahlungsverpflichtung der Vereinigten Staaten in Höhe von 123,5 Millionen Dollar zurückgegriffen werden, insoweit die Mitgliedsländer im gleichen Umfang Zahlungen auf Grund ihrer eigenen Beitragsverpflichtungen leisten. Gegenwärtig belaufen sich die eingezahlten Beiträge der Mitgliedsländer auf 38 Millionen Dollar, so daß zusammen mit dem früheren aktiven EZU-Kapital von 148 Millionen Dollar dem Fonds ein einbezahltes Kapital von 186 Millionen Dollar zur Verfügung steht. Das in der Tabelle ausgewiesene Fondskapital von 607,5 Millionen umfaßt auch die erwähnten Beitragsverpflichtungen.

Der Einnahmenüberschuß war im Kalenderjahr 1968 dank dem umfangreichen durchschnittlichen Volumen der Kreditforderungen sowie dank den hohen Erträgen aus den liquiden Dollar-Anlagen des Fonds mit 7,5 Millionen Dollar so groß wie noch nie. Der seit Geschäftsbeginn insgesamt erzielte Netto-Einnahmenüberschuß stieg dadurch auf 53,7 Millionen Dollar. Der Zins auf die Beiträge der Mitgliedsländer wurde wiederum so bemessen, daß er zusammen mit den Ausschüttungen aller früheren Perioden 90 Prozent des Anteils am Einnahmenüberschuß des Fonds ausmachte, der dem betreffenden Land zugekommen wäre, wenn der Fonds am Ende der für die Zinszahlung maßgeblichen Periode liquidiert worden wäre. Für 1968 wurden 1,2 Millionen Dollar ausgezahlt, wodurch sich der Gesamtbetrag aller bisher in Gold an Mitgliedsländer gezahlten Zinsen auf 8,6 Millionen Dollar erhöhte. Dies entspricht, bezogen auf die eingezahlte Beitragssumme von zur Zeit 38 Millionen Dollar, einer durchschnittlichen Verzinsung von 2,4 Prozent pro Jahr. Nachdem im Januar 1969 die Beitragszinsen für das zweite Halbjahr 1968 gezahlt worden waren, stellte sich der nichtverteilte Einnahmenüberschuß auf 45,3 Millionen Dollar. Hiervon waren 39,8 Millionen Dollar dem auf den Fonds übertragenen aktiven EZU-Kapital von 148 Millionen Dollar zuzurechnen. Der Rest bestand fast ausschließlich aus den noch nicht zugeteilten 10 Prozent des Einnahmenüberschusses.

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, der verschiedenen OECD-Ausschüsse und gelegentlich auch eigens bestellter Missionen. Es tritt nach Bedarf zusammen, in der letzten

Zeit etwa sechsmal jährlich. Im Dezember 1968 ernannte der Rat Herrn Hay von der Schweizerischen Nationalbank 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. Ferner stellt sie zuhanden des Direktoriums monatliche Statistiken zusammen, die ihm den Überblick über die internationale Finanzentwicklung erleichtern sollen und die der Vertreter der Bank in den Sitzungen des Direktoriums regelmäßig kommentiert.

Seit 1963 ist die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich auch beauftragt, vertrauliche Mitteilungen über den Abschluß und die Inanspruchnahme von koordinierten bilateralen Vereinbarungen zur Stützung der Währung eines EWA-Landes an die beteiligten Zentralbanken weiterzuleiten. Im Berichtszeitraum sind einige solche Vereinbarungen neu geschlossen bzw. verlängert worden, so daß sich die mit der Meldung von Stützungsoperationen zwischen EWA-Zentralbanken zusammenhängende Tätigkeit der Bank beträchtlich erweitert hat.

VII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Auch im letzten Jahr, das wiederum reich an Ereignissen war, lag die Notwendigkeit einer engen monetären Zusammenarbeit der Zentralbanken offen zutage, und die Bank spielte in diesem Bereich eine Rolle von weiterhin zunehmender Bedeutung.

Die Bank wirkte vermehrt an den Gruppenvereinbarungen mit, die von wichtigen Zentralbanken zur Milderung von Anspannungen im internationalen Währungssystem getroffen wurden, und diente auch als Zwischenstation für die zu diesem Zweck bereitgestellten Fazilitäten. Zu diesen Vereinbarungen gehören die neue Fazilität von 2 Milliarden Dollar, die im September 1968 zugunsten der Bank von England bereitgestellt wurde und die in diesem Kapitel als „Zweite Gruppenvereinbarung“ bezeichnet wird (siehe auch Kapitel IV dieses Berichts), und die Fazilitäten von 1,3 bzw. 2 Milliarden Dollar, die im Juli bzw. November 1968 der Bank von Frankreich eingeräumt wurden. Der Tätigkeitsbereich der Bank wurde auch durch Anbahnung neuer Geschäftsbeziehungen zu einer Reihe von Zentralbanken erweitert. Hingegen blieb der Gesamtbetrag der Swapvereinbarungen zwischen der Federal Reserve Bank von New York und der BIZ im Berichtsjahr unverändert bei 1 600 Millionen Dollar, von denen 600 Millionen Dollar gegen Schweizer Franken und 1 000 Millionen Dollar gegen andere europäische Währungen gezogen werden können. Wie schon in früheren Jahren hat sich die Bank gemeinsam mit bestimmten Zentralbanken an konzertierten Aktionen beteiligt, die der Abschwächung unerwünschter Anspannungen an den Märkten, insbesondere am Eurodollarmarkt galten.

Neben den regelmäßigen Sitzungen der Notenbankgouverneure der Zehner-Gruppe und des Verwaltungsrates haben wiederum mehrere von der Bank organisierte Zusammenkünfte von Zentralbankexperten stattgefunden, in denen allgemein interessierende wirtschaftliche und monetäre Probleme auf der Basis wechselseitiger Information untersucht und Fragen wie die Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Eurodollarmarktes behandelt wurden.

Ferner hat die Bank im Laufe des Jahres weiterhin, 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 Zehner-Gruppe und der Schweiz haben bei ihren Zusammenkünften in der Bank auch Gelegenheit, einander im frühestmöglichen Stadium über alle zwischen den Mitgliedern der Gruppe getroffenen Absprachen zu unterrichten, die neue oder erweiterte Kreditfazilitäten zum

Gegenstand haben, sowie über die Entwicklung solcher Kredite. Die Zusammenarbeit in diesem Bereich ist nach wie vor sehr wertvoll. Auch an den Arbeiten der Stellvertreter der Zehner-Gruppe war die Bank wie schon in den Vorjahren beteiligt.

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die von den Buchprüfern bestätigte Bilanz vom 31. März 1969 steht am Ende dieses Berichts.

Die Bilanzenteilung wurde etwas vereinfacht; auf beiden Seiten der Bilanz sind nunmehr in mehreren Positionen die Verbindlichkeiten und Forderungen von mehr als drei Monaten, die bisher nach der Laufzeit unterteilt waren, in einer einzigen Kategorie zusammengefaßt.

* * *

Die Bilanzsumme vom 31. März 1969 beträgt 14 642 777 907 Franken*; am 31. März 1968 war sie 12 041 331 123 Franken. Die Erhöhung war somit sehr beträchtlich: 2 601 446 784 Franken oder 22 Prozent. Bestimmend hierfür waren verschiedene wichtige Transaktionen, die unter anderem mit der „Zweiten Gruppenvereinbarung“ zusammenhingen, die die BIZ mit der Bank von England einerseits und mit einer großen Gruppe von Zentralbanken andererseits abschloß und die im September 1968 in Kraft trat.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent
1960	3 430	— 98	— 3
1961	3 973	+ 543	+ 16
1962	4 732	+ 759	+ 19
1963	4 950	+ 218	+ 5
1964	5 778	+ 828	+ 17
1965	7 850	+ 2 072	+ 36
1966	7 882	+ 32	—
1967	8 232	+ 350	+ 4
1968	12 041	+ 3 809	+ 46
1969	14 643	+ 2 602	+ 22

Die Summe in den Monatsausweisen erhöhte sich ziemlich gleichmäßig, bis sie im Dezember 1968 mit 15 763 Millionen Franken erstmals die 15-Milliarden-Grenze überschritt und damit einen neuen Rekord erreichte.

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 Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für

* „Franken“ ohne nähere Angaben bedeutet im vorliegenden Kapitel stets Goldfranken (zu 0,29032258... 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-Schatzamt nach ihrem Stand am Ende des Geschäftsjahres.

BIZ: Pro-memoria-Konten b

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März	
	1968	1969
	Millionen Franken	
Goldbestände	1 219	1 116
Bankguthaben	32	32
Wechsel und sonstige Wertpapiere	641	594
Zusammen	1 892	1 742

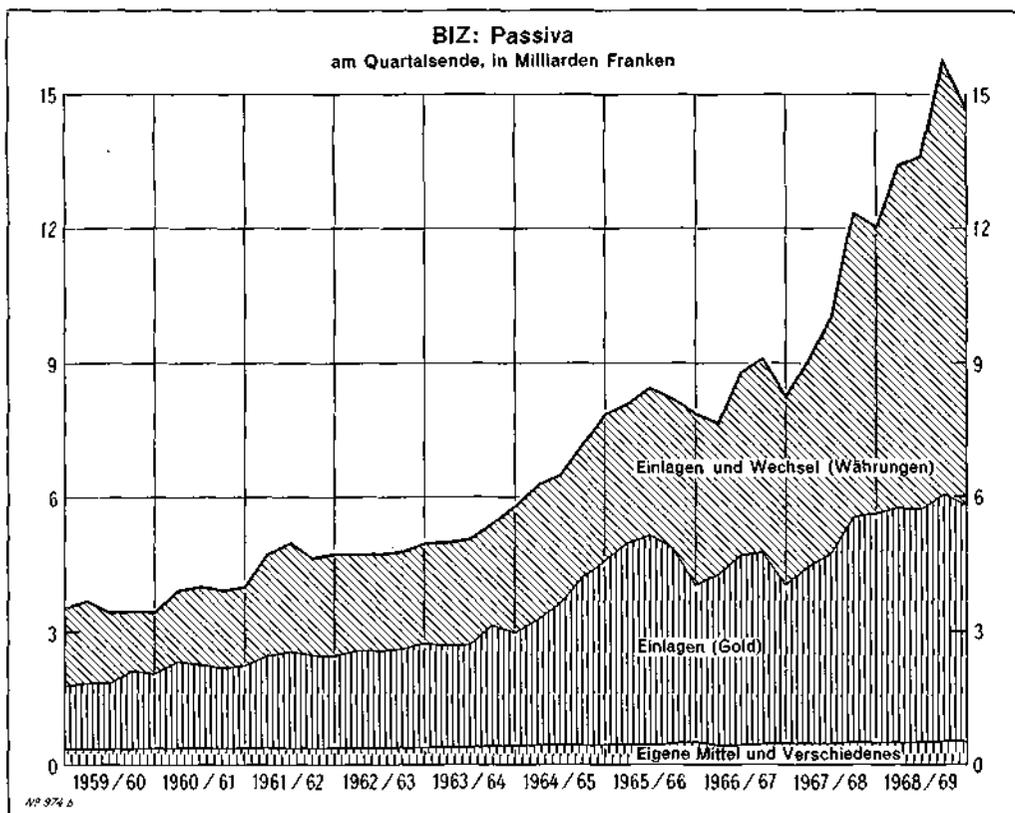
Kohle und Stahl und als Treuhänder oder Fiscal Agent für internationale Staatsanleihen verwaltet oder verwahrt. Wie in der Bilanz vom 31. März 1968 sind die betreffenden Beträge am Fuß der Aktivseite unter den Pro-memoria-Konten b ausgewiesen. Sie sind in der vorstehenden Tabelle zusammengestellt.

MITTELAUFKOMMEN (Passiva)

A. Eigene Mittel

Das „genehmigte und begebene“ Stammkapital beträgt unverändert 500 Millionen Franken, von denen 125 Millionen Franken eingezahlt sind.

Ebenfalls unverändert geblieben sind der „Gesetzliche Reservefonds“ mit 12,5 Millionen Franken und der „Besondere Dividenden-Reservefonds“ mit 10 Millionen Franken.



Durch Zuweisungen aus dem verfügbaren Reingewinn von 1967/68 wurde der „Allgemeine Reservefonds“ von 22,8 auf 37,8 Millionen Franken erhöht und ein „Freier Reservefonds“ von 15 Millionen errichtet.

Die Reserven der Bank stiegen damit um 30 Millionen von 45,3 auf 75,3 Millionen Franken.

Die Position „Verschiedenes“ erhöhte sich von 40,6 Millionen am 31. März 1968 auf 43,4 Millionen am 31. März 1969.

Die „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ beläuft sich unverändert auf 220 Millionen.

Die „Rückstellung für Gebäude“, die zu Beginn des Geschäftsjahres 17,5 Millionen betragen hatte, stellte sich an seinem Ende auf 1,5 Millionen (Einzelheiten weiter unten in Abschnitt 6).

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr 1968/69 beträgt wie im Vorjahr 45 Millionen Franken (Einzelheiten weiter unten in Abschnitt 6).

Die gesamten eigenen Mittel der Bank (ohne die Tabellenposition „Verschiedene Passiva“) beliefen sich Ende März 1969 auf 467 Millionen Franken und damit auf 3,3 Prozent der fremden Mittel (14 133 Millionen) und 3,2 Prozent der Bilanzsumme (14 643 Millionen). Würde man zu den eigenen Mitteln auch das nichteingezahlte Stammkapital (375 Millionen) rechnen, so ergäbe sich ein Verhältnis von 6,0 bzw. 5,8 Prozent.

BIZ: Entwicklung der Passiva in absoluten Beträgen und in Prozent in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eigene Mittel	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
	Millionen Franken			
1960	342	3 069	19	3 430
1961	353	3 603	17	3 973
1962	359	4 353	20	4 732
1963	368	4 561	21	4 950
1964	379	5 370	29	5 778
1965	386	7 417	37	7 850
1966	400	7 449	33	7 882
1967	424	7 764	44	8 232
1968	452	11 548	41	12 041
1969	467	14 133	43	14 643

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eigene Mittel in Prozent der		Eigene Mittel + nichteingezahltes Stammkapital in Prozent der	
	fremden Mittel	Bilanzsumme	fremden Mittel	Bilanzsumme
1960	11,1	10,0	23,4	20,9
1961	9,8	8,9	20,2	18,3
1962	8,2	7,6	16,9	15,5
1963	8,1	7,4	16,3	15,0
1964	7,1	6,6	14,0	12,3
1965	5,3	5,0	10,4	9,4
1966	5,4	5,1	10,4	9,4
1967	5,5	5,2	10,3	9,3
1968	3,9	3,8	7,2	6,7
1969	3,3	3,2	6,0	5,8

Nicht zuletzt angesichts der Zunahme der bankgeschäftlichen Transaktionen insbesondere in den letzten Jahren hat der Verwaltungsrat beschlossen, der für den 9. Juni 1969 einberufenen außerordentlichen Generalversammlung eine Erhöhung des Stammkapitals der Bank vorzuschlagen (Einzelheiten weiter unten in Abschnitt 7).

B. Fremde Mittel

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

BIZ: Herkunft der Fremdmittel

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1968	1969	
	Millionen Franken		
Zentralbanken	9 711	11 324	+ 1 613
Andere Einleger	1 305	1 224	- 81
Wechsel	532	1 585	+ 1 053
Zusammen	11 548	14 133	+ 2 585

Die Einlagen von Zentralbanken haben sich stärker erhöht (+ 17 Prozent), während diejenigen von anderen Einlegern geringfügig abgenommen haben (-6 Prozent).

Die Erhöhung der Einlagen von Zentralbanken betraf fast ausschließlich Währungseinlagen; zum großen Teil handelte es sich hierbei um Einlagen von Zentralbanken der überseeischen Sterlingzone.

Der Betrag an begebenen Wechseln hat sich praktisch verdreifacht. Die Papiere lauten sämtlich auf Währungen und wurden an Geschäftsbanken verkauft. Mit dem Erlös hat die Bank verschiedene Operationen finanziert, die sie auf Verlangen von Währungsbehörden durchführte.

Die Goldeinlagen haben sich nur sehr wenig erhöht (+3 Prozent); dagegen weiteten sich die Währungseinlagen stark aus (+ 23 Prozent).

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
	1968	1969		1968	1969		1968	1969	
	Millionen Franken								
Auf Sicht	1 989	2 234	+ 245	71	40	- 31	-	-	-
Höchstens 3 Monate	2 925	2 778	- 47	5 103	5 031	- 72	62	594	+ 532
Mehr als 3 Monate	314	286	- 28	714	2 179	+ 1 465	470	991	+ 521
Zusammen	5 128	5 298	+ 170	5 888	7 250	+ 1 362	532	1 585	+ 1 053

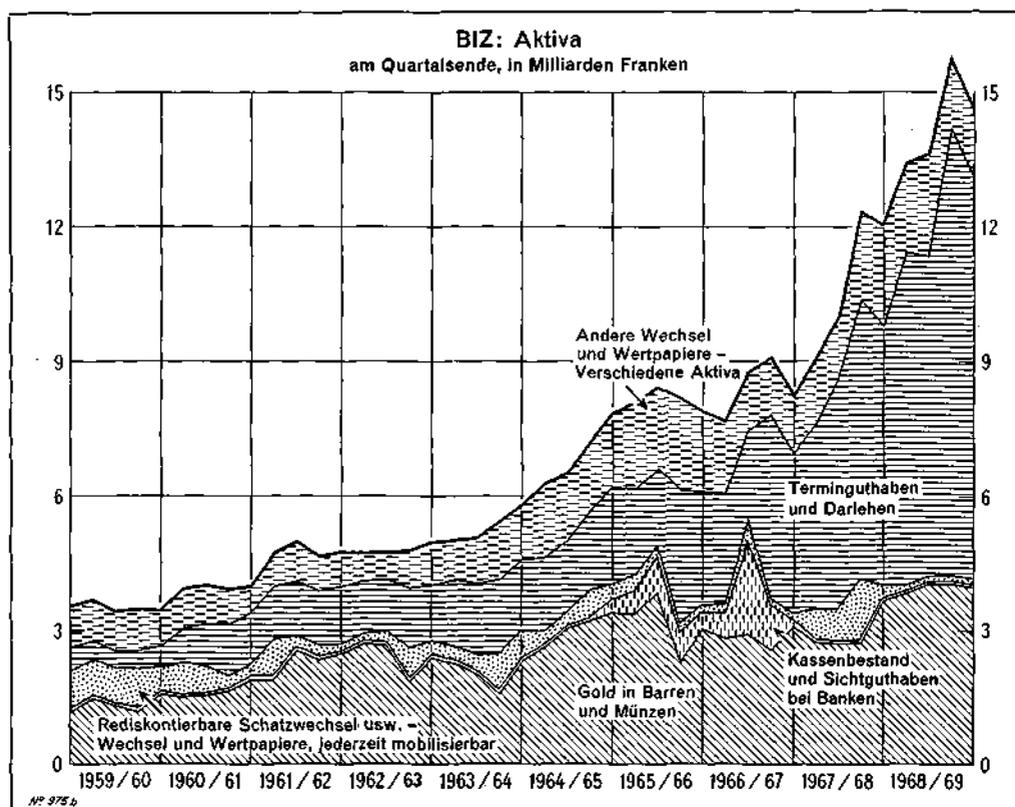
Bei den Goldeinlagen kam es zu einer leichten Verringerung der Termineinlagen infolge von Umwandlungen in Sichteinlagen.

Bei den Währungseinlagen haben sich diejenigen auf Sicht und auf höchstens drei Monate etwas verringert, während sich die Einlagen von mehr als drei Monaten außerordentlich stark erhöhten. Dies hängt vor allem damit zusammen, daß im September 1968 die Gruppenvereinbarung vom Juni 1966 konsolidiert wurde, wobei Tilgungen bis 1971 vorgesehen wurden; infolgedessen wurden der Bank die verhältnismäßig kurzfristigen Mittel, die sie zur teilweisen Finanzierung jener Vereinbarung erhalten hatte, für längere Dauer überlassen.

Die Erhöhung des Betrages der Wechsel bestand zu gleichen Teilen aus Mitteln von höchstens drei Monaten und aus längerfristigen Mitteln.

Am Beginn des Geschäftsjahres entfielen von den gesamten Fremdmitteln 44 Prozent auf Goldeinlagen, 51 Prozent auf Währungseinlagen und 5 Prozent auf Wechsel. Am 31. März 1969 betrug die Anteile 37 bzw. 52 und 11 Prozent. Der Anteil der gesamten auf Währungen lautenden Mittel hat sich damit im Laufe des Geschäftsjahres sehr beträchtlich erhöht (von 56 auf 63 Prozent).

MITTELVERWENDUNG (Aktiva)



Die nächste Tabelle zeigt die Veränderung der Goldposition der Bank für diejenigen 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						
1968						
März	3 666 (Min.)	407	5 129 (Min.)	-1 055	+1 510	455 (Min.)
September . .	4 034	406 (Min.)	5 252	- 812	+1 278	466
November . . .	4 116 (Max.)	416	5 328	- 796 (Max.)	+1 270 (Min.)	474 (Max.)
Dezember . . .	4 057	417	5 543 (Max.)	-1 069 (Min.)	+1 528 (Max.)	459
1969						
März	3 976	451 (Max.)	5 298	- 871	+1 341	470
Veränderung 31. März 1968/ 31. März 1969	+ 310	+ 44	+ 170	+ 184	- 169	+ 15

Die Zunahme des Barren- und Münzgoldbestandes um 310 Millionen beruhte auf der Auflösung von Gold/Devisen-Swaps, die mit Zentralbanken abgeschlossen worden waren, ferner auf der Abwicklung von Goldkaufoperationen per Termin sowie auf der Hereinnahme neuer Einlagen.

Die Fluktuationen in der Goldposition waren viel weniger ausgeprägt als in den vorangegangenen Geschäftsjahren.

BIZ: Barmittel und Anlagen, gegliedert nach Gold und Währungen

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1968		1969			
Millionen Franken						
Barmittel						
Gold	3 666		3 976		+ 310	
Währungen	49	3 715	56	4 032	+ 7	+ 317
Anlagen						
Gold	407		451		+ 44	
Währungen	7 918	8 325	10 159	10 610	+ 2 241	+ 2 285
Zusammen						
Gold	4 073		4 427		+ 354	
Währungen	7 967	12 040	10 215	14 642	+ 2 248	+ 2 602

Zur Gliederung der Aktiva nach ihrer Laufzeit ist folgendes zu bemerken.

A. Barmittel und jederzeit mobilisierbare Anlagen

Der Posten „Gold in Barren und Münzen“ (am 31. März 1969 ausschließlich Barrengold) hat, wie bereits dargelegt, um 310 Millionen zugenommen.

Als „Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken“ waren am Beginn des Geschäftsjahres 49 Millionen ausgewiesen. Diese Position hat sich nur wenig verändert.

Die gesamten Barmittel (in Gold und Währungen) bestritten am Ende des Geschäftsjahres 27,5 Prozent der Bilanzsumme, verglichen mit einem Vorjahresanteil von knapp 31 Prozent.

Das Portefeuille der „Rediskontierbaren Schatzwechsel“ hatte sich am 31. März 1968 auf 232 Millionen gestellt. In solchen Papieren wurden Mittel angelegt, welche der Bank im Rahmen des Zentralbanken-Swapnetzes, an dem sie beteiligt ist, während des Geschäftsjahres zufflossen. Bei der Fälligkeit dieser Swaps im Mai 1968 wurden die betreffenden Anlagen liquidiert, wodurch dieses Portefeuille auf einen Umfang von 67 Millionen sank, den es dann bis zum Ende des Geschäftsjahres beibehielt.

Das Volumen der „Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar“ verringerte sich von 70 auf 61 Millionen.

Die gesamten Barmittel und jederzeit mobilisierbaren Anlagen der Bank, welche die bisher analysierten Aktivposten umfassen, stellten sich am Beginn des Geschäftsjahres auf 4 017 Millionen oder auf 33 Prozent der Bilanzsumme. Die entsprechenden Zahlen vom 31. März 1969 waren 4 160 Millionen und 28,5 Prozent. Im selben Zeitraum sind auf der Passivseite die Sichteinlagen von 2 060 auf 2 274 Millionen gestiegen, während sich ihr Anteil an der Bilanzsumme von 17,0 auf 15,5 Prozent verminderte.

B. Terminguthaben und Terminanlagen

Die „Terminguthaben und Darlehen“ erhöhten sich im Geschäftsjahr von 5 775 auf 8 964 Millionen. Der Anstieg war also sehr stark; er betrug 3 189 Millionen bzw. 55 Prozent. Ein wesentlicher Teil dieser Anlagen erfolgte im Rahmen der „Zweiten Gruppenvereinbarung“, weitgehend mit Geldern, die der Bank eigens hierfür überlassen wurden. Der Rest bestand aus Anlagen am Eurogeldmarkt. Mehrmals erhielt die Bank von Zentralbanken Mittel zur Intervention an diesem Markt, um die Geldbewegungen zu mildern. Diese Interventionen waren jeweils kurzfristig und erfolgten hauptsächlich über den Jahreswechsel. Im Posten der „Terminguthaben und Darlehen“ kommt das insofern zum Ausdruck, als er von 8 132 Millionen Ende November auf 9 949 Millionen Ende Dezember stieg.

Die „Anderen Wechsel und Wertpapiere“ haben sich von 2 248 auf 1 518 Millionen und damit um fast ein Drittel verringert, und zwar ausschließlich in der Kategorie der auf Währungen lautenden Papiere; die Verringerung beruhte

BIZ: Terminguthaben und Darlehen sowie
Andere Wechsel und Wertpapiere, gegliedert nach der Laufzeit

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1968	1969	
	Millionen Franken		
Bis zu 3 Monaten	7 319	6 935	— 384
Mehr als 3 Monate	704	3 547	+ 2 843
Zusammen	8 023	10 482	+ 2 459

hauptsächlich auf der seit Juni 1968 laufenden monatlichen Tilgung der im November 1967 erworbenen britischen Treasury Notes. Der Betrag der auf Gold lautenden Papiere hat hingegen leicht zugenommen.

Parallel zur Erhöhung der auf mehr als drei Monate hereingenommenen Mittel (Einlagen und Wechsel) ist auch der Gesamtbetrag der auf mehr als drei Monate angelegten Gelder gewachsen. Maßgebend hierfür war in erster Linie die Konsolidierung der Gruppenvereinbarung vom Juni 1966 und die Anlage des Erlöses aus der Ausgabe von Wechseln, die der Finanzierung der „Zweiten Gruppenvereinbarung“ vom September 1968 diente.

* * *

Wie in früheren Geschäftsjahren hing die Tätigkeit der Bank vor allem mit der wachsenden Zusammenarbeit der Zentralbanken zusammen. Unter den auf den vorhergehenden Seiten kurz erwähnten Operationen verdient besonders die Bedeutung hervorgehoben zu werden, die das Inkrafttreten der „Zweiten Gruppenvereinbarung“ im September 1968 für die Bank hatte. Die Bank spielt hierbei eine dreifache Rolle: als Beteiligte, als Bindeglied zwischen den Zentralbanken und als Mittlerin zwischen diesen und dem Markt.

An dem großen Umfang der Geschäfte der Bank, der insbesondere in der Erhöhung der Bilanzsumme zum Ausdruck kommt, waren fast alle Einzelkategorien beteiligt. Jedoch mußten bestimmte Goldtransaktionen — Käufe und Verkäufe auf dem Markt — eingestellt werden, während die anderen — Gold/Devisen-Swaps und Tauschtransaktionen zwischen verschiedenen Plätzen — in normalem Umfang weitergeführt wurden.

Das Geschäftsvolumen der Bank erhöhte sich von 110 Milliarden 1966/67 und 174 Milliarden 1967/68 auf 184 Milliarden im Geschäftsjahr 1968/69 und damit auf einen neuen Rekordstand.

3. Die Bank als Treuhänder und Agent für internationale Staatsanleihen

Die Bank war im Berichtsjahr in Übereinstimmung mit den geltenden Vereinbarungen weiterhin 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 1968/69 ist bei der Dawes-Anleihe am 15. April 1969 und bei der Young-Anleihe am 1. Juni 1969 abgelaufen. Die für das Finanzjahr 1968/69 geschuldeten Zinsbeträge im Gegenwert von rund 9,7 Millionen Franken für die Dawes-Anleihe und von rund 34,5 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 1968/69 wurde bei beiden Anleihen teils durch Käufe von Schuldverschreibungen am Markt und

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 1967/68	1968/69	
Konversionsschuldverschreibungen					
Amerikanische . . .	\$	44 118 000	17 285 000	2 278 000	24 555 000
Belgische	£	583 500	161 300	19 900	402 300
Britische	£	8 277 200	2 286 200	286 000	5 705 000
Französische	£	1 929 800	527 200	66 300	1 338 100
Niederländische . .	£	1 324 000	347 000	44 900	932 100
Schwedische	skr	14 209 000	3 656 000	468 000	10 085 000
Schweizerische . . .	£	1 130 800	309 100	38 500	783 200
Schweizerische . . .	sfr	8 251 000	2 082 000	269 000	5 900 000
Fundierungsschuldverschreibungen					
Amerikanische . . .	\$	8 208 000	2 383 000	260 000	5 565 000
Belgische	£	157 800	48 000	5 300	104 500
Britische	£	2 232 000	671 300	74 900	1 485 800
Französische	£	498 900	151 300	16 800	330 800
Niederländische . .	£	291 700	79 900	9 700	202 100
Schweizerische . . .	£	115 000	34 100	3 800	77 100
Schweizerische . . .	sfr	415 000	112 000	12 000	291 000

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 1967/68	1968/69	
Konversionsschuldverschreibungen					
Amerikanische . . .	\$	55 490 000	7 012 000	908 000	47 570 000
Belgische	bfr	202 842 000	25 337 000	3 172 000	174 333 000
Britische	£	20 656 600	2 560 800	321 800	17 774 000
Deutsche	DM	14 504 000	1 788 000	225 000	12 491 000
Französische	FF	445 700 000	55 265 000	6 963 000	383 472 000
Niederländische . .	hfl	52 558 000	6 415 000	814 000	45 329 000
Schwedische	skr	92 763 000	11 548 000	1 448 000	79 767 000
Schweizerische . . .	sfr	58 385 000	7 279 000	912 000	50 194 000
Fundierungsschuldverschreibungen					
Amerikanische . . .	\$	9 009 000	1 108 000	127 000	7 774 000
Belgische	bfr	45 681 000	5 704 000	643 000	39 334 000
Britische	£	4 928 700	607 700	69 200	4 251 800
Deutsche	DM	416 000	50 000	6 000	360 000
Französische	FF	98 172 000	11 926 000	1 375 000	84 871 000
Niederländische . .	hfl	8 498 000	1 044 000	123 000	7 332 000
Schwedische	skr	6 014 000	750 000	83 000	5 181 000
Schweizerische . . .	sfr	1 405 000	172 000	20 000	1 213 000

* Nennwert am 1. Mai 1969, 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.

teils durch Auslosungen bewirkt. Die noch ausstehenden Konversionsschuldverschreibungen der Dawes-Anleihe werden sämtlich am 15. Oktober 1969 zur Tilgung fällig.

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.

Die beiden nebenstehenden Tabellen unterrichten über die Dawes- und die Young-Anleihe.

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

Über diese Anleihe 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 1967	1968	
Amerikanische . .	\$	1 667 000	623 000	92 000	952 000
Britisch-niederländische .	£	856 600	314 400	45 500	496 700
Schweizerische . .	sfr	7 102 000	2 194 000	323 000	4 585 000

4. Die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Die Bank hat weiterhin die Funktionen eines Pfandhalters im Zusammenhang mit den Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl ausgeübt, die gemäß den Bestimmungen des von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft 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 1969 geleisteten Rückzahlungen der Gemeinschaft entsprechen dem Gegenwert von rund 366 Millionen Franken; der noch geschuldete Gesamtbetrag hat sich somit auf den Gegenwert von rund 451 Millionen Franken vermindert. Nähere Einzelheiten dieser Anleihen sind in der Tabelle auf der nächsten Seite angegeben.

Die Gemeinschaft hat den Erlös der genannten Anleihen zu Darlehen in den Mitgliedsländern verwendet.

Im Geschäftsjahr 1968/69 hat die Bank von den Darlehensschuldern Zahlungen im Gegenwert von rund 24 Millionen Franken für Zinsen und im Gegenwert von rund 39 Millionen Franken als Tilgungsbeträge entgegengenommen und an die Zahlungsagenten verteilt.

Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Serie der gesicherten Zahlungsverprechen	Jahr der Ausgabe	Land der Ausgabe	Anleihegläubiger bzw. Form der Anleihe	Anleihebetrag		Zinssatz %	Späteste Fälligkeit
				Ursprünglich	Am 1. April 1969 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten von Amerika	Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika	\$ 100 000 000	60 400 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	133 800 000	3½	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf und Münster ¹	DM 50 000 000	29 666 400	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	13 380 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	lfr 5 000 000	—	—	—
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 ²	1 634 620	4%	1977
7 ³	1957	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	23 750 000	4%	1974
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 25 000 000	11 700 000	5½	1975
11 ³	1958	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	lfr 100 000 000	77 895 261	5%	1982
13 ³	1960	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	23 500 000	5	1978
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 25 000 000	20 050 000	5%	1980
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	lfr 100 000 000	88 223 554	5½	1986
				hfl 50 000 000	43 300 000	4½	1981

¹ Die ursprünglichen Anleihegläubiger waren die Rheinische Girozentrale und Provinzialbank und die Landesbank für Westfalen Girozentrale. Diese beiden Institute fusionierten am 1. Januar 1969 unter der Firma Westdeutsche Landesbank Girozentrale. ² Diese in französischen Franken abgeschlossene Anleihe ist im Jahre 1959 auf Deutsche Mark umgestellt worden. Der ursprüngliche Betrag war 350 000 000 alte französische Franken. ³ Die gesicherten Zahlungsverprechen der 8., 9., 12. und 14. Serie sind vollständig bezahlt.

Die Gemeinschaft hat auch Anleihen aufgenommen, die nicht gemäß dem Pfandvertrag gesichert sind, doch hat die Bank im Zusammenhang mit diesen Anleihen keine Aufgaben.

5. 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 VI des vorliegenden Berichts geschildert. Der Bank wurden im Zusammenhang mit dieser Tätigkeit wie im vorangegangenen Jahr als Verwaltungskostenbeitrag 500 000 Schweizer Franken gezahlt und die Auslagen ersetzt; diese Beiträge wurden dem Konto „Verwaltungskosten“ in der Gewinn- und Verlust-Rechnung der Bank gutgeschrieben.

6. Reingewinn und Gewinnverwendung

Das am 31. März 1969 abgelaufene neununddreißigste Geschäftsjahr endete mit einem Überschuß von 49 686 320 Franken (im Vorjahr: 53 497 848 Franken).

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, 1 336 320 Franken der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 3 350 000 Franken der Rückstellung für Gebäude zuzuweisen. Nach Abzug dieser beiden Zuweisungen an die Rückstellungen beträgt der Reingewinn wiederum 45 Millionen Franken. Die Verwendung dieses Betrages ist durch Artikel 53 Lit. b, c, d und f der Statuten festgelegt.

Gestützt auf diese Bestimmungen empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung wie im letzten Jahr, den Reingewinn von 45 Millionen Franken wie folgt zu verwenden: 1. einen Betrag von 7 500 000 Franken zur Zahlung der kumulativen Dividende von 6 Prozent bzw. 37,50 Franken je Aktie; 2. einen Betrag von ebenfalls 7 500 000 Franken zur Zahlung der Zusatzdividende von 6 Prozent bzw. 37,50 Franken je Aktie; 3. einen Betrag von 15 Millionen Franken zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds; 4. den Rest des verfügbaren Reingewinns, also 15 Millionen Franken, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Der Verwaltungsrat hat das Recht, diesen Fonds nicht nur zur Deckung von Verlusten der Bank, sondern auch für jeden anderen statutengemäßen Zweck heranzuziehen.

Nach den Vorschlägen des Verwaltungsrats beläuft sich die Gesamtdividende der Bank für das Geschäftsjahr 1968/69 unverändert auf 75 Franken je Aktie. Sie ist mit 107,15 Schweizer Franken je Aktie zahlbar. Die Zahlung erfolgt am 1. Juli 1969 an die Aktionäre, die am 25. Juni 1969 im Aktienregister der Bank eingetragen sind. Die vorgeschlagene Verteilung von 75 Franken je Aktie für das Geschäftsjahr 1968/69 stellt die in Artikel 53 b und c der Statuten der Bank vorgesehene Gesamtdividende dar.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlust-Rechnung und der Vorschlag zur Verwendung des Reingewinns sind am Schluß des vorliegenden Berichts abgedruckt.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erwarb die Bank in zentraler Lage Basels den größten Teil eines für ihren geplanten Neubau vorgesehenen Terrains. Für das bis zum 31. März 1969 erworbene Terrain wurde eine Summe von 19 350 000 Franken gezahlt und der Rückstellung für Gebäude belastet.

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 1969 und des Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr vermitteln. Der Bericht der Firma Price Waterhouse & Co. ist der Bilanz angefügt.

7. Anpassung des Kapitals und der Statuten der Bank

In der Überzeugung, daß für die Bank der Augenblick gekommen ist, ihr Kapital und ihre Statuten der Entwicklung ihrer Tätigkeit in den letzten Jahren anzupassen, hat der Verwaltungsrat in seiner Sitzung vom 14. April 1969 beschlossen, auf den 9. Juni 1969 eine außerordentliche Generalversammlung einzuberufen und ihr vorzuschlagen,

1. das genehmigte Kapital der Bank von 500 Millionen Franken auf 1 500 Millionen Franken heraufzusetzen;
2. 200 000 neue Aktien als zweite Tranche ihres Kapitals auszugeben und den jetzigen Aktionären anzubieten;
3. den Verwaltungsrat zu ermächtigen, eine dritte Tranche von 200 000 Aktien auszugeben, die Zentralbanken vorbehalten wären; und
4. die Statuten der Bank diesen Änderungen anzupassen und bei dieser Gelegenheit verschiedene andere statutarische Bestimmungen zu revidieren.

In diesem Zusammenhang ist daran zu erinnern, daß nach Artikel 5 der Statuten das genehmigte Kapital der Bank 500 Millionen Franken beträgt. Es ist in voller Höhe emittiert und zerfällt in 200 000 Aktien von je 2 500 Franken, die zu 25 Prozent, also mit 625 Franken, eingezahlt sind. Der Zweck der obengenannten Vorschläge ist es somit, den jetzigen Betrag des genehmigten Kapitals zu verdreifachen. Die Statuten wären dementsprechend zu ändern, wobei das Kapital der Bank künftig in 600 000 Aktien eingeteilt wäre. Alle diese Aktien von gleichem Goldnennwert wären mit gleichen Rechten verbunden. Da sie nur zu einem Teil eingezahlt sind, würden sie für ihre Inhaber gleiche Verpflichtungen nach sich ziehen.

Die zweite Tranche würde innerhalb kurzer Zeit ausgegeben werden; dadurch würde das derzeit ausgegebene Kapital verdoppelt. Die dritte Tranche würde dagegen schrittweise entsprechend den jeweiligen Umständen ausgegeben werden. Das garantierte (nichteingezahlte) Kapital der Bank, das derzeit 375 Millionen Franken beträgt, würde zunächst durch die Ausgabe der zweiten Tranche auf 750 Millionen Franken steigen. Nach der vollständigen Ausgabe der dritten Tranche würde es schließlich 1 125 Millionen Franken betragen. Das eingezahlte Kapital, das sich derzeit auf nur 125 Millionen Franken beläuft, hätte dann den Betrag von 375 Millionen Franken erreicht.

Es ist geplant, die für die Einzahlung der zweiten Kapitaltranche erforderliche Summe — ein Viertel des Nennwerts — der „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ zu entnehmen und die neuen Aktien den in den Büchern der Bank eingetragenen Aktionären anzubieten. Durch den Entschluß, die neuen Aktien zu zeichnen, würden diese Aktionäre sich verpflichten, im Falle einer Kapitaleinfordernung die nichteingezahlten drei Viertel des Nennwertes der ihnen zugeteilten Aktien einzuzahlen. Die „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ würde durch die vorgeschlagene Entnahme von 220 auf 95 Millionen Franken sinken. Dieser Restbetrag wäre dann auf den „Gesetzlichen Reservefonds“, die „Rückstellung für Gebäude“ und den „Freien Reservefonds“ aufzuteilen.

Die dritte Kapitaltranche wäre Zentralbanken vorbehalten; die ausgegebenen Aktien dieser Tranche könnten also nicht öffentlich gezeichnet oder erworben werden. Diese Tranche würde schrittweise jeweils bei Aufnahme weiterer Zentralbanken ausgegeben werden, die dadurch, über das Eigentum an den von ihnen gezeichneten Aktien hinaus, die entsprechenden Stimm- und Teilnahmerechte erwerben würden. Es wäre Sache des Verwaltungsrats, die erforderlichen Aktienzuteilungen zugunsten von Zentralbanken vorzunehmen, „die wesentlich zur internationalen Währungszusammenarbeit und zur Tätigkeit der Bank beitragen“.

In Anbetracht des Vorteiles, den die Aktionäre durch die Ausgabe der zweiten Kapitaltranche erhalten, sollen gemäß den der außerordentlichen Generalversammlung zu unterbreitenden Vorschlägen die Bestimmungen bezüglich der Dividendenausschüttung (Artikel 53 — im neuen Entwurf: Artikel 51 — der Statuten) in zwei Punkten geändert werden: der kumulative Charakter der 6prozentigen Vorrangdividende soll beseitigt und die maximale Zusatzdividende, die nach Ausschüttung der Vorrangdividende aus höchstens einem Fünftel des Reingewinnrestes gezahlt werden kann, von 6 auf 3 Prozent verringert werden. Jedoch wurde vorgesehen, daß ein größerer Anteil am Gewinn dem „Besonderen Dividenden-Reservefonds“ zugewiesen werden kann, der dazu dient, die regelmäßige Zahlung der 6prozentigen Vorrangdividende sicherzustellen. Darüber hinaus könnte der „Gesetzliche Reservefonds“ durch die erwähnte Auflösung der verbleibenden „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ auf seinen festgelegten Höchstbetrag gebracht werden, womit der jährliche Reingewinn in voller Höhe zur Zahlung der 6prozentigen Vorrangdividende und für die anderen Gewinnverwendungszwecke einschließlich der Verteilung einer Zusatzdividende bis zu 3 Prozent zur Verfügung stünde.

Angesichts der oben dargelegten Änderungen — und des für ihre Annahme erforderlichen Verfahrens — erschien es zweckmäßig, gleichzeitig einige andere Bestimmungen der Statuten den jetzigen Verhältnissen anzupassen, vor allem diejenigen, die die Funktionen der Bank im Zusammenhang mit dem Young-Plan betreffen, und in zweiter Linie diejenigen, die die Zusammensetzung des Verwaltungsrats regeln. Die der Bank durch den Young-Plan zugewiesenen Funktionen haben nach der Suspendierung dieses Planes im Jahre 1931 praktisch zu bestehen aufgehört. Ebenso wurden die Einlagen, die die Bank von den Regierungen in Ausführung des Young-Planes erhalten hatte, 1966 geregelt. Dementsprechend wird vorgeschlagen, in den Statuten alle auf diese Funktionen und Einlagen Bezug nehmenden Bestimmungen zu streichen. Hingegen soll der das Schiedsgericht betreffende Artikel 56 (im neuen Entwurf: Artikel 54) beibehalten werden. Was den Verwaltungsrat betrifft, so zielen die Änderungsvorschläge darauf ab, die diesbezüglichen Bestimmungen, ohne sie grundlegend zu ändern, der bisherigen Praxis anzupassen.

Gemäß Artikel 3 der Statuten hat die Bank, die eine internationale Institution mit besonderen öffentlichen Aufgaben ist, im wesentlichen den Zweck, „die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu fördern“ und „neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen“. Nach Überzeugung des Verwaltungsrats würden die vorgeschlagenen Änderungen die Eignung der Bank, ihre Funktionen im Rahmen der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken zu erfüllen, wesentlich verstärken und gleichzeitig den Interessen ihrer Aktionäre Rechnung tragen, die, ohne eine Zahlung leisten zu müssen, eine neue Aktie für jede ihnen schon gehörende Aktie erhalten.

Die vorgeschlagenen Änderungen können, sofern die außerordentliche Generalversammlung vom 9. Juni 1969 sie billigt, erst in Kraft treten, wenn ihnen die schweizerische Regierung mit dem Einverständnis der anderen am Abkommen von 1930 über die BIZ beteiligten Regierungen zugestimmt hat.

8. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Der Verwaltungsrat hat den Tod von Herrn Prof. Pietro Stoppani am 21. November 1968 zu beklagen. Herr Prof. Stoppani wurde zunächst von Prof. Einaudi im Jahre 1945 als stellvertretendes Mitglied in den Verwaltungsrat berufen. In den Jahren 1948 bis 1960 war er ordentliches Mitglied des Verwaltungsrats und danach bis zu seinem Tode Stellvertreter für den Fall der Abwesenheit von Herrn Dr. Baffi. In der Verwaltungsratssitzung vom 9. Dezember 1968 gedachte der Vorsitzende seiner mit herzlichen Worten.

In der Verwaltungsratssitzung vom 10. Februar 1969 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Carli, Gouverneur der Banca d'Italia, Herrn Prof. Francesco Masera als Nachfolger von Herrn Prof. Stoppani zu seinem Stellvertreter für den Fall der Abwesenheit von Herrn Dr. Baffi ernannt hatte.

Herr Per Åsbrink, der gemäß Artikel 28 Ziffer 3 der Statuten in den Verwaltungsrat gewählt worden war, wurde, bevor sein Mandat am 31. März 1969 ablief, in der Sitzung des Verwaltungsrats vom 10. März 1969 auf weitere drei Jahre bis zum 31. März 1972 wiedergewählt.

Herr Henri Deroy wurde, da sein Verwaltungsratsmandat am 31. März 1969 ablief, gemäß Artikel 28 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Jacques Brunet, Gouverneur der Bank von Frankreich, im März 1969 auf weitere drei Jahre bis 31. März 1972 als Verwaltungsratsmitglied bestätigt.

Im April 1969 übernahm Herr Olivier Wormser von Herrn Brunet das Amt des Gouverneurs der Bank von Frankreich und wurde ex officio Mitglied des Verwaltungsrats. In der Verwaltungsratssitzung vom 14. April 1969 sprach der Vorsitzende Herrn Brunet die aufrichtige Anerkennung und den Dank des Verwaltungsrats für die hervorragenden Dienste aus, die er der Bank während seiner mehr als neunjährigen Amtszeit geleistet hatte. Im Mai hieß der Vorsitzende Herrn Wormser anlässlich seiner erstmaligen Teilnahme an einer Verwaltungsratssitzung willkommen.

Das Verwaltungsratsmandat von Herrn M. J. Babington Smith, das am 6. Mai 1969 ablief, wurde von Sir Leslie O'Brien, Gouverneur der Bank von England, im April 1969 gemäß Artikel 28 Ziffer 2 der Statuten auf weitere drei Jahre bis zum 6. Mai 1972 erneuert.

In der Sitzung vom 12. Mai 1969 teilte der Vorsitzende dem Verwaltungsrat mit, daß Herr Blessing, Präsident der Deutschen Bundesbank, Herrn Dr. Otmar Emminger und für den Fall von dessen Abwesenheit Herrn Johannes Tüngeler zu seinen Stellvertretern ernannt hatte.

Herr Jan Knap, Beigeordneter Direktor, trat Ende November 1968 in den Ruhestand. In der Verwaltungsratssitzung vom 18. November 1968 dankte ihm der Vorsitzende für die treuen und wertvollen Dienste, die er der Bank während mehr als elf Jahren geleistet hat.

In der Verwaltungsratssitzung vom 18. November 1968 gab der Vorsitzende die Ernennung von Herrn D. H. Stapleton und Herrn Prof. F. E. Klein zu Beigeordneten Direktoren und von Herrn A. N. Barltrop zum Vize-Direktor mit Wirkung vom 1. Dezember 1968 bekannt. Alle drei Herren bekleiden seit vielen Jahren in der Bank leitende Positionen.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Hätte die Wirtschaftspolitik kein anderes Ziel als das Wachstum der Produktion, so wären die Ergebnisse des vergangenen Jahres lobenswert gewesen. Jedoch —

Ein unerfreuliches Kapitel war die inflationäre Entwicklung der Preise. Obwohl kein allgemeines Übel, erfaßte sie doch mehrere der großen Länder und wurde somit, über die nationale Problematik hinaus, zu einem Faktor des internationalen Ungleichgewichts. In den Vereinigten Staaten wurden Mitte 1968 die Steuern erhöht, um die Übernachfrage zu dämpfen, die ihren Ursprung eben in dem hohen Haushaltsdefizit hatte. Aber diese restriktive Maßnahme, drei Jahre nach dem Beginn der Eskalation der militärischen Ausgaben, ging in einer Flut privater Verbrauchs- und Investitionsausgaben unter. Die Übernachfrage des privaten Sektors beruhte zum Teil sicherlich auf inflatorischen Erwartungen, und erleichtert wurde sie durch die verfrühte Lockerung der kreditpolitischen Restriktion. So wuchs das Bruttosozialprodukt in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres weiterhin rasch — und noch rascher natürlich bei Zugrundelegung laufender Preise. Im Dezember wurde die Kreditpolitik wieder auf Dämpfung des Booms ausgerichtet.

Die neue Regierung, die im Januar 1969 ihr Amt antrat, setzte den Kampf gegen die Inflation fort. Nicht nur unterstützte sie eine straffe Kreditpolitik — trotz der durch den Zinsauftrieb gegebenen Belastung —, sondern sie verschärfte auch die ~~fiskalische Restriktion durch eine weitere Begrenzung von Bundesausgaben~~. Von Bedeutung war auch, daß sie die Streichung der Steuergutschrift für gewerbliche Investitionen beantragte, nachdem eine Erhebung über die Investitionspläne der Wirtschaft ergeben hatte, daß für das laufende Jahr mit einer kräftigen Ausweitung der Investitionstätigkeit zu rechnen war. Obwohl die bisherigen Anzeichen einer Verlangsamung noch nicht voll beweiskräftig sind, kann kaum bezweifelt werden, daß das jetzige wirtschaftspolitische Konzept sich als wirksam erweisen wird — vielleicht schneller, als es der These von der vorsichtigen Dämpfung entspräche.

Im Vereinigten Königreich war die inflationäre Preisentwicklung nicht nachfrageinduziert, da es im vergangenen Jahr keine Überforderung der Produktivkräfte gab. Entscheidend waren vielmehr teils die unmittelbaren Wirkungen der Abwertung auf die Preise und teils die durch den heftigen Lohnauftrieb verursachten Kostensteigerungen. Natürlich lag es nicht in der Absicht der Behörden, daß die Löhne im ersten Jahr nach der Abwertung um 9 Prozent stiegen. Die Folge war, daß der reale Verbrauch eher zunahm, statt sich etwas zu verringern und damit einen Beitrag zur Zahlungsbilanzanpassung zu leisten. Eine weitere Folge war, daß nach dem einschneidenden Budget von 1968 zusätzliche Beschränkungsmaßnahmen zur Überwindung der Währungsschwäche nötig wurden. Obwohl eine wirksame kreditpolitische Restriktion die Lage erleichtert hätte, muß

doch gesagt werden, daß zwangsläufig der wirtschaftliche Fortschritt leidet, wenn eine Regierung nicht genügend Unterstützung für eine wirksame Einkommenspolitik und geordnete Beziehungen zwischen den Sozialpartnern finden kann. Es sollte nicht schwer zu erkennen sein, daß der reale Lebensstandard der Arbeitnehmerschaft in Großbritannien Jahr für Jahr weniger gestiegen ist als in kontinentalen Ländern. Und doch scheint man sich nicht allseits darüber im klaren zu sein, daß hier ein Zusammenhang mit dem Verhalten derer besteht, die auf einem Anflug von Anarchie in den Beziehungen zwischen den Sozialpartnern beharren und sich an die Geldillusion unrealistischer Nominallohnerhöhungen klammern. Zwar war der Lohnanstieg in den letzten Monaten mäßiger, aber immer noch scheint er größer zu sein, als es die Produktivitätsverbesserung erlaubt.

In Frankreich war die Preisinflation ebenfalls eine Folge von Lohnerhöhungen, die zugestanden wurden, um die sozialen Konflikte der Monate Mai und Juni 1968 beizulegen. Im April 1969 waren die Löhne um rund 16 Prozent höher als ein Jahr vorher. Auch wenn für die kommenden Monate eine annehmbarere Lohnsituation erwartet werden kann, ist die Anpassung der wirtschaftlichen Verhältnisse an die letztjährigen Erhöhungen noch nicht beendet.

Noch ein zweites unerfreuliches Kapitel des vergangenen Jahres hat mit der Preisinflation zu tun, nämlich das Ungleichgewicht im internationalen Zahlungsverkehr und die heftigen Störungen an den Devisenmärkten. Dies trifft zu, obwohl in mehreren bedeutenden Fällen ein größeres Ungleichgewicht in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz durch Kapitalbewegungen überkompensiert wurde. In den Vereinigten Staaten war der nachfrage- und preisinduzierte Importsog so groß, daß trotz einem gesunden Exportanstieg der gesamte Ausführüberschuß verschwand. Gleichzeitig wurde aber durch die hohen Zinssätze und durch die direkte Kontrolle des Kapitalexports die Kapitalbilanz aktiviert und ein umfangreicher Geldimport über die Banken bewirkt. Und so hatte man also, auf der Basis der offiziellen Reservetransaktionen, einen Überschuß! Der Dollar war, außer in den kurzen Perioden der Devisenkrisen, am Markt fest — zum Teil deshalb, weil die Aufnahme von Eurodollar durch die amerikanischen Banken nicht unter die Bestimmungen fällt, die für Bankeinlagen in den Vereinigten Staaten gelten. Während das alles einigen europäischen Ländern, die durch diesen Prozeß tendenziell Reserven verlieren, Ungelegenheiten bereiten kann, enthebt es die Behörden in Washington vorübergehend der Notwendigkeit, etwas wirklich Entscheidendes gegen die grundlegende Defizitposition zu unternehmen. Jedenfalls ist klar, daß das Problem nicht einfach nur durch Beendigung der Inflation gelöst werden kann, denn schließlich hat ein hartnäckiges Defizit auch schon bestanden, bevor die inflatorische Entwicklung einsetzte, und es fehlt nicht an Anschauungsmaterial dafür, daß der Versuch, auf langfristig wirkende Ausgleichskräfte zu bauen, keine großen Chancen hat.

Was das britische Pfund betrifft, so sprachen die Exporte auf die Abwertung ziemlich gut an, aber wegen der weiterhin regen Importtätigkeit blieb das Außenhandelsdefizit bestehen. So wurden die Hoffnungen auf einen hohen Überschuß enttäuscht, und allein schon die Beseitigung des Defizits erforderte einen ständigen Kampf. Unter diesen Umständen war das Vertrauen in die Währung schwach, und das Pfund wurde selbst dann in Devisenmarktkrisen hineingezogen, wenn sie

ihren Ursprung außerhalb des Vereinigten Königreichs hatten. Gegenwärtig soll die Kreditpolitik offenbar weiter verschärft werden, und im Staatshaushalt ist insgesamt ein Überschuß veranschlagt. Somit hängen die Aussichten mehr denn je von einem annehmbaren Erfolg an der Lohnfront ab.

In Frankreich wurde die Zahlungsbilanz durch die Lohn- und Preisinflation, die den Ereignissen von Mai und Juni 1968 folgte, stark defizitär. Der Hauptfaktor der unmittelbaren großen Devisenverluste war allerdings eine durch Vertrauensmangel bedingte Kapitalflucht; und der zunächst unternommene Versuch, die Schwierigkeiten im Preissektor und in der Zahlungsbilanz durch budgetäre und monetäre Expansionsimpulse zu beheben, machte die Dinge nicht besser. Aber obwohl die Fiskal- und Kreditpolitik bald wieder auf Dämpfung des übermäßigen Nachfrage- und Preisauftriebs umgestellt wurde, bildete sich in der Zahlungsbilanz ein großes Defizit heraus. Zwar wurde durch Maßnahmen der Devisenbewirtschaftung ein zeitweiliger Reservenrückfluß erreicht, aber es hat nicht den Anschein, als würden die Anpassungsmöglichkeiten, die aus dem jetzigen Komplex wirtschaftspolitischer Maßnahmen noch kommen könnten, für eine rasche Beseitigung des grundlegenden Defizits ausreichen.

Daß die großen Devisenkrisen der letzten zwölf Monate sich auf die Deutsche Mark konzentrierten, ist eine Anomalie, da die deutsche Grundbilanz fast die ganze Zeit im Defizit war. In der laufenden Rechnung stellte sich, bedingt durch den Exportboom, ein großer Überschuß ein, der aber deshalb mehr als ausgeglichen wurde, weil Frankfurt von New York und London die Rolle des führenden Kapitalexporteurs der Welt übernahm. Bei den mehrfachen Wellen der Nachfrage nach Deutschen Mark handelte es sich zum größten Teil um vorsorgliche Änderungen von Zahlungsterminen, obgleich es auch eine bedeutende direkte Spekulation gab.

Das Problem bestand im Grunde darin, daß sich eine genügend große Kapitalausfuhr auf die Dauer vielleicht nicht durchhalten ließe und daß der riesige, durch inflationierte Auslandsnachfrage und verstärkte Preisdisparitäten noch vergrößerte Ausfuhrüberschuß im Wandel der Konjunkturkonstellation vielleicht nicht genug zurückgehen würde. Ergäbe sich dann in der Gesamtbilanz wieder ein hoher Überschuß, so würde das nicht nur die deutschen Handelspartner belasten, sondern auch in Deutschland selber eine binnenwirtschaftliche Restriktionspolitik erschweren, wenn die ungestüme Expansion das Stadium eines inflationären Booms erreichen sollte. Mit anderen Worten: ein mögliches Dilemma zwischen fester Parität und Inflation.

Die offensichtliche Unwiderrufflichkeit einer Aufwertung sowie die mit ihr verbundenen Agrarpreisprobleme und die Erinnerung an die Unpopularität des Experiments von 1961 — dies alles waren Faktoren, die die Bundesregierung zu dem Beschluß brachten, den Kampf auf der Basis der bestehenden Parität weiterzuführen. Verschiedene Maßnahmen wurden ergriffen, um den Zufluß kurzfristiger Mittel aus dem Ausland einzudämmen, den Devisenüberfluß ins Ausland zurückzuleiten, den Ausfuhrüberschuß zu verringern und den Boom etwas zu dämpfen, ohne das inländische Zinsniveau allzusehr in die Höhe zu treiben. Wem Preisstabilität ein Anliegen ist, der wird den Behörden der Bundesrepublik gewiß

nicht seine Sympathie versagen; aber ob ihre Probleme durch die bisher ergriffenen Maßnahmen zu lösen sind, muß sich erst erweisen.

Eine Krise im Währungssystem kann manchmal das Drängen der Marktkräfte zum Ausdruck bringen, die auf eine Befreiung des Anpassungsprozesses aus den Fesseln behördlicher Vorschriften hinarbeiten. So war es im Falle der Goldkrise von 1967/68, die schließlich mit einem freien Goldpreis am Markt endete. Von da an war das internationale Währungssystem nicht mehr mit einem Abfluß zentraler Goldreserven zum Markt belastet.

Gegenüber dem großen Vorjahresverlust an Währungsgold war dies zwar ein beträchtlicher Gewinn, aber es muß doch festgehalten werden, daß Zweifel über den jetzigen Zustand des Währungssystems und erst recht über seine künftige Entwicklung entstanden sind. Die Erfahrung hat gezeigt, daß das System von Bretton Woods nicht befriedigend funktioniert, wenn bestimmte Voraussetzungen unerfüllt bleiben. Diese Voraussetzungen sind einmal ein regelmäßiger Zuwachs in den Gesamtreserven, der nicht von der Schaffung behördlicher Währungsschulden abhängt, und zum andern die grundlegende Anpassung der Zahlungsströme durch rasche, im Rahmen des IWF vorgenommene Änderungen in den Währungsparitäten der Länder, die sich in einem fundamentalen Ungleichgewicht befinden. Daß diese Bedingungen nicht erfüllt wurden, kann nicht dem System als solchem angelastet werden.

Unter diesen Umständen werden über die Zukunft des Systems ganz unterschiedliche Ansichten geäußert. Nach Meinung der einen entwickelt es sich mit dem jetzigen Bestand an Währungsgold und auf der Basis fester Wechselkurse nach und nach zu einem Dollarstandard — entweder durch formelle Aufhebung der Einlösbarkeit des Dollars in Gold oder durch eine Art Verzichterklärung der Gläubigerländer. In einem solchen System würden die Reserven wie schon bisher in der Weise wachsen, daß Devisenforderungen geschaffen werden, und zwar entweder durch Defizite in der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten oder durch Sondertransaktionen zur Finanzierung von Ungleichgewichten anderer Länder. Das Zukunftsbild eines mehr oder minder anerkannten Dollarstandards kann den Partnerländern der Vereinigten Staaten schwerlich als verlockend erscheinen, da es ihre währungspolitische Freiheit im binnenwirtschaftlichen Bereich beschneiden würde, ohne ihnen letztlich die Aufrechterhaltung eines Systems fester Paritäten zu garantieren.

Nach anderen Vorschlägen für die künftige Gestaltung des Systems, die vorwiegend von privaten Währungstheoretikern stammen, wäre der Grundsatz fester Paritäten aufzugeben oder aufzuweichen, indem gleitende Paritäten eingeführt, die Bandbreiten erweitert oder die Kurse ganz freigegeben werden. Da in einem System flexibler Wechselkurse einige Dinge verlorengehen könnten, die bis jetzt als wichtig gelten — so etwa der disziplinierende Einfluß der Zahlungsbilanz, die günstigen Voraussetzungen für eine liberale Außenhandelspolitik und die praktischen Vorteile für die exportierende und importierende Wirtschaft —, ist die Begeisterung der Behörden für diese Vorschläge gering.

Der offizielle Standpunkt ist im wesentlichen der, daß das System mit seinem jetzigen Vorrat an Gold funktionieren sollte — sofern durch das im Rahmen

des IWF zu realisierende Projekt der Sonderziehungsrechte ein Reservenwachstum in einem Umfang gewährleistet werden kann und wird, der für die Aufrechterhaltung des Systems der festen Wechselkurse ausreicht. Darüber hinaus besteht der Wunsch, daß der Plan der Sonderziehungsrechte recht bald und mit einem ziemlich großen Ausgabevolumen gebilligt und verwirklicht wird, da sich die Erkenntnis durchgesetzt hat, daß ohne ein autonomes Wachstum der Gesamtreserven der Anpassungsprozeß sich zu sehr kompliziert.

Das Projekt der Sonderziehungsrechte ist allerdings mit einer Reihe von Problemen verbunden. Erstens ist zu überlegen, wie sich eine pauschale Liquiditätsschöpfung auf die Entschlossenheit der Länder auswirken könnte, den inflationistischen Tendenzen zu widerstehen, die so oft der Ursprung von Zahlungsungleichgewichten sind. In einem grundsätzlicheren Sinne sind die Schwierigkeiten zu erwägen, die sich ergeben, wenn der Währungsgoldbestand einen festen Umfang hat und wenn verschiedene Arten von Reserveforderungen (Gold, Dollar und SZR) gleichzeitig nebeneinander bestehen. Insbesondere ist nicht klar, wie Komplikationen aus internationalen Umverteilungen des in seiner Gesamtheit statischen Goldvorrats vermieden werden sollen, es sei denn wiederum durch eine freiwillige Entscheidung der Gläubigerländer oder durch Errichtung einer Art von Reserveverrechnungskonten, in denen alle Reserventypen miteinander verschmolzen wären und gemeinsam benutzt werden würden. In beiden Fällen müßten die Länder das Recht aufgeben, die Zusammensetzung ihrer Reserven selber zu bestimmen.

Für die Zwischenzeit ist zu vermuten, daß das Währungssystem unter etwas ungewissen und unstabilen Bedingungen weiterfunktionieren wird. Und es bleibt abzuwarten, ob wieder einmal das Greshamsche Gesetz zum Zuge kommen wird, und falls ja, welches schlechte Geld welches gute Geld verdrängen wird — Gold, Dollar oder Sonderziehungsrechte.

Schließlich kann nicht oft genug gesagt werden, daß kein internationales Währungssystem befriedigend arbeiten wird, wenn nicht die Länder bereit sind, in ihrer Binnenwirtschaftspolitik auf das Ziel der Aufrechterhaltung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts Rücksicht zu nehmen. Der monetären Zusammenarbeit und der Koordination im Währungsbereich ist die Aufgabe gestellt, so zu funktionieren, daß es den Ländern leichter gelingt, dieses unerläßliche Ziel zu erreichen.

GABRIEL FERRAS
Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1969

BILANZ VOM

AKTIVA

IN GOLDFRANKEN (ZU 0,290 322 58...)

		%
Gold in Barren und Münzen	3 976 260 975	27,2
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ...	55 690 790	0,4
Rediskontierbare Schatzwechsel	66 967 570	0,5
Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar ...	60 477 805	0,4
Terminguthaben und Darlehen		
bis zu höchstens 3 Monaten	5 630 478 799	38,4
» » » » » (Gold)	34 085 713	0,2
von mehr als 3 Monaten	<u>3 299 635 119</u>	22,5
	8 964 199 631	
Andere Wechsel und Wertpapiere		
Gold		
bis zu höchstens 3 Monaten	295 205 527	2,0
von mehr als 3 Monaten	<u>121 989 743</u>	0,8
Währungen		
bis zu höchstens 3 Monaten	975 049 473	6,7
von mehr als 3 Monaten	<u>125 817 231</u>	0,9
	1 518 061 974	
Verschiedene Aktiva	1 119 161	0,0
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	<u>1</u>	0,0
	<u><u>14 642 777 907</u></u>	<u>100</u>
PRO-MEMORIA-KONTEN		
a. Goldtermingeschäfte:		
Saldo: Goldzugang (gegen Währungsabgang)	1 341 167 263	
b. Guthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere, die von der Bank für Rechnung Dritter verwaltet oder verwahrt werden:		
Goldbestände	1 116 167 302	
Bankguthaben	32 521 430	
Wechsel und sonstige Wertpapiere	593 610 901	

31. MÄRZ 1969

GRAMM FEINGOLD — ART. 5 DER STATUTEN)

PASSIVA

		%
Stammkapital		
Genehmigt und begeben 200 000 Aktien von je 2 500		
Goldfranken	<u>500 000 000</u>	
mit 25%iger Einzahlung	125 000 000	0,9
Reserven		
Gesetzlicher Reservefonds	12 500 000	
Besonderer Dividenden-Reservefonds	10 007 964	
Allgemeiner Reservefonds	37 751 960	
Freier Reservefonds	<u>15 000 000</u>	
	75 259 924	0,5
Einlagen (Gold)		
Zentralbanken		
Sichteinlagen	1 759 829 934	12,0
bis zu höchstens 3 Monaten	2 664 959 515	18,2
von mehr als 3 Monaten	285 988 601	1,9
Andere Einleger		
Sichteinlagen	474 788 277	3,2
bis zu höchstens 3 Monaten	<u>113 670 999</u>	0,8
	5 298 237 326	
Einlagen (Währungen)		
Zentralbanken		
Sichteinlagen	22 647 238	0,2
bis zu höchstens 3 Monaten	4 415 219 595	30,1
von mehr als 3 Monaten	2 175 700 532	14,9
Andere Einleger		
Sichteinlagen	17 631 833	0,1
bis zu höchstens 3 Monaten	615 423 848	4,2
von mehr als 3 Monaten	<u>3 092 180</u>	0,0
	7 249 715 226	
Wechsel		
bis zu höchstens 3 Monaten	593 968 154	4,1
von mehr als 3 Monaten	<u>990 675 289</u>	6,8
	1 584 643 443	
Verschiedenes	43 421 988	0,3
Rückstellungen		
Rückstellung für Unvorhergesehenes	220 000 000	
Rückstellung für Gebäude	<u>1 500 000</u>	
	221 500 000	1,5
Gewinn- und Verlust-Rechnung	45 000 000	0,3
	<u>14 642 777 907</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 1969 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 2. Mai 1969

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

für das am 31. März 1969 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	60 109 088
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	175 272
Direktion und Personal	8 375 659
Geschäfts- und Bürokosten	<u>1 871 837</u>
	<u>10 422 768</u>
Geschäftsertrag	49 686 320
Abzüglich: Zuweisungen an die folgenden Rückstellungen:	
Außerordentliche Verwaltungskosten	1 336 320
Gebäude	<u>3 350 000</u>
	<u>4 686 320</u>
REINGEWINN für das am 31. März 1969 abgeschlossene Geschäftsjahr	<u><u>45 000 000</u></u>

VERWENDUNG DES REINGEWINNS

(Artikel 53 Lit. b, c, d und f der Statuten)

	<u>Goldfranken</u>
Reingewinn	45 000 000
Kumulative Dividende von 37,50 Goldfranken je Aktie (6% auf das eingezahlte Kapital)	<u>7 500 000</u>
	37 500 000
Nichtkumulative Zusatzdividende von 37,50 Goldfranken je Aktie (6% auf das eingezahlte Kapital)	<u>7 500 000</u>
	30 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	<u>15 000 000</u>
	15 000 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds	<u>15 000 000</u>
	<u>—</u>

Veränderung der Rückstellung für Gebäude

in dem am 31. März 1969 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Stand am 1. April 1968	17 500 000
Dazu: Zuweisung aus der Gewinn- und Verlust-Rechnung	<u>3 350 000</u>
	20 850 000
Abzüglich: Abschreibung der bisher entstandenen Kosten im Zusammenhang mit dem Landerwerb für das neue Bankgebäude	<u>19 350 000</u>
Stand am 31. März 1969 gemäß Bilanz	<u><u>1 500 000</u></u>

VERWALTUNGSRAT

Dr. J. Zijlstra, 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
Dr. Guido Carli, Rom
Henri Deroy, Paris
Dr. Donato Menichella, Rom
Sir Leslie O'Brien, London
Dr. Edwin Stopper, Zürich
Olivier Wormser, Paris
Per Åsbrink, Stockholm

Stellvertreter

Dr. Paolo Baffi, Rom, oder
Prof. Francesco Masera, Rom
Bernard Clappier, Paris, oder
Marcel Théron, Paris
Dr. Otmar Emminger, Frankfurt a. M., oder
Johannes Tüngeler, Frankfurt a. M.
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

D. H. Stapleton	Beigeordneter Direktor
Prof. Dr. F. E. Klein	Beigeordneter Direktor
A. N. Barltrop	Vize-Direktor