

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **DREIUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT**

1. APRIL 1972 — 31. MÄRZ 1973

**BASEL**

18. Juni 1973

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung . . . . .	I
I. Wirtschaftslage und Wirtschaftspolitik 1972-1973 . . . . .	3
Produktion und Nachfrage (S. 3); das Problem der Inflation (S. 8); Geld, Kredit und Zinssätze (S. 16); die Entwicklung nach dem Washingtoner Realignment und die Währungskrise von 1973 (S. 22): die Ereignisse an den Devisenmärkten (S. 22); der Anpassungsprozeß (S. 28): Vereinigte Staaten (S. 29), Japan (S. 31), Bundesrepublik Deutschland (S. 32); effektive Wechselkursänderungen (S. 34); die internationale Währungsreform (S. 34)	
II. Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen und Maßnahmen in einzelnen Ländern . . . . .	41
<i>Vereinigte Staaten (S. 43), Kanada (S. 49), Japan (S. 51), Großbritannien (S. 54), Bundesrepublik Deutschland (S. 60), Frankreich (S. 64), Italien (S. 68), Belgien (S. 71), Niederlande (S. 73), Schweiz (S. 76), Österreich (S. 78), Dänemark (S. 80), Norwegen (S. 81), Schweden (S. 82), Finnland (S. 85), Spanien (S. 86), Portugal (S. 87), Jugoslawien (S. 88), Australien (S. 89), Südafrika (S. 90); Osteuropa: Sowjetunion (S. 92), Deutsche Demokratische Republik (S. 93), Polen (S. 93), Tschechoslowakei (S. 94), Ungarn (S. 94), Rumänien (S. 95), Bulgarien (S. 95)</i>	
III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr . . . . .	96
Welthandel (S. 96); Zahlungsbilanzen (S. 98): Vereinigte Staaten (S. 100), Kanada (S. 104), Japan (S. 105), Großbritannien (S. 107), Bundesrepublik Deutschland (S. 110), Frankreich (S. 113), Italien (S. 114), Belgien-Luxemburg (S. 117), Niederlande (S. 118), Schweiz (S. 119), Österreich (S. 120), Spanien (S. 122), Dänemark (S. 122), Norwegen (S. 123), Schweden (S. 124), Finnland (S. 124); sonstige europäische Länder: Island (S. 125), Irland (S. 126), Portugal (S. 126), Griechenland (S. 126), Türkei (S. 127), Jugoslawien (S. 127), osteuropäische Länder (S. 127)	
IV. Gold, Reserven und Devisen . . . . .	130
Gold: Produktion, Märkte und Reserven (S. 130); die Entwicklung der Weltwährungsreserven (S. 134); Internationaler Währungsfonds (S. 138); Devisenbilanzen: Vereinigte Staaten (S. 140), Großbritannien (S. 142), Bundesrepublik Deutschland (S. 145), Japan (S. 147), Spanien (S. 147), Frankreich (S. 148), Niederlande (S. 148), Belgien-Luxemburg (S. 149), Kanada (S. 149), Österreich (S. 149), Portugal (S. 150), Schweden (S. 150), Norwegen (S. 150), Dänemark (S. 150), Finnland (S. 151), Italien (S. 151), Schweiz (S. 151), andere europäische Staaten (S. 152); Devisenmärkte (S. 153): die Devisenmarktregelungen zwischen den Mitgliedern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (S. 153), Pfund Sterling (S. 155), Deutsche Mark (S. 157), französischer Franken (S. 158), belgischer Franken und holländischer Gulden (S. 159), Lira (S. 160), Schweizer Franken (S. 161), Yen (S. 161), kanadischer Dollar (S. 162), österreichischer Schilling (S. 162), andere Währungen (S. 162); sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse (S. 163)	

V. Der Eurogeld- und der Euroanleihemarkt . . . . . 173

Der Eurogeldmarkt: *allgemeine Bemerkungen (S. 173)*, *gesamte Auslandspositionen (S. 176)*, *Zusammensetzung nach Währungen (S. 179)*, *Kreditnehmer und Kreditgeber (S. 182)*, *regionale Aufgliederung (S. 184)*, *Zinsentwicklung (S. 188)*; der Euroanleihemarkt (S. 191)

VI. Das Europäische Währungsabkommen . . . . . 196

Überprüfung und Beendigung des Abkommens (S. 196); die Geschäfte im Rahmen des Abkommens: *Europäischer Fonds (S. 196)*, *multilateraler Zahlungsausgleich (S. 198)*; Ausweis des Europäischen Fonds (S. 199); die Liquidation des Europäischen Fonds (S. 200); die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens (S. 202); das neue Währungsgarantieabkommen (S. 203)

VII. Die Tätigkeit der Bank . . . . . 204

Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf monetärem Gebiet (S. 204); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 204): *Passiva (Mittelaufkommen) (S. 206)*, *Aktiva (Mittelverwendung) (S. 209)*; die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 212); die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen) (S. 214); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 214); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 215); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 216); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 217)

Schlußbemerkungen . . . . . 218

\* \* \*

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1973

## VERZEICHNIS DER TABELLEN UND DIAGRAMME

(♦: Diagramm)

	Seite
<b>I. Wirtschaftslage und Wirtschaftspolitik 1972-1973</b>	
Angebot und Nachfrage . . . . .	5
Anteil der Bruttosachvermögensbildung an der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts ♦ . . . . .	7
Weltmarktpreise ♦ . . . . .	9
Preise und Löhne ♦ . . . . .	11
Die Geldmenge . . . . .	16
Die Bankkreditgewährung insgesamt und ihre Komponenten ♦ . . . . .	18
Kurzfristige und langfristige Zinssätze ♦ . . . . .	21
Zehnergruppen-Länder: Außenhandel . . . . .	28
Effektive Wechselkursänderungen (geschätzt) . . . . .	34
<b>II. Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen und Maßnahmen in einzelnen Ländern</b>	
Industrieproduktion ♦ . . . . .	42
Vereinigte Staaten: Angebot und Nachfrage von Kreditmarktmitteln . . . . .	46
Kanada: Gesamtes Mittelaufkommen an den Finanzmärkten . . . . .	50
Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung . . . . .	52
Großbritannien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung . . . . .	56
Inländische Kreditexpansion . . . . .	57
Bundesrepublik Deutschland: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung . . . . .	62
Änderungen der offiziellen Diskontsätze seit 1971 . . . . .	67
Italien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung . . . . .	69
Niederlande: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung . . . . .	74
Schweden: Nettokreditgewährung . . . . .	83
Osteuropäische Volkswirtschaften: Erzeugung nach Sektoren und produziertes Nationaleinkommen . . . . .	93
<b>III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr</b>	
Welthandel . . . . .	96
Wachstum der Exporte aus wichtigen Industrieländern . . . . .	97
Zahlungsbilanzen: Die wichtigsten Industrieländer . . . . .	99
Vereinigte Staaten . . . . .	102
Kanada . . . . .	104
Japan . . . . .	106
Großbritannien . . . . .	108

	Seite
Zahlungsbilanzen (Fortsetzung):	
Bundesrepublik Deutschland . . . . .	111
Frankreich . . . . .	114
Italien . . . . .	116
Belgien-Luxemburg . . . . .	118
Niederlande . . . . .	119
Sonstige europäische Länder . . . . .	121
Osteuropäische Länder: Warenhandel . . . . .	128

#### IV. Gold, Reserven und Devisen

Weltgolderzeugung . . . . .	130
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte) . . . . .	131
Goldmarktpreise und südafrikanische Goldverkäufe auf dem Markt ♦ . . . . .	132
Weltgoldreserven . . . . .	134
Veränderung der Weltwährungsreserven . . . . .	135
Entwicklung der Weltwährungsreserven 1958-1972 ♦ . . . . .	137
Internationaler Währungsfonds: Ziehungen und Rückkäufe 1972 . . . . .	139
Erweiterte Devisenbilanzen:	
Vereinigte Staaten . . . . .	141
Großbritannien . . . . .	143
Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition . . . . .	146
Block-Floating der europäischen Währungen ♦ . . . . .	154
Wechselkurse für den US-Dollar 1971-1973 . . . . .	156

#### V. Der Eurogeld- und der Euroanleihemarkt

Acht berichtende europäische Länder: Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken gegenüber dem Ausland ♦ . . . . .	173
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern . . . . .	177
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern . . . . .	180
Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen . . . . .	181
Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber Devisenausländern . . . . .	185
Volumen des Eurogeldmarktes (Schätzung) . . . . .	188
Interbanksätze für Dreimonats-Eurowährungseinlagen und Satz für Depositenzertifikate in den Vereinigten Staaten ♦ . . . . .	189
Internationale Anleihen und konventionelle Auslandsanleihen (öffentlich und nicht-öffentlich begebene Emissionen) . . . . .	192
Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ♦ . . . . .	195

#### VI. Das Europäische Währungsabkommen

Inanspruchnahme der Kredite des Europäischen Fonds . . . . .	197
Multilateraler Zahlungsausgleich . . . . .	198
Zusammengefaßter Ausweis des Europäischen Fonds . . . . .	199
Übersicht über die Liquidation des Europäischen Fonds . . . . .	201
Rückerstattung der Kapitalbeiträge und Verteilung des Einnahmenüberschusses an die einzelnen Mitgliedsländer . . . . .	202

	Seite
<b>VII. Die Tätigkeit der Bank</b>	
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren . . . . .	205
Passiva ♦ . . . . .	206
Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren . . . . .	206
Fremdmittel:	
Herkunft . . . . .	208
Laufzeit und Sachkategorien . . . . .	209
Struktur der wichtigsten Aktiva . . . . .	210
Aktiva ♦ . . . . .	210
Laufzeit der „Terminguthaben und Kredite“ und der „Sonstigen Wertpapiere“ . . . . .	211
Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) . . . . .	212
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) . . . . .	213
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930 . . . . .	214
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl . . . . .	215

# DREIUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER  
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

in Basel am 18. Juni 1973

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das dreiundvierzigste Geschäftsjahr vom 1. April 1972 bis 31. März 1973 vorzulegen.

Nach Zuweisung von 3 984 995 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und von 10 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für Bauvorhaben ergab sich für das Geschäftsjahr 1972/73 ein Reingewinn von 122 063 281 Goldfranken (1971/72: 148 832 656 Goldfranken; 1970/71: 99 448 906 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 18 042 187 Goldfranken als Vorrangdividende von 6 Prozent p.a. = 37,50 Goldfranken je Aktie sowie 9 021 094 Goldfranken als Zusatzdividende von 3 Prozent p.a. = 18,75 Goldfranken je Aktie auszuschütten (die Statuten sehen eine Zusatzdividende von höchstens 3 Prozent vor, sofern der betreffende Betrag ein Fünftel des nach Abzug der Vorrangdividende verbleibenden Reingewinns nicht übersteigt).

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 47 500 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 13 967 817 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds (der dadurch den statutarisch größtmöglichen Betrag von einem Viertel des eingezahlten Kapitals erreichen würde) und den Rest von 33 532 183 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen beträgt die Dividende des Geschäftsjahres 1972/73 insgesamt 56,25 Goldfranken je Aktie. Dieser Betrag wäre am 1. Juli 1973 in Schweizer Franken an die Aktionäre zu zahlen.

Das erste Kapitel dieses Berichts enthält einen Überblick über die wirtschaftlichen Ereignisse und Maßnahmen im Zeitraum 1972–1973 unter besonderer Berücksichtigung des Inflationsproblems, der Geld- und Kreditausweitung, der Währungskrisen und der Aussichten für eine Reform der Weltwährungsordnung. Im zweiten Kapitel wird die Produktionstätigkeit, der Preisverlauf sowie die Geld- und Fiskalpolitik in einzelnen Ländern analysiert. Die zwei anschließenden Kapitel haben die letztjährige Entwicklung im Bereich des Außenhandels und der Zahlungsbilanzen, der Goldproduktion, der Weltwährungsreserven und der Devisenmärkte zum Inhalt. Das fünfte Kapitel unterrichtet über den Eurogeld- und den Euroanleihemarkt, das sechste über das Europäische Währungsabkommen und seine Beendigung, das siebte über die Tätigkeit der Bank im Geschäftsjahr, die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse.

## I. WIRTSCHAFTSLAGE UND WIRTSCHAFTSPOLITIK

1972—1973

Der dramatische Aspekt der internationalen Wirtschaftsentwicklung war im Berichtszeitraum der Zusammenbruch des Wechselkursgefüges, das im Dezember 1971 in der Washingtoner Währungskonferenz errichtet worden war. Im dritten Viertel des vergangenen Jahres stand bereits fest, daß die Wechselkursneuordnung keine zureichende, falls überhaupt eine Korrektur der Zahlungsungleichgewichte bewirken würde. Als die Devisenkrise dann ausbrach, war sie ernst, und an den Märkten hatte das Vertrauen so große Einbußen erlitten, daß eine abermalige Dollarabwertung nichts half; Floating und administrative Maßnahmen waren die neue Losung.

Nachdem das Wechselkursgefüge im August 1971 erstmals ins Wanken geraten war, hatte es nicht lange gedauert, bis sich in der Wirtschaft Unsicherheit zeigte und nachteilige Auswirkungen auf Handel und Produktion befürchtet werden mußten. Diesmal jedoch war bisher nichts dergleichen zu bemerken. Der Konjunkturaufschwung, der in der zweiten Hälfte von 1972 allgemein dominierte, hat sich in den letzten sechs bis acht Monaten deutlich verstärkt — so sehr, daß einige Länder bereits Maßnahmen gegen eine drohende Überhitzung ergriffen haben.

Unabhängig vom Stand der Konjunktur herrschte in den meisten Ländern nach wie vor eine akute Inflation, die sich in der zweiten Hälfte von 1972 im allgemeinen verstärkte. Nur durch einen Preis- und Lohnstopp, der später von anderen gesetzlichen Begrenzungen abgelöst wurde, vermochten die Vereinigten Staaten und Großbritannien die Spirale zu drosseln. Neben dem ständigen Druck der lohninduzierten Inflation wirkten auf den Trend der Preise auch beträchtliche Verteuerungen im Rohstoffsektor ein. Das Dilemma hierbei war, daß diese Beschleunigung in einer Zeit eintrat, in der die Wirtschaft in vielen Ländern noch nicht voll beschäftigt war.

### **Produktion und Nachfrage**

Der Konjunkturaufschwung, der in den Vereinigten Staaten und Kanada früh im Jahr 1971 eingesetzt hatte, erfaßte 1972 allmählich auch die meisten anderen Industrieländer. In den Vereinigten Staaten wuchs die Produktion das ganze letzte Jahr hindurch bis in die erste Hälfte von 1973 hinein besonders stark, und auch in Kanada blieb die Wachstumsrate hoch. In den anderen Ländern verlief die Produktionsentwicklung trotz den vorherrschenden Aufschwungstendenzen eine Zeitlang wenig einheitlich. Einige Länder, so Frankreich und die Schweiz, die 1971 von der Rezession wenig betroffen worden waren, hatten im Berichtszeitraum ein über dem längerfristigen Trend liegendes, mehr oder minder stetiges Wachstum. Demgegenüber bestimmte in den Ländern, in denen die Produktion 1971 nicht sehr gewachsen war, im letzten Jahr der beginnende konjunkturelle Auftrieb das Bild.

In Japan beispielsweise bahnte sich schon früh im letzten Jahr ein neuer Aufschwung an, der sich im Herbst verstärkte, und für 1973 sieht es ganz so aus, als strebe

die Wirtschaft wieder einem ihrer Superstar-Auftritte zu. In Großbritannien setzte im zweiten Quartal 1973 ein erneuter Auftrieb ein, der sich seither recht nachdrücklich, wenn auch nicht mit dem Schwung der japanischen Konjunktur, fortgesetzt hat. Belgien und Spanien haben eindeutig seit Anfang 1972, wenn nicht schon seit den letzten Monaten von 1971 eine lebhafter werdende Konjunktur, mit beträchtlichen Zuwächsen auch in der ersten Hälfte des laufenden Jahres. Die Bundesrepublik Deutschland, die Niederlande und Schweden schlossen sich später an; hier zeichnete sich der Aufschwung deutlicher erst etwa im letzten Viertel von 1972 ab, dem dann allerdings insbesondere in der Bundesrepublik eine bemerkenswert kräftige Weiterentwicklung folgte. Auch in Italien ist die Produktionstätigkeit etwa seit Oktober letzten Jahres etwas lebhafter geworden, doch sind die früheren Wachstumsraten bei weitem noch nicht wieder erreicht.

Die Auslandsnachfrage war, anders als in früheren Zyklen, wegen des Realignment vom Dezember 1971 nicht die Haupttriebfeder des Konjunkturaufschwungs. Im ersten Halbjahr 1972 entwickelte sich die Exporttätigkeit im allgemeinen — mit Ausnahme Belgiens, der Bundesrepublik, Norwegens und Spaniens — nicht mit der gewohnten Lebhaftigkeit. Danach verstärkte sie sich allerdings in vielen Ländern in außerordentlichem Maße, so in Frankreich, Großbritannien, Japan, Kanada, Schweden und den Vereinigten Staaten. In den Niederlanden war es 1972 nicht zuletzt der Exportausweitung zu verdanken, daß der reale Zuwachs des Sozialprodukts ungefähr das Vorjahresergebnis erreichte. In mehreren Ländern wurde die außenwirtschaftliche Anpassung dadurch erschwert, daß der Konjunkturaufschwung früher als anderswo einsetzte und rascher voranschritt — besonders auffällig in Großbritannien und den Vereinigten Staaten, wo die Importe viel stärker zunahm als die Exporte.

Bei der Inlandsnachfrage war der private Verbrauch die konjunkturwirksamste Komponente. Vor allem in Großbritannien, aber auch in den Vereinigten Staaten und Kanada wuchs er 1972 real bedeutend schneller als im Durchschnitt der Jahre 1961–1970, da die Verbraucher neues Vertrauen faßten, über höhere Einkommen verfügten und Kredite zu verhältnismäßig günstigen Bedingungen erhielten. Manche Käufe waren offensichtlich auch durch den Wunsch bedingt, dem Preisanstieg zuvorzukommen. In Japan erreichte das Wachstum des privaten Verbrauchs wieder etwa seinen langjährigen Durchschnitt. Auf dem europäischen Kontinent expandierte der private Verbrauch in Belgien, Finnland, Österreich und der Schweiz im Vergleich zu früheren Wachstumsraten überdurchschnittlich stark. In Frankreich setzte er seine mehr oder minder gleichmäßige Ausdehnung fort. In anderen Ländern, so in Italien, den Niederlanden, Schweden und Spanien, kam er im vergangenen Jahr zwar aus dem Tief heraus, wuchs aber immer noch deutlich langsamer als in den sechziger Jahren.

Den produktiven Anlageinvestitionen hat es bisher im Konjunkturaufschwung im allgemeinen an Dynamik gefehlt. Eine Ausnahme waren die Vereinigten Staaten, wo sie sich im vergangenen Jahr kräftig belebt haben und in diesem Jahr noch mehr zunehmen dürften. Die gute Gesamtentwicklung der Konjunktur, das Schwinden der Kapazitätsreserven und die Verbesserung der Ertragslage haben alle ihr Teil dazu beigesteuert, daß die Investitionsaussichten günstiger beurteilt wurden. In Japan sind die Anlageinvestitionen in der verarbeitenden Industrie geschrumpft, hingegen in der übrigen Industrie kräftig gewachsen. In Westeuropa waren die einzigen Länder mit

### Angebot und Nachfrage

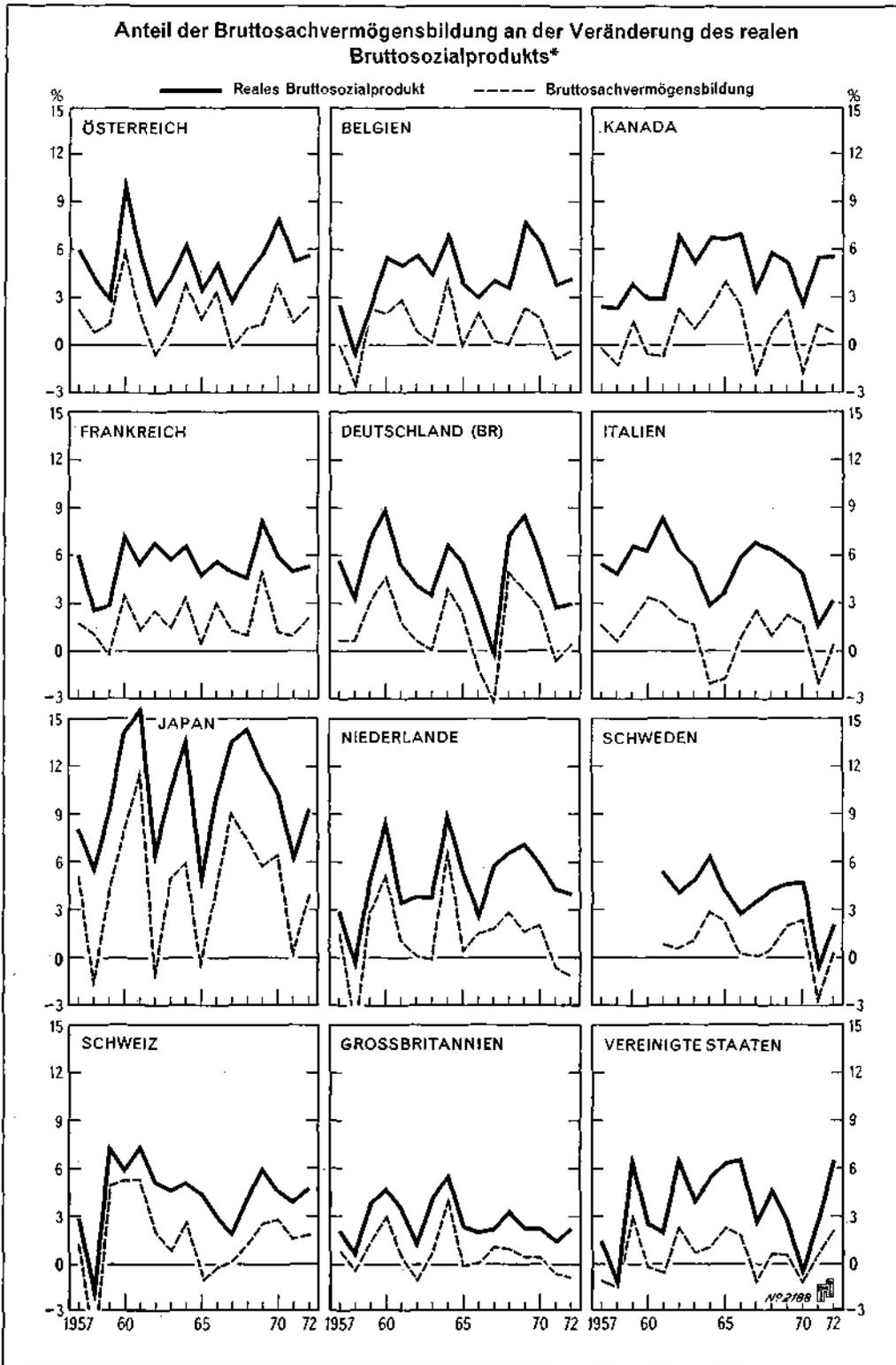
	Zeitraum	Elemente der Nachfrage					Angebot		
		Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Ausfuhr von Gütern und Leistungen	Einfuhr von Gütern und Leistungen	Brutto-sozialprodukt
		Privat	Öffentlich	Insgesamt	Produktiv-Investitionen	Wohnungs-bau			
							Jahresdurchschnittliche bzw. jährliche reale Veränderung in Prozent		
Belgien . . . . .	1961-70	4,0	5,7	5,3	6,1	2,9	9,4	8,6	4,9
	1971	4,6	4,8	- 2,8	- 2,6	- 4,9	8,1	6,2	3,7
	1972	4,7	7,4	- 0,6	.	.	8,2	8,3	4,1
Dänemark . . . . .	1961-70	4,8	6,1	7,4	7,2	8,0	7,1	8,2	4,8
	1971	1,9	8,8	1,9	2,0	1,7	4,2	1,0	3,1
	1972	3,0	7,2	9,0	.	.	7,0	4,5	4,6
Deutschland (BR)	1961-70	5,0	4,3	5,7	6,6	3,1	8,5	9,9	4,8
	1971	5,6	7,3	4,5	3,7	8,3	6,5	9,8	2,7
	1972	3,5	4,4	1,9	- 0,8	12,8	7,6	8,1	2,9
Finnland . . . . .	1961-70	4,9	5,8	4,0	3,3	6,4	7,6	6,3	5,1
	1971	3,0	4,5	2,7	4,2	1,1	- 1,1	- 0,4	2,3
	1972	5,2	5,4	2,9	1,3	8,0	15,1	4,1	4,8
Frankreich . . . . .	1961-70	5,7	3,6	8,9	9,2	8,3	9,6	10,8	5,8
	1971	6,0	3,5	5,9	5,9	5,8	11,7	11,6	5,0
	1972	5,4	2,4	8,1	7,0	11,0	12,5	12,4	5,3
Großbritannien . .	1961-70	2,4	2,1	4,5	5,0	2,9	4,9	4,0	2,7
	1971	2,6	3,9	- 0,6	- 1,0	1,8	5,7	5,8	1,6
	1972	6,8	3,5	0,7	- 0,6	7,2	2,9	9,3	2,2
Italien . . . . .	1961-70	6,1	4,0	5,0	4,6	5,9	12,1	11,9	5,7
	1971	2,8	5,2	- 3,5	- 0,1	- 11,7	6,2	1,7	1,6
	1972	3,8	4,2	- 0,2	- 1,0	2,0	11,2	13,2	3,2
Japan . . . . .	1961-70	9,1	6,6	14,9	14,8	15,4	15,3	14,8	11,1
	1971	7,1	8,1	7,7	8,6	3,9	17,9	3,4	6,2
	1972	9,3	7,8	10,7	10,0	14,3	7,4	8,5	9,2
Kanada . . . . .	1961-70	4,5	5,9	5,2	5,6	3,4	9,1	7,2	5,2
	1971	5,5	6,3	5,7	3,3	16,1	5,2	8,2	5,5
	1972	7,6	5,0	4,1	2,6	9,6	6,2	10,9	5,5
Niederlande . . . .	1961-70	5,9	3,2	7,0	7,1	6,4	8,9	10,1	5,1
	1971	3,1	3,5	1,7	0,1	8,8	11,1	6,8	4,3
	1972	4,0	1,3	- 5,0	- 8,6	10,2	9,1	6,7	4,2
Norwegen . . . . .	1961-70	4,1	6,4	5,4	5,1	6,6	7,8	8,0	5,0
	1971	5,0	7,5	18,6	20,2	11,5	2,6	6,1	5,4
	1972	1,6	5,3	- 5,7	- 7,4	2,5	14,1	1,5	4,2
Österreich . . . . .	1961-70	4,4	3,0	6,0	.	.	8,5	8,4	4,7
	1971	6,6	2,6	12,9	.	.	4,8	5,9	5,6
	1972	7,3	6,0	4,4	.	.	10,3	11,2	6,4
Schweden . . . . .	1961-70	3,7	5,4	5,0	5,0	5,2	7,6	7,3	4,4
	1971	- 0,9	4,0	- 2,1	- 1,8	- 3,2	6,4	- 2,3	0,0
	1972	2,3	1,0	5,5	6,3	2,7	5,8	4,7	2,2
Schweiz . . . . .	1961-70	4,7	4,6	6,0	6,8	3,9	7,7	9,0	4,5
	1971	5,5	3,7	7,8	8,3	6,7	3,7	6,9	3,9
	1972	5,7	4,5	7,5	7,1	9,0	4,5	6,8	4,7
Spanien . . . . .	1961-70	7,2	5,5	10,3	12,2	4,1	12,3	17,4	7,5
	1971	3,4	6,4	- 6,1	- 6,2	- 5,7	14,5	0,6	4,6
	1972	6,5	4,5	13,6	.	.	12,2	18,6	7,3
Vereinigte Staaten	1961-70	4,2	4,2	3,7	4,4	0,2	6,9	8,1	4,0
	1971	3,9	- 1,6	5,2	- 0,4	29,6	0,8	5,0	2,7
	1972	5,9	4,9	10,0	7,2	19,5	8,0	11,8	6,4

bedeutenden Expansionsraten bei der gewerblichen Investitionstätigkeit Frankreich, Schweden und die Schweiz. In den anderen Ländern, die einen Zuwachs hatten, war dieser mäßig, und in den Niederlanden gab es sogar einen erheblichen Rückgang. Auch die Vorratsinvestitionen verhielten sich wenig konjunkturendynamisch; sie waren im allgemeinen bescheiden oder, wie in Großbritannien und Schweden, sogar negativ.

Ganz anders der Wohnungsbau. Hier herrschte in vielen Ländern Hochkonjunktur, was mit dem großen Wohnraumbedarf, der verhältnismäßig reichlichen Kreditversorgung während fast des ganzen Jahres 1972 und bis zu einem gewissen Grade auch mit einer Flucht in die Sachwerte zusammenhing. In den Vereinigten Staaten weitete sich der Wohnungsbau 1971 um 30 Prozent und 1972 um 20 Prozent aus, und eine ähnliche Abfolge mit kleineren Raten ergab sich in Kanada. In Japan verzeichnete der Wohnungsbau 1972 nach dem sehr geringen Vorjahreszuwachs eine Steigerung von 14 Prozent. In Westeuropa verstärkte sich die Wohnbautätigkeit am meisten in Großbritannien, aber auch die Niederlande, die Bundesrepublik, Dänemark, Frankreich und die Schweiz hatten beträchtliche oder vergrößerte Zuwachsraten. Auf der anderen Seite ging in Italien die zu einem wesentlichen Teil durch gesetzliche und administrative Hindernisse bedingte Rezession im Wohnungsbau in ihr drittes Jahr, und in Schweden, wo der Markt für Neubauwohnungen vorübergehend den Sättigungsgrad erreicht hatte, verzeichnete der Wohnungsbau nach zweijährigem Schrumpfungsprozeß nur eine mäßige Erholung. In letzter Zeit scheinen die Zuwächse im Wohnungsbau in Schweden und Belgien größer, in den Vereinigten Staaten und Kanada dagegen kleiner geworden zu sein.

Die Behörden haben in ihrer Einstellung zur Kapitalbildung zum Teil neue Akzente gesetzt. In Japan streben sie eine Gewichtsverlagerung von den Investitionen der verarbeitenden Industrie, mit denen die Exportüberhitzung der letzten Jahre zusammenhing, zum Ausbau der gesellschaftlichen Infrastruktur, zum Wohnungsbau und zu Investitionen im Dienstleistungssektor hin an. Einige Regierungen, vor allem diejenigen Italiens, Großbritanniens und Schwedens, jedoch offensichtlich auch der Vereinigten Staaten, würden auf längere Sicht eine wesentlich höhere Rate der Produktivinvestitionen aus binnen- und außenwirtschaftlichen Gründen begrüßen. Andere Regierungen, so diejenigen Belgiens und der Niederlande, halten die Investitionen der verarbeitenden Industrie ihrer Länder ebenfalls für steigerungsbedürftig, allerdings weniger aus Zahlungsbilanzgründen als vielmehr wegen ihrer Beeinträchtigung durch die Kosteninflation und die vorangegangene Gewinnschmälerung. Hingegen hatten in Frankreich die seit einigen Jahren laufenden Bemühungen der Behörden um Aufrechterhaltung einer hohen Investitionsrate in der Industrie einen recht nachhaltigen Erfolg.

Angesichts dieser Schwerpunktverschiebungen und der uneinheitlichen konjunkturellen Positionen ist es von Interesse, die letztjährigen Investitionsergebnisse in einen größeren zeitlichen Zusammenhang zu stellen. Die Bruttosachvermögensbildung (produktive Anlageinvestitionen, Wohnungsbau und Vorratsbildung) ist erfahrungsgemäß die unbeständigste Nachfragekomponente; sie hat zeitweise die konjunkturellen Veränderungen innerhalb der Gesamtproduktion maßgeblich bestimmt. Das nebenstehende Diagramm zeigt für die wichtigsten Industrieländer die jährliche Veränderung des realen Bruttosozialprodukts seit 1957 in Prozent und den Anteil der Bruttoinvestitionen an dieser Veränderung in Prozentpunkten.



\* Die Werte für die Bruttosachvermögensbildung geben an, mit wieviel Prozentpunkten diese an der jährlichen prozentualen Veränderung des realen Bruttosozialprodukts beteiligt war.

Die Kurven verdeutlichen den engen Zusammenhang zwischen den Wachstumsraten der realen Erzeugung und der Bruttosachvermögensbildung. Ebenso lassen sie die internationale Verschiedenartigkeit des Konjunkturverlaufs erkennen; beispielsweise steht den weiten Ausschlägen in Japan ein relativ gleichmäßiges Wachstum in Frankreich und ein in den letzten Jahren vergleichsweise stagnierender Trend in Großbritannien gegenüber. Für 1972 ist festzustellen, daß die Bruttosachvermögensbildung in Österreich, Kanada, Frankreich, Japan, der Schweiz und den Vereinigten Staaten mäßig bis beträchtlich am Wachstum des Realprodukts beteiligt war, das seinerseits den längerfristigen Durchschnitt übertraf, obwohl der Aufschwung sich in einigen Fällen noch in einer frühen Phase befand. In anderen Ländern, so in Belgien, der Bundesrepublik, Italien, den Niederlanden, Schweden und Großbritannien, war der Beitrag der Bruttosachvermögensbildung zwar meist größer als 1971, aber dennoch — wie in der Bundesrepublik — sehr klein oder sogar noch negativ. In fast allen Ländern wird mit einer weiteren Erholung oder Ausdehnung der Anlageinvestitionen und mit einer kräftigen Belebung der Vorratsbildung im Laufe des Jahres 1973 gerechnet.

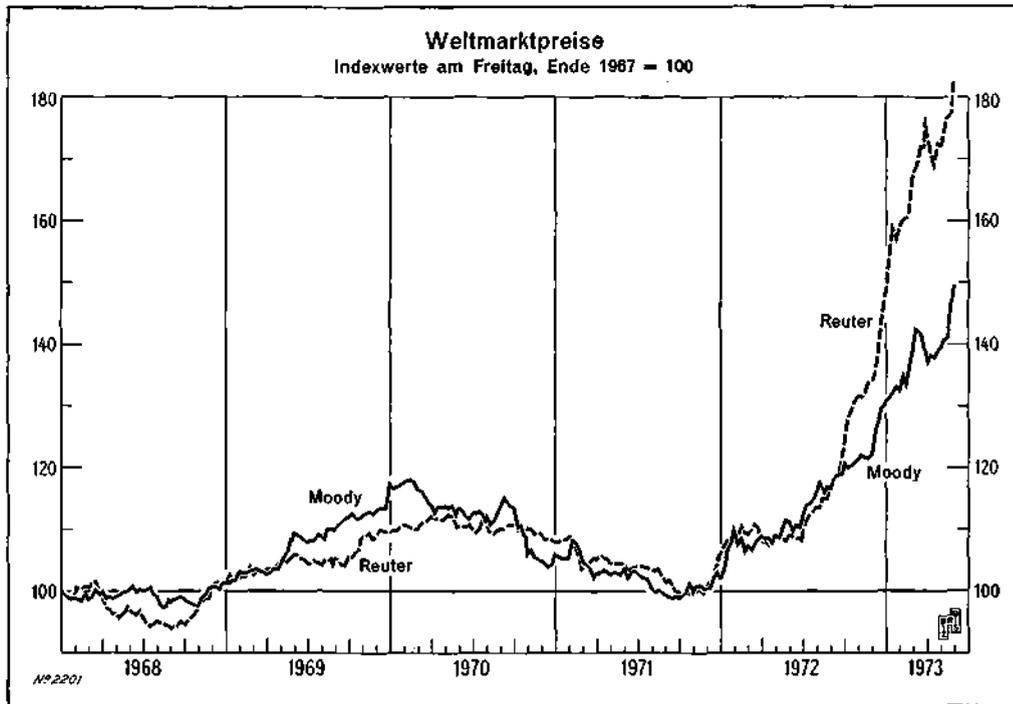
Während der letzten ein bis zwei Jahre scheinen viele Industrieunternehmen, um sich der Belastung durch die steigenden Lohnkosten zu entziehen, ihre Investitionsmittel vermehrt zur Rationalisierung statt für Erweiterungen eingesetzt zu haben. Dies hatte neben anderem zur Folge, daß die Arbeitslosigkeit nur zögernd sank. Deutlich war das in den Vereinigten Staaten und noch mehr in Kanada zu sehen; aber auch für die meisten westeuropäischen Länder galt ähnliches, bevor die Arbeitslosigkeit dann gegen Ende 1972 mehr und mehr schwand. Fast alle Länder — die einzige nennenswerte Ausnahme ist Italien — hatten in dieser konjunkturellen Phase weiterhin einen großen Produktivitätszuwachs, der etwa zwischen 5 und 10 Prozent — in Japan eher bei 15 Prozent — lag. Die anhaltenden Probleme der Kosteninflation werden die Wirtschaft in den meisten Ländern zwangsläufig auch in Zukunft auf den Weg weiterer Rationalisierungsinvestitionen drängen.

Die im Spätfrühjahr dieses Jahres verfügbaren Angaben bestätigen die Stärke und Breite der Wirtschaftsexpansion. Zwar sind die Kapazitäten in vielen Ländern noch nicht allzusehr überlastet, doch ist die Zuwachsrates nun so hoch, daß es vielleicht nicht mehr allzulange dauern wird, bis sich die Nachfrage allgemein überhitzt. Aus diesem Grunde ist eine Anzahl von Ländern zu Drosselungsmaßnahmen übergegangen. Näheres über diese Akzentverschiebung enthalten die Länderanalysen in Kapitel II.

### **Das Problem der Inflation**

Kräftige Preisinflation hat der weltwirtschaftlichen Entwicklung auch im Berichtszeitraum wieder ihren Stempel aufgedrückt. Nachdem die Teuerung sich in der ersten Hälfte von 1972 im allgemeinen geringfügig abgeschwächt hatte, ist sie seither weithin deutlich schneller geworden. Im April 1973 stiegen die Verbraucherpreise, auf Jahresbasis umgerechnet, meist um 6–10 Prozent. Wesentlich an dieser Beschleunigung beteiligt war die weltweite rasche Verteuerung der Rohstoffe. Diese zeigte sich unmittelbar in einem kräftigen Anstieg der Großhandelspreise, der etwa Mitte 1972 einsetzte. Fast überall haben sich die Großhandelspreise bedeutend stärker als die Verbraucherpreise erhöht — ein ungewöhnlicher Vorgang, der für die Verbraucherpreise von dieser Seite her noch einiges an Schubwirkung befürchten läßt.

Wenn die europäischen Länder so gleichförmige Teuerungsraten hatten, so beruhte dies nicht nur auf dem sie alle treffenden Einfluß der Weltmarktpreise, sondern auch auf ihrer großen wirtschaftlichen Interdependenz. Eine Verteuerung von international gehandelten Gütern beeinflusst die Preise der Konkurrenzprodukte am Welt- und Inlandsmarkt. Eine entscheidende Rolle haben in diesem Übertragungsprozeß hohe tarifliche Lohnaufbesserungen in der Exportwirtschaft gespielt. Besonders anfällig für diese Einflüsse von außen her ist das Preisniveau kleinerer Länder mit verhältnismäßig starker außenwirtschaftlicher Verflechtung.



Die Rohstoffe haben sich in einem seit der Zeit des Koreakrieges anfangs der fünfziger Jahre nicht mehr dagewesenen Ausmaß verteuert. In den fünfzehn Monaten bis Ende März 1973 stieg der Moody-Index der Dollarpreise in den Vereinigten Staaten um 35 Prozent und der Reuter-Index der Sterlingpreise in Großbritannien (allerdings für einen etwas anderen Warenkorb) um 65 Prozent, und auch in den letzten zwei Monaten hat der Trend im großen und ganzen weiter nach oben geführt. Zwar wurden die Rohstoffpreise in den Vereinigten Staaten und Großbritannien durch die Verringerung des Außenwertes ihrer Währungen betroffen, doch in den übrigen Ländern verlief die Preisentwicklung nicht viel anders. Die Erhöhung der beiden Indizes konzentrierte sich auf Nahrungsmittel und gewerbliche Agrarerzeugnisse.

Die Nahrungsmittelpreise zogen ab Mitte 1972 sehr stark an und bestritten von da an etwa die Hälfte des Anstiegs der Verbraucherpreisindizes. Besonders kräftig verteuerten sich Getreide und Fleisch. Bei Getreide spiegelten sich in der Markttendenz mehr oder minder direkt die schlechten bis mittelmäßigen Ernteergebnisse in der Sowjetunion sowie in Australien und Kanada wider; die kurzfristige Wirkung der

Angebotsverknappung wurde aber noch dadurch etwas verschärft, daß in den letzten Jahren die Anbaufläche durch behördliche Maßnahmen vermindert worden war. Bei der Fleischerzeugung war ein entsprechender Faktor, daß die gemeinsame Agrarpolitik der EWG für sie nicht genügend Anreize bot. Sowohl Rind- wie Schweinefleisch haben sich enorm verteuert. Das Angebot war auf den Welt- und Binnenmärkten aus Strukturgründen und wegen des verhältnismäßig geringen Viehbestandes knapp; demgegenüber nahm die Nachfrage rasch zu, was zum Teil auf ihrer hohen Einkommenselastizität in dieser Zeit des beginnenden Konjunkturaufschwungs und kräftiger Lohnaufbesserungen beruhte.

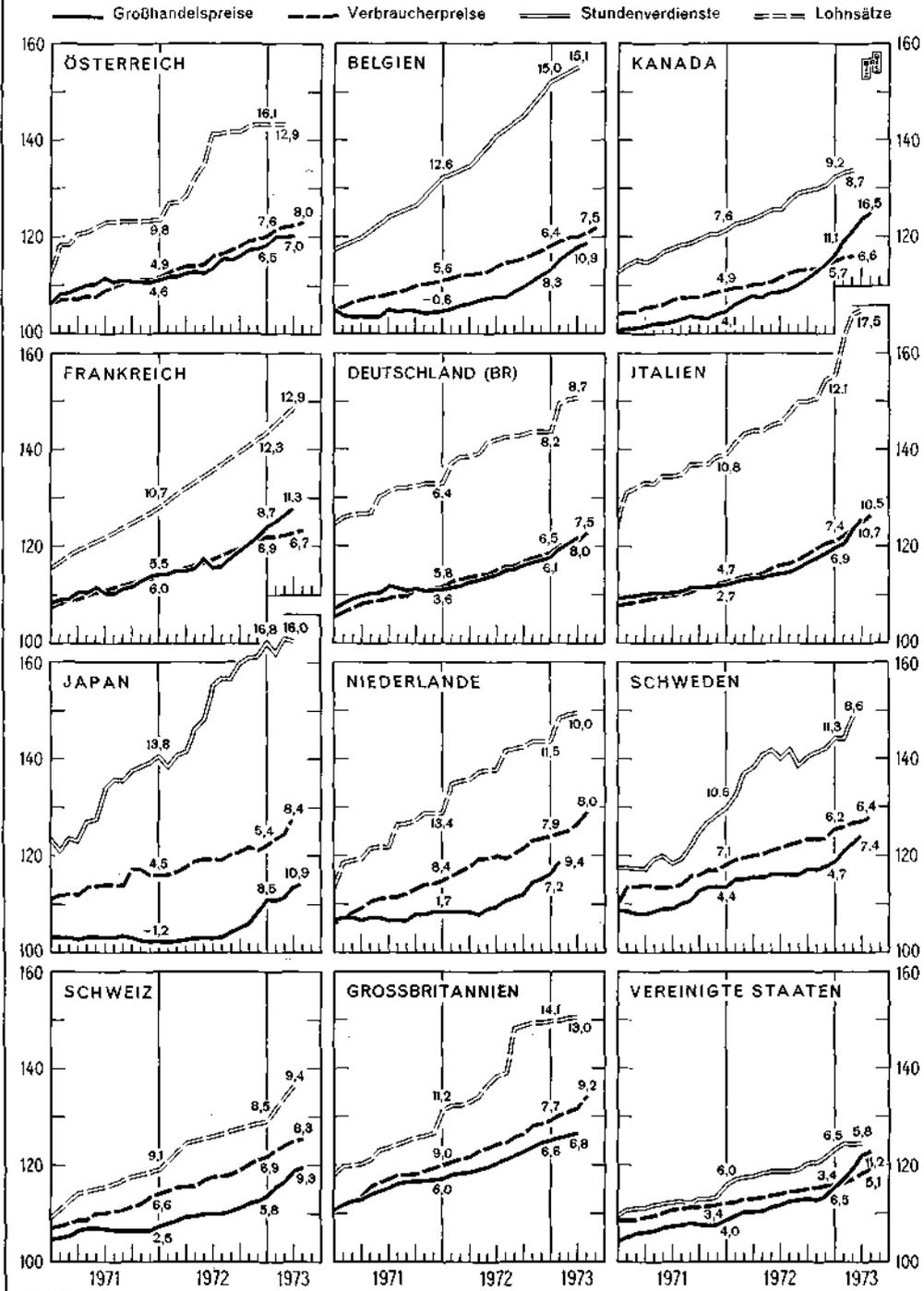
Unter den gewerblichen Agrarerzeugnissen haben sich viele stärker als früher verteuert — am meisten Wolle, Häute und Felle, daneben auch Kautschuk. So haben sich beispielsweise die Wollpreise in den fünfzehn Monaten bis März 1973 in Großbritannien rund vervierfacht und in den Vereinigten Staaten fast versechsfacht. Zwei Faktoren erklären dies vor allem: die wachsende Weltnachfrage nach Textilien, die zunehmend Wolle bevorzugte, und japanische Vorratskäufe. Als diese an Bedeutung verloren, kam es im April 1973 zu einem deutlichen Einbruch in der Preisentwicklung. Die Preise für Häute und Felle haben sich im angegebenen Zeitraum praktisch verdoppelt, und Naturkautschuk ist durchschnittlich um etwa 60 Prozent teurer geworden, vorwiegend ab Oktober, als die Nachfrage im Zusammenhang mit dem Konjunkturaufschwung und dem Lagerauffüllungsbedarf in den Industrieländern große Ausmaße annahm.

Die Nichteisenmetalle begannen sich im Durchschnitt erst etwa zu Beginn des laufenden Jahres stärker zu verteuern. Maßgeblich hierfür war in erster Linie die Entwicklung der Kupferpreise, die, nicht zuletzt wegen der politischen Ungewißheiten in den zwei wichtigsten Erzeugerländern Sambia und Chile, plötzlich zu steigen begannen — in London um 50 Prozent innerhalb von vier Monaten. Unter den sonstigen Nichteisenmetallen ist noch Zink zu nennen, dessen Preis einen einmalig hohen Stand erreichte, zum Teil wegen Versorgungsschwierigkeiten, die mit einer Verringerung der amerikanischen Hüttenkapazität zusammenhingen.

Weiter gestiegen sind ferner die Erdölpreise, die weder im Moody- noch im Reuter-Index erscheinen. Sie standen nach relativer Stabilität in den sechziger Jahren — bei Überangebot und mehr Angebotswettbewerb — während der letzten Jahre im Zeichen ständig wachsender Nachfrage und einer harten Marktpolitik der Lieferanten.

Alles in allem kann diese außergewöhnliche Entwicklung der Rohstoffpreise darauf zurückgeführt werden, daß eine im Zuge des kräftigen Aufschwungs der Weltwirtschaftskonjunktur anschwellende Nachfrage auf eine durch politische, klimatische und strukturelle Sondereinflüsse bedingte Verknappung des Angebots traf. Die in Dollar oder Pfund Sterling notierten Preise sind natürlich auch von der Wertminderung dieser beiden Währungen betroffen worden. Es wäre verfrüht anzunehmen, die Rohstoffmärkte steuerten langfristig auf ein neues Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zu, das den Trend der realen Austauschverhältnisse im Außenhandel der Industrieländer ändern würde. Die eigentliche Marktverfassung ist schwer zu ergründen, da nicht bekannt ist, in welchem Umfang die Nachfrage durch eventuelle Netto-vorratsbildung bestimmt war.

Preise und Löhne  
Indexwerte, 1969 = 100



Die Entwicklung an den Rohstoffmärkten kann als Faktor gewertet werden, der die Preisinflation beschleunigt hat; doch auch wenn man diesen Einfluß ausschaltet, ist kaum eine nennenswerte Mäßigung des flotten Tempos festzustellen, das ihr bereits vorher etwa zwei Jahre lang das Gepräge gegeben hatte. Hierfür waren im wesentlichen der Kostendruck in Verbindung mit dem Umstand verantwortlich gemacht worden, daß der frühere Zusammenhang zwischen der Nachfrage nach Arbeitskräften und dem Ausmaß des Lohnauftriebs offensichtlich verlorengegangen ist. Ende 1972 war dieser in vielen Ländern etwas stärker als zwölf Monate vorher, doch kann das ebensosehr der besonderen Reagibilität der Lohnforderungen auf Erhöhungen der Nahrungsmittelpreise wie einer Verengung des Arbeitsmarktes zugeschrieben werden. Die zuletzt verzeichneten Lohnsteigerungsraten von 17 Prozent in Italien und Japan sind Ausnahmen; immerhin lagen sie aber auch in der Mehrzahl der anderen Länder in der Nähe von 10 Prozent. Nur in den Vereinigten Staaten ging der Lohnauftrieb nicht über 6 Prozent hinaus; im laufenden Jahr dürfte diese Rate wohl übertroffen werden. Unterdessen ist in den meisten Ländern die Produktivität im Konjunkturaufschwung so sehr gestiegen, daß die Wirkung der Lohnkosten auf die Preise vorübergehend besser aufgefangen werden kann. Schließlich ist noch zu bedenken, welch geringer Erfolg in den letzten Jahren den Bestrebungen beschieden war, mit den Mitteln der Nachfragebeschränkung der Lohninflation beizukommen; so gesehen steht keineswegs fest, daß die Löhne auch noch in den späteren Stadien des Aufschwungs entsprechend immun gegen Auftriebstendenzen sein werden.

Zur Heftigkeit des Preisanstiegs dürfte in den vergangenen Monaten ferner eine Verstärkung der Inflationserwartungen beigetragen haben. Die Inflationsmentalität, die in einer gewissen Abkehr von der Geldhaltung zum Ausdruck kam, war auch durch die Störungen an den Devisenmärkten mitbedingt. Vielen Anlegern galt der Dollar nicht als sichere Zuflucht, und der Zugang zu den starken Währungen war durch administrative Maßnahmen erschwert. Zwar scheint die Sparquote der privaten Haushalte nicht abgenommen zu haben; doch wurden die Ersparnisse offenbar vermehrt in Sachwerten wie Häusern, Grundstücken und Kunstgegenständen angelegt. In diesem Zusammenhang ist auf die enorme Verteuerung des Goldes hinzuweisen. Auch langlebige Gebrauchsgüter waren in einer Anzahl von Ländern stark gefragt. Ein weiterer Faktor war in einigen Fällen, daß die Währungsungewißheit spekulative Gelder in Bewegung setzte, die die Geldmenge vergrößerten und damit die Inflation verstärkten.

Auf eine mehr prosaische Art haben ferner die Wechselkursänderungen zum Preisanstieg beigetragen. An einem oligopolistischen Markt, an dem die Preise nach unten inflexibel sind, ist es offenbar so, daß die Inlandspreise (mit Einschluß der Importpreise) nach einer Aufwertung weniger sinken, als sie nach einer entsprechenden Abwertung steigen. Im großen und ganzen scheinen von vermehrter Wechselkursflexibilität Inflationsimpulse über jenes Maß hinaus auszugehen, das sich ergeben kann, wenn die außenwirtschaftliche Anpassung häufiger Abwertungen als Aufwertungen erzwingt.

Die Finanz- und Geldpolitik war in vielen Ländern fast das ganze Jahr 1972 hindurch im allgemeinen expansiv. Die Regierungen zeigten keine Bereitschaft, aus Gründen der Inflationsbekämpfung die konjunkturelle Erholung aufs Spiel zu setzen, wobei sie nicht zuletzt wohl auch von der Überlegung geleitet waren, daß den

Preisauftrieb zu einem wesentlichen Teil exogene Kräfte bestimmten und daß bezweifelt werden konnte, ob der Inflation überhaupt mit finanz- und geldpolitischen Mitteln ausreichend beizukommen war. Unter diesen Umständen verlegten sich die Behörden verstärkt darauf, unmittelbar in die Preis- und Lohnbildung einzugreifen. Im folgenden wird ein zusammenfassender Überblick über diese Maßnahmen gegeben. Ausführlicher werden sie dann länderspezifisch im nächsten Kapitel dargestellt.

In den Vereinigten Staaten und Großbritannien waren umfassende administrative Regelungen in Kraft, mit denen die beiden Regierungen ein gutes Stück von ihrer wirtschaftspolitischen Grundeinstellung preisgaben; die Vereinigten Staaten haben diesen Weg etwa ein Jahr vor Großbritannien eingeschlagen. Beide Regierungen gingen ähnlich vor. Zunächst froren sie die Preise, die Löhne und bestimmte andere Einkommen ein. In den Vereinigten Staaten dauerte der Stopp 90 Tage von August bis November 1971. Er vermochte die Inflationsrate deutlich zu senken. In Großbritannien waren die Einkommen von November 1972 bis Ende März 1973 und die Preise noch vier Wochen länger blockiert. Auch hier wurde das begrenzte Ziel einer Dämpfung der Lohnentwicklung erreicht. Doch das Preisniveau stieg weiter rasch an, da Nahrungsmittel und andere Rohstoffe gerade von der Teuerungswelle erfaßt worden waren und der Preisstopp für Nahrungsmittel und Einfuhrgüter nicht galt.

Die zweite Phase der amerikanischen Inflationsbekämpfung dauerte von November 1971 bis Januar 1973. Dem Anstieg der Löhne und der Inlandspreise — ohne Agrarpreise — wurden Grenzen von  $5\frac{1}{2}$  bzw.  $2\frac{1}{2}$  Prozent jährlich gesetzt, und auch für Dividendenerhöhungen gab es eine Limitierung. Diese durch besondere gesetzliche Ermächtigungen fundierte Politik war im großen und ganzen ebenfalls erfolgreich; wenn das Preisniveau insgesamt um rund 1 Prozent über die gegebene Grenze stieg, so allein wegen der Verteuerung der begrenzungs-freien Nahrungsmittel.

Diese zweite Phase war jedoch lediglich als Übergang gedacht. Nicht nur bestanden Bedenken, daß es zu Verzerrungen der Produktionsstruktur kommen könnte; die Behörden gingen auch davon aus, daß ein flexiblerer Rahmen für den Neuabschluß mehrerer bedeutender langfristiger Tarifverträge im Jahr 1973 erforderlich war und daß mit größeren Arbeitsauseinandersetzungen in der Industrie gerechnet werden mußte, falls die Begrenzungen noch weit über die Jahreswende hinaus in Kraft blieben. Daher erfolgte im Januar dieses Jahres der Übergang zur dritten Phase. Der alte Erhöhungsrahmen von  $5\frac{1}{2}$  Prozent für Löhne,  $2\frac{1}{2}$  Prozent für Preise und 4 Prozent für Dividenden wurde beibehalten, jedoch mit einer gewissen Liberalisierung der Gewinnbegrenzung, generell mehr Ausnahmen sowie unter teilweiser Eigenverantwortung der Betroffenen. Der Übergang zur dritten Phase fiel in eine Zeit, in der sich die Nahrungsmittel und andere Rohstoffe erheblich verteuerten. Auch bei den Löhnen war eine über den Richtwert hinausgehende Entwicklung im laufenden Jahr zu erwarten, zumal die Unternehmensgewinne im vergangenen Jahr kräftig zugenommen haben. Ob den Instrumenten der zweiten Phase unter diesen Umständen und bei der eingetretenen Verteuerung der Rohstoffe ein dauerhafter Erfolg beschieden gewesen wäre, kann bezweifelt werden. Gleichwohl scheint die Einführung der dritten Phase den Anstoß zu Preiserhöhungen gegeben zu haben, die nicht ohne Einfluß auf die nächsten Tarifverhandlungen bleiben dürften. Doch hält die Regierung ihre Vollmachten in Reserve. Um den Präsidenten zu zitieren: „Die Bundesregierung hat nach

wie vor das Recht ... und die Pflicht ..., gegen Vorgänge einzuschreiten, die nicht mit unseren Zielen der Inflationsbekämpfung zu vereinbaren wären.“ Ende März stoppte die Regierung die Fleischpreise, doch da diese bereits sehr hoch waren, wurde die Maßnahme im wesentlichen nur als Geste gewertet. Anfang Mai folgte ein wichtigerer Schritt: größere Firmen müssen, wie schon früher, geplante Preiserhöhungen von mehr als 1,5 Prozent pro Jahr vorher melden.

In Großbritannien erfolgte der Übergang zur gesetzlich geregelten zweiten Phase im April dieses Jahres. Dem Anstieg der Tariflöhne wurde ein Rahmen gesteckt, der im Mittel rund 8 Prozent beträgt; die Gewinne sollen normalerweise nicht den Durchschnitt der zwei besten Ergebnisse aus den letzten fünf Jahren überschreiten; und Preiserhöhungen sind nur noch insoweit gestattet, als der Anstieg nicht der gesamten Lohnkosten, sondern lediglich bestimmter Kostenelemente sie bedingt. Dieses Programm scheint bisher nach Plan zu verlaufen, wobei der Index der Verbraucherpreise allerdings durch die Rohstoffpreistrends in Bewegung gehalten worden ist. Der Übergang zur dritten Phase ist für einen späteren Zeitpunkt des Jahres geplant, doch sind dieser und das Programm noch nicht bekannt.

Auf dem europäischen Kontinent faßte der EWG-Ministerrat im Oktober 1972 eine Reihe von Beschlüssen zur Inflationsbekämpfung, deren Ziel es war, den Anstieg der Verbraucherpreise in den Mitgliedstaaten 1973 auf 4 Prozent zu begrenzen. Die Verantwortung für die konkreten Maßnahmen lag bei den einzelnen Ländern, und es kann schwerlich behauptet werden, daß das Ziel gute Aussichten auf Verwirklichung hat. Die Niederlande erwarben vor einigen Jahren reichliche Erfahrung mit der Einkommens- und Preisregulierung, doch hat diese in den späten sechziger Jahren an Wirksamkeit eingebüßt. Ein neuer Anlauf, der in jüngerer Zeit unternommen worden ist, hat im vergangenen Dezember zu einem neuen, wenn auch ziemlich inflationistischen Dreierabkommen zwischen Arbeitnehmern, Arbeitgebern und Regierung geführt. Die Basisverträge sind, wie schon vorher, wiederum mit Gleitklauseln ausgestattet, die gegebenenfalls einen Durchschnittsausgleich für die meisten Steigerungen der Lebenshaltungskosten ermöglichen, doch kam es in den Frühlingsmonaten dieses Jahres in der Arbeitnehmerschaft zu Auseinandersetzungen über die genaue Verteilung dieses Ausgleichs. Im Jahr 1973 soll der Anstieg der Realverdienste größtenteils durch höhere Steuern und Sozialversicherungsbeiträge abgeschöpft werden, so daß die realen verfügbaren Einkommen nur ganz geringfügig zunehmen werden. Beabsichtigte Preiserhöhungen müssen vorher gemeldet werden und nach bestimmten, von anerkannten Kosten ausgehenden Formeln gerechtfertigt sein.

Aus praktischen oder politischen Gründen haben alle anderen Mitgliedstaaten der ursprünglichen EWG davon Abstand genommen, mit formellen Regelungen in die Einkommensentwicklung einzugreifen. Hingegen wird nicht selten die Preisbildung in der einen oder anderen Form kontrolliert. Frankreich hat im März 1972, als die sechs Monate vorher mit dem privaten Sektor abgeschlossenen Vereinbarungen zur Bekämpfung der Inflation abliefen, einige Preisvorschriften sogar gelockert, doch wurde dafür in den meisten Fällen ein etwas weniger einschneidendes System von Programmverträgen eingeführt, wonach die Unternehmen in der Preisbildung frei sind, wenn sie sich einem obligatorischen Überprüfungsverfahren unterwerfen. Dadurch sollte erreicht werden, daß die Preise für gewerbliche Erzeugnisse und Dienstleistungen in den

anschließenden zwölf Monaten um nicht mehr als 3 bzw. 4 Prozent stiegen. Im August 1972 wurde dann ein Preisstopp im öffentlichen Sektor für die Zeit bis Ende März 1973 bekanntgegeben. Im Dezember gesellten sich weitere Stabilisierungsmaßnahmen hinzu: Mehrwertsteuersenkungen zur Herabsetzung bestimmter Preise und eine Aufforderung an die Adresse der Industrie, die Lohn- und Gehaltserhöhungen 1973 auf 6 Prozent zu begrenzen. Das System der Programmverträge wurde auf ähnlicher Basis, jedoch mit etwas großzügigeren Bedingungen für Preiserhöhungen auf weitere zwölf Monate ab April 1973 verlängert. In Belgien gilt seit mehreren Jahren für die meisten Erzeugnisse die Regelung, daß geplante Preiserhöhungen einer Preiskommission gemeldet werden müssen, die einen Aufschub beschließen kann. Dieser dauert normalerweise zwei Monate, jedoch im Falle von geplanten Preiserhöhungen, die im Zeitraum März–Juni 1973 bzw. im Juli 1973 gemeldet werden, vier bzw. drei Monate. Vor kurzem wurde dafür gesorgt, daß die — nicht rechtsverbindlichen — Entscheidungen dieser Kommission besser eingehalten werden. Seit Dezember 1971 kann die Regierung außerdem in individuellen Fällen einen Preisstopp für sechs Monate verhängen. In Italien gibt es ein System der Preisüberwachung; eine gesetzliche Möglichkeit zur Festlegung von Höchstpreisen besteht nur für Strom, bestimmte Dienstleistungen und eine begrenzte Anzahl von Erzeugnissen wie Pharmazeutika, Zement und Zucker. In Deutschland scheuen die Behörden weiterhin vor direkten Eingriffen zurück und versprechen sich dafür Erfolg von einschneidenden geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen.

In den skandinavischen Ländern besteht eine lange Tradition zentralisierter Kollektivverhandlungen, während die Regierungen sich möglichst im Hintergrund halten. Normalerweise werden für die Grundlöhne Landesverträge von jeweils bis zu drei Jahren abgeschlossen. Jedoch kommen zu den vereinbarten Erhöhungsraten eine beträchtliche Lohndrift und gewöhnlich auch Indexbindungen hinzu. So sind in Schweden die Effektivverdienste ein gutes Stück über jene 9 Prozent pro Jahr hinaus gestiegen, die im Dreijahresvertrag von Mitte 1971 für die Grundlöhne vereinbart worden waren. In Norwegen sah der Vertrag von April 1972, der den Anstieg der tariflichen Lohnsätze auf insgesamt 5,6 Prozent für zwei Jahre begrenzte, ebenfalls zusätzliche Aufbesserungen für die unteren Lohnklassen, eine Indexbindung, Nebenleistungen und Ortszuschläge vor. In Dänemark kam im April dieses Jahres ein neuer Landesvertrag für zwei Jahre zustande, nachdem die diesbezüglichen Verhandlungen vor allem im Zusammenhang mit den Gleitklauseln zu dreiwöchigen Streiks von einem seit 1936 nicht mehr verzeichneten Ausmaß geführt hatten. Der neue Vertrag dürfte zur Folge haben, daß die Löhne, ohne Drift, um 9 Prozent jährlich steigen. Die Preisbildung wird in Norwegen und Dänemark schon seit langem überwacht; das norwegische System wurde Anfang 1973 nach einem viermonatigen Preisstopp verstärkt. Schweden führte, nachdem eine Zeitlang Preiserhöhungen nur bei wirklicher Berechtigung genehmigt worden waren, Anfang 1972 ein System der Preisüberwachung ein. Später wurden dann die Preise aller Fleisch- und Molkereiprodukte, bei entsprechender Subventionierung der Erzeuger, für das ganze Jahr 1973 blockiert.

Die Schweiz ging im Dezember 1972 im Rahmen eines „Konjunkturpaketes“, das im übrigen fiskal- und geldpolitische Maßnahmen enthielt, zur Überwachung der Löhne, Preise und Gewinne über; im Zusammenhang mit der kräftigen Steigerung des Außenwertes des Schweizer Frankens wird aber sowieso mit einer gewissen Abschwächung der Nachfrage nach Arbeitskräften gerechnet. In Österreich dekretierte die

Regierung im November 1972 die Stabilhaltung verschiedener Preise — vor allem von Lebensmitteln und Energie — für längere oder kürzere Dauer, und im darauffolgenden Monat verpflichteten sich die Sozialpartner in einem zunächst für sechs Monate abgeschlossenen freiwilligen Abkommen zu größtmöglicher Lohn- und Preisdisziplin.

### Geld, Kredit und Zinssätze

Die Liquiditätsausweitung hatte wie schon im Vorjahr wiederum große und zeitweise sogar beunruhigende Ausmaße. Eine Reihe von Faktoren waren an ihr beteiligt. Praktisch alle Zentralbanken gingen spätestens in den Anfangsmonaten von 1972 auf einen expansiven Kurs, um die Konjunktur aus der Flaute herauszubringen. Dabei schritt aber die Kosteninflation im letzten Jahr immer noch schnell voran, und später im Jahr weitete sich die Produktionstätigkeit kräftig aus. Entsprechend groß war der Kreditbedarf des privaten Sektors, der außerdem seine in der vorangegangenen Restriktionsperiode zusammengeschmolzenen Liquiditätsreserven wiederaufzufüllen hatte. Die lebhaftere Nachfrage nach Gebrauchsgütern und Grundstücken hat das Kreditgeschäft der Banken ebenfalls angeheizt, und vermutlich

#### Die Geldmenge

		1969	1970	1971	1972				1973
		Dez.	Dez.	Dez.	März	Juni	Sept.	Dez.	März
		Prozentuale Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand							
Vereinigte Staaten . . .	M 1	3,5	6,0	6,6	6,7	5,4	6,5	8,3	6,4
	M 2	2,5	8,3	11,3	10,3	9,3	10,5	10,8	9,0
Kanada . . . . .	M 1	4,4	5,0	19,9	10,8	9,5	13,5	11,8	15,0
	M 2	4,3	10,3	16,4	16,6	16,9	16,6	14,5	12,8
Japan . . . . .	M 1	20,6	16,8	29,7	27,7	19,9	19,6	24,7	27,4
	M 2	18,5	16,9	24,3	24,0	22,8	22,0	24,7	25,1
Belgien . . . . .	M 1	2,6	8,3	10,1	13,3	14,5	12,6	14,0	15,1
	M 2	7,7	8,2	12,9	15,3	15,7	14,6	16,1	16,8
Deutschland (BR) . . .	M 1	6,4	8,8	12,3	15,0	14,0	14,1	14,6	13,8
	M 2	10,2	10,5	14,5	13,4	14,4	15,7	17,0	20,5
Frankreich . . . . .	M 1	0,4	11,0	11,0	11,9	12,9	15,0	15,4	10,4
	M 2	6,1	15,0	17,7	17,5	18,9	19,9	18,5	13,9
Großbritannien . . . .	M 1	0,3	9,3	15,1	15,2	19,3	16,8	14,9	11,2
	M 2	3,1	9,5	13,0	15,4	23,8	25,9	27,7	27,4
Italien . . . . .	M 1	15,7	27,2	18,8	19,0	17,7	16,7	17,2	20,0*
	M 2	11,4	13,6	17,1	16,9	18,4	17,8	18,0	19,3*
Niederlande . . . . .	M 1	8,1	11,8	15,0	19,0	18,5	20,6	18,7	16,2
	M 2	10,5	10,5	10,2	9,8	11,5	9,8	13,0	16,2
Schweden . . . . .	M 1	-3,8	9,2	9,3	12,4	11,5	7,8	7,4	11,2
	M 2	2,1	4,6	10,8	12,4	13,5	13,1	13,1	11,8
Schweiz . . . . .	M 1	6,9	7,3	39,5	40,9	30,4	5,3	3,0	-1,5
	M 2	18,9	8,9	26,6	21,4	20,4	-0,9	0,7	3,3

\* Januar.  
 Anmerkung: M 1 = Bargeld und Sichteinlagen.  
 M 2 = M 1 + Quasigeld nach jeweiliger Definition, die von Land zu Land verschieden ist.

hat auch die Vorsorge für den Fall einer nicht allzu fernen Straffung der Kreditzügel eine Rolle gespielt.

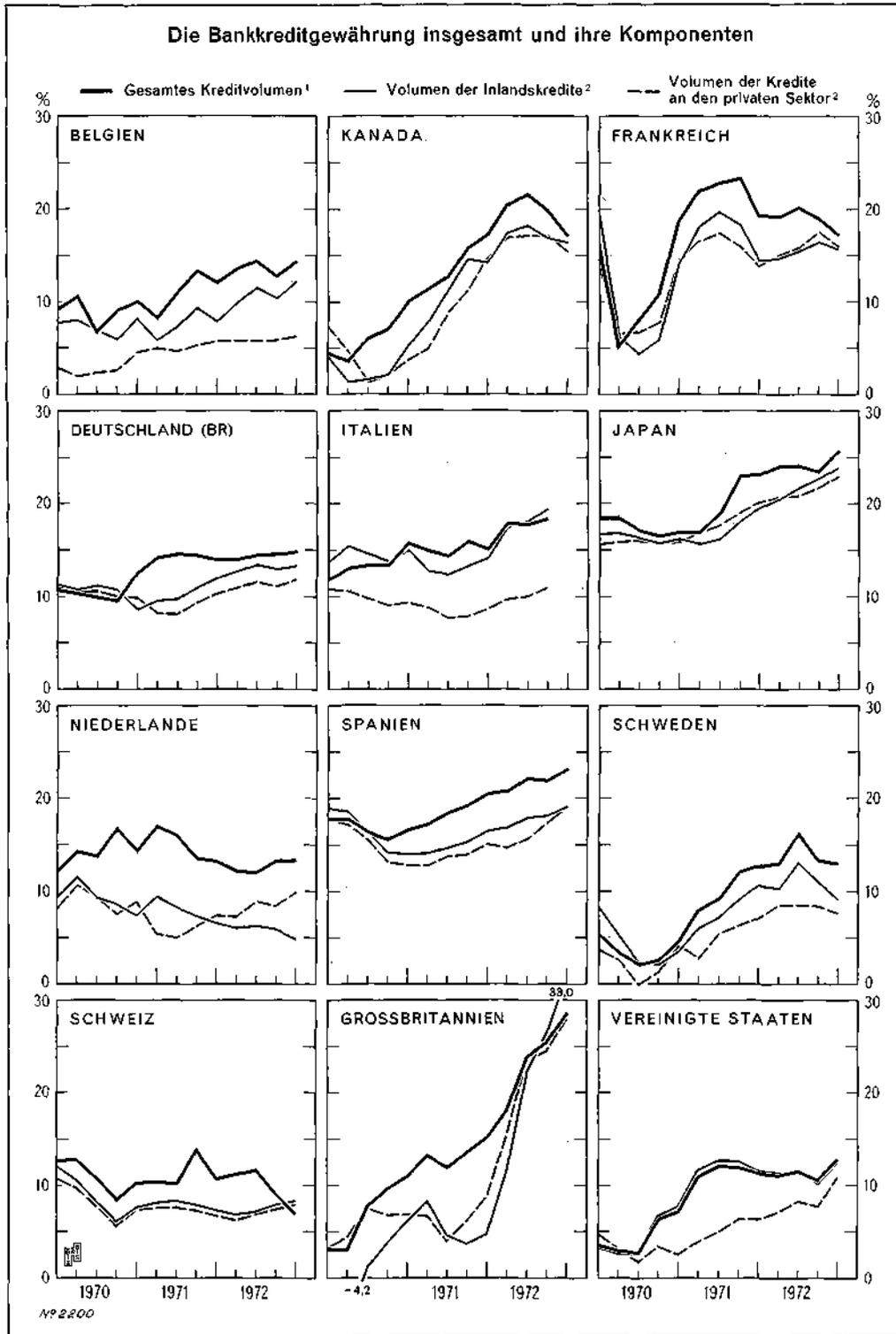
Ein weiterer Faktor war in mehreren Ländern die ebenfalls konjunkturpolitisch motivierte Defizitfinanzierung der öffentlichen Haushalte. Sodann trugen zur Überflutung der Kreditkanäle in Überschußländern auch die großen internationalen Geldströme bei.

Die Geldmenge im weiteren Sinn wuchs im vergangenen Jahr in den Vereinigten Staaten im Zuge der mit voller Kraft sich entfaltenden Konjunktur um mehr als 10 Prozent und in den meisten westeuropäischen Ländern, Kanada und Japan um 13–28 Prozent. Fast überall expandierte sie weitaus stärker als das Bruttosozialprodukt nicht nur zu konstanten, sondern auch zu jeweiligen Preisen. In fast allen Ländern mußte die Geldpolitik im Laufe des Jahres wieder gestrafft werden, und die kurzfristigen Zinssätze kletterten daraufhin steil in die Höhe.

Die Vergrößerung der Geldmenge beruhte vor allem darauf, daß der private Sektor bedeutend mehr Kredit von den Banken erhielt. In den Vereinigten Staaten weitete sich die Kreditaufnahme der Wirtschaft das ganze Jahr hindurch kräftig aus, und in anderen Ländern kam sie mit der Konjunkturbelebung in Schwung. Auch Wohnungsbaukredite waren in den wichtigsten Ländern allgemein stark gefragt, und in den meisten schwoll die Konsumkreditgewährung erheblich an. Zum Teil infolge der Ausbreitung inflationärer Stimmungen wurden Bankkredite ferner vermehrt für den Erwerb von Grundstücken oder Aktien aufgenommen, besonders in Großbritannien und Japan.

Auch der öffentliche Sektor griff in den meisten Ländern im vergangenen Jahr zunehmend auf Bankkredite zurück. Eine bemerkenswerte Ausnahme bildeten die Niederlande, wo sowohl der Staat als auch die nichtzentralen öffentlichen Haushalte ihre Defizite verringerten und außerdem noch ihre langfristige Verschuldung außerhalb des Bankensystems steigerten. Der französische Staat hielt sich an ein ausgeglichenes Budget und baute, wie schon 1971, seine Nettobankschuld weiter ab. Auf der anderen Seite hatten Belgien, Italien, Japan, Schweden und Großbritannien expansive Staatshaushalte, deren Fehlbeträge weitgehend vom Bankensystem gedeckt wurden. In der Bundesrepublik und der Schweiz war der Zuwachs der Bankkredite an den öffentlichen Sektor zum größten Teil durch Kreditaufnahmen der nichtzentralen Haushalte bedingt. In den Vereinigten Staaten erwarben die Geschäftsbanken ebenfalls hauptsächlich Schuldverschreibungen der nichtzentralen Stellen, während sich ihre Bestände an Papieren des Bundes fast nicht veränderten.

Zahlungsbilanzüberschüsse waren im vergangenen Jahr in Belgien, Frankreich, der Bundesrepublik, Japan, den Niederlanden und Schweden ein wesentlicher Faktor der Liquiditätsausweitung. Mit Ausnahme der Bundesrepublik und der Niederlande war der Zuwachs an zentralen Auslandsforderungen allerdings nicht so groß wie 1971 und in der zweiten Jahreshälfte deutlich kleiner als in der ersten. Die Währungsbehörden minderten die Wirkung der Zuflüsse auf die Bankenliquidität, doch sahen sie sich nicht in der Lage, hierbei über gewisse Grenzen hinauszugehen. Auf der anderen Seite verringerten sich die Nettoauslandsforderungen des Bankensystems im vergangenen Jahr in Italien und Großbritannien, wo sie sich



<sup>1</sup> Prozentuale Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand. <sup>2</sup> Prozentpunkt-Anteil an der prozentualen Veränderung des gesamten Kreditvolumens der Banken. Gesamtes Kreditvolumen der Banken: Inlandskredite der Banken + Nettoauslandsforderungen. Inlandskredite der Banken: Kredite an den privaten Sektor + Kredite an den öffentlichen Sektor.

1971 ebenfalls noch vergrößert hatten. Die Auslandsgeldschwemme in den Anfangsmonaten von 1973 traf, neben einer Anzahl anderer Länder, vor allem die Bundesrepublik.

In Großbritannien kam es im Anschluß an die Einführung der neuen Kreditkontrollregelungen im Jahr 1971 zu einer kräftigen Ausweitung der liquiden Guthaben von Privaten und Handelsunternehmen. Sowohl in Großbritannien wie auch in Kanada und den Vereinigten Staaten hatte ferner die verzögerte Anpassung der von den Banken berechneten Sollzinsen zur Folge, daß sie Kredite an erstklassige Adressen zeitweise zu niedrigeren Sätzen vergaben, als sie selbst für bestimmte Passivpositionen zahlten, so daß sich der Anreiz erhöhte, Liquidität durch Kreditaufnahme zu beschaffen. In den Vereinigten Staaten hielt sich das Federal Reserve System auf einem leicht expansiven Kurs, wobei es vom Februar an mit globalen Zielgrößen arbeitete, die das Wachstum der Bankenliquidität betrafen; jedoch wurde dafür gesorgt, daß die kurzfristigen Zinssätze im Zuge der Verstärkung der Kreditnachfrage steigen konnten. In Kanada suchten die Behörden die Ausweitung der Liquiditätsreserven der Banken zu begrenzen, aber zugleich einen Zinsanstieg zu vermeiden, der der konjunkturellen Erholung hinderlich und einem Geldzufluß förderlich gewesen wäre. In Italien und Schweden ließen die Behörden im vergangenen Jahr durchgehend und in Großbritannien und Japan während längerer Zeit der Entwicklung der Bankenliquidität einigen Raum.

Auf der anderen Seite gab es in Belgien, der Bundesrepublik, Frankreich, den Niederlanden und der Schweiz im vergangenen Jahr schon verhältnismäßig früh Maßnahmen zur Einengung der Bankenliquidität, wobei die Behörden aus außen- und zum Teil binnenwirtschaftlichen Gründen allerdings zögerten, einen steilen Zinsanstieg zuzulassen. Zur besseren Abschirmung der binnenwirtschaftlichen Liquiditätsentwicklung wurden in der Bundesrepublik, den Niederlanden und der Schweiz die administrativen Abwehrmaßnahmen verschärft, während Belgien und Frankreich sich Erfolg eher von der Zerteilung des Devisenmarktes versprachen. Als es im Frühjahr und Sommer dennoch zu Geldzuflüssen kam, wurde Liquidität vor allem durch Einführung oder Erhöhung von Mindestreserve- oder Sperrdepot-Anforderungen oder durch Kürzung der den Banken eingeräumten Rediskontkontingente abgeschöpft; in der Bundesrepublik dienten Maßnahmen dieser Art ferner dazu, die Liquiditätswirkung der Rückzahlung des Konjunkturzuschlages auszugleichen. In diesen Ländern war auch die staatliche Schuldenpolitik darauf abgestellt, das Wachstum der Bankenliquidität zu mäßigen.

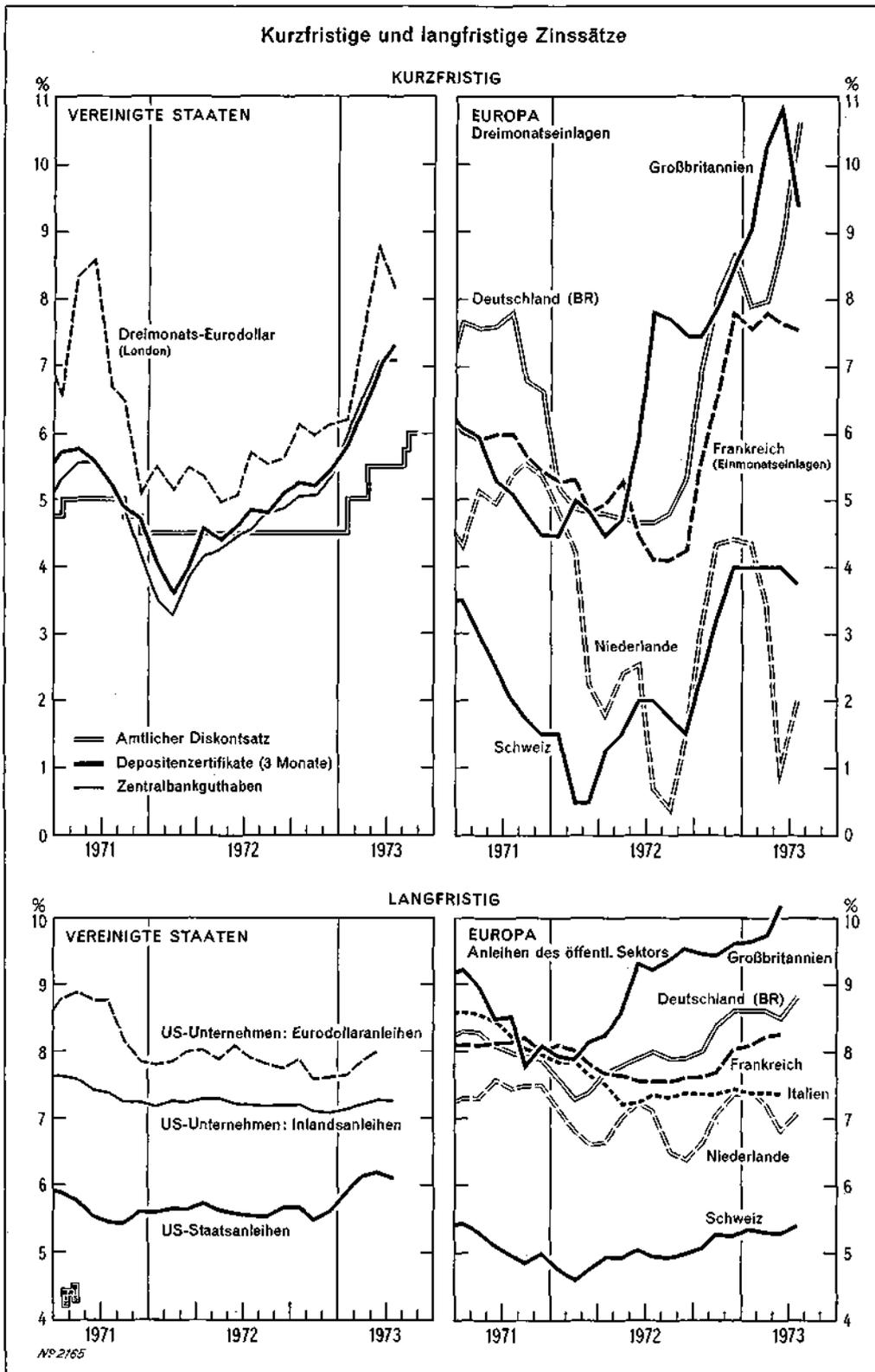
Im Herbst unterstrich die zunehmende Teuerung und Kapazitätsauslastung die Notwendigkeit, die Liquiditätsausweitung unter Kontrolle zu bringen. Die Festigkeit des Dollars in den letzten Monaten des vergangenen Jahres und der kräftige Anstieg der kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten erleichterten es den Behörden anderer Länder, die Bankenliquidität in den Griff zu bekommen und eine restriktive Zinspolitik zu betreiben. In der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft vereinbarten die Mitgliedsländer Ende Oktober, die Wachstumsrate der Geldmenge schrittweise auf diejenige des realen Bruttosozialprodukts — erhöht um den festgelegten normativen Verbraucherpreisanstieg von 4 Prozent — zurückzuführen; dieses Ziel soll spätestens Ende 1974 erreicht sein.

Gegen Ende 1972 und Anfang 1973 wurde die Geldpolitik in fast allen diesen Ländern entschiedener auf Restriktionskurs gebracht. Dies konnte daran abgelesen werden, daß die Zentralbanken sämtlicher EWG-Länder in den Monaten Oktober–Dezember 1972 ihre Kreditzinsen erhöhten. In Großbritannien wurde im Oktober die Bankrate, die damals 6 Prozent betrug, durch einen an den Schatzwechselzins gebundenen Mindestsatz für Zentralbankkredite ersetzt; er betrug anfänglich  $7\frac{1}{4}$  Prozent, stieg dann aber bis zum Jahresende auf 9 Prozent. Neben der Verschärfung der Devisenmaßnahmen trafen die Behörden mehrerer EWG-Länder sowie der Schweiz und Japans weitere Vorkehrungen zur Bindung von Bankenliquidität mit den Instrumenten der Mindestreserve-, Sperrdepot- und Rediskontpolitik.

In Frankreich und Japan wurden für die Kreditgewährung der Banken allgemeine Obergrenzen oder Richtwerte festgelegt, in der Schweiz und Dänemark die bestehenden Grenzen verschärft bzw. ihre Geltungsdauer verlängert. Dem Konsumkreditgeschäft rückten Belgien, Frankreich und die Schweiz zu Leibe, und Japan begrenzte die Kreditgewährung für Vorrats- und Grundstückskäufe. In den Monaten Januar–Mai 1973 erhöhten die Zentralbanken Belgiens, der Bundesrepublik, Japans, Kanadas, der Schweiz und der Vereinigten Staaten ihre Diskontsätze — in einigen Fällen ziemlich stark. Die amerikanischen Behörden suspendierten im Mai 1973 die in Regulation Q festgelegten Höchstzinssätze für große Depositenzertifikate und egalisierten die Mindestreserveanforderungen für die Auslandsverbindlichkeiten der Banken mit denen für ihre Inlandsverbindlichkeiten in Form von Depositenzertifikaten und Refinanzierungspapieren (Commercial paper). Außerhalb der langen Reihe der ihre Geldpolitik verschärfenden Länder hielt sich vor allem Italien, dessen Behörden immer noch der Konjunkturbelebung den Vorrang einräumten und im Dezember den Banken Devisen-swap-Fazilitäten zu Vorzugsbedingungen anboten, um sie zu veranlassen, liquide Mittel aus dem Ausland hereinzunehmen. Auch in Schweden und bis zu einem gewissen Grade in Kanada blieb die Geldpolitik recht locker.

Die Tendenz der kurzfristigen Zinssätze war in der zweiten Hälfte von 1972 und in den ersten Monaten von 1973 in Europa und Amerika aufwärtsgerichtet. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich der Satz für Zentralbankguthaben einmalig schnell auf zeitweilig bis zu 10 Prozent im März 1973, nachdem er ein Jahr vorher noch auf einem Tiefstand von 3 Prozent gewesen war. Die anderen kurzfristigen Zinssätze stiegen allerdings nicht so stark; im Mai 1973 befanden sie sich im großen und ganzen um rund  $2\frac{1}{2}$  Prozentpunkte über ihrem entsprechenden Vorjahresstand. In Großbritannien vollführten die kurzfristigen Zinssätze im Sommer 1972 während der Pfundkrise einen regelrechten Sprung. Im übrigen Westeuropa blieben die Geldmarksätze im allgemeinen zunächst ziemlich stabil; per Saldo waren sie im Herbst niedriger als zu Jahresbeginn. Danach zogen sie unter dem Einfluß der geldpolitischen Restriktion bis zur neuen Währungskrise von Anfang 1973 kräftig an. Daraufhin hoben in mehreren europäischen Ländern und insbesondere in der Bundesrepublik die Geschäftsbanken ihre Sollzinsen an, und das Gefälle zu den entsprechenden amerikanischen Zinsen vergrößerte sich. In Japan sank der Tagesgeldsatz weiter; erst im Dezember kehrte sich der Trend um. In Kanada kletterten die kurzfristigen Sätze in den ersten Monaten von 1973 ein gutes Stück in die Höhe, doch befanden sie sich im Frühjahr immer noch um etliches unter den vergleichbaren Sätzen in den Vereinigten Staaten.

### Kurzfristige und langfristige Zinssätze



### Die Entwicklung nach dem Washingtoner Realignment und die Währungskrise von 1973

Was 1972 und in den ersten Monaten von 1973 in der ziemlich angeschlagenen Weltwährungsordnung vorggegangen ist, fällt in das Kapitel „unerledigte Geschäfte“, die nach dem Umbruch von 1971 übrigblieben. Im größeren zeitlichen Zusammenhang handelte es sich um eine weitere Rate der Krise, die seit 1967 mehr oder minder permanent herrschte.

Das Washingtoner Währungsabkommen, mit dem ein dauerhaftes neues Gefüge fester Wechselkurse angestrebt wurde, hatte einen unmittelbaren und einen längerfristigen Zweck. Der unmittelbare war die Wiederherstellung des Vertrauens und geordneter Verhältnisse auf den Devisenmärkten, um eine Rückkehr der aus Amerika abgeflossenen Gelder ingang zu bringen. Der längerfristige und tiefere Zweck war die Korrektur des grundlegenden Zahlungsungleichgewichts zwischen dem amerikanischen Defizit und den übermäßigen Überschüssen in der Leistungsbilanz einiger anderer Länder. Wie sich dann ergab, wurde das kürzerfristige Ziel nicht erreicht, und auch von einem längerfristigen Anpassungsprozeß war 1972 im Grunde nicht viel zu bemerken. So spitzte sich die Lage Anfang 1973 wieder zu, und am 13. Februar wurde der Dollar nochmals abgewertet. Dem folgte jedoch rasch eine neue Welle von Devisenmarktstörungen, die dazu führten, daß das System der festen Wechselkurse im März suspendiert werden mußte. Um zu verstehen, wie es in kaum mehr als einem Jahr nach dem Washingtoner Realignment hierzu kam, müssen die Ereignisse von 1972–1973 im Lichte seiner unmittelbaren wie auch seiner längerfristigen Zielsetzung betrachtet werden.

*Die Ereignisse an den Devisenmärkten.* Als die Devisenmärkte nach dem Abschluß des Washingtoner Währungsabkommens wiedereröffnet wurden, reagierte der Dollar zunächst ausgesprochen fest. Er wurde sofort deutlich oberhalb seiner neuen Leit- bzw. Mittelkurse gegenüber anderen wichtigen Währungen notiert, und einige von ihnen — das britische Pfund, der französische Handelsfranken und die Lira — gerieten in die Nähe ihrer Untergrenze. Diese Reaktion, in der ein ziemlich natürlicher Geldrückfluß nach den Vereinigten Staaten zum Ausdruck kam, dauerte jedoch nicht sehr lange. Hierfür gab es mehrere Gründe.

Als erstes ist festzuhalten, daß weder das Zinsgefälle noch die Devisenmarktlage damals eine längerdauernde Umkehrung der Geldströme begünstigten. Die kurzfristigen Zinssätze waren in den Vereinigten Staaten niedriger als an den übrigen bedeutenden Finanzplätzen mit Ausnahme der Schweiz; und innerhalb der neuen Bandbreite von  $4\frac{1}{2}$  Prozent war für den Dollar, da andere Währungen sich reichlich unterhalb ihrer neuen Leitkurse ihm gegenüber befanden, der Raum für eine Verbilligung viel größer als für eine Verteuerung.

Von grundlegenderer Bedeutung war jedoch die mißliche Tatsache, daß schon die Neuordnung als solche das Vertrauen nicht allgemein wiederherstellte — nicht in den Dollar und deshalb auch nicht in die Währungsordnung. Gemessen am Umfang des amerikanischen Zahlungsbilanzproblems erschien die Abwertung um 7,9 Prozent — selbst zusammen mit der Aufwertung einiger anderer Währungen — vielen Marktbeobachtern als ein wenig knapp, zumal bekannt war, daß die amerikanischen

Behörden selber eine größere Anpassung für erforderlich hielten. Für das Problem der Inkonvertibilität des Dollars war die Abwertung offensichtlich unzureichend. Daß der Preis, zu dem das amerikanische Schatzamt kein Gold an- und verkaufte, von 35 auf 38 Dollar je Unze angehoben worden war, schien keinen erkennbaren Unterschied zu machen. Nicht einmal den Trost gab es, daß sich die Lücke zwischen dem offiziellen Wert des Goldes und seinem Marktpreis verringert hätte. Dieser erhöhte sich sehr bald um 3 Dollar und mehr.

Vertrauen ging auch dadurch verloren, daß die Dollarabwertung nicht durch eine restriktivere Geld- und Fiskalpolitik in den Vereinigten Staaten abgesichert worden war. Hierfür gab es aus binnenwirtschaftlicher Sicht allerdings triftige Gründe: Entgegen der üblichen Abwertungskonstellation war der Dollar nicht bei übermäßiger Nachfrage, sondern bei übermäßiger Arbeitslosigkeit abgewertet worden. Dem Markt jedoch erschien eine Abwertung, zu der die heimische Wirtschaft nicht den Riemen enger schnallen mußte, wie ein Haus ohne Dach.

Auch setzte sich bald die Erkenntnis durch, daß der Abwertungsvorteil die amerikanische Grundzahlungsbilanz in jedem Fall erst nach längerer Zeit erreichen würde und daß andere Länder bis dahin weiter in erheblichem Umfang nichtkonvertierbare Dollar zu kaufen haben würden, sofern nicht größere Beträge an kurzfristigen Geldern zurückflossen.

Die Folge von alledem war, daß der Dollar sich im Januar 1972 wieder abzuschwächen begann und daß im Februar und Anfang März abermals eine Welle der Währungsunruhe heranbrandete, in der sich das neue Wechselkursgefüge erstmals zu bewähren hatte. Für die abgestoßenen Dollar wurden hauptsächlich die Benelux-Währungen, Deutsche Mark und Yen erworben, also genau die Währungen, die einige Wochen vorher aufgewertet worden waren. Sie alle stiegen auf den Märkten bis an ihre neue obere Grenze gegenüber dem Dollar oder ganz in deren Nähe, wobei die Deutsche Bundesbank und die Bank von Japan im Februar je etwa 700 Mio. Dollar und die Nederlandsche Bank innerhalb von zwei Tagen Anfang März Devisen im Betrag von 400 Mio. Dollar aus dem Markt zu nehmen hatten. Ergänzt wurden die Marktinterventionen in diesen Ländern durch verschiedene Devisenabwehrmaßnahmen, unter denen die den deutschen Unternehmen auferlegte Bardepotpflicht für bestimmte im Ausland aufgenommene Kredite die größte Bedeutung hatte. Kurz danach, in der zweiten Märzwoche, versicherten die zu ihren monatlichen Besprechungen in der BIZ in Basel zusammengekommenen Notenbankleiter dem Markt die gemeinsame Entschlossenheit, an dem in Washington vereinbarten Wechselkursgefüge festzuhalten.

Durch diese Maßnahmen gelang es, die Märkte zu beruhigen, und der Druck auf den Dollar ließ nach. Die drei anschließenden Monate bis Mitte Juni waren verhältnismäßig still, wobei sich auf die Stimmung günstig auswirkte, daß im April die Dollarabwertung auch gesetzlich vollzogen wurde und die amerikanisch-europäische Zinschere sich von beiden Seiten her etwas schloß. Zwar blieben die meisten anderen bedeutenden Währungen reichlich oberhalb ihrer neuen Leitkurse gegenüber dem Dollar, doch gab es keine offensichtlichen Anzeichen für unmittelbar bevorstehende weitere Schwierigkeiten.

In der dritten Juniwoche geriet das britische Pfund dann aber unter Druck, und die Behörden beschlossen, seinen Wechselkurs am 23. Juni freizugeben. Dieser

erste Sprung in dem in Washington vereinbarten Kursgefüge brachte sofort die Brüchigkeit des Vertrauens in den Dollar zum Vorschein, denn abermals flossen per Saldo Gelder aus den Vereinigten Staaten ab — mußte doch mit der Möglichkeit anderer Wechselkursänderungen gerechnet werden, zumal der amerikanische Außenhandel seit Februar ständig ein Defizit aufwies, das auf Jahresbasis 7–8 Mrd. Dollar betrug. Komplizierend kam hinzu, daß das britische Pfund in der Krisenwoche unter Anwendung des von den EWG-Mitgliedstaaten vereinbarten Grundsatzes gestützt wurde, die Kassakurse ihrer Währungen innerhalb einer Bandbreite von  $2\frac{1}{4}$  Prozent untereinander zu halten. Großbritannien, obwohl noch nicht EWG-Mitglied, nahm an diesem System bereits teil. Bei Ausbruch der Krise war die Lage so, daß sich das britische Pfund um fast  $2\frac{1}{4}$  Prozent unter dem französischen Franken — damals der stärksten EWG-Währung — befand, während es seinen Leitkurs gegenüber dem US-Dollar knapp überschritt. Die Interventionen der EWG-Mitgliedstaaten in EWG-Währungen zur Stützung des Pfundes hatten zur Folge, daß im Verhältnis zum Dollar der Pfundkurs nur langsam sank und dafür die stärkeren EWG-Währungen abrutschten. Am 22. Juni war das Pfund, obwohl 2,6 Mrd. Dollar aus London abgeflossen waren, immer noch ein gutes Stück von seiner Untergrenze gegenüber dem Dollar entfernt, während der belgische und der französische Franken und die Deutsche Mark gegenüber dem Dollar um 1,3 bzw. 1,0 und 0,9 Prozent niedriger notierten als eine Woche vorher. Diese Währungen erschienen daher verhältnismäßig billig.

Sobald der Wechselkurs des britischen Pfundes freigegeben war, stiegen der belgische und der französische Handelsfranken, die Deutsche Mark und der Gulden allesamt an ihre obere Grenze gegenüber dem Dollar, während der Schweizer Franken bis zu 3 Prozent oberhalb seiner Dollarparität notierte. Daraufhin beschränkten die Bundesrepublik, Japan, die Niederlande und die Schweiz den Geldzufluß durch weitere administrative Maßnahmen; in der Schweiz wurden alle seit Ende Juni eingetretenen Zuwächse an ausländischen Frankenguthaben bei Inlandsbanken mit einer Kommission von 2 Prozent pro Quartal belastet. Trotz diesen Maßnahmen waren die Reserven der Zehnergruppen-Länder ohne Vereinigte Staaten und Großbritannien Mitte Juli um 8,3 Mrd. Dollar größer als Ende Mai, wovon fast 5 Mrd. Dollar auf die Bundesrepublik und gut 1 Mrd. Dollar auf die Schweiz entfielen. Ein Vergleich dieser Zahlen mit dem Reservenverlust von 3 Mrd. Dollar, den Großbritannien im Juni–Juli erlitt, läßt darauf schließen, daß in den drei Wochen bis Mitte Juli etwa 5 Mrd. Dollar abgestoßen worden sind.

Die Ungewißheit ging nicht nur davon aus, daß jede Pfundabwertung natürlich eine Verwässerung der im Dezember 1971 zustandegebrachten effektiven Dollarabwertung bedeutete; zusätzlich wurde sie durch Gerüchte verstärkt, die EWG-Minister würden bei ihren Londoner Währungsgesprächen am 17. und 18. Juli ein gemeinsames Floaten ihrer Währungen gegenüber dem Dollar verkünden. Statt dessen bekräftigten sie dann aber ihren Willen, am bestehenden Wechselkursgefüge festzuhalten. Darauf nahm das Federal Reserve System am 19. Juli erstmals seit August 1971 wieder Stützungskäufe für den Dollar vor. Gleichzeitig wurde bekanntgegeben, daß die Federal Reserve Bank of New York ihr seit August 1971 ruhendes Swapnetz reaktiviert hatte und entschlossen war, es bei Bedarf in Anspruch zu nehmen. Sofort ließ der Druck auf den Dollar nach. Nur der Yen blieb bis fast zum Jahresende beharrlich an seiner oberen Grenze, wobei die Reserven Japans noch um weitere 2,5 Mrd.

Dollar answollen. Davon abgesehen waren die letzten Monate des Jahres 1972 für den Dollar eine Periode der Stabilität an den Devisenmärkten.

Dies war zum Teil natürlich die unmittelbare Folge der verschiedenen Maßnahmen vom Juli. Besonders die Wiederaufnahme der Marktinterventionen des Federal Reserve System wurde, auch wenn sie keinen großen Umfang hatten, vom Markt als Zeichen der Bereitschaft der Vereinigten Staaten genommen, ihr Teil zur Aufrechterhaltung des Washingtoner Währungsabkommens beizusteuern. In derselben Richtung wirkte die positive Einstellung, die der amerikanische Finanzminister Shultz in der IWF-Jahresversammlung vom September zur internationalen Währungsreform an den Tag legte. In den letzten Monaten des Jahres zeichnete sich überhaupt ein ziemlich deutlicher Wandel in der Beurteilung der Dollaraussichten ab. Im Vergleich zu Westeuropa hatte die amerikanische Wirtschaft ein bedeutend rascheres Wachstum und zugleich einen wesentlich langsameren Anstieg der Verbraucherpreise. Günstig wirkte sich auch aus, daß die kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten seit Anfang 1972 kräftig angezogen hatten; in den Monaten Februar–Juli war der Satz für Dreimonatsschatzwechsel von 3,2 auf etwas über 4 Prozent gestiegen, und im Dezember befand er sich bei gut 5 Prozent.

Diese günstigen Einflüsse waren freilich nur die eine Seite. Vom Herbst 1972 an erhöhten sich die Zinssätze in Europa schneller als in den Vereinigten Staaten, zum Teil deshalb, weil die europäischen Behörden die Gelegenheit der Dollarfestigung benützten, um schwereres geldpolitisches Geschütz gegen die Inflation aufzufahren. Ferner flossen trotz den fast 2 Mrd. Dollar, um die sich die Reserven der europäischen Zehnergruppen-Länder in den Monaten August–Dezember 1972 verringerten, auch diesmal wieder keine nennenswerten Dollarbeträge in die Vereinigten Staaten zurück, obwohl Ausländer für Geldanlagen in anderen starken Währungen im allgemeinen einen geringeren Ertrag erzielten. Am meisten fiel aber ins Gewicht, daß man dem fundamentalen Ziel der Washingtoner Währungskonferenz — einem größeren Gleichgewicht der Grundzahlungsbilanzen — nur wenig näher gekommen war. Am Jahresende standen die Dinge daher so, daß früher oder später etwas geschehen mußte, wodurch die Devisenmarktlage auf die eine oder andere Weise in bessere Übereinstimmung mit der grundlegenden Zahlungsbilanzsituation kam.

Wie sich bald herausstellte, war dies eher früher als später der Fall. Am 22. Januar 1973 ging Italien gegen den ständigen starken Kapitalabfluß vor, indem es den Spielraum für Verschiebungen der Zahlungstermine im Außenhandel verringerte und für Finanzgeschäfte einen gesonderten Devisenmarkt mit freier Kursbildung errichtete. Am selben Tag erreichte der Schweizer Franken, der, zum Teil infolge der restriktiven Geldpolitik der schweizerischen Behörden, bereits die festeste europäische Währung war, seine Obergrenze gegenüber dem Dollar. Nachdem die Schweizerische Nationalbank an diesem und dem folgenden Tag erhebliche Dollarbeträge hatte aus dem Markt nehmen müssen, beschloß sie, ihre Dollarinterventionen einzustellen, um nicht noch weiter entgegen ihren Stabilitätszielen Landeswährung in die Wirtschaft pumpen zu müssen. Bis Ende Januar stieg der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar nochmals um rund 3 Prozent, und dieser schwächte sich gleichzeitig auch gegenüber allen anderen bedeutenden Währungen ab. Am 1. Februar setzte eine neue Welle der Spekulation gegen den Dollar von noch nie dagewesenen Ausmaßen ein. Sie ging

unter anderem davon aus, daß kurz vorher der gewaltige Umfang des Fehlbetrages in der amerikanischen Handelsbilanz von 1972 bekanntgeworden war und daß den Instrumenten der dritten Phase geringere Aussichten zugebilligt wurden, mit der Inflation fertigzuwerden. Ein tieferer Grund war, daß aus den Maßnahmen Italiens und der Schweiz Rückschlüsse darauf gezogen wurden, in welchem Ausmaß die Regierungen bereit waren, auf bedeutend beweglichere Wechselkurse auszuweichen. Die Möglichkeit weiterer Schritte in dieser Richtung löste sofort entsprechende Geldbewegungen aus. An den ersten sieben Werktagen des Februar hatten die Währungsbehörden der Zehnergruppen-Länder am Markt rund 8 Mrd. Dollar zu übernehmen, davon die Bundesrepublik fast 6 Mrd. Dollar und Japan die Hälfte des Restes. Am Freitag, dem 9. Februar, war die Lage unhaltbar geworden; zu Beginn der folgenden Woche wurden die meisten Devisenmärkte geschlossen. Nach einer raschen Runde internationaler Konsultationen gaben am 13. Februar die Vereinigten Staaten eine abermalige Dollarabwertung, diesmal um 10 Prozent, bekannt, und am nächsten Tag wurde der Wechselkurs des Yen und der Handelslira freigegeben. Der Schritt der Vereinigten Staaten hob sich deutlich von ihrer früheren unrealistischen Weigerung ab, den Dollar nach der formellen Aufhebung seiner Konvertierbarkeit am 15. August 1971 abzuwerten.

Nachdem die Märkte am 14. Februar wiedereröffnet worden waren, stieg der Kurs des Yen binnen kurzem um zusätzliche 5 Prozent über den Satz der Dollarabwertung hinaus. Davon abgesehen notierte der Dollar zunächst recht fest, und die deutschen Behörden konnten von den vorher zugeflossenen Geldern fast 1 Mrd. Dollar abgeben. Bald zeigte sich jedoch, daß die Krise nicht vorüber war. Der Dollar begann sich vom 21. Februar an wieder abzuschwächen, und am 1. März hatte er gegenüber allen bedeutenden Nichtfloatingwährungen seine neue Untergrenze erreicht. Unter den Floatingwährungen hatten der Schweizer Franken und der Yen bis zu diesem Zeitpunkt gegenüber dem Dollar um 12 bzw.  $7\frac{1}{2}$  Prozent über den Dollarabwertungssatz hinaus angezogen. Nachdem die Zentralbanken am 1. März sehr große Dollarbeträge hatten übernehmen müssen — die Deutsche Bundesbank allein 2,7 Mrd. Dollar —, wurden die Devisenmärkte erneut geschlossen und abermals Konsultationen der betroffenen Regierungen angesetzt.

Diesmal wurde eine Rückkehr zu einem festen Kursverhältnis zwischen dem US-Dollar und anderen führenden Währungen allerdings für sinnlos gehalten. Der Markt war gestört, von der Abwertung des Dollars um 10 Prozent versprach man sich eine genügende Korrektur der Zahlungspositionen im Laufe der Zeit, und solange sich die grundlegenden Ungleichgewichte im Außenhandel und Zahlungsverkehr noch nicht wesentlich verringert hatten, sah man es als nicht praktikabel an, die neuen Leitkurse durch vermehrte Marktinterventionen zu halten. Mit anderen Worten: eine Wiederkehr des Vertrauens setzte solide positive Ergebnisse voraus.

Sechs EWG-Länder — Belgien-Luxemburg, die Bundesrepublik, Dänemark, Frankreich und die Niederlande — entschieden sich am 12. März, nicht die bei vollständiger Kursfreigabe zu erwartenden Komplikationen innerhalb des EWG-Systems auf sich zu nehmen, sondern ihre Wechselkurse innerhalb einer Bandbreite von  $2\frac{1}{4}$  Prozent untereinander zu halten und dabei die Position ihrer Währungen als Ganzes gegenüber dem Dollar vom Markt bestimmen zu lassen. Gleichzeitig wurde die

Deutsche Mark abermals um 3 Prozent aufgewertet. Großbritannien und Irland, dessen Währung ihr Paritätsverhältnis zum britischen Pfund beibehält, sowie Italien blieben bei ihrer individuellen Kursfreigabe, erklärten aber ihre Absicht, sich sobald wie möglich am Block-Floating der EWG zu beteiligen. Japan, Kanada und die Schweiz hielten ebenfalls an der freien Kursbildung fest. Norwegen und Schweden traten der Vereinbarung über das Block-Floating bei. Österreich wertete den Schilling um  $2\frac{1}{4}$  Prozent auf, und die Behörden verfolgen weiterhin die Politik, ihn gegenüber den Währungen der wichtigsten österreichischen Handelspartner im Durchschnitt stabil zu halten.

Vor der Wiedereröffnung der Devisenmärkte am 19. März verstärkten mehrere Länder ihren Schutzwall gegen Geldzuflüsse. In Belgien-Luxemburg und den Niederlanden wurden alle Zuwächse auf Bankkonten von Ausländern mit einem negativen Wochenzins von 0,25 Prozent belegt, und in Frankreich wurde die Verzinsung von Ausländerguthaben auf Frankenkonten untersagt. In einer Konferenz der Zehnergruppe am 16. März vereinbarten die Teilnehmer, für das Floating-System die Möglichkeit einer Kursbeeinflussung durch Zentralbank-Interventionen, unter eventueller Beteiligung der Vereinigten Staaten, vorzusehen.

Nach dem 19. März herrschte auf den Devisenmärkten mehrere Wochen lang im großen und ganzen Ruhe. Der Dollar festigte sich gegenüber den meisten anderen Währungen, aus Japan und der Bundesrepublik flossen größere Beträge in die Vereinigten Staaten zurück, und die am europäischen Block-Floating beteiligten Währungen erreichten nicht annähernd die Grenzen des hypothetischen Schwankungsbereichs gegenüber dem Dollar, der sich bei einer Rückkehr zu festen Wechselkursen mit der auf der Washingtoner Währungskonferenz vereinbarten Bandbreite von  $4\frac{1}{2}$  Prozent ergeben hätte. Zunächst war die Deutsche Mark etwa drei Wochen lang die schwächste Blockfloating-Währung; zeitweise wurde sie von den anderen Teilnehmerländern gestützt, deren Währungen — mit Ausnahme des Guldens — alle einmal in die Position der stärksten Währung kamen. Ende April lag das Band der Blockfloating-Währungen als Ganzes gegenüber dem Dollar um mehr als 1 Prozent tiefer als am 19. März. Der Schweizer Franken und der Yen notierten unterdessen weiter fest; bei beiden erreichte der Satz der Aufwertung über die Dollarabwertung vom Februar hinaus eine Größenordnung von  $6\frac{1}{2}$  bzw. 5 Prozent.

Die dritte Mai-Woche eröffnete jedoch mit einer plötzlich viel schwächeren Dollarnotiz, und in den anschließenden Tagen gab sie noch mehr nach; Ende Mai lag sie gegenüber den Blockfloating-Währungen um  $3\frac{1}{4}$ – $4\frac{3}{4}$  Prozent tiefer als Ende April. Die stärkste und die schwächste dieser Währungen waren zu jenem Zeitpunkt die schwedische Krone und der Gulden mit einem Stand von  $5\frac{1}{2}$  bzw.  $3\frac{1}{2}$  Prozent oberhalb ihres nominellen Leitkurses. Der Schweizer Franken zog im Mai ebenfalls um  $4\frac{1}{2}$  Prozent, der Yen hingegen um weniger als  $\frac{1}{2}$  Prozent weiter an. Das britische Pfund rückte in den Bereich von 2 Prozent seiner Realignment-Parität vor, und die Lira zeigte gegenüber dem Dollar nach zweimonatiger Abschwächung eine festere Tendenz. Die ausgeprägte Verschlechterung des Dollars ist unter anderem auf politische Vorgänge innerhalb der Vereinigten Staaten zurückgeführt worden. Diese Episode ließ auf die potentielle Unbeständigkeit der Devisenmärkte bei freier Wechselkursbildung schließen, wo bereits bescheidene Anspannungen bedeutende Kursverschiebungen auszulösen vermögen.

*Der Anpassungsprozeß.* Das grundlegendere Ziel der Washingtoner Wechselkursneuordnung betraf die Überwindung des langjährigen Ungleichgewichts im internationalen Zahlungsverkehr, dessen Kern das Defizit der Vereinigten Staaten war. Die bestehenden Defizite und Überschüsse sollten durch Veränderung der Wettbewerbspositionen nach und nach beseitigt werden, indem die Abwertung des Dollars die amerikanischen Exporte zu verbilligen und die Aufwertung der Währungen anderer Länder deren Exporte zu verteuern versprach. Gewiß hatte das amerikanische Defizit (Basis offizielle Reservetransaktionen) 1971 den astronomischen Umfang von 30 Mrd. Dollar erreicht. Doch beruhte hiervon der größte Teil auf der Flucht aus dem Dollar, die ihrerseits durch die Verschlechterung in der amerikanischen Handelsbilanz in den drei Vorjahren ausgelöst worden war. Falls die Wechselkursneuordnung den Außenhandel, der 1971 erstmals seit Jahrzehnten sogar mit einem Defizit abschloß, zu sanieren vermochte, dürfte vernünftigerweise damit gerechnet werden, daß die durch Bewegungen kurzfristiger Gelder bedingten Ungleichgewichte sich von selber erledigen würden. Indessen wurde anerkannt, daß der Anpassungsprozeß Zeit braucht, und für das Jahr 1972 als Ganzes wurde keine Verbesserung, sondern eher noch eine gewisse Verschlechterung des Ungleichgewichts im Außenhandel erwartet. Dennoch gab man sich der Hoffnung hin, bis zum Jahresende bereits deutliche Anzeichen des beginnenden Umschwungs vorliegen zu haben.

Die Monate nach dem Washingtoner Realignment boten jedoch keinen Anhaltspunkt dafür, daß sich die erforderliche Anpassung schließlich einstellen würde. Zwar endete die amerikanische Zahlungsbilanz 1972 mit einem Defizit von „nur“ noch 10 Mrd. Dollar, da der Devisenmarkt von eigentlichen Panik-Dollarverkäufen verschont blieb. Der entscheidende Faktor war aber, daß das Ungleichgewicht im Außenhandel, dessen Beseitigung das Washingtoner Abkommen als oberstes Ziel anstrebte, sich noch beträchtlich mehr verstärkte, als selbst die größten Pessimisten vorausgesagt hatten. Gleichzeitig stellte sich auch der erhoffte beträchtliche Geldrückfluß nach den Vereinigten Staaten nicht ein.

Die folgende Tabelle zeigt, wie sich das Ungleichgewicht des Außenhandels, besonders des amerikanischen, 1972 weiter verschlechtert hat. Der Einfuhrüberschuß der

**Zehnergruppen-Länder: Aussenhandel**

	1971			1972		
	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Ganzes Jahr
Saisonbereinigt, in Milliarden US-Dollar						
<b>Zehnergruppe ohne USA</b>						
Ausfuhren . . . . .	85,1	92,1	177,2	102,0	108,4	210,4
Einfuhren . . . . .	81,6	86,8	168,4	96,6	103,4	200,0
Saldo . . . . .	3,5	5,3	8,8	5,4	5,0	10,4
<b>Vereinigte Staaten</b>						
Ausfuhren . . . . .	22,2	21,4	43,6	23,5	25,8	49,3
Einfuhren . . . . .	22,5	23,0	45,5	26,8	28,7	55,5
Saldo . . . . .	- 0,3	- 1,6	- 1,9	- 3,3	- 2,9	- 6,2

Vereinigten Staaten (Zollstatistik) stieg von 1,9 Mrd. Dollar 1971 auf 6,2 Mrd. Dollar 1972. Dagegen wuchs der gesamte Ausfuhrüberschuß der übrigen Zehnergruppen-Länder um einen geringeren Betrag von 8,8 auf 10,4 Mrd. Dollar. Selbst wenn man die negativen Sondereinflüsse des Jahres 1972 in Rechnung stellt, war dies ein überraschendes Ergebnis. Der Eindruck, den es hinterläßt, verbessert sich auch dann nicht wesentlich, wenn man die Entwicklung im Jahresverlauf verfolgt. Ihr ist lediglich zu entnehmen, daß das Ungleichgewicht der Handelsbilanzen in der zweiten Jahreshälfte sein schlimmstes Stadium überwunden haben könnte: Von der ersten zur zweiten Jahreshälfte schrumpfte im Außenhandel das Defizit der Vereinigten Staaten von 3,3 auf 2,9 Mrd. Dollar und der globale Überschuß der übrigen Zehnergruppen-Länder von 5,4 auf 5,0 Mrd. Dollar.

*Vereinigte Staaten.* Der Rückgang des amerikanischen Defizits (Basis offizielle Reservetransaktionen) von 30 Mrd. Dollar 1971 auf 10 Mrd. Dollar 1972 entsprach fast genau der Verringerung des Nettoabflusses kurzfristiger Gelder von 21 Mrd. Dollar auf weniger als 2 Mrd. Auch der Nettoabfluß langfristigen Kapitals reduzierte sich recht erheblich von 6,5 auf nur 1,3 Mrd. Dollar. Dagegen hat sich die Leistungsbilanz 1972 wie schon in den sieben Vorjahren wiederum verschlechtert, und zwar von einem Defizit (ohne unentgeltliche staatliche Leistungen) von 0,8 Mrd. Dollar auf ein solches von 5,8 Mrd.

Die Defizitvergrößerung in der Leistungsbilanz war zu etwa 80 Prozent durch den Außenhandel verursacht. Dabei wuchsen die Exporte um 14 Prozent. Dieser Satz übertraf alle Ergebnisse der letzten Jahre und insbesondere die Vorjahresrate um das Siebenfache. Zudem war er größtenteils volumenbedingt, während die Exportpreise nur um 3,3 Prozent — nicht stärker als im Vorjahr — stiegen. Allerdings beruhte die Beschleunigung des Exportwachstums in erheblichem Grade nicht auf der Wirkung der Wechselkursneuordnung, sondern auf „Sondereinflüssen“: Erstens bestand ein gewisser Nachholbedarf zur Schließung der Lücken, die die Hafenarbeiterstreiks in den letzten Monaten von 1971 gerissen hatten; zweitens profitierten die amerikanischen Agrarexporte von den schlechten Ernten in verschiedenen Teilen der Welt; und drittens dürfte das Ausland 1971 in der Erwartung günstigerer Wechselkurse mit Aufträgen zurückgehalten haben. Was immer das genaue Gewicht dieser Einflüsse gewesen sein mag — wesentlich ist, daß 1972 für die Vereinigten Staaten ein gutes Exportjahr war. Wenn es zugleich ein Katastrophenjahr für die Bilanz des Außenhandels war, so muß dies folglich dem schnellen Anstieg des in Dollar ausgedrückten Importwertes zugeschrieben werden.

Die amerikanischen Einfuhren vergrößerten sich 1972 um 10 Mrd. Dollar und damit um 22 Prozent. Eine wesentliche Ursache hierfür waren offensichtlich die anfänglichen Preiswirkungen der Abwertung sowie die allgemeine Verteuerung der Rohstoffe; rund ein Drittel der Importausweitung war preisbedingt. Hinzu kam, daß der rasche Aufschwung der Binnenkonjunktur einen starken Einfuhrsog ausübte. Für den Bezug ausländischer Roh- und Hilfsstoffe mit Ausnahme von Energieträgern wurden 2,2 Mrd. Dollar mehr als 1971 — das Doppelte des Vorjahreszuwachses — aufgewendet; und auch die Brennstoffeinfuhren wuchsen kräftig, nämlich um knapp 30 Prozent.

Wirklich frappierend war aber der Anstieg der Einfuhr von Fertigwaren um 5,4 Mrd. Dollar oder 27 Prozent — gegenüber 20 Prozent im Vorjahr, die sicher schon ihrerseits nicht so hoch ausgefallen wären, wenn sich nicht bereits die Aussichten für den Dollar zu verdüstern begonnen hätten. Läßt man die Bezüge von Kraftfahrzeugen aus Kanada, die anders zu beurteilen sind, außer Betracht, so hat sich der Zuwachs der Fertigwareneinfuhr noch drastischer von 17½ Prozent 1971 auf über 30 Prozent 1972 ausgedehnt; diese Rate war fast eineinhalbmals so groß wie die des Wachstums der Gesamteinfuhr. Genau diese Güter waren schon für einen wesentlichen Teil der Verschlechterung des amerikanischen Außenhandels in den Jahren 1964–1971 verantwortlich gewesen, in denen ihr Importwert ungefähr doppelt so schnell wie die Gesamteinfuhr zugenommen hatte. Im zweiten Halbjahr 1972 sind beide Zuwachsraten allerdings etwa gleich groß geworden. Bemerkenswert war 1972 ferner, daß innerhalb des Dollarwertes der amerikanischen Gesamteinfuhren der Anteil der Importe aus Ländern, denen gegenüber die Vereinigten Staaten Ende 1971 den größten Wechselkursvorteil erzielt hatten, sich nicht nennenswert geändert hat; der Anteil der Importe aus Japan nahm sogar geringfügig zu, und der Anteil der Importe aus Westeuropa ohne Großbritannien kam erst im letzten Quartal des Jahres in Bewegung.

Wie bereits erwähnt, waren die positiven Wirkungen des Realignment auf die Handelsbilanz nicht schon für 1972 erwartet worden, weil die Struktur des Außenhandels erst nach einiger Zeit auf eine Änderung der relativen Preisniveaus zu reagieren pflegt. Im amerikanischen Fall gesellte sich hierzu noch die weitere Komplikation, daß es keine Kontraktion der Binnennachfrage gab; vielmehr wurde deren Entwicklung im ganzen Jahr 1972 gefördert, um Arbeitslosigkeit abzubauen. Dennoch stand bei einem Importüberschuß, der Monat für Monat Jahreswerte von rund 6 Mrd. Dollar erreichte, im Herbst fest, daß jeglicher Anpassungserfolg, der für die nächsten ein bis zwei Jahre vielleicht noch zu erwarten war, bei weitem nicht ausreichen würde, um den Vereinigten Staaten zu einem angemessenen Ausfuhrüberschuß zu verhelfen; der Dollar war zu wenig abgewertet worden.

Auch wenn die aus der Washingtoner Währungskonferenz hervorgegangenen Wechselkursänderungen nicht wissenschaftlich genau berechnet, sondern politisch ausgehandelt worden waren, hatte seinerzeit doch der Eindruck bestanden, daß sie einigermaßen den Erfordernissen gerecht zu werden versprochen. Da sie dann jedoch das Ziel in keinem Punkt erreichten, muß man zur Kenntnis nehmen, daß die reale Welt sich nicht gemäß den Erwartungen verhalten hat. Im dritten Kapitel werden die Ergebnisse des amerikanischen Außenhandels von 1972 ausführlich mit den zur Zeit des Realignment aufgestellten Prognosen verglichen.

Die bezüglich der erhofften Anpassung eintretende Ernüchterung war unter anderem darin begründet, daß weder die amerikanischen Importpreise noch die Auslandspreise der amerikanischen Exporte sich genügend abwertungskonform verhielten. Natürlich ist bekannt, daß bei fast jeder Abwertung die Einfuhr- und die Ausfuhrpreise nicht um den vollen Abwertungssatz steigen bzw. sinken: die ausländischen Lieferanten nehmen Gewinneinbußen hin, um ihren Markt zu halten, und die inländischen Exporteure benutzen die Gelegenheit zu einer Erhöhung ihrer Margen. Solche Preiswirkungen pflegen dann noch durch entsprechende Verhaltensweisen des Groß- und Einzelhandels im Distributionsprozeß verstärkt zu werden. Diese Reaktionen waren nach der Dollarabwertung recht ausgeprägt; nicht einmal zwei Drittel der Wechselkursänderungen

dürften bis zu den Preisen durchgedrungen sein. Zudem haben in den Aufwertungs-ländern viele Exporteure offensichtlich große Anstrengungen zur Kostensenkung unternommen. Das ist an den erheblichen Produktivitätsverbesserungen in diesen Ländern zu erkennen. Zweifellos hingen diese Reaktionen mit der besonderen Bedeutung zusammen, die der amerikanische Markt für Industriewaren hat.

Außerdem paßten sich auch die Einfuhrmengen nicht in der üblichen Weise an die Importverteuerung an. Dafür gab es vor allem zwei Gründe. Erstens sind in den Vereinigten Staaten nicht wenige Importe kontingentiert, so daß sie gegenüber den eher kleinen Preisänderungen, die diese Abwertung nach sich zog, verhältnismäßig unempfindlich blieben. Zweitens schreckten die höheren Preise die Käufer, die für die Zukunft mit noch Ärgerem rechneten, im allgemeinen offenbar nicht ab. Da das Realignment die Märkte nicht überzeugte, scheint es ausländische Lieferanten wie inländische Importeure dazu gebracht zu haben, noch möglichst viele Geschäfte abzuschließen, bevor die Lage sich verschlimmerte.

Am meisten fiel jedoch ins Gewicht, daß die ganze Größenordnung des amerikanischen Außenhandelsproblems den Rahmen sprengte, innerhalb dessen von der eher geringfügigen Abwertung eine wirkliche Besserung zu erwarten gewesen wäre. Die einzigartige internationale Handelsposition der Vereinigten Staaten hatte sich in den vorangegangenen zwei Jahrzehnten viel stärker geändert, als es den Anschein hatte — waren doch die Ursachen weniger in Faktoren der Binnenwirtschaft, etwa chronischer Inflation, als vielmehr im Ausland zu suchen, wo die Industrie in Ländern mit niedrigeren Löhnen Schritt für Schritt aufgeholt hatte. Deshalb war Abhilfe nicht von marginalen Änderungen in den einzelnen Ausfuhr- und Einfuhrkategorien zu erhoffen, sondern es mußten ganze Wirtschaftszweige neu in die Lage versetzt werden, wieder auf den Binnen- und Auslandsmärkten mitzuhalten. Dies fand seine Bestätigung im Februar 1973 durch die 10prozentige Abwertung des Dollars, die dessen Effektivabwertung gemäß *Washingtoner Realignment* ganz wesentlich verstärkte. Im März schrumpfte das Defizit im amerikanischen Außenhandel erheblich zusammen, und im April stellte sich ein Überschuß ein. Noch kann freilich die längerfristige Bedeutung dieser Entwicklung nicht abgeschätzt werden.

*Japan.* Unter den Überschußländern, von denen ein Beitrag zur Verbesserung der amerikanischen Zahlungsbilanz erwartet wurde, befand sich Japan an vorderster Stelle. Dieses Land hatte 1971 den weitaus größten Überschuß aller Länder — 5,8 Mrd. Dollar (rund 2½ Prozent des Bruttosozialprodukts) in der Leistungsbilanz und 7,8 Mrd. Dollar allein in der Handelsbilanz, wovon 3 Mrd. Dollar auf den Verkehr mit den Vereinigten Staaten entfielen. Auch aus diesen Gründen war der Außenwert des Yen im Dezember 1971 stärker als jede andere Währung, nämlich effektiv um schätzungsweise rund 11 Prozent angehoben worden.

In der Tat sind dann die japanischen Nettoreserven, die 1971 um 10,3 Mrd. Dollar zugenommen hatten, im vergangenen Jahr nur noch um 2,9 Mrd. Dollar gewachsen. Der Abbau des Überschusses erfolgte allerdings ausschließlich im Kapitalverkehr, und zwar weitgehend aufgrund entsprechender Überbrückungsmaßnahmen, mit denen die japanischen Behörden die Reservenflut einzudämmen gedachten, bis die Leistungsbilanz in der erhofften Weise reagieren würde. Insbesondere überließen sie

den japanischen Geschäftsbanken Dollar durch Swaps oder Einlagen, was wesentlich dazu beitrug, daß im vergangenen Jahr über das Bankensystem 2 Mrd. Dollar abflossen, wogegen 1971 2,5 Mrd. Dollar zugeflossen waren. Außerdem förderten die Behörden die längerfristigen japanischen Kapitalanlagen im Ausland; da gleichzeitig die ausländischen Kapitalanlagen in Japan stark eingeschränkt waren, erhöhte sich in der Bilanz der langfristigen Kapitalleistungen das Defizit von 1,1 auf 4,5 Mrd. Dollar.

Dies alles nützte jedoch nichts. Wenn das Ausmaß, in dem der amerikanische Einfuhrüberschuß zugenommen hat, das überraschendste Ereignis nach dem Washingtoner Realignment war, so bestand das größte Nichtereignis von 1972 darin, daß der japanische Ausfuhrüberschuß trotz massiver Effektivaufwertung und starker Belebung der Binnenkonjunktur nicht die geringsten Anzeichen einer Schrumpfung erkennen ließ. Vielmehr wuchs er weiter auf 9 Mrd. Dollar, und nicht einmal im Jahresverlauf nahm er ab.

In spiegelbildlicher Entwicklung zum amerikanischen Außenhandel schwoll der Dollarwert des japanischen Ausfuhrüberschusses an, obwohl die Importe, die 1971 praktisch nicht gewachsen waren, mengenmäßig um 10 Prozent und wertmäßig um 19 Prozent zunahmen. Der Dollarwert der Exporte stieg nämlich ebenfalls um 19 Prozent, wofür vor allem die Erhöhung der in Dollar gerechneten Exportpreise infolge des Realignment von 1971 bestimmend war. Daß sich das Wachstum des Exportvolumens von 17,5 auf 5,5 Prozent verringerte, war allerdings sicherlich zum Teil durch das Verhalten der Käufer angesichts der höheren Preise bedingt, wenngleich daneben wohl auch eine Folge der Nachfragebelebung in Japan und eine Gegenreaktion darauf, daß manche Exporte, die normalerweise erst 1972 stattgefunden hätten, bereits auf 1971 vorgezogen worden waren. Ein deutlicherer Erfolg der Wechselkursneuordnung zeigte sich insofern, als Japan sein größtes Exportwachstum im Verkehr nicht mehr mit den Vereinigten Staaten, sondern mit Europa erzielte; seine Lieferungen nach dorthin dehnten sich um 40 Prozent aus.

Der weitere Anstieg des japanischen Ausfuhrüberschusses hatte zum Teil dieselben Gründe, die auch für den amerikanischen Außenhandel galten. Insbesondere der Umstand, daß die Wechselkursänderungen nicht im erwarteten Umfang bis zu den Preisen durchschlugen und die Preiselastizitäten sich als ziemlich niedrig erwiesen, deutete darauf hin, daß am Ende bestenfalls mit einer unzureichenden Anpassung zu rechnen war. Natürlich setzte die japanische Industrie alles daran, die Preiswirkungen durch Produktivitätssteigerungen aufzufangen und sich neue Märkte zu erschließen. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß sich im späteren Verlauf des Jahres die wachsende Erwartung weiterer Wechselkursänderungen in einem zusätzlichen Exportplus niedergeschlagen haben dürfte. In den ersten Monaten von 1973 war der Ausfuhrüberschuß wesentlich geringer, wenn auch zu einem erheblichen Teil wegen spezifischer Maßnahmen und der zunehmenden Erwärmung der Binnenkonjunktur. Sollte hierbei doch auch ein verspäteter Effekt des Washingtoner Realignment mit im Spiel gewesen sein, so hatte er noch keine große Bedeutung.

*Bundesrepublik Deutschland.* Abgesehen vom Yen war die Deutsche Mark neben dem Schweizer Franken 1971 die Währung mit dem höchsten Aufwertungssatz. Von der Bundesrepublik wurde der zweitgrößte Beitrag zu dem mit dem Realignment eingeleiteten Anpassungsprozeß erwartet. Dabei war der Aktivsaldo der deutschen

Leistungsbilanz 1971 außerordentlich klein gewesen, da dem Ausfuhrüberschuß von 4,6 Mrd. Dollar ein fast ebenso großes Defizit in den übrigen Bereichen gegenübergestanden hatte. Der deutsche Aufwertungsbeschluß von 1971 beruhte jedoch auf der Überzeugung, daß unter den gegebenen Umständen — d. h. nach der Aufwertung 1969 und der Konjunkturüberhitzung 1969–1970 — selbst ein kleiner Leistungsbilanzüberschuß eine nach wie vor bestehende Unterbewertung der Deutschen Mark anzeigte.

In der Tat erhöhte sich der Aktivsaldo der deutschen Gesamtzahlungsbilanz 1972 gegenüber dem Vorjahr beträchtlich — von 3,8 auf gut 5 Mrd. Dollar. Hiervon entfiel der größte Teil auf einen Überschuß von 4,5 Mrd. Dollar in der Kapitalbilanz, der damit, anders als in Japan, das Vorjahresergebnis sogar noch übertraf. In der Bilanz der kurzfristigen Kapitaleistungen stürzte die Bardepotpflicht den Saldo in ein tiefes Defizit; um so mehr vergrößerte sich aber der Überschuß in der Bilanz der langfristigen Kapitaleistungen, was seinerseits mit verschiedenen Substitutionsgeschäften für die durch die Bardepotpflicht unterbundene Aufnahme kurzfristiger Kredite zusammenhing; vor allem der Verkauf deutscher Wertpapiere an Ausländer ist hier zu nennen.

Aber auch die Leistungsbilanz schloß mit einem von 0,2 auf 0,5 Mrd. Dollar angewachsenen Überschuß. Dabei aktivierte sich die Handelsbilanz noch viel mehr — nämlich auf einen Überschuß von 6,3 Mrd. Dollar — und zudem im Jahresverlauf immer schneller. Zwar dehnten sich die Einfuhren dem Volumen nach um  $9\frac{1}{2}$  Prozent und dem Dollarwert nach um  $17\frac{1}{2}$  Prozent aus; doch die Ausfuhren schwollen mengenmäßig um  $8\frac{1}{2}$  Prozent und in Dollarwerten um knapp 20 Prozent an. Daß der deutsche Export trotz der Erhöhung der Dollar-Ausfuhrpreise einen solchen Mengenzuwachs verzeichnen konnte, läßt auf eine immer noch gute Wettbewerbsposition schließen. So wurde die Zuversicht, die die deutschen Behörden 1971 an den Tag gelegt hatten, als sie die Deutsche Mark zum zweiten Mal innerhalb von zwei Jahren aufwerteten, vollauf durch die Tatsachen gerechtfertigt. Und der Beschluß vom März 1973, die Deutsche Mark weniger als einen Monat nach der zweiten Dollarabwertung nochmals um 3 Prozent aufzuwerten, zeigte, daß sie nun nicht minder zuversichtlich waren als vorher.

\* \* \*

Was sind die derzeitigen Aussichten? Die meisten Beobachter halten das in den Anfangsmonaten von 1973 entstandene Wechselkursgefüge für wirtschaftlich richtig. Sie erwarten, daß sich der amerikanische Außenhandel nach einem eventuellen, durch anfängliche Fehlwirkungen der neuen Dollarabwertung bedingten „Übergangs“-Defizit verbessert und daß dann, sobald dem Anpassungsprozeß genügend Zeit gelassen worden ist, zu voller Wirkung zu gelangen, die amerikanische Zahlungsbilanz annähernd ins Gleichgewicht kommt. Mit entsprechenden Anpassungen rechnen sie für die Überschußländer. Allerdings bezeichnen sie es als nach wie vor unerläßlich, daß der Nettokapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten unter Kontrolle bleibt.

Andere Beobachter beurteilen die Lage weniger optimistisch. Sie bezweifeln, ob der Produktivitätsvorsprung der Vereinigten Staaten den immer noch bestehenden Lohnkostenvorsprung anderer Industrieländer ausgleichen kann; sie sehen den amerikanischen Importbedarf, besonders an Rohstoffen wie Erdöl, in der Zukunft stetig wachsen; und die Überschüsse mehrerer Länder erscheinen ihnen als zu groß, als daß man mit den stattgefundenen relativen Aufwertungen ihrer Herr werden könnte.

Effektive Wechselkursänderungen (geschätzt)

Währung	5. Mai 1971 – 20. Dezember 1971	20. Dezember 1971 – Ende Mai 1973	5. Mai 1971 – Ende Mai 1973
	Prozent		
Japanischer Yen . . . . .	+ 11	+ 12	+ 24½
Schweizer Franken . . . . .	+ 5	+ 14½	+ 20
Deutsche Mark . . . . .	+ 5	+ 9	+ 14½
Belgischer Franken . . . . .	+ 2	+ 4	+ 6
Französischer Franken . . . . .	– 1	+ 6½	+ 5½
Holländischer Gulden . . . . .	+ 1½	+ 3	+ 4½
Schwedische Krone . . . . .	– 1½	+ 3	+ 1½
Kanadischer Dollar . . . . .	– 3	– 2½	– 5½
Pfund Sterling . . . . .	+ ½	– 11	– 10½
Italienische Lira . . . . .	– 1½	– 10½	– 12
US-Dollar . . . . .	– 9	– 9½	– 17½

Anmerkungen:

1. Effektive Änderung des Wechselkurses der Währung eines Landes: jene unilaterale Änderung, die für den Außenhandel dieses Landes schätzungsweise den gleichen Effekt haben würde wie die tatsächlich vorgenommenen multilateralen Wechselkursänderungen.
2. Zugrundegelegte Kurse — 5. Mai 1971: für den kanadischen Dollar der damalige Marktkurs; für alle anderen Währungen die Parität.  
— 20. Dezember 1971: 1 kanadischer Dollar = 1 US-Dollar; für alle anderen Währungen der im Washingtoner Realignement festgelegte Leit- bzw. Mittelkurs.  
— Ende Mai 1973: für alle Währungen der Marktkurs.
3. Im Falle von Währungen mit Doppelkurs wurde der offizielle Kurs zugrunde gelegt.

Es ist kaum möglich, sich in dieser Sache ein verlässliches Urteil zu bilden. Die vorstehende Tabelle zeigt, daß die Wechselkurse einiger Währungen effektiv — d. h. unter Berücksichtigung der Außenhandelsstruktur — in den letzten zwei Jahren ganz erheblich geändert worden sind. Außerdem wird die jetzt erreichte kumulative Effektiv-Abwertung des Dollars Prozent für Prozent eine viel bedeutendere Korrektur bewirken, als sie allein durch das Washingtoner Realignement möglich gewesen wäre. Doch das genaue Ausmaß dieser Korrektur muß sich erst erweisen. Erfahrungsgemäß kann die weltwirtschaftliche Dynamik die Rahmenbedingungen des Anpassungsprozesses ändern, so daß nicht vorauszusagen ist, wie es in drei oder vier Jahren stehen wird. Sicher ist nur, daß die Entwicklung nicht einfach sich selber überlassen werden kann und daß Defizit- wie Überschußländer eine aktive Zahlungsbilanzpolitik betreiben müssen.

**Die internationale Währungsreform**

Bereits einige Zeit vor dem endgültigen Zusammenbruch des Systems der festen Wechselkurse hatten die offiziellen Stellen die Diskussion über die Zukunft des Währungssystems eröffnet. Anlässlich der Jahresversammlung 1971 des Internationalen Währungsfonds hatte der Gouverneursrat bei den Exekutivdirektoren des Fonds einen Bericht über „erforderliche oder wünschenswerte Maßnahmen zur Verbesserung oder Reform des internationalen Währungssystems“ bestellt. Dieser Bericht, der im August 1972 vorgelegt wurde, zeigte deutlich die verschiedenen diesbezüglichen Standpunkte der Fonds-Mitglieder auf und legte einige Diskussionsfragen mit größerer Offenheit dar, als es in früheren offiziellen Dokumenten der Fall gewesen war. Hingegen war es nicht sein Zweck, für irgendeinen Reformaspekt gemeinsame Empfehlungen zu geben.

Mit dem Auftrag, solche gemeinsamen Empfehlungen zu erarbeiten, betraute der Gouverneursrat einen ad hoc gebildeten Zwanziger-Ausschuß, der die offizielle Bezeichnung „Ausschuß für die Reform des internationalen Währungssystems und damit zusammenhängende Fragen“ erhielt. Die zwanzig Mitglieder entsprechen den Ländergruppierungen im Exekutivrat des IWF. Der Ausschuß besteht auf Minister- und Stellvertreterebene. Beide Gruppen haben ihre Arbeit aufgenommen, um der IWF-Jahrestagung 1973 in Nairobi einen Bericht vorzulegen.

Der Bericht der Exekutivdirektoren nennt fünf Reformaspekte des Systems. 1. Wechselkursmechanismus: nach welchen Kriterien soll bestimmt werden, wann ein Paritätswert geändert werden muß, und wie verteilen sich die diesbezüglichen Pflichten auf Defizit- und Überschußländer? 2. Wiederherstellung der Konvertibilität und Regelungen für die Finanzierung von Ungleichgewichten zwischen Ländern. 3. Rolle der verschiedenen Reservekomponenten im System, insbesondere von Devisenreserven, Gold und Sonderziehungsrechten. 4. Das Problem destabilisierender Kapitalbewegungen und mögliche Maßnahmen zur Milderung der durch sie bedingten starken Marktspannungen. 5. Eventuelle neue Regelungen im IWF-System im Hinblick auf die besonderen Bedürfnisse der Entwicklungsländer.

Wenn es der Zweck der Übung ist, zu einem System von Paritätswerten mit wirksameren Anpassungsanreizen zurückzufinden, so ist wohl der zweite Punkt — Währungskonvertibilität und Methoden der Finanzierung von Ungleichgewichten — das wichtigste Problem, zu dem der Ausschuß sich zu äußern hat. Konzeption und Regeln von Bretton Woods haben ihren Todesstoß ja faktisch dadurch erhalten, daß die Vereinigten Staaten die Konvertibilität des Dollars am 13. August 1971 aufgehoben und im Washingtoner Währungsabkommen nicht wiederhergestellt haben. Doch bei der riesigen Anhäufung von Dollarreserven in den letzten vier Jahren ist man sich allgemein darüber klar, daß der Dollar nicht ohne weiteres und nicht so bald wieder konvertierbar gemacht werden kann. Deshalb ging es in der Diskussion zunächst vor allem um das zu errichtende Wechselkurssystem — einschließlich der Funktion von Wechselkursänderungen im Anpassungsprozeß — und um die künftige Rolle der verschiedenen Reservekomponenten.

Was das erste dieser Probleme betrifft, so wurde von Anfang an allseits ein System mit festen, aber etwas anpassungsfähigeren Wechselkursen als wünschenswert erachtet. Im Zeitpunkt der Arbeitsaufnahme des Zwanziger-Ausschusses zeigte die Entwicklung bereits deutlich in diese Richtung: Seit November 1967 waren insgesamt elfmal feste Paritäten von Zehnergruppen-Ländern geändert worden — erheblich nach unten die britische, die französische und die amerikanische, in kleinerem Umfang nach unten die italienische und die schwedische, nach oben alle anderen — mit Ausnahme der kanadischen — und dabei die deutsche sogar zweimal. Darüber hinaus hatte freie Kursbildung für den kanadischen Dollar seit Juni 1970, die Deutsche Mark und den Gulden in den Monaten Mai–Dezember 1971, alle Zehnergruppen-Währungen in den Monaten August–Dezember 1971 und das britische Pfund seit Juni 1972 bestanden. Diese vermehrte Flexibilität war jedoch weder durch eine Verbesserung der Regeln bedingt noch mit einer sachlich souveränen Durchführung der Anpassungen verbunden gewesen. Ganz im Gegenteil waren die Kursänderungen über Gebühr lange hinausgezögert worden, und die Anpassungsprozesse sind erst durch höhere Gewalt, nämlich die Krisenverfassung der Märkte, in Gang gekommen.

Aufgrund dieser Erfahrungen stand in letzter Zeit weniger der Grundsatz vermehrter Flexibilität als vielmehr seine Anwendung zur Debatte, d. h. das Problem, wie die Anpassungsentscheidungen verbessert und beschleunigt werden können, und insbesondere, nach welchen Kriterien die Notwendigkeit einer Wechselkursänderung festzustellen wäre. Der Hauptvorschlag stammt von den Vereinigten Staaten: „unverhältnismäßige“ Veränderungen der zentralen Währungsreserven eines Landes in einem bestimmten Zeitraum sollen ein „objektiver Indikator“ für ein korrekturbedürftiges Zahlungungleichgewicht sein, wobei die Korrektur nicht unbedingt durch Wechselkursänderungen zu erfolgen hätte.

In diesem Vorschlag werden für das reformierte Währungssystem bestimmte Ziele akzeptiert, die seit einigen Jahren ziemlich allgemein für wünschenswert gehalten werden: Erstens sollte stets die Konvertierbarkeit aller Währungen einschließlich des Dollars in die Basis-Reserveelemente Gold und SZR gewährleistet sein, indem sichergestellt wird, daß Reservenverluste anschließend wieder wettgemacht werden können; zweitens wäre eine Überexpansion der Devisenreserven zu verhindern; und drittens sollte der Bestand an zentralen Reserven künftig in erster Linie durch Neuzuteilung von SZR — ebenfalls unter internationaler Kontrolle und nach Maßgabe des Gesamtbedarfs des Systems — erweitert werden. Ein solches System verlangt von Defizit- wie Überschußländern Disziplin, damit die Reservenveränderungen die gesetzten Grenzen nicht überschreiten bzw., falls sie es doch einmal tun, rasch die nötigen Anpassungsmaßnahmen getroffen werden.

Im System von Bretton Woods mußten hartnäckige Reservenverluste, die nicht durch binnenwirtschaftliche Maßnahmen korrigiert werden konnten, früher oder später mit der Abwertung der Währung beantwortet werden; wenn dies oft zu spät geschah, so deshalb, weil die Überschußländer im Übermaß Kredit gewährten oder Dollar akkumulierten (d. h. in gewissem Sinn wiederum Kredit gewährten). Der Vorschlag geht nun dahin, das System symmetrischer zu machen, indem den Überschußländern eine entsprechende Pflicht auferlegt wird, einer exzessiven Entwicklung mit binnenwirtschaftlicher Anpassung oder Aufwertung der Währung zu begegnen, da ja der Überschuß des einen Landes das Defizit des andern ist.

Der amerikanische Vorschlag wurde als ernstzunehmend und in sich logisch anerkannt, jedoch insofern ziemlich heftig kritisiert, als ein Verlust oder Zuwachs an Reserven nicht zwangsläufig ein fundamentales Ungleichgewicht anzeigt; der Stand der Konjunktur, Über- oder Unternachfrage, Zinsdifferenzen und spekulative Geldbewegungen sind andere mögliche Bestimmungsfaktoren. Auch können die Reserven eines Landes durch das Fehlverhalten eines anderen in Mitleidenschaft gezogen werden. Aus diesen Gründen wurde als ein besserer objektiver Indikator der Grundbilanzfehlbetrag oder -überschuß eines Landes nach Bereinigung entsprechend seiner relativen konjunkturellen Position vorgeschlagen. Weitere Argumente von offizieller Seite gegen eine Heranziehung der Reserven als Hauptindikator waren: die Last korrigierender Maßnahmen würde den Überschußländern aufgebürdet; die Regierungen würden noch mehr auf den Weg vorwiegend wechselkurspolitischer Anpassung gedrängt; die Ziele der Länder in bezug auf die Struktur ihrer Zahlungsbilanzen würden durchkreuzt.

Nach der bisherigen Erfahrung wird ein System fester Wechselkurse nur dann befriedigend funktionieren, wenn man den Begriff des fundamentalen Ungleichgewichts

so konkret wie möglich faßt. Solche Situationen einfach anhand von Faustregeln zu bestimmen, dürfte dem Anspruch wirklicher Objektivität kaum gerecht werden. Es scheint generell erforderlich zu sein, jeden einzelnen Fall nach gründlicher Durchleuchtung aller Umstände, die natürlich jeweils verschieden sind, individuell zu beurteilen. Und ebenso hängt es in den besonders im Zusammenhang mit dem Dollar vorkommenden Fällen, in denen Reservenverluste und -zuwächse einander gegenüberstehen, von der Beurteilung ab, welche Länder Abhilfe zu schaffen haben.

Der kürzliche Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse hat den Rahmen, in dem die Diskussion über die Wechselkursordnung geführt wird, notwendigerweise wesentlich verändert. Nach dieser traumatischen Erfahrung wurde die Frage gestellt, ob man überhaupt zu festen Wechselkursen zurückkehren sollte. Kurz nach der Wiedereröffnung der Devisenmärkte am 19. März äußerten sich die Minister des Zwanziger-Ausschusses dazu wie folgt: „Die Mitglieder des Ausschusses haben anerkannt, daß Wechselkurse eine Angelegenheit von internationalem Interesse und gemeinsamer Beratung sein sollten und daß die Wechselkursordnung im reformierten System auf stabilen, wenn auch anpassungsfähigen Paritäten beruhen sollte. Gleichzeitig wurde anerkannt, daß frei schwankende Wechselkurse eine nützliche Technik in besonderen Situationen sein können. Ferner bestand Einigkeit über die Notwendigkeit stabiler Verhältnisse auf den Devisenmärkten und die Bedeutung einer Überwachung der Wechselkurspolitik durch den IWF.“ Als Ganzes betrachtet ist diese Äußerung kaum eine eindeutige Stellungnahme zugunsten eines Systems fester Wechselkurse, die nur bei einem fundamentalen Ungleichgewicht zu ändern wären.

Dennoch kann man im großen und ganzen sagen, daß die offiziellen Stellen ein System mit festen Kursen nach wie vor als Ideal ansehen. Die Gründe sind die gleichen wie früher. Die Zahlungsbilanzdisziplin, die die Regierungen zur Zügelung der binnenwirtschaftlichen Inflationskräfte zwingt, wird als nützlicher Bestandteil der Wirtschaftsordnung begrüßt. Außerdem hält man es bei festen Kursen für politisch leichter, Zurückhaltung in bezug auf unmittelbare Eingriffe in den Handels- und Zahlungsverkehr zu üben, zu denen man sich bei freier Kursbildung versucht sehen kann, um die Struktur der Außenwirtschaft vor allzu heftigen Erschütterungen zu bewahren. Gleichwohl hat die Idee frei schwankender Wechselkurse seit einigen Jahren zahlreiche Anhänger. Der Hauptgrund hierfür ist, daß die verantwortlichen Stellen bei festen Wechselkursen im Falle größerer außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte mit einer unerwünschten Beeinflussung ihrer Währungsreserven und ihrer binnenwirtschaftlichen Geld- und Kreditpolitik rechnen müssen. Solche Ungleichgewichte können ja auch nach einem Realignment noch bestehen, zum Beispiel, wenn die neuen Festkurse in einer Zeit immer noch geringen Vertrauens einfach zum Zielpunkt spekulativer Ströme werden, die aus dem riesigen Potential von Leads-and-lags-Bewegungen und anderer privater Liquiditäten gespeist werden, oder wenn die Leistungsbilanz erst verspätet auf die neuen Kurse reagiert. Gerade die Möglichkeit solcher Verzögerungen ist freilich auch ein starkes Argument gegen eine völlige Kursfreigabe, weil die erforderlichen Voraussetzungen für eine stabile Entwicklung nicht in jedem Fall gegeben sind. Ferner ist gelegentlich die Überzeugung zu hören, ein neues System fester Kurse könne unmöglich auf einem nichtkonvertierbaren Dollar aufgebaut werden.

Was das zweite der im Mittelpunkt der Diskussion stehenden Probleme betrifft, nämlich die Zukunft der verschiedenen Reservemedien, so gehen viele von dem

Gedanken aus, daß das künftige Reservenwachstum gelenkt werden sollte, damit es in Übereinstimmung mit dem Gesamtbedarf gehalten werden kann — wobei natürlich ein System fester Kurse vorausgesetzt wird, da es sonst ja überhaupt keinen größeren Reservenbedarf gäbe. Diesem Gedanken der Lenkung liegt die Überzeugung zugrunde, daß ein übermäßiges Reservenwachstum inflationsfördernd wirkt und gleichzeitig ein deutliches Indiz unzulänglicher Anpassungspolitik ist.

Ziemlich allgemein akzeptiert wurde in letzter Zeit, daß in Zukunft hauptsächlich die SZR das Reservenwachstum tragen sollten, das zu einem Teil, wenn auch nicht ausschließlich, auf diese Weise global gesteuert werden würde. Allerdings ist es bei diesem Gedanken nicht damit getan, daß man ihn sich zu eigen macht und zur SZR-Zuteilung schreitet; dies haben deren erste drei Jahre gezeigt. Vielmehr hat er bedeutende Konsequenzen für den Charakter der SZR, die Zukunft anderer Reservemedien, den Anpassungsprozeß und überhaupt die Möglichkeit, feste Wechselkursbeziehungen zwischen den Währungen als Normalfall vorzusehen.

Für den Charakter der SZR ist die erste Konsequenz, daß sie zu einem attraktiven Satz verzinslich sein müssen. Dies ist von besonderem Interesse für Länder, die jetzt hauptsächlich Devisen als Reserven halten, weil sie Wert auf die damit verbundenen Einnahmen legen. Daneben müßten die SZR größere Eigenständigkeit erlangen: die Bindung an das Gold wäre durch eine andere Garantie zu ersetzen und die derzeitige Verwendungsregelung — wie die Begrenzung der Bestände und die Rekonstitutionspflicht — zu ändern.

In bezug auf die anderen Reservemedien gilt die Aufmerksamkeit natürlich vor allem den Devisenreserven, für die eine strikte Wachstumslimitierung gefordert wird. Selbst unter der Voraussetzung eines in Zukunft besser und rascher funktionierenden Anpassungsprozesses erscheint eine solche Limitierung als verfrüht. Sie würde unter Umständen einen Überanpassungsprozeß erfordern, in dem die Wechselkursänderungen unter dem Gesichtspunkt des Außenhandels und der Binnenwirtschaft destabilisierend wirken würden — eine Kur, die schlimmer als das Übel wäre. Weltreservpolitik darf nicht bedeuten, daß dem System überhaupt kein Spiel — d.h. kein Rest an steuerlosem Reservenwachstum — mehr verbleibt, weil sonst Paritäten unter Umständen so häufig geändert werden müßten, daß das Vertrauen auf ihre Festigkeit nicht aufrechterhalten werden könnte. In jedem Fall wäre es nicht leicht, Übereinstimmung über eine Begrenzung der Devisenbestände zu erzielen; noch wäre es schwierig, solche Begrenzungen auf die eine oder andere Weise zu umgehen.

Für die Rolle des Goldes im reformierten Währungssystem sind natürlich ganz andere Gesichtspunkte maßgeblich als für die Devisenreserven. Bei Gold besteht keine Gefahr eines übermäßigen Reservenwachses. Jedoch sind die Goldreserven praktisch eingefroren, weil keine Zentralbank Gold zum jetzigen offiziellen Preis verkaufen wird, während der Marktpreis sich weit darüber im Höhenflug befindet. Solange dieser Zustand anhält, dürften die Länder auch ihre goldgesicherten IWF-Forderungen, zu denen derzeit die SZR gehören, nur mit Zurückhaltung verwenden. Außerdem macht die eklatante Diskrepanz zwischen einem Marktpreis des Goldes von über 100 Dollar und seinem nominellen gesetzlichen Wert von 42 Dollar es schwer, das Vertrauen zum Dollar und seine Konvertibilität wiederherzustellen.

Bezüglich des Platzes, den das Gold im neuen Währungssystem einnehmen könnte, scheint Übereinstimmung nur in dem Punkt zu bestehen, daß sein Anteil an den Gesamtreserven — im Gegensatz zum Anteil der SZR — eher abnehmen wird. Davon abgesehen fächern sich die Meinungen breit auf. Die eine Seite ist der Ansicht, daß das Gold schrittweise aus dem System entfernt werden sollte, ohne allerdings bisher angegeben zu haben, wie dies zu geschehen hätte; auf der anderen Seite sind viele Länder überzeugt, daß das Gold im System und sogar die Goldbindung der SZR beibehalten werden sollte. Ebenso sind die Meinungen in der Frage geteilt, ob der offizielle Goldpreis auf seinem jetzigen Stand belassen oder auf ein realistisches Verhältnis zum Marktpreis angehoben werden soll. Neuerdings ist die Empfehlung zu hören, den festen offiziellen Goldpreis abzuschaffen oder zu ignorieren, so daß die Länder auf Wunsch Gold zu einem Preis, der mit dem Marktpreis übereinstimmen oder zumindest in dessen Nähe liegen würde, wieder im offiziellen Saldenausgleich verwenden könnten. Es wurde auch vorgeschlagen, die Währungsbehörden sollten ihre Washingtoner Vereinbarung vom März 1968 beenden, damit sie Gold wieder gemäß den Bestimmungen des IWF-Abkommens an den Markt abgeben oder sogar an- und verkaufen können. Wie immer diese Pläne sich in der Praxis auswirken würden — die einfache Absicht hinter ihnen ist, das Gold aufzutauen, nicht aber, es wieder zu einem positiven Element des Reservenwachstums zu machen.

Was diesen Punkt betrifft, so hat sich das System bereits tiefgreifend gewandelt. Früher diente die Zufuhr neuen Goldes in das System nicht nur zur Vermehrung der Gesamtreserven, sondern auch zur Finanzierung der Nettozahlungsüberschüsse für das System als Ganzes, weil es für die Erzeugerländer ein Aktivposten in der Leistungsbilanz, hingegen für die Empfängerländer ein Posten des Saldenausgleichs war. Auf diese Weise diente das Gold der Wechselkursstabilität, indem der Anpassungsprozeß etwas Spiel erhielt. Demgegenüber finanzieren SZR-Zuteilungen nicht Zahlungsüberschüsse auf diese Weise. Vielmehr werden durch sie Überschüsse einfach geschaffen — und auch das nur, wenn man einmal von den ihnen entsprechenden Verbindlichkeiten absieht —, so daß die echten Zahlungsüberschüsse dann immer noch auf diesem oder jenem Wege zu finanzieren sind. Deshalb müssen in einem SZR-System Zahlungsdefizite und -überschüsse früher und stärker korrigiert werden, sofern nicht bleibende SZR-Übertragungen gestattet und die Zuteilungen genügend umfangreich sind.

Zum Thema der großen die Devisenmärkte erschütternden Geldbewegungen liegen noch nicht viele positive Gedanken vor — außer daß sie die Bezeichnung „destabilisierend“ erhalten haben. In Wirklichkeit kam die Destabilisierung aber vorwiegend daher, daß eindeutig unrealistische Paritäten nicht rechtzeitig geändert worden sind oder eine extrem binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik betrieben wurde. Für die Zukunft wird offenbar mit einem besser funktionierenden Anpassungsprozeß gerechnet, obwohl im vergangenen Jahr viele Milliarden Dollar übernommen worden sind, bevor die Behörden von den Realignment-Wechselkursen abgingen. Begrenzungen des Einsatzes der Geldpolitik scheinen eher im Hintergrund der offiziellen Erwägungen zu stehen. Daher dürfte der Hauptakzent auf administrativen Regelungen liegen, selbst wenn ihnen — und dies gilt sogar für die extremen Maßnahmen der japanischen Behörden — ein überzeugender Erfolg versagt geblieben ist.

Der Gedanke, daß in das reformierte System besondere Bestimmungen zugunsten der Entwicklungsländer aufgenommen werden sollten, bedeutet einstweilen,

daß diesen Ländern auf die eine oder andere Weise mehr SZR zuzuteilen wären, als sie erhalten würden, wenn man die Zuteilung entsprechend ihren IWF-Quoten vornähme. Es ist noch nicht klar, wie eine solche Koppelung zwischen SZR und Entwicklungshilfe — der sogenannte „Link“ — aussehen könnte, doch gibt es zu ihren Gunsten starken politischen Druck. Unter streng währungspolitischem Gesichtspunkt wirft die Verknüpfung einige schwierige Probleme auf. Die SZR sind zur Finanzierung nicht von hartnäckigen Defiziten, sondern von Ausschlägen in den Zahlungsbilanzen geschaffen worden, wie aus den Bestimmungen über die Rekonstitution von SZR-Schuldnerpositionen ersichtlich wird. Daher behalten die SZR in gewisser Weise den Charakter einer Kreditfazilität. Falls sich nun die Tendenz abzeichnen sollte, daß die Entwicklungsländer die Hauptschuldner des SZR-Systems werden, bestünde, zumal wenn sie wesentlich an den Gesamtzuteilungen beteiligt wären, kaum Aussicht, daß das Vertrauen in die SZR aufrechterhalten werden könnte. In welcher Weise der „Link“ andere Bereiche der Entwicklungshilfe berühren würde, ist ein weiterer erörterungsbedürftiger Aspekt des Problems.

Außerordentlich schwierige Fragen sind somit zu lösen, und zwar überdies so, daß alle Einzelteile sich zu einem funktionsfähigen System zusammenfügen. Deshalb versprechen die Verhandlungen ein zeitraubender Prozeß zu werden.

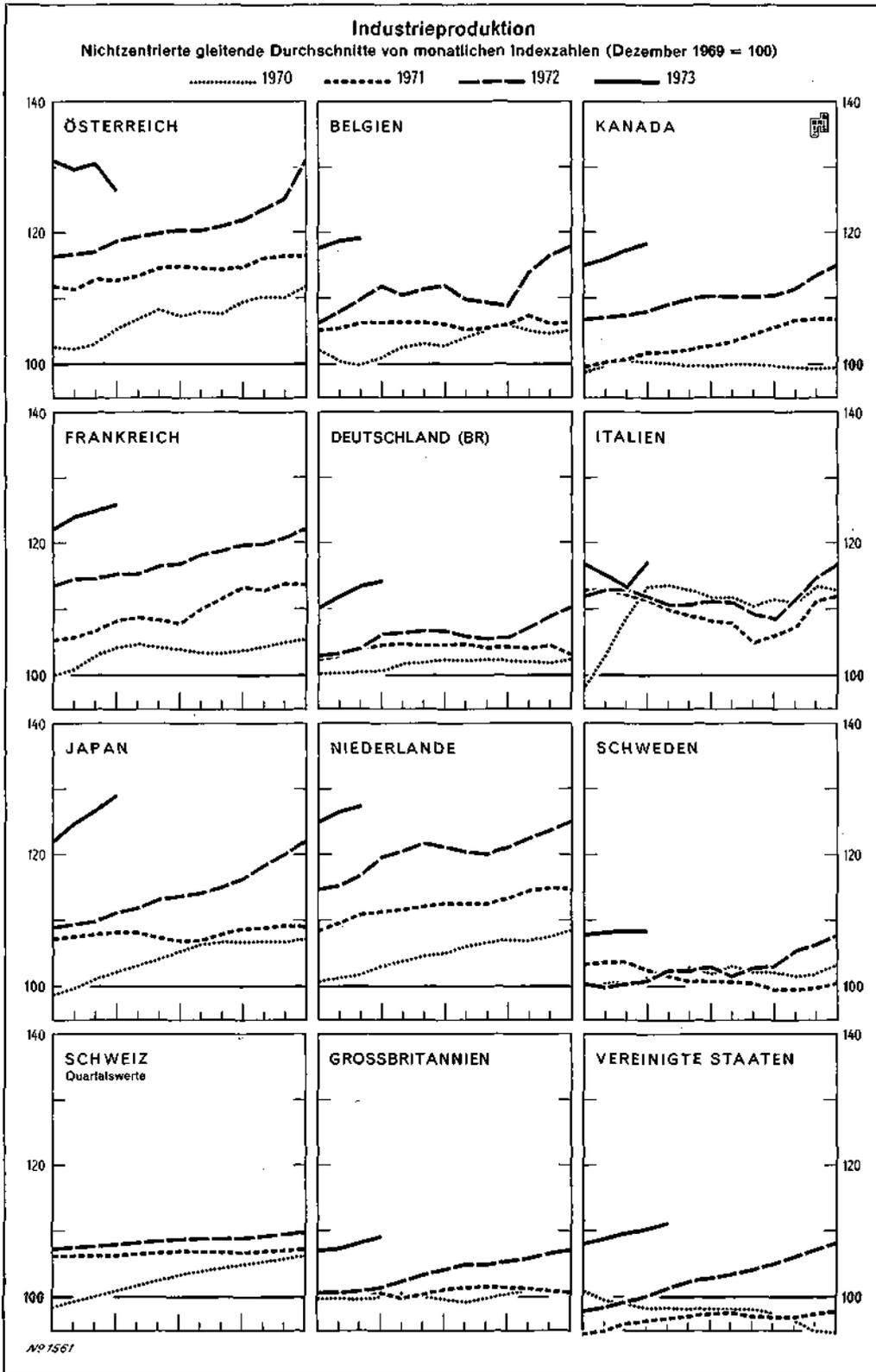
## II. WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN UND MASSNAHMEN IN EINZELNEN LÄNDERN

Die von der Wirtschaftspolitik 1970–1971 bewirkte Konjunkturabkühlung machte im Verlaufe des vergangenen Jahres einer kräftigen, mit Hilfe des vorhandenen Instrumentariums gezielt herbeigeführten Expansion Platz. Nachdem den Bemühungen zur Dämpfung der Lohn- und Preisinflation durch eine Nachfragebeschränkung nur kärglicher Erfolg beschieden gewesen war, fühlten sich die für die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern zuständigen Stellen bald wieder veranlaßt, ihr Augenmerk dem Wachstum und der Vollbeschäftigung zuzuwenden. Hierbei übernahm Nordamerika die Führungsrolle, doch auch in Japan begann man sehr bald diesen Weg zu beschreiten. In Westeuropa, wo die Atempause in der Konjunktur später eingesetzt hatte und dann im allgemeinen nicht sehr ausgeprägt war, führte eine starke Wachstumsbeschleunigung gegen Ende 1972 zum raschen Aufholen des verlorenen Terrains. Im Frühjahr 1973 konnte man somit eine im Vergleich zum bisherigen internationalen Konjunkturbild der Nachkriegszeit ziemlich ungewöhnliche Parallelität in der Konjunkturentwicklung der einzelnen Länder feststellen. Die Weltwirtschaft schien einer Phase allgemeiner Überhitzung zuzusteuern, wie sie seit Mitte der fünfziger Jahre nicht mehr verzeichnet worden war.

In den letzten Monaten zeigte der Konjunkturaufschwung eine starke Eigendynamik. Nachdem die Konjunkturbelebung ursprünglich hauptsächlich durch den privaten Konsum, die öffentlichen Ausgaben und den Wohnungsbau bewirkt worden war, stimulierte im vergangenen Jahr die vom Welthandelwachstum ausgehende Wechselwirkung in zunehmendem Maße die Nachfrageausweitung. In der jüngsten Vergangenheit zeigten auch die industriellen Anlageinvestitionen, besonders in den wichtigeren Industriestaaten, Zeichen von Stärke.

In allen Aufschwungsphasen seit Kriegsende lag bisher der Anstieg von Löhnen und Preisen stets über der Zuwachsrate im jeweils vorangegangenen Aufschwung. Auch der gegenwärtige Zyklus stellt hier keine Ausnahme dar, obwohl in den Vereinigten Staaten das kühne Experiment einer Einkommens- und Preispolitik bis jetzt gute Ergebnisse gezeitigt hat. In den meisten westeuropäischen Ländern lag die Zuwachsrate bei den Tariflöhnen bzw. Verdiensten im letzten Jahr in einem Bereich von rund 10–15 Prozent, während die häufigsten Steigerungen der Verbraucherpreise im allgemeinen im Bereich von 6–8 Prozent zu finden waren. Wie schon im Kapitel I dargelegt, stellten die am Weltmarkt rasch steigenden Rohstoffpreise ein bisher neues Inflationsphänomen dar. Die Inflationserwartungen haben sich tief eingewurzelt.

Innerhalb der beiden letzten Jahre war die Ausweitung des Geldvolumens sehr groß. In der Mehrzahl der Industriestaaten betrug das Verhältnis seiner durchschnittlichen Erhöhung zur Wachstumsrate des nominellen Bruttosozialprodukts zwischen 1,2–1,9. Das Verhältnis zum realen Bruttosozialprodukt lag bei 2,5–3,5,



erreichte jedoch in einem Einzelfall sogar den Wert von 8. Wie sich daraus erkennen läßt, fanden sich die verantwortlichen Stellen in den einzelnen Staaten immer weiter von den gewohnten Normen monetären Wachstums weggedrängt.

Es lassen sich mehrere Hauptursachen dafür anführen, warum das Wachstum des Bankkreditvolumens und der liquiden Bestände so stark war. Zunächst ist festzuhalten, daß der einer Kreditbeschränkung üblicherweise folgende Liquiditätsbedarf ziemlich rasch mit dem Wunsch nach Aufbau von Liquiditätspolstern für den Fall einer bevorstehenden neuen Kreditrestriktion koinzidierte. Eine damit zusammenhängende weitere Ursache war der Umstand, daß die realen Zinssätze fast überall auf sehr niedrigem Niveau verharrten, ja sogar ins Negative umschlugen, und daß ein Anstieg der langfristigen Renditen erwartet werden konnte. Schließlich hatten sich die Möglichkeiten zur monetären Expansion in vielen Ländern durch die riesigen internationalen Geldströme, die als Folge der Währungsunruhe auftraten, beträchtlich vergrößert.

In den Vereinigten Staaten, Japan und einer Reihe westeuropäischer Länder trug man dieser allgemeinen Entwicklung Rechnung und zog seit Herbst letzten Jahres die Schraube der restriktiven Konjunkturpolitik immer fester an, um das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung zu mäßigen.

Osteuropa wies 1972 wieder ein globales Wachstum von etwa 7 Prozent auf, doch verursachten die Auswirkungen der ungünstigen Wetterverhältnisse auf die Landwirtschaft in der Sowjetunion einen Wachstumsrückgang gegenüber 1971 von 6 auf etwa 4 Prozent. Die Zunahme des produzierten Nationaleinkommens bewegte sich in den anderen osteuropäischen Ländern zwischen 5–6 Prozent im Falle der höher industrialisierten Länder und bis zu nicht weniger als 10 Prozent in jenen Staaten, die sich in einem raschen Industrialisierungsprozeß befinden. In einer Reihe von Ländern nahm jedoch die Industrieproduktion im letzten Jahr infolge mangelnder Arbeitskräfte oder geringerer Produktivitätsfortschritte etwas langsamer zu.

In den folgenden Abschnitten wird dieser Wandel in der Problematik und der Politik der einzelnen Länder ausführlicher dargestellt.

\* \* \*

*Vereinigte Staaten.* Der kräftige Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten hatte bis zum Frühjahr 1973 bereits mehr als achtzehn Monate ungebrochen angehalten, wobei die Industrieproduktion um rund 10 Prozent pro Jahr und das reale Bruttosozialprodukt um annähernd 8 Prozent wuchs. Die Nachfrageentwicklung wurde vor allem durch private Konsumausgaben, insbesondere für Personenkraftwagen und Haushaltsgeräte, durch die industriellen Anlageinvestitionen und in steigendem Ausmaß durch den Export getragen. Der Wohnungsbau wies einen neuerlichen, wenn auch verringerten Zuwachs auf; 1972 wurde der Bau von 2,4 Mio. Wohneinheiten, gegenüber jährlich 1,3–1,6 Mio. in den sechziger Jahren, in Angriff genommen. Der Lageraufbau beschleunigte sich zwar ab Jahresmitte 1972 sehr beträchtlich, doch sank das Verhältnis von Lagerhaltung zu Umsatz weiter und erreichte in den ersten Monaten des Jahres 1973 ein vergleichsweise niedriges Niveau.

Die Budgetpolitik der Bundesregierung trug zur Belebung der Wirtschaft bei. Das Haushaltsdefizit nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sank nur geringfügig von 21,7 Mrd. Dollar 1971 auf 18,1 Mrd. Dollar 1972. Die Ausgaben für Güter und Dienstleistungen stiegen mäßig an, nachdem der mit dem Abzug aus Vietnam verbundene Rückgang der Militärausgaben sein Ende fand, und bei den Transferzahlungen an Private und bei den Zuweisungen an nichtzentrale öffentliche Haushalte war eine starke Ausweitung zu verzeichnen. Hinzu kamen noch eine Reihe neuer steuerlicher Anreize, darunter eine Senkung der Einkommenssteuer ab 1972, die Abschaffung der Autokaufsteuer, eine 7prozentige rückwirkende Steuergutschrift für Investitionen und freizügigere Steuerabsetzbeträge bei Abschreibungen.

Im gesamten öffentlichen Sektor ging das Defizit nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung jedoch von 16,9 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf 5,9 Mrd. Dollar zurück. Deutlich ist hier die sprunghafte Verbesserung der Lage der nichtzentralen Haushalte zu erkennen: Zwar setzte sich der Anstieg ihrer Ausgaben fort, doch führten erhöhte Steuereinnahmen und Zuweisungen des Bundes zu einem Gesamtüberschuß von 12,6 Mrd. Dollar, gegenüber 4,8 Mrd. Dollar im Jahr 1971.

In Anbetracht der Kraft und der Breite des Aufschwungs darf die steile Importzunahme nicht wundernehmen. Das Volumen der importierten Güter und Dienstleistungen lag 1972 um nahezu 12 Prozent über dem Niveau des Vorjahres. Nachdem die Importzunahme gegen die Jahresmitte etwas nachgelassen hatte, beschleunigte sie sich wieder im Herbst, und diese Entwicklung hielt in den ersten Monaten des neuen Jahres an.

Auf dem Arbeitsmarkt verharrte die Arbeitslosenquote bis spät in das Frühjahr 1972 bei fast 6 Prozent. Dies war teilweise in den beträchtlichen Produktivitätsfortschritten begründet, wie sie für die Frühphase eines Konjunkturaufschwungs charakteristisch sind, zum Teil aber auch auf ein erhöhtes Arbeitskräfteangebot zurückzuführen. Ab Juni war die Arbeitslosigkeit jedoch rückläufig; im April 1973 erreichte sie einen Stand von 5 Prozent. Bei den männlichen Arbeitskräften von 20 Jahren und darüber belief sie sich sogar auf nur 3,4 Prozent. Der abnehmende Kapazitätsspielraum der Wirtschaft kam auch in anderen Indikatoren, so in den länger werdenden Lieferfristen, zum Ausdruck.

Die obligatorischen Lohn- und Preisbegrenzungen wurden von der Regierung im Rahmen der zweiten Phase ihrer Einkommenspolitik während des ganzen Jahres 1972 aufrechterhalten. Der Einfluß des Lohnausschusses, die entspannte Arbeitsmarktlage und die verhältnismäßig geringe Zahl ablaufender Lohnverträge trugen dazu bei, den Lohnauftrieb in Grenzen zu halten. Sobald nach Auslaufen des Preis- und Lohnstopps einige Anpassungen in den ersten Monaten von 1972 nachgeholt worden waren, wuchsen die Stundenverdienste trotz dem kräftigen Konjunkturaufschwung in einem Jahrestempo von weniger als 6 Prozent, während die Zuwachsrate in den 12 Monaten bis August 1971, der letzten Periode vor dem Stopp, 7 Prozent überschritten hatte. Sieht man von der Wirkung zunehmender Überstundenleistungen und der Abwanderung von Beschäftigten in besser bezahlte Wirtschaftszweige ab, kann die reine Zunahme der Tariflöhne als sehr mäßig bezeichnet werden. Ferner war eine bemerkenswerte Verlangsamung des Anstiegs der Erzeugerpreise in der Industrie und der Verbraucherpreise festzustellen.

Gegen Ende des Jahres 1972 begann sich die Inflation jedoch wieder zu beschleunigen, wobei die Ursachen diesmal von ungewohnter Seite kamen. Weitgehend infolge einer Preisexplosion bei Rohstoffen und vor allem bei landwirtschaftlichen Produkten stiegen die Großhandelspreise im Dezember auf ein um  $6\frac{1}{2}$  Prozent über dem vergleichbaren Vorjahresergebnis liegendes Niveau. In den ersten vier Monaten von 1973 schnellten dann die Großhandelspreise um 6,3 Prozent und die Verbraucherpreise um 2,7 Prozent in die Höhe. Dies war natürlich bis zu einem gewissen Ausmaß auf einen vorübergehenden, teilweise psychologisch bedingten Schub zurückzuführen, der im Zusammenhang mit dem im Januar vollzogenen Übergang von der obligatorischen zur freiwilligen Lohn- und Preisbegrenzung (dritte Phase) auftrat, wobei der Preisstopp nur in der Bauwirtschaft, dem Gesundheitswesen, der Nahrungsmittelindustrie und dem Lebensmittelhandel beibehalten wurde. Nach Abschaffung von Lohnausschuß und Preiskommission wurde die Überwachung der Einhaltung der Leitlinien und der verbleibenden Kontrollen über Löhne und Preise dem Lebenshaltungskostenrat übertragen. Diesem wurde ein neu geschaffenes, beratendes Arbeitnehmer-Unternehmer-Komitee für Lohnfragen zur Seite gestellt, und die 800 größten Unternehmen des Landes haben vierteljährliche Meldungen über die Preis- und Kostenentwicklung zu erstatten. In der Folge setzte der Rat die Leitlinie für Lohnsteigerungen auf dem schon bisher gültigen Niveau von  $5\frac{1}{2}$  Prozent zuzüglich 1 Prozent Spielraum für Sozialleistungen fest. Die Regierung bekräftigte ihre Absicht, die Teuerungsrate bis Ende 1973 auf  $2\frac{1}{2}$  Prozent oder noch weniger herabzudrücken. Der Ausschuß für Zinsen und Dividenden hatte die für Dividendenerhöhungen gültige Grenze von 4 Prozent bereits zu einem früheren Zeitpunkt für das Jahr 1973 verlängert. Die Geltungsdauer des Gesetzes zur Stabilisierung der Wirtschaft wurde bis April 1974 ausgedehnt, wodurch der Präsident die Ermächtigung erhielt, gegebenenfalls wieder obligatorische Begrenzungen der Lohn- und Preisentwicklung einzuführen.

Der sprunghafte Anstieg der Lebensmittelpreise zog im ersten Quartal 1973 eine Reihe von Maßnahmen zu seiner Beschränkung nach sich. Die bereits im Juni 1972 verfügte Aufhebung der Einfuhrkontingente bei Fleisch wurde bis Ende 1973 verlängert. Die landwirtschaftlichen Subventionen wurden zur Förderung der Getreide- und Fleischproduktion modifiziert, während die bestehenden Ausfuhrvergütungen und Erleichterungen zur Finanzierung von Getreidevorräten aufgehoben wurden. Ende März wurde für Rind-, Schweine- und Lammfleisch eine Höchstpreisverordnung erlassen.

Das Kreditvolumen zeigte während der gesamten Aufschwungsphase ein rasches, zu einer Beschleunigung tendierendes Wachstum. Auf den Kreditmärkten belief sich die Mittelaufbringung durch die nichtfinanziellen Sektoren einschließlich der Emission von Dividendenwerten 1972 auf 171 Mrd. Dollar, wodurch das schon hohe, im Zusammenhang mit der Flucht aus dem Dollar aufgeblähte Ergebnis von 1971 um 14 Mrd. Dollar übertroffen wurde. Im zweiten Halbjahr 1972 erreichte das Kreditaufkommen, auf Jahresbasis umgerechnet, 190 Mrd. Dollar, wobei im letzten Quartal ein rapider Anstieg auf 215 Mrd. Dollar registriert wurde. Wie die nachstehende Tabelle zeigt, war dies auf erhöhte Unternehmenskredite, Konsumkredite und Hypothekendarlehen der Geschäftsbanken und der sonstigen Finanzinstitute, hier vor allem der Savings and Loan Associations, zurückzuführen. Die Begebung von Wertpapieren blieb dagegen unter dem Ausmaß des Vorjahres,

worin ein nachlassender langfristiger Mittelbedarf seitens der Wirtschaftsunternehmen und ein geringerer Kassenbedarf der öffentlichen Hand erblickt werden kann. Die Ausgabe von Dividendenwerten sank geringfügig von 13,5 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf 12,4 Mrd. Dollar 1972; die Emission von Unternehmens- und Auslandsanleihen verringerte sich jedoch von 20,3 Mrd. auf 13,6 Mrd. Dollar. Die nichtzentralen öffentlichen Haushalte, die über außergewöhnliche Budgetüberschüsse verfügten, nahmen nur 14,5 Mrd. Dollar gegen 20,2 Mrd. Dollar 1971 neu auf, wobei diese Gelder größtenteils zur Konsolidierung ihrer finanziellen Lage und zur Kassenstärkung dienten. Die Nettoemissionen der Bundesregierung (einschließlich der vom Bund geförderten Kreditstellen) sanken von 29,4 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf 23,6 Mrd. Dollar 1972. Während jedoch 1971 das Ausland (vornehmlich Währungsbehörden) Staatspapiere im Umfang von 90 Prozent der Nettoemissionen übernahm,

Vereinigte Staaten: Angebot und Nachfrage von Kreditmarktmitteln<sup>1</sup>

	1970	1971		1972		1973
		1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Quartal
Bereinigte Jahreswerte, in Milliarden Dollar						
<b>Mittelnachfrage</b>						
Wertpapiere des Bundes <sup>2</sup> . . . . .	12,8	22,3	28,7	11,5	23,2	21,9
Unternehmens- und Auslandsanleihen . . . . .	21,1	23,2	17,4	13,8	13,4	8,9
Wertpapiere der nichtzentralen öffentlichen Haushalte . . . . .	13,8	22,1	18,5	14,0	15,0	3,4
Hypothekarkredite . . . . .	25,8	39,3	54,6	59,4	71,4	64,8
Konsumkredite . . . . .	4,3	6,5	13,6	15,6	22,4	25,3
Bankkredite . . . . .	5,0	7,9	18,0	15,9	25,8	71,8
Sonstiges . . . . .	11,9	8,9	3,9	7,8	7,0	- 2,0
<b>Zusammen<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>94,7</b>	<b>130,2</b>	<b>154,7</b>	<b>138,0</b>	<b>178,2</b>	<b>194,1</b>
<b>Direkt bereitgestellt durch</b>						
Bund . . . . .	2,8	4,4	2,0	1,6	3,1	0,2
Zentralbanksystem . . . . .	5,0	8,4	9,3	4,8	- 3,9	22,2
Geschäftsbanken . . . . .	31,6	49,4	50,0	54,8	79,1	92,6
Sonstige Finanzinstitute . . . . .	38,7	56,5	55,3	70,7	78,2	77,6
Private Haushalte, Unternehmen, nichtzentrale öffentliche Haushalte	6,3	-15,2	11,9	0,7	10,2	-33,3
Ausland . . . . .	10,3	26,7	26,2	5,4	11,5	34,8
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>94,7</b>	<b>130,2</b>	<b>154,7</b>	<b>138,0</b>	<b>178,2</b>	<b>194,1</b>
<b>Entsprechende Veränderungen in Geldvermögen</b>						
Geldmenge (M.) . . . . .	7,7	17,9	10,7	13,2	18,4	12,7
Termin- und Spareinlagen . . . . .	56,2	92,4	70,2	92,3	84,9	120,8
Kreditmarktforderungen . . . . .	30,8	19,9	73,8	32,5	74,9	60,6
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>94,7</b>	<b>130,2</b>	<b>154,7</b>	<b>138,0</b>	<b>178,2</b>	<b>194,1</b>

<sup>1</sup> Ohne Emissionen von Dividendenwerten nichtfinanzieller Unternehmen, die folgenden Umfang erreichten: . . . . .	6,8	12,7	14,2	13,1	11,8	9,8
<b>Gesamtes Nettoaufkommen einschließlich der Dividendenwerte . . . . .</b>	<b>101,5</b>	<b>142,9</b>	<b>168,9</b>	<b>151,1</b>	<b>190,0</b>	<b>203,9</b>
<i>In Prozent des BSP . . . . .</i>	<i>10,</i>	<i>13,8</i>	<i>15,8</i>	<i>13,4</i>	<i>16,1</i>	<i>16,5</i>

<sup>2</sup> Ohne jene Beträge, die die vom Bund geförderten Kreditstellen zwecks Weiterverleihung aufgenommen haben.

ging dieser Prozentsatz 1972 auf rund 36 Prozent zurück; im ersten Vierteljahr 1973 schnellte er allerdings wieder auf 100 Prozent hinauf. Im Zeitraum Dezember 1969 bis Februar 1973 stieg der Auslandsbesitz an Staatspapieren von 11,4 Mrd. auf 61,1 Mrd. Dollar; die Bestände privater inländischer Investoren reduzierten sich hingegen von 210,6 Mrd. auf 204,0 Mrd. Dollar.

In den ersten Monaten des Jahres 1972, als die Stärke der Konjunkturerholung noch nicht sichtbar war, verfolgte die Offenmarktpolitik noch eine höchst expansive Linie. Später begann man Zurückhaltung zu üben, und die Inanspruchnahme des Notenbankkredits durch den Bankenapparat nahm allmählich zu. Obwohl der Diskontsatz nicht erhöht wurde, vollzogen die Behörden in der Geldpolitik im Schlußquartal des Jahres 1972 die endgültige Wendung zu einer restriktiven Linie. Das Geldvolumen im weiteren Sinne, welches die auf große Beträge lautenden Depositenzertifikate allerdings nicht einschließt, stieg mit 10,8 Prozent im Jahr 1972 kaum weniger als im Vorjahr; der Anstieg des Geldvolumens im engeren Sinne betrug 8,3 Prozent, gegenüber 6,6 Prozent 1971. Der Gesamtzuwachs der Kredite und Wertpapieranlagen der Geschäftsbanken belief sich auf 14,1 Prozent, gegen 11,4 Prozent 1971.

Die Entwicklung der Kreditnachfrage und der auf längerfristige Wertpapiere gesetzte Schwerpunkt der amtlichen Offenmarktkäufe spiegelten sich in den Zinssätzen wider. Der Marktzins für Obligationen blieb das Jahr über stabil, wobei die Rendite für mittelfristige „Government notes“ bei etwa 6 Prozent lag und erstklassige Industrieanleihen einen Ertrag von etwas über 7 Prozent abwarfen. Die kurzfristigen Sätze zogen jedoch nach dem ersten Vierteljahr an. Der Satz für Zentralbankguthaben sprang im März von einem Tiefpunkt von anfänglich knapp über 3 auf schließlich 4 Prozent und erreichte dann bis Jahresende in einem allmählicheren Anstieg fast  $5\frac{1}{2}$  Prozent. Die Prime rates der Banken wurden etappenweise von  $4\frac{1}{2}$  auf 6 Prozent im Herbst angehoben. Darauf kam es jedoch zu Vorstellungen seitens des Ausschusses für Zinsen und Dividenden, der einige bedeutende Banken auch veranlassen konnte, die Anwendung flexibler Prime rates, die an bestimmte andere Marktsätze gekoppelt waren, zu modifizieren und schließlich gänzlich einzustellen. Anzeichen dafür, daß die Kreditströme neue Wege unter Umgehung der Finanzinstitute einschlagen würden, waren bisher nicht feststellbar; der große Zufluß zu den Sparinstituten dauerte während des ganzen Jahres an und trug dazu bei, die kräftige Nachfrage nach Hypothekarkrediten zu befriedigen.

Bei der Bankkreditgewährung an Handel und Industrie ergab sich in den Wintermonaten eine stark beschleunigte Expansion, die im ersten Quartal von 1973 einen bereinigten Jahreswert von rund 30 Prozent erreichte. Da die Zinssätze auf den Kreditmärkten weiter im Steigen begriffen waren, wurde in der Zeit von Januar bis Mitte Mai der Diskontsatz des Notenbanksystems in vier Etappen von  $4\frac{1}{2}$  auf 6 Prozent hinaufgesetzt. Die Liquiditätslage der Banken versteifte sich, und die Inanspruchnahme des Notenbankkredits erreichte Ende Mai 2,4 Mrd. Dollar. Die für Zentralbankguthaben gezahlten Zinsen betrugen im Mai durchschnittlich rund  $7\frac{3}{4}$  Prozent. Die Prime rates wurden für Großkunden Anfang Juni auf  $7\frac{1}{2}$  Prozent angehoben, während für kleine Unternehmen, für Personalkredite und für Hypothekendarlehen geringere Sätze berechnet wurden. Die Spaltung der Sätze ist auf den anhaltenden Druck seitens des Ausschusses für Zinsen und Dividenden, den Anstieg der Kreditkosten zu

bremsten, zurückzuführen. Erstmals seit Beginn des Aufschwungs gerieten auch die längerfristigen Zinssätze in Bewegung, doch verflachte die Aufwärtsentwicklung im Frühjahr wieder.

Die Haushaltspolitik begann gleichfalls einen restriktiveren Kurs einzuschlagen. Nach revidierten Budgetschätzungen für 1972/73 wurden die Ausgaben mit 249,8 Mrd. Dollar angesetzt, was nur um 3,5 Mrd. Dollar über den ursprünglichen Prognosen lag, obwohl der Kongreß das Ansuchen der Regierung um gesetzliche Begrenzung der Ausgaben auf 250 Mrd. Dollar abgelehnt hatte. Da jedoch die konjunkturelle Entwicklung zu rasch steigenden Steuereinnahmen beigetragen hatte, wurde nunmehr für das Kalenderjahr 1973 ein Rückgang des Budgetdefizits des Bundes nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung auf etwa 12 Mrd. Dollar prognostiziert. Nach den Budgetschätzungen für 1973/74, die auf einem für 1973 angenommenen Zuwachs des nominellen Bruttosozialprodukts von nahezu 10 Prozent und des realen Bruttosozialprodukts von  $6\frac{3}{4}$  Prozent beruhen, wäre der Staatshaushalt bei Vollbeschäftigung mehr oder weniger im Gleichgewicht. Das geringe Ausmaß des angenommenen Wachstums der Staatsausgaben beruhte auf Kürzungen bei einer Reihe von sozialen Vorhaben und bei den Agrarsubventionen.

Trotz der Bedeutung, die die Regierung den Maßnahmen zur Eindämmung des Wachstums der öffentlichen Ausgaben als Alternative zu einer Steuererhöhung beimaß, war diese Politik insgesamt nur mäßig restriktiv. Die Zielsetzungen waren nicht auf eine scharfe Drosselung des Aufschwungs gerichtet, sondern auf die Heranführung der Wirtschaft an die langfristig mögliche Wachstumsrate. Die Kraft der Nachfrageentwicklung könnte jedoch sehr rasch die vorhandenen Ressourcen einem übermäßigen Druck aussetzen. Die Wachstumsrate der Anlageinvestitionen der Unternehmen dürfte 1973 bei 15 Prozent und darüber liegen, und der private Konsum hat sich bis jetzt aufgrund steigender Einkommen der privaten Haushalte und großer Steuerrückvergütungen zu Beginn des Frühjahrs sehr kräftig entwickelt. Angesichts dieser Konstellation wird in der Öffentlichkeit immer häufiger die Möglichkeit einer strafferen Lohn- und Preispolitik sowie neuer steuerlicher Maßnahmen erörtert.

In den letzten Wochen haben sich einige bedeutsame neue Entwicklungen auf dem Gebiete der Preis- und Geldpolitik ergeben. In einer Verschärfung von Vorschriften der dritten Phase anfangs Mai wurde festgelegt, daß Großfirmen beabsichtigte Anhebungen der durchschnittlichen Preise um mehr als  $1\frac{1}{2}$  Prozent gegenüber dem Stand von Anfang Januar im voraus zu melden haben. Auf dem Gebiet des Geldwesens ist die Zwölfmonats-Zuwachsrate des Geldvolumens im engeren und weiteren Sinne bis April auf 6,3 bzw. 9,0 Prozent zurückgegangen. Andererseits war die bereinigte „bank credit proxy“ — eine umfassendere Meßzahl für das Kreditpotential der Banken, die auf bestimmten Passivpositionen der Bankbilanzen beruht — um 12,8 Prozent gestiegen. Mitte Mai hob der Federal Reserve Board die Zinsbeschränkung gemäß Regulation Q für große Depositenzertifikate gänzlich auf und erhöhte die Mindestreserveverpflichtungen für den Zuwachs an Mitteln, die sich die Banken durch Ausgabe von solchen Zertifikaten sowie von Refinanzierungspapieren (Commercial paper) beschaffen, von 5 auf 8 Prozent. Gleichzeitig wurde das Reserveverfordernis für Geldaufnahmen der Banken im Ausland von 20 auf 8 Prozent reduziert. Abgesehen von dem damit unmittelbar gegebenen Druck auf die kurzfristigen

inländischen Zinssätze nach oben und der Beseitigung einer möglichen Beschränkung für deren weiteren Anstieg tragen diese Maßnahmen dazu bei, die Bedingungen für die Mittelaufnahme im Inland und im Ausland einander stärker anzugleichen.

*Kanada.* Obwohl in der Geld- und Fiskalpolitik weiterhin konjunkturfördernde Akzente gesetzt wurden, ließ im vergangenen Jahr der Schwung der Nachfrageexpansion vorübergehend etwas nach. Der Export tendierte bis in den Herbst rückläufig, und die Erholung der Unternehmensinvestitionen ging nur langsam voran. Hingegen stiegen der private Konsum und die öffentlichen Ausgaben weiter, und auch der Wohnungsbau lieferte vorerst starke Impulse, die sich allerdings gegen Ende des Jahres abschwächten. Der Zuwachs der Gesamtnachfrage wurde jedoch in einem ungewöhnlich großen Ausmaß aus dem Import befriedigt. In der Landwirtschaft gab es hauptsächlich als Folge ungünstiger Wetterverhältnisse einen Rückschlag, während in der Industrie und der Bauwirtschaft größere Streikbewegungen vor allem im dritten Quartal die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigten. Im Gegensatz zur Entwicklung in anderen Staaten erreichte der Zuwachs der Arbeitsproduktivität in Kanada im vergangenen Jahr nur etwa seinen langjährigen Durchschnitt. Das Tempo der Produktionsausweitung genügte jedoch nicht zur Unterbringung der rasch wachsenden Erwerbsbevölkerung, so daß die bereinigte Arbeitslosenquote in Kanada bis zum September auf 6,9 Prozent stieg. Gegen diesen Hintergrund mußte natürlich der beschleunigte Anstieg der Verbraucherpreise enttäuschen. In erster Linie ist hier die neu auftretende Verteuerung der Nahrungsmittel zu nennen. Doch auch die Arbeitsverdienste in der Industrie erhöhten sich weiter in einem Jahrestempo von nahezu 9 Prozent.

Der gegenüber dem Vorjahr etwas weniger expansiv orientierte Haushaltsplan der Regierung für 1972/73 beinhaltet Maßnahmen zur Wiederbelebung der Investitionstätigkeit, unter anderem vorzeitige Abschreibungsmöglichkeiten für industrielle Investitionen und eine Ermäßigung der Körperschaftssteuer. Die parlamentarische Zustimmung hierzu konnte jedoch nicht erlangt werden.

Die Geldpolitik war ihrerseits auf die Erzielung einer hohen Zuwachsrates bei der Kreditausweitung ausgerichtet, um der Wirtschaft zu einer größeren Kapazitätsauslastung zu verhelfen. Gleichzeitig wurden dadurch die durch Geldzuflüsse besonders im Frühjahr entstandenen Auftriebstendenzen des Wechselkurses gemildert, die vornehmlich durch den Verkauf neuemittierter Anleihen an Ausländer entstanden waren. Im Hinblick auf die erst nach einiger Zeit spürbaren Auswirkungen einer Liquiditätsausweitung war man andererseits bemüht, das Wachstum der Bankenliquidität in Grenzen zu halten. Als Folge des im Frühjahr entstandenen aktiven Wettbewerbs der Banken im Einlagengeschäft ergab sich eine deutliche Beschleunigung des Wachstums des Quasigeldvolumens und eine verstärkte Aufwärtsbewegung der kurzfristigen Zinssätze. In dieser Situation förderten die Behörden den Abschluß einer Höchstzinsvereinbarung der Banken für Festgelder über hohe Beträge mit Laufzeiten bis zu einem Jahr, während sie gleichzeitig vorübergehend der Entwicklung der Bankenliquidität etwas mehr Spielraum ließen.

Im Endergebnis zeigte sich im letzten Jahr ein Anstieg der Einlagen bei den zugelassenen Kreditbanken um 15 Prozent, gegen 18 Prozent im Jahr 1971. Da die

Banken im abgelaufenen Jahr per Saldo ihre liquiden Anlagen und ihr Staatspapierportefeuille praktisch nicht erhöhten, stiegen ihre Ausleihungen samt den übrigen Wertpapieranlagen um 23 Prozent, wobei die der Wirtschaft gewährten Kredite mit festen Laufzeiten und Hypothekendarlehen am raschesten zunahmen.

Kanada: Gesamtes Mittelaufkommen an den Finanzmärkten

	1969	1970	1971	1972
Milliarden kanadische Dollar				
Unternehmen außerhalb des Finanzsektors . . .	4,2	3,2	5,3	4,5
Verbraucher . . . . .	1,3	0,7	1,4	2,1
Hypothekarschuldner . . . . .	1,7	1,5	2,5	3,8
Nichtzentrale öffentliche Haushalte . . . . .	2,2	2,3	2,9	3,3
Zusammen . . . . .	9,4	7,7	12,1	13,7
Bund . . . . .	0,3	2,0	3,0	1,6
Insgesamt . . . . .	9,7	9,7	15,1	15,3

Das Volumen der neu vergebenen Kredite an Inländer übertraf geringfügig den schon 1971 erreichten hohen Stand; weitere große Zuwächse bei den Konsumentenkrediten und im Hypothekengeschäft glichen einen leichten Rückgang in der Kreditaufnahme der nichtfinanziellen Unternehmen mehr als aus. Der Kreditbedarf der Regierung lag mit 1,6 Mrd. kanadischen Dollar ungefähr auf dem Vorjahresniveau, wenn man von der 1971 bedeutenden, 1972 jedoch unwesentlichen Finanzierung des Zuwachses der Devisenreserven absieht. Auf dem Kapitalmarkt lagen die Wertpapierumsätze etwas unter ihrem Vorjahresergebnis, was teilweise auf einen Rückgang der Staatspapieremissionen zurückzuführen ist.

Diese beträchtliche Kreditnachfrage konnte ohne anhaltende Aufwärtsbewegung der Zinssätze bewältigt werden. Sowohl die langfristigen als auch die kurzfristigen Zinssätze stiegen zu Anfang des Jahres und verharrten während des Sommers über den vergleichbaren Sätzen in den Vereinigten Staaten. Dann war jedoch wieder ein Rückgang zu verzeichnen. Bis zum Jahresende hatte sich der Abstand der kanadischen Anleiherenditen von den entsprechenden Sätzen in den Vereinigten Staaten bedeutend vermindert, und die kurzfristigen Zinssätze lagen in Kanada beträchtlich unter den mittlerweile auf ein höheres Niveau gestiegenen Geldmarktsätzen in den Vereinigten Staaten.

Anfang 1973 schien die Wirtschaftsbelebung auf breiterer Front einzusetzen, wobei die seit dem letzten Quartal 1972 steigenden Exporte an der Spitze standen. Im ersten Vierteljahr, als die Geldmarktsätze in den Vereinigten Staaten weiter über die vergleichbaren kanadischen Zinssätze angestiegen waren, kam es in Kanada zu einer Ausweitung des Bankkredits von über 25 Prozent auf bereinigter Jahresbasis. Die Bankrate, welche seit Oktober 1971 bei  $4\frac{3}{4}$  Prozent gestanden hatte, wurde unter diesen Umständen im April und Mai in zwei Etappen auf  $5\frac{3}{4}$  Prozent erhöht. Die zugelassenen Kreditbanken setzten ihrerseits die Prime rates von 6 auf 7 Prozent hinauf. Darüber hinaus wurden sie angewiesen, ungewöhnliche Kreditwünsche ausländischer oder in ausländischem Besitz stehender Unternehmen nicht zu erfüllen, dagegen aber den Kreditbedarf der kleinen heimischen Unternehmen und aus

Entwicklungsgebieten bevorzugt zu behandeln. Das Hauptaugenmerk der Wirtschaftspolitik blieb jedoch auf die bessere Auslastung der Produktionskapazitäten gerichtet. Die Regierung hat dem Parlament erneut ihre Vorschläge zur Ermäßigung der Körperschaftssteuer und zur Hinaufsetzung der Abschreibungsfreibeträge unterbreitet. Der Haushaltsplan für das im März 1974 endende Fiskaljahr sieht Ermäßigungen der privaten Einkommenssteuer, erhöhte Pensionen und eine selektive Senkung von Umsatzsteuer und Zöllen vor. Als Folge dürfte das Budget statt eines bisher für 1972/73 geschätzten ungefähren Gleichgewichts ein Defizit von fast 1 Mrd. kanadischen Dollar bringen.

*Japan.* Zu Beginn des Jahres 1972 dauerte die wirtschaftliche Abflachung in Japan bereits fast eininhalb Jahre; sie stellt damit die längste Flaute seit Kriegsende dar. Die expansive Wirtschaftspolitik war während des ganzen Jahres 1971 beibehalten worden, aber die wirtschaftliche Erholung verzögerte sich durch Ungewissheiten über den künftigen Wechselkurs des Yen. Eine echte Aufwärtsentwicklung begann erst um die Jahreswende 1971/1972 Platz zu greifen. Nachdem sie schrittweise stärker geworden war, führte sie schließlich zu einem Jahreswachstum des realen Brutto-sozialprodukts von 9,2 Prozent, womit das Ergebnis von 1971 um etwa 3 Prozentpunkte übertroffen wurde.

Die Konjunktur wurde nicht wie in den vorangegangenen Aufschwungsphasen vom Export und von den industriellen Anlageinvestitionen, sondern von den Staatsausgaben, dem Wohnungsbau und dem privaten Verbrauch getragen. Natürlich hatte auch das 7½prozentige Wachstum des Exports von Gütern und Dienstleistungen sein gerütteltes Maß zur konjunkturellen Erholung beigesteuert. Gemessen an früheren Ergebnissen war dieser Anteil jedoch recht bescheiden, während die Investitionen der Verarbeitungsindustrie sogar einen Rückgang aufzuweisen hatten. Die Regierung erhöhte dagegen ihre realen Ausgaben um rund 17 Prozent, mit besonderem Schwergewicht auf öffentlichen Aufträgen: nicht nur war der Haushaltsplan für 1972/73 von Anfang an sehr expansiv orientiert, sondern es wurden auch Schritte zur Voziehung bestimmter Ausgaben auf den frühestmöglichen Zeitpunkt unternommen. Das Kredit- und Investitionsprogramm des Staates erfuhr eine dreimalige Revision nach oben, und ein Nachtragsbudget zum ordentlichen Staatshaushalt wurde im November beschlossen.

Unter den anderen Nachfragekomponenten entwickelte sich der private Wohnungsbau ebenfalls sehr lebhaft, dem die reichliche Kreditversorgung zugute kam, und die Anlageinvestitionstätigkeit in den nicht der Fertigung zurechenbaren Industriezweigen machte starke Fortschritte. Die Lagerbildung war gegenüber 1971 schwächer, beschleunigte sich jedoch bedeutend im Verlaufe des Jahres. Der private Verbrauch profitierte von den steigenden Einkommen und erhöhten Transferzahlungen und stieg um 9,3 Prozent, gegenüber 7,1 Prozent im Vorjahr.

Der wirtschaftliche Aufschwung kam im Laufe des Jahres auch in einem Rückgang der Arbeitslosigkeit von einem Höchststand von 1,8 Prozent der Erwerbsbevölkerung im März auf 1,2 Prozent im Dezember zum Ausdruck. Der Lohnanstieg beschleunigte sich geringfügig, aber der Zuwachs von 15,6 Prozent bei den Monatsverdiensten hielt sich ungefähr im Rahmen früherer Erfahrungswerte. Da auch die

Produktivität konjunkturell bedingt wuchs, entsprach die durchschnittliche Teuerungsrate etwa dem Vorjahresergebnis: der Preisindex des Bruttosozialprodukts wies einen Anstieg um 5 Prozent auf. Was den Import betrifft, hat die Yen-Aufwertung vom Jahr 1971 den Abwärtsdruck auf die Preise nicht im erwarteten Ausmaß gebracht, was zum Teil seinen Grund in der rapiden Teuerung in anderen Ländern hat, teilweise aber auch darauf zurückzuführen ist, daß ausländische Lieferanten und japanische Importeure den durch die Yen-Aufwertung entstandenen Preisvorteil größtenteils nicht weitergaben.

Die Geldpolitik wurde während des ganzen Jahres 1972 locker gehandhabt. Die Bankrate wurde im Juni um ½ Prozentpunkt auf 4¼ Prozent — das niedrigste Niveau seit vielen Jahren — reduziert, und von Juni bis August übernahm die Bank von Japan ein beachtliches Volumen an Staatspapieren von den Banken sowie

Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung

	Jahr	Unternehmen	Private Haushalte	Staat	Staatsunternehmen, nicht-zentrale öffentliche Stellen	Bankensystem	Andere Finanzinstitute	Ausland <sup>1</sup>
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (—) . . . . .	1970	— 4 510	5 750	1 050	— 1 580			— 710
	1971	— 4 130	7 530	830	— 2 230			— 2 000
	1972	— 6 170	10 580	720	— 3 080			— 2 050
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten<sup>2</sup></i>								
Geld und Termineinlagen . . . . .	1970	3 670	6 715	— 1 400	210	— 5 685	— 3 510	
	1971	9 220	8 185	— 1 920	255	— 10 755	— 4 085	
	1972	7 440	13 905	— 2 630	275	— 12 830	— 6 160	
Versicherungs- und Trustforderungen . . . . .	1970	185	2 175	— 360	10	25	— 2 035	
	1971	375	2 590	— 475	10	5	— 2 505	
	1972	665	3 160	— 610	5	10	— 3 230	
Wertpapiere (netto) . . . . .	1970	— 855	1 405	175	— 810	110	— 65	275
	1971	— 635	1 705	385	— 1 370	840	815	380
	1972	— 625	1 240	— 1 040	— 1 525	330	2 210	210
Kredite . . . . .	1970	— 9 420	— 3 240	2 115	— 965	5 700	5 810	
	1971	— 13 620	— 3 825	2 490	— 1 130	9 530	6 555	
	1972	— 16 180	— 5 375	3 010	— 1 745	11 035	9 255	
Zentrale Währungsreserven . . . . .	1970							— 280
	1971							— 3 775
	1972							— 915
Sonstige Auslandsforderungen (netto) . . . . .	1970	15	—	165	5	235	10	— 705
	1971	— 740	20	175	5	— 760	25	1 395
	1972	20	50	190	5	800	85	— 1 345
Verschiedene Transaktionen <sup>3</sup> . . . . .	1970	1 895	— 1 305	355	— 30	— 395	— 210	
	1971	2 270	— 1 145	75	—	2 820	— 805	
	1972	2 510	— 2 400	1 800	— 95	655	— 2 180	

<sup>1</sup> Negatives Vorzeichen: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Japans gegenüber dem Ausland. <sup>2</sup> Einschließlich Handelskrediten und statistischen Differenzen.

Quelle: Bank von Japan.

kommerzielle Wechsel am Markt. Außerdem stellte sie für die Banken zusätzliche Refinanzierungsfazilitäten bereit. Sowohl das Geld- als auch das Quasigeldvolumen stiegen um fast 25 Prozent. Das bedeutet zwar ungefähr die gleiche Größenordnung wie in den vorangegangenen zwölf Monaten, doch im Gegensatz zu 1971 kann der Anstieg nur zu einem viel geringeren Teil auf den Geldzufluß aus dem Ausland zurückgeführt werden; zu 90 Prozent ist er durch inländische Kreditgewährung an den privaten Bereich erzeugt worden.

Der Zuwachs beim gesamten Kreditaufkommen betrug nach der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung 1972 fast 30 000 Mrd. Yen. Dies entspricht 33,1 Prozent des nominellen Bruttosozialprodukts, gegenüber 29,7 bzw. 23,8 Prozent in den Jahren 1971 und 1970. Der Finanzierungsüberschuß der privaten Haushalte stieg erneut wesentlich an. Während die Kreditbeanspruchung zur Wohnbaufinanzierung und zum Erwerb dauerhafter Konsumgüter kräftig wuchs, war auch eine wesentlich erhöhte Liquiditätsneigung der privaten Haushalte erkennbar, die ihre Bestände an liquiden Anlagewerten stark aufbauten, jedoch insgesamt weniger Wertpapiere als 1971 übernahmen. Das größere Defizit im öffentlichen Bereich im Jahr 1972 erforderte jedoch zusätzliche Anleiheemissionen, die durch eine neuerlich bedeutend ausgeweitete finanzielle Transformationsleistung ermöglicht wurden, wobei der Bankenapparat und die anderen Finanzinstitute die staatlichen Emissionen übernahmen bzw. für die Kreditgewährung an die Unternehmen aufkamen. Der Unternehmenssektor hatte, obwohl seine Ersparnis über das Ausmaß seiner Anlageinvestitionen hinausging, dennoch ein beträchtlich größeres Finanzierungsdefizit als im vorangegangenen Jahr, da er von den privaten Haushalten in erheblichem Umfang Grundbesitz erwarb.

Gegen Ende 1972 wurde der Beginn einer Überhitzung bemerkbar. Die Fiskalpolitik war jedoch auf die Förderung von Strukturverbesserungen festgelegt. Da eine größere Beanspruchung der heimischen Ressourcen durch die inländische Nachfrage noch immer eine wesentliche Zielsetzung der Wirtschaftspolitik darstellt, behielt der Haushaltsplan für 1973/74 seine expansive Note. Im Vergleich zu dem Voranschlag für 1972/73 waren die ordentlichen Ausgaben um 25 Prozent und die Anlagen und Kredite der Finanzverwaltung um 28 Prozent höher angesetzt. Zudem wurde auch die Geldpolitik durch den außenwirtschaftlichen Überschuß behindert. Zwar erhielten die Banken die Aufforderung, die Finanzierung zum Erwerb von Grundstücken und Anteilswerten zu beschränken, und die schon zwei Jahre dauernde Abwärtsbewegung der Zinssätze wurde gestoppt, doch bestand der Eindruck, daß ein deutlicheres Anziehen der geldpolitischen Zügel einen Anreiz für den Zustrom zusätzlicher, unerwünschter Gelder aus dem Ausland schaffen würde.

Frühere Versuche, den Zahlungsbilanzüberschuß zu verringern — insbesondere jene vom Juni 1971 und Mai 1972 —, waren nur von wenig Erfolg begleitet gewesen. Erneute Hoffnungen waren zwar in ein drittes, im Oktober angekündigtes Maßnahmenpaket gesetzt worden, doch dauerten die Zuflüsse aus dem Ausland hartnäckig an und nahmen sogar noch zu. Im Januar 1973 wurden zur Bindung überschüssiger Liquidität die Mindestreserveverpflichtungen der Banken erhöht und neue Pflichtreserven für die Begebung von Schuldverschreibungen und für Treuhandgelder eingeführt. Im Februar erging an die Banken die Anweisung, im ersten Vierteljahr 1973 die Ausweitung der Kredite an die großen japanischen Konzerne auf die Hälfte des

Zuwachses des Vorquartals zu beschränken. Die Freigabe des Yen-Kurses im Februar erleichterte die Aufgabe, die Liquiditätsausweitung besser unter Kontrolle zu bringen. Die Mindestreserven wurden weiter erhöht, und Anfang April wurde der Diskontsatz auf 5 Prozent angehoben. Ergänzende Maßnahmen zu einer allgemeineren Anhebung des Zinsniveaus und die Vorschreibung eines Kreditplafonds für neue Ausleihungen der Banken folgten im zweiten Quartal.

Der Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik hinderte die Inflation allerdings nicht, in den ersten Monaten des Jahres 1973 noch an Schwung zu gewinnen. In steigendem Maße machte sich neben dem bestehenden Kostendruck ein Nachfrage-sog bemerkbar. Zu Anfang des Frühjahrs belief sich die jährliche Teuerungsrate sowohl beim Großhandelspreisindex als auch beim Verbraucherpreisindex auf ungefähr 10 Prozent. Im April folgte ein sieben Punkte umfassendes Stabilitätsprogramm, welches unter anderem eine elastischere Handhabung der Geld- und Fiskalpolitik, aber auch eine Liberalisierung der Einfuhr sowie Maßnahmen zur Herabsetzung oder mindestens Beibehaltung der Importpreise brachte. Gegen Ende Mai setzte die Bank von Japan im Rahmen einer weiteren Verschärfung der Geldpolitik den Diskontsatz auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent hinauf und verfügte eine zusätzliche Erhöhung der den Banken vorgeschriebenen Mindestreserven.

*Großbritannien.* Bis zu den Anfangsmonaten von 1972 war es der Reflationspolitik nur in geringem Maße gelungen, die Wirtschaft aus der Talsohle herauszuführen. Die Produktion war in den vorangegangenen drei Jahren durchschnittlich nur um weniger als 2 Prozent gestiegen, was beträchtliche ungenutzte Kapazitäten sowie eine auf fast 4 Prozent zunehmende Arbeitslosenquote zur Folge hatte. Dessenungeachtet und trotz einer Zusage von 200 Großunternehmen, den Anstieg ihrer Preise auf eine Jahresrate von 5 Prozent zu begrenzen, führten die Lohnvereinbarungen in der privaten Wirtschaft weiterhin zu zweistelligen Erhöhungssätzen. Die Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor konnten generell auf einem niedrigeren Niveau von 7–8 Prozent gehalten werden, bis dann der ausgedehnte Streik im verstaatlichten Kohlebergbau im Januar-Februar mit Lohnanhebungen auf Jahresbasis von 16 Prozent endete. Abermals unterminierte die Lohnspirale die internationale Wettbewerbsfähigkeit Großbritanniens. Im ersten Quartal 1972 wies die Handelsbilanz eine abrupte Verschlechterung auf, die nur teilweise auf Verzerrungen durch den Streik zurückging.

In dieser Situation gab die Regierung in ihrem im März vorgelegten Budget der inländischen Nachfrage- und Beschäftigungsbelebung trotz den inflatorischen und außenwirtschaftlichen Risiken den Vorrang. Von umfassenden Senkungen direkter und indirekter Steuern zusammen mit höheren öffentlichen Ausgaben wurde eine Erhöhung des Kreditbedarfs im öffentlichen Sektor 1972/73 auf 3 358 Mio. Pfund erwartet; das war ein Zuwachs von 2 000 Mio. Pfund gegenüber dem Ergebnis des vorhergehenden Jahres. Die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts von der zweiten Jahreshälfte 1971 bis zur ersten Hälfte 1973 wurde mit einer Jahresrate von 5 Prozent veranschlagt.

Während der Frühjahrsmonate, als die Wirtschaft wieder frei von Arbeitsauseinandersetzungen war, erwies sich die grundlegende Verschlechterung der Zahlungsbilanz insofern, als der Überschuß in der laufenden Rechnung nur mäßig anstieg. Bis

Mitte Juni kam zur wachsenden Sorge über die Zahlungsbilanzaussichten noch diejenige über den Trend der Kosten und Preise hinzu; desgleichen hat die Möglichkeit eines allgemeinen Hafentarbeiterstreiks das Vertrauen beeinträchtigt. Kurz darauf geriet das Pfund am Devisenmarkt unter starken Druck. Wengleich die Plötzlichkeit dieser Entwicklung unverkennbar Befürchtungen hinsichtlich des Wechselkurses widerspiegelte, so sollte doch auch berücksichtigt werden, daß die monetären Bedingungen in Großbritannien in den vorhergegangenen sechs Monaten verhältnismäßig locker gewesen waren. Angesichts der starken Reservenabflüsse beschlossen die Behörden, den Wechselkurs des Pfundes freizugeben.

Inzwischen hatten sich die Verbrauchsausgaben stark auszuweiten begonnen, was den kräftigen Anstieg der verfügbaren Einkommen widerspiegelte, der durch die Steuersenkungen und durch das zeitliche Zurückbleiben der Preissteigerungen hinter den Lohnsteigerungen hervorgerufen worden war. Der private Verbrauch war in der zweiten Hälfte von 1972 um 7,0 Prozent (real) höher als in der Vergleichsperiode 1971, wobei ein Großteil der Nachfragesteigerung auf Automobile und Haushaltsgeräte entfiel. Der private Wohnungsbau setzte ebenfalls seinen zuvor begonnenen Aufschwung fort, der auf die reichliche Versorgung mit Hypothekarkrediten zurückzuführen war. Die laufenden Ausgaben der öffentlichen Hand stiegen fast genau um jene 4 Prozent, die im Haushalt 1972 veranschlagt worden waren. Auf der anderen Seite waren die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) schwach: die verarbeitende Industrie verringerte die Anlageinvestitionen sowie die Lagerbestände bereits das zweite Jahr hintereinander beträchtlich. Insgesamt ging die gesamte Nachfrage (ohne Privatverbrauch und Ausfuhren) von der zweiten Hälfte 1971 zur zweiten Hälfte 1972 um 0,6 Prozent zurück.

Zur gleichen Zeit wirkte sich die De-facto-Abwertung des Pfundes zunächst nur wenig auf das Volumen des Außenhandels aus. Die Exporte von Gütern und Dienstleistungen wiesen volumenmäßig kaum eine Zunahme auf — teilweise wegen des geringen Wachstums der Welteinfuhren während des Jahres (insbesondere der Importe einiger wichtiger Länder des überseeischen Sterlingraums), aber auch wegen der ungenügenden Wettbewerbsfähigkeit (zumindest bis zur Abwertung im Juni), der wiederkehrenden Arbeitsauseinandersetzungen in der Industrie und der rapiden Ausdehnung der Verbrauchsnachfrage, die das Produktionsergebnis vermehrt auf den Inlandsmarkt zog. Die zuletzt genannten drei Faktoren trieben auch die Importe in die Höhe, deren Volumen mehr als dreimal so schnell stieg wie die gesamte effektive Nachfrage.

Auf den Kreditmärkten stiegen die Zinssätze an, und zwar die langfristigen Sätze fast kontinuierlich das ganze Jahr 1972 hindurch und die kurzfristigen Sätze ab Juni, als sie im Zusammenhang mit der Flucht aus dem Pfund einen kräftigen Sprung nach oben machten und die Bankrate von 5 auf 6 Prozent heraufgesetzt wurde. Der Devisenabfluß verursachte am Geldmarkt eine außerordentliche Verknappung, und die Bank von England gab den Banken besondere Liquiditätshilfen in Form von Kauf- und Rückkauffazilitäten für kurzlaufende Staatspapiere zu einem Zinssatz von 6½ Prozent. Das Kreditvolumen, das seit September 1971 keinen quantitativen Kontrollen mehr unterlag, setzte sein rasches Wachstum fort. Die Geldmenge im weiteren Sinne stieg 1972 um 25 Prozent und diejenige im engeren Sinne um 14 Prozent,

Großbritannien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Öffentliche Haushalte	Ausland <sup>1</sup>	Private Haushalte	Unternehmen	Banken	Andere Finanzinstitute
		Millionen Pfund Sterling					
Ersparnis und Nettovermögensübertragungen . .	1970	4 967		2 506	3 306		360
	1971	4 171		3 063	3 962		393
	1972	3 134		3 602	4 449		718
Bruttoinlandsinvestitionen (—)	1970	—4 173		—1 445	—4 436		—564
	1971	—4 661		—1 903	—3 930		—533
	1972	—4 802		—2 403	—3 931		—564
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (—) . . . . .	1970	794	— 688 <sup>2</sup>	1 061	—1 130		—204
	1971	— 490	—1 051 <sup>2</sup>	1 160	32		—140
	1972	—1 668	— 18 <sup>3</sup>	1 199	518		154
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten<sup>3</sup></i>							
Bankkredite . . . . .	1970	— 402	—2 595	— 59	—1 125	4 262	— 81
	1971	442	—2 228	— 576	— 730	3 511	— 419
	1972	— 589	—7 489	—1 927	—2 988	14 025	—1 032
Bargeld und Bankguthaben . .	1970	— 187	3 384	942	322	— 4 739	278
	1971	— 204	3 359	1 118	1 028	— 5 482	181
	1972	— 498	7 501	2 013	2 273	—12 222	933
Zentrale Finanzierungs-transaktionen mit dem Ausland . . . . .	1970	1 287	—1 287				
	1971	3 228	—3 228				
	1972	—1 265	1 265				
Auslandskredite und -anlagen .	1970	266	— 191		— 35		— 40
	1971	303	19		— 290		— 32
	1972	473	— 565		101		— 9
Staatsanleihen und Schatzwechsel . . . . .	1970	— 280	44	— 227	9	140	314
	1971	—3 700	473	466	— 1	1 383	1 379
	1972	982	353	— 23	— 21	— 1 713	422
Sonstige Staatsschuld . . . . .	1970	326	— 32	— 50	— 231	— 21	8
	1971	— 171	— 28	395	— 184	— 16	4
	1972	— 359	—	464	— 76	— 21	— 8
Verschuldung der nichtzentralen öffentlichen Haushalte . .	1970	— 538	— 38	— 75	— 119	483	287
	1971	— 654	83	— 235	25	772	9
	1972	— 423	149	— 82	126	31	199
Forderungen an andere Finanzinstitute <sup>4</sup> . . . . .	1970		51	3 417	— 10		—3 458
	1971		54	4 174	47		—4 275
	1972		— 112	4 726	68		—4 682
Wertpapiere <sup>5</sup> . . . . .	1970	6	— 76	— 780	116	67	667
	1971	79	97	—1 239	— 45	184	924
	1972	35	— 550	— 771	— 138	115	1 309
Sonstige Inlandskredite <sup>6</sup> . . . . .	1970	201		—1 351	— 316	39	1 427
	1971	98		—2 007	— 53	89	1 873
	1972	124		—2 937	— 29	350	2 492
Nichtaufklärbarer Rest . . . . .	1970	115	52	— 756	259		163
	1971	89	348	— 936	235		—225
	1972	— 148	— 570	— 264	1 202		— 35

<sup>1</sup> Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Großbritanniens gegenüber dem Ausland. <sup>2</sup> Saldo der Leistungsbilanz. <sup>3</sup> Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten. <sup>4</sup> Nettoerwerb von Forderungen gegen Lebensversicherungen und Pensionskassen und Einlagen bei anderen Finanzinstituten. <sup>5</sup> Einschließlich Käufen und Verkäufen von Investmentanteilen. <sup>6</sup> Hauptsächlich Kredite für den Häuserwerb.

Quelle: Bank von England.

während das Bruttoinlandsprodukt zu laufenden Preisen um annähernd 10 Prozent zunahm. Der Anstieg der Bankausleihungen hing nur lose mit der Expansion der realen Wirtschaftstätigkeit zusammen. Die meisten Kredite flossen in den Verbrauchssektor und zu Finanzierungs- und Immobiliengesellschaften, die auch die größten privaten Kreditnehmer auf dem Kapitalmarkt waren. Da die Banken per Saldo Staatspapiere abgaben, wurde der Kreditbedarf der öffentlichen Hand — er war bisher geringer als vorausgesehen — bis zum Jahresende durch Pfundbeträge, die aus dem Zahlungsbilanzdefizit herrührten, und durch Verkäufe von Schuldtiteln an Nichtbanken befriedigt.

Großbritannien: Inländische Kreditexpansion

	1968	1969	1970	1971	1972
	Millionen Pfund Sterling				
Kreditbedarf des öffentlichen Sektors <sup>1</sup> . . . . .	1 315	— 475	—	1 375	2 065
Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors bei Nichtbanken des privaten Sektors (—) . . . . .	— 25	— 345	— 115	— 2 100	— 995
Bankkredite an den privaten Sektor <sup>2</sup> . . . . .	575	510	1 125	1 580	5 720
Bankkredite in Landeswährung an das Ausland . . . . .	140	150	25	295	135
Inländische Kreditexpansion . . . . .	2 005	— 160	1 035	1 150	6 925

<sup>1</sup> Die Differenz zwischen dem Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors (s. vorherige Tabelle) und seinem Nettokreditbedarf erklärt sich durch Darlehen verschiedener Art, durch die Refinanzierung von Exportkrediten und bis 1971 durch Importdepot-Transaktionen. <sup>2</sup> Ohne Fremdwährungskreditgewährung für Investitionen im Ausland.

Es wurde jedoch erwartet, daß die inländische Kreditnachfrage des öffentlichen Sektors und der verarbeitenden Industrie sich verstärken würde, und die Behörden waren bestrebt, dem zu entsprechen, ohne daß dabei das gesamte Kreditvolumen übermäßig wuchs. Im August wurden die Banken ersucht, mit der Bereitstellung von Mitteln für Grundstücks- und andere Transaktionen, die nichts mit der industriellen Expansion zu tun haben, zurückhaltender zu sein. Im Oktober sind — bei ständig ansteigenden kurzfristigen Zinssätzen — neue Regelungen für die Festsetzung des Mindestzinssatzes der Bank von England für Kredite an den Geldmarkt eingeführt worden. Danach ist der Zinssatz jeden Freitag  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt oberhalb des in der Schatzwechselversteigerung an diesem Tag durchschnittlich erzielten Diskontsatzes, auf  $\frac{1}{4}$  Prozent aufgerundet, festzusetzen. Nach dieser Formel wurde die vorhergehende Bankrate von 6 Prozent durch einen Mindestzinssatz von  $7\frac{1}{4}$  Prozent ersetzt. Eine eindeutigere Verschärfung der Geldpolitik folgte im November und Dezember, als die Bank von England von den Geschäftsbanken zweimal Sonderdepositen einforderte, die insgesamt 3 Prozent betragen und etwa 700 Mio. Pfund Liquidität abschöpften. Der Schatzwechselsatz stieg gegen Ende Dezember auf fast  $8\frac{1}{2}$  Prozent — womit er praktisch doppelt so hoch wie im April war —, und andere Marktsätze bewegten sich ähnlich. In den ersten Monaten von 1973 geriet die Bankenliquidität erneut unter Druck, und im Februar hoben die Banken ihren Basiszinssatz für Kredite auf  $9\frac{1}{2}$  Prozent an. Die Rendite für einige langfristige Staatspapiere erhöhte sich im März bis dicht an 10 Prozent. Danach stabilisierte sich die Entwicklung. Im Mai waren die Banken in der Lage, ihren Basiszinssatz auf  $8\frac{1}{2}$  Prozent zu reduzieren, und der Schatzwechselsatz sank auf unter  $7\frac{1}{2}$  Prozent. In den ersten vier Monaten von 1973 verlangsamte sich das Wachstum der Geldmenge im engeren Sinne auf eine bereinigte Jahresrate von rund  $11\frac{1}{2}$  Prozent. Die vergleichbare Zuwachsrate der Geldmenge im weiteren

Sinne war 24 Prozent. Darin kam jedoch die besonders starke Expansion am Anfang des Jahres zum Ausdruck, größtenteils wegen der attraktiven Renditen für auf Pfund Sterling lautende Depositenzertifikate und andere Termineinlagen. Später fanden jedoch, die Schließung einer Steuerlücke bei der Budgetvorlage antizipierend, starke Verkäufe von Depositenzertifikaten statt, und ein Rückgang der kurzfristigen Zinssätze machte andere Einlagearten weniger attraktiv.

Das zweite wirtschaftspolitische Ereignis war die Einführung einer gesetzlichen Preis- und Einkommenspolitik vom November an, die einer weiteren Beschleunigung der Lohnsteigerung und dem Abbruch der Dreiergespräche über ein freiwilliges Beschränkungsprogramm folgte. Die Löhne wurden bis zum 1. April und die Preise (außer denen für Nahrungsmittel und Importwaren) noch etwa einen Monat länger eingefroren, also auch noch während der Einführung der Mehrwertsteuer. Dann trat die zweite Phase dieser Politik in Kraft. Sie umfaßt eine Begrenzung der Lohnsteigerungen auf rund 8 Prozent einschließlich der Sozialleistungen, aber ohne die Anhebungen, die aus Beförderungen, Lohnangleichungen und Fortschritten in Richtung auf eine Vierzigstundenwoche und einen dreiwöchigen Jahresurlaub resultieren. Die Dividenden dürfen um nicht mehr als 5 Prozent steigen. Zudem wurde ein Preisstopp verfügt, außer für Preissteigerungen aufgrund der Erhöhung anerkannter Kosten. Diese schließen ein: die Importpreise, die indirekten Steuern, in die Produktion eingehende Dienstleistungen sowie einen Teil der Zunahme der Lohnkosten — im allgemeinen 50 Prozent, bei arbeitsintensiven Industrien aber mehr. Die Gewinne (als Prozentsatz vom Umsatz) dürfen nicht den Durchschnitt der beiden besten Ergebnisse der letzten fünf Jahre übersteigen; andernfalls können Preisenkungen angeordnet werden. Ausnahmen sind zulässig, wenn weitere Preisanhebungen als unbedingt erforderlich zur Erzielung einer Gewinnrate angesehen werden, die ausreicht, um die Aufnahme von Mitteln für Neuinvestitionen zu ermöglichen, und wenn Kostenerhöhungen bereits in hohem Maße vor Beginn des Preisstopps aufgefangen worden waren. Zur Durchführung der zweiten Phase wurden eine Lohn- und eine Preiskommission eingesetzt.

Die Begrenzung der Lohnanhebungen führte sogleich zu Arbeitsauseinandersetzungen, vor allem im öffentlichen Sektor; aber die meisten von ihnen konnten bis Mitte April ohne Überschreitung der Begrenzung beigelegt werden, so daß sich die Aussichten auf eine Verringerung der Inflationsrate Großbritanniens im Verhältnis zu derjenigen anderer Industrieländer verbessert haben. Das Problem wird sein, eine erneute Beschleunigung des Lohnanstiegs zu verhindern, wenn später in diesem Jahr auf die zweite die dritte Phase folgt.

Was die Nachfrageentwicklung anbelangt, so blieben die Verbrauchsausgaben im ersten Quartal 1973 lebhaft; sie lagen um 2,3 Prozent höher als im Vorquartal und um 8,5 Prozent über denen des entsprechenden Vorjahresquartals. Das Volumen der Einzelhandelsumsätze überstieg im März 1973 das Ergebnis des gleichen Vorjahresmonats um etwa 12 Prozent. Das Volumen der Warenausfuhr war im Jahresvergleich um 15 Prozent größer als im Januar-März 1972. Dennoch verschlechterte sich die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz weiter, teilweise wegen ungünstiger Veränderungen der Terms of trade, die durch die in die Höhe schnellenden Weltmarktpreise und die Abwertung des Pfundes verursacht wurden. Im ersten Quartal wurden die künftigen Ausfuhren durch die Wechselkursänderungen, die für das Pfund

eine kleine zusätzliche gewogene Abwertung gegenüber den anderen wichtigen Währungen brachten, und durch die Herausnahme der Exportgewinne aus der Gewinnbegrenzung der zweiten Phase noch mehr begünstigt. Die Produktionstätigkeit beschleunigte sich: die Industrielerzeugung stieg während der Wintermonate mit einer Jahresrate von 6 Prozent. Die Arbeitslosigkeit wies einen viel prompteren Rückgang als bei früheren Aufschwüngen auf. Von ihrem Höhepunkt im März 1972 (910 000 Arbeitslose oder rund 3,9 Prozent der Beschäftigtenzahl) ist sie bis Mai 1973 auf weniger als 625 000 oder 2,7 Prozent zurückgegangen.

Der Haushaltsvoranschlag 1973, der schon Anfang März vorgelegt wurde, um den Satz der Mehrwertsteuer (10 Prozent) rechtzeitig anzukündigen, die die Kaufsteuer sowie die selektive Beschäftigungssteuer am 1. April ablösen sollte, war darauf abgestellt, die Wirtschaft auf dem damals als erreicht vermuteten Wachstumspfad von jährlich 5 Prozent zu halten. Der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors wurde für 1973/74 auf 4 423 Mio. Pfund geschätzt, verglichen mit 2 855 Mio. Pfund für 1972/73; von dem Zuwachs stellen 800 Mio. Pfund den Ausfall an Steuereinnahmen für ein Jahr während des Übergangs zur Mehrwertsteuer dar. Es wurden Maßnahmen angekündigt, um die Finanzierung des Defizits durch den Nichtbankensektor zu fördern. Sie schließen ein: bessere Konditionen für die dem Staat zur Verfügung gestellten Spargelder, Anreize für Steuervorauszahlungen durch Unternehmen, die Emission von zwei neuen Staatsanleihen, die in einem Fall auf institutionelle Anleger und im anderen Fall auf Privatpersonen mit hohen Steuersätzen zugeschnitten sind, sowie die Wiedereinführung von im März 1972 abgeschafften Kurssicherungsfazilitäten für die Kreditaufnahme im Ausland durch öffentliche Körperschaften. Im April gab der British Electricity Council Pläne bekannt, am internationalen Kapitalmarkt Mittel in Höhe von 1 000 Mio. US-Dollar in mehreren Tranchen aufzunehmen. Die Anleihe soll mit einem beweglichen Zinssatz ausgestattet sein und eine durchschnittliche Laufzeit von etwas unter acht Jahren haben.

Das Haushaltsdefizit und die steigenden Zinssätze haben zu dem eher ungleichmäßigen Charakter des Aufschwungs beigetragen, aber es machten sich einige Anzeichen einer ausgeglicheneren Entwicklung bemerkbar. So hat der private Verbrauch, obgleich er immer noch die am meisten dynamische Nachfragekomponente ist, nach der Einführung der Mehrwertsteuer sein Wachstum etwas abgeschwächt. Eine Wiederbelebung der Investitionen der Industrie einschließlich der Lageraufstockung scheint sich anzubahnen, obwohl dies kurzfristig zu außenwirtschaftlichen Belastungen führen könnte. Die Exporte und die Auftragseingänge aus dem Ausland haben infolge der weit verbreiteten kräftigen Beschleunigung des Konjunkturtempo im Ausland in letzter Zeit eine erfreuliche Stärke aufgewiesen, aber in der nächsten Zeit wird eine sorgfältige Zahlungsbilanzpolitik notwendig sein, insbesondere, weil ein Absinken des Wechselkurses zu einer Verschärfung der Lohn-Preis-Spirale tendieren würde. Darüber hinaus bleibt angesichts des kräftigen Anstiegs der Industrieproduktion im ersten Quartal 1973 abzuwarten, wie lange die 5prozentige Wachstumsrate der Gesamtproduktion ohne merkliche Verknappung am Arbeitsmarkt durchgehalten werden kann. Als Beitrag zur Einhaltung dieses Wachstumszieles gab die Regierung gegen Ende Mai eine Kürzung der öffentlichen Ausgaben um schätzungsweise 100 Mio. Pfund im laufenden und um 500 Mio. Pfund im Fiskaljahr 1974/75 bekannt.

*Bundesrepublik Deutschland.* Nach einer anfänglichen Erholung in den ersten Monaten von 1972 wies die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der Bundesrepublik Deutschland bis ins späte Jahr hinein wenig Anzeichen einer raschen Expansion auf. Während der Auftragseingang in der Exportwirtschaft und bei den Investitionsgüterindustrien sich wieder zu beleben begonnen hatte, nahmen der private Verbrauch und die Bautätigkeit weniger stark zu als zuvor. Die Industrieproduktion wies, in etwa der unregelmäßigen Entwicklung des Exports und der inländischen Nachfrage folgend, im ersten Quartal eine kräftige Ausweitung auf, schwächte sich dann aber etwas ab. Bis zum Herbst lag sie im Durchschnitt nur 2 Prozent oberhalb des Niveaus des vergangenen Jahres. Die Lage am Arbeitsmarkt entspannte sich weiterhin etwas, und die Arbeitslosenquote nahm von 1,0 Prozent zu Beginn des Jahres (verglichen mit 0,7 Prozent im Frühjahr 1971) auf 1,3 Prozent im dritten Quartal zu. Die Löhne und Gehälter lagen rund 9 Prozent höher als im Vorjahr — eine merkliche Mäßigung gegenüber der Zunahme von 13–14 Prozent, wie sie in der Hochkonjunktur 1970–1971 verzeichnet wurde —, und der Anstieg der Großhandelspreise war mit einer Jahresrate von 2,8 Prozent bis zum Herbst 1972 etwa nur halb so stark wie während des Booms. Der Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich jedoch schrittweise bis zu einer Jahresrate von über 6 Prozent.

Schon zu Beginn des Frühjahrs 1972, als sich die Konjunkturaussichten verbesserten und die pessimistische Stimmung der Unternehmen wich, waren die Behörden darüber beunruhigt, daß die Wiederbelebung einen übermäßigen Schwung annehmen könnte. Ein erschwerender Faktor war die Verstärkung der monetären Expansion durch den Zufluß von Auslandsgeld, der hauptsächlich durch die Zweifel an der auf der Washingtoner Währungskonferenz von 1971 vereinbarten Wechselkursstruktur hervorgerufen wurde. Gegen Ende Februar unternahm die Bundesbank Schritte zur Einschränkung dieser Zuflüsse und zur Abschöpfung der aus dieser Quelle stammenden Bankenliquidität. Zur gleichen Zeit, als der Diskontsatz von 4 auf 3 Prozent gesenkt wurde, wurden die Rediskontkontingente der Banken um 10 Prozent gekürzt und die Mindestreservesätze auf den Zuwachs ihrer Auslandsverbindlichkeiten von 30 auf 40 Prozent erhöht. Außerdem wurde vom 1. März an die Bardepotregelung für Auslandskreditaufnahmen deutscher Unternehmen in Kraft gesetzt, wonach bei solchen Kreditaufnahmen, die 2 Mio. DM überstiegen, 40 Prozent als zinslose Guthaben bei der Bundesbank zu halten waren. Ende Mai wurde mit Wirkung ab 1. Juli eine weitere Kürzung der Rediskontkontingente um 10 Prozent und eine Erhöhung der Mindestreserven auf Inlandsverbindlichkeiten um 8 Prozent eingeführt. Damit sollte derjenige Anstieg der Bankenliquidität ausgeglichen werden, der aus einer anderen Quelle herrührte, nämlich von der ab Juni durch die Bundesregierung vorgesehenen Rückzahlung des Konjunkturzuschlags zur Einkommenssteuer, der sich auf 5,9 Mrd. DM belief. Als Ergebnis dieser Rückzahlung war das Kassendefizit des Bundes und der Länder 1972 mit 17 Mrd. DM erheblich größer als im Vorjahr (11,8 Mrd. DM). Zusätzliche fiskalische Anregungen in Form einer Aktivierung der Eventualhaushalte der öffentlichen Hand, die zu Beginn des Jahres 1972 erörtert worden waren, wurden Anfang März von der Tagesordnung abgesetzt, als sich erwies, daß die Wirtschaftstätigkeit auf dem Wege der Besserung war.

Bevor die liquiditätsabschöpfenden Maßnahmen in Kraft traten, wurden die Währungsbehörden mit einer zweiten Welle von Kapitalzuflüssen konfrontiert, die

mit der Flucht aus dem Pfund Sterling und ihren Nachwirkungen zusammenhängen. Ende Juni wurde deshalb die vorgesehene 8prozentige Erhöhung der Mindestreservesätze auf 20 Prozent angehoben, und im Juli kamen mit Wirkung vom 1. August weitere 10 Prozent hinzu; die Mindestreservesätze für Auslandsverbindlichkeiten wurden auf 40 Prozent bei Sichtverbindlichkeiten, auf 35 Prozent bei befristeten Verbindlichkeiten und auf 30 Prozent bei Spareinlagen festgesetzt; der zusätzliche Reservesatz auf den Zuwachs an Auslandsverbindlichkeiten wurde auf 60 Prozent erhöht, und die Rediskontkontingente wurden mit Wirkung vom 1. August um weitere 10 Prozent gekürzt. Desgleichen ist die Bardepotregelung verschärft worden, indem der Freibetrag von 2 Mio. auf 0,5 Mio. DM reduziert und der Depotsatz von 40 auf 50 Prozent erhöht wurde. Durch diese Maßnahmen konnten die Auswirkungen der Geldzuflüsse auf die Bankenliquidität ausgeglichen werden, doch wirkten sie nicht den Primäreffekten auf das Geldvolumen entgegen. Außerdem wurden neue Maßnahmen bezüglich der Abtretung von Inlandsforderungen an Ausländer und des Kaufs inländischer festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer ergriffen. Mit Hilfe aller dieser Maßnahmen und bei steigenden Zinssätzen in anderen Ländern wurden die Kapitalzuflüsse während des Herbstes durch Nettokapitalabflüsse abgelöst.

Dies war den Behörden wegen des sich gleichzeitig vollziehenden abrupten Wandels der Wirtschaftslage doppelt willkommen. Der Auftragseingang aus dem Ausland schnellte im Sommer und Herbst empor und war gegen Ende des Jahres 1972 fast 40 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Die Inlandsaufträge für Anlageinvestitionen folgten mit einem kurzen zeitlichen Abstand in der gleichen Richtung, obgleich weniger lebhaft, und da andere Nachfragekomponenten, namentlich der Wohnungsbau, sich ebenfalls kräftig ausweiteten, gewann die Wirtschaftstätigkeit an Tempo. Die Industrieproduktion nahm vom vierten Quartal 1972 bis zum ersten Quartal 1973 mit einer bereinigten Jahresrate von rund 16 Prozent zu. Der Anstieg der Löhne und Preise begann sich abermals zu beschleunigen. In den ersten Monaten von 1973 brachten die Tarifvereinbarungen durchschnittliche Lohnerhöhungen von 8½ Prozent, aber die Effektivlöhne wiesen einen Anstieg von mehr als 10 Prozent auf. Die industriellen Erzeugerpreise stiegen um 5½ Prozent und die Verbraucherpreise um 6,8 Prozent.

In dieser Situation gingen die Behörden angesichts des Spielraums, den sie durch die in Kraft befindlichen Abwehrmaßnahmen gegen Kapitalzuflüsse erhalten hatten, zu einer aktiven monetären Restriktion über. In den Monaten Oktober–Januar erhöhte die Bundesbank den Diskontsatz in vier Schritten auf 5 Prozent und den Lombardsatz auf 7 Prozent, während die Rediskontkontingente Anfang 1973 zweimal um je 10 Prozent gekürzt wurden. Außerdem wurden die Bardepotregelung sowie die Vorschriften über die Auslandskäufe deutscher Wertpapiere verschärft. Bei anhaltend kräftig steigender Bankkreditnachfrage des privaten Sektors ließen die Banken ihre Liquiditätsquote auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau absinken; Anfang 1973 lag sie bei 4½ Prozent. Geld- und Quasigeldvolumen waren über das Jahr insgesamt um fast 17 Prozent gewachsen, verglichen mit einer Zunahme von 14½ bzw. 10½ Prozent im Jahr 1971 bzw. 1970. Die kurzfristigen Zinssätze, die bis zum Spätsommer auf niedrigem Niveau verharren hatten, schossen im vierten Quartal plötzlich in die Höhe. Die Rendite öffentlicher Anleihen stieg in mäßigerem Tempo von 7¼ Prozent im Februar 1972 auf über 8½ Prozent zur Jahreswende.

Die gesamten von inländischen nichtfinanziellen Kreditnehmern aufgenommenen Mittel beliefen sich 1972 auf 126,7 Mrd. DM; das entsprach 15,3 Prozent des Bruttosozialprodukts, gegenüber 14,2 Prozent im Jahr 1971 und 13,1 Prozent 1970. Da die Nettoinvestitionen niedriger und die Gewinne höher waren als 1971,

**Bundesrepublik Deutschland: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung**

	Jahr	Private Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	Öffentliche Haushalte	Ausland <sup>1</sup>	Banken <sup>2</sup>	Andere Finanzinstitute <sup>3</sup>
		Milliarden DM						
Nettoersparnis und Vermögensübertragungen.	1970	50,85	6,40	30,60	29,45	.	5,15	0,40
	1971	56,35	8,40	21,65	28,25	.	6,30	0,65
	1972	65,70	5,30	25,50	22,65	.	6,70	0,65
Nettoinvestitionen (—) . . .	1970	.	-26,20	-67,30	-25,85	.	-1,55	-0,75
	1971	.	-32,10	-61,75	-27,00	.	-1,65	-0,90
	1972	.	-39,60	-58,35	-25,60	.	-1,75	-0,95
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit . . . . .	1970	50,85	-19,80	-36,70	3,60	-1,20 <sup>4</sup>	3,60	-0,35
	1971	56,35	-23,70	-40,10	1,25	1,75 <sup>4</sup>	4,65 <sup>5</sup>	-0,25
	1972	65,70	-34,50	-32,85	-2,95	-0,05 <sup>4</sup>	4,95	-0,30
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten<sup>6</sup></i>								
Bargeld, Sichteinlagen, Termingelder, Spareinlagen	1970	30,05	0,25	13,90	7,45	11,05	-64,55	1,85
	1971	38,25	0,25	18,65	8,95	3,55	-73,75	4,15
	1972	44,60	0,30	28,25	6,00	1,80	-84,75	3,80
Geldanlagen bei Nichtbanken-Finanzinstituten . . . . .	1970	12,85	—	1,15	0,15	0,05	0,15	-14,30
	1971	15,20	—	2,05	0,15	0,05	0,10	-17,60
	1972	18,40	—	2,70	0,20	0,10	0,10	-21,50
Geldmarktpapiere . . . . .	1970	—	—	0,30	1,85	1,40	3,50	—
	1971	—	—	0,55	0,55	0,50	0,50	—
	1972	—	—	0,55	0,20	0,15	0,60	—
Festverzinsliche Wertpapiere und Aktien: Erwerb . . . . .	1970	11,20	—	3,55	0,70	1,00	3,40	2,20
	1971	8,70	—	2,80	2,65	3,00	6,80	3,40
	1972	10,85	—	1,65	2,05	9,00	8,15	4,35
Absatz . . . . .	1970	—	0,05	4,70	0,75	3,55	12,80	0,20
	1971	—	0,05	8,45	1,95	0,60	16,15	0,10
	1972	—	0,05	6,30	4,60	2,80	27,65	0,20
Bankkredite . . . . .	1970	-3,00	-11,05	-30,85	-8,15	-4,10	57,60	-0,45
	1971	-5,25	-16,15	-38,60	-10,60	-0,30	71,30	-0,45
	1972	-7,40	-24,40	-48,80	-10,35	-1,10	92,60	-0,55
Andere Darlehen . . . . .	1970	-0,35	-8,15	-1,55	-0,55	—	—	10,60
	1971	-0,45	-6,75	-2,65	-0,55	—	—	10,35
	1972	-0,60	-9,05	-3,30	-0,80	—	—	13,75
Übrige Forderungen und Verbindlichkeiten . . . . .	1970	0,05	-0,75	-18,45	2,95	16,25	—	—
	1971	-0,10	-1,00	-14,50	3,20	12,40	—	—
	1972	-0,20	-1,25	-6,50	4,80	3,10	—	—
Gold- und Devisenbestand .	1970	—	—	—	—	-23,30	23,30	—
	1971	—	—	—	—	-15,80	15,80	—
	1972	—	—	—	—	-15,80	15,80	—

<sup>1</sup> Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Deutschlands gegenüber dem Ausland. <sup>2</sup> Einschließlich Bundesbank. <sup>3</sup> Bausparkassen, Versicherungen, Pensionskassen. <sup>4</sup> Nettoauslandsanlagen (= Saldo der Leistungsbilanz) ohne den Aufwertungsverlust von 1971. <sup>5</sup> Unter Berücksichtigung des Aufwertungsverlustes der Deutschen Bundesbank (der Gegenposten erscheint unter „Ausland“). <sup>6</sup> Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten.

hat sich im vergangenen Jahr das Finanzierungsdefizit des Unternehmenssektors ermäßigt. Jedoch haben die Unternehmen, da sie wegen der Bardepotregelung im Ausland aufgenommene kurzfristige Finanzkredite zurückzahlten, ihren Rückgriff auf inländische Bankkredite erhöht, während sie von den Leads and lags im Außenhandel weiter begünstigt wurden; gleichzeitig beschleunigten sie den Aufbau liquider Aktiva kräftig. Die hohe Rate der Einlagenbildung des privaten Sektors trug zur Aufrechterhaltung der Kreditausweitung der Banken bei und förderte den starken Zuwachs an Mitteln, die in den Wohnungsbau flossen. Auf der anderen Seite finanzierte der öffentliche Sektor als Ganzes, der allmählich ins Defizit geriet, seinen zusätzlichen Mittelbedarf hauptsächlich durch Rückgriff auf den Anleihemarkt.

Was die öffentlichen Finanzen anbelangt, so sieht der im Februar vorgelegte Bundeshaushaltsplan 1973 Ausgaben in Höhe von 120,4 Mrd. DM vor; das ist eine Zunahme von 9,7 Prozent gegenüber dem Ist von 1972. Steuererhöhungen wurden eingeführt, die Mitte des Jahres in Kraft treten sollen: ein auf ein Jahr befristeter 10prozentiger Zuschlag zur Körperschafts- und zur Einkommenssteuer für die Spitzen-einkommen sowie eine Erhöhung der Mineralölsteuer. Das System der degressiven Abschreibung für bestimmte Wohnbauten wurde aufgehoben, und die Investitionszulagen sind von 10 auf 7½ Prozent vermindert worden. Zudem beschloß die Bundesregierung, in mehreren Tranchen eine Stabilitätsanleihe bis zu 4 Mrd. DM zu emittieren, deren Gegenwert bei der Bundesbank stillgelegt werden soll; die erste Tranche in Höhe von 1,5 Mrd. DM ist im März aufgelegt worden. Ebenso werden von 1974 an Schuldzinsen nicht mehr bei der Berechnung der Einkommenssteuerschuld abzugsfähig sein.

Im Februar und Anfang März schwoll infolge der enormen Geldzuflüsse aus dem Ausland (insgesamt etwa 24 Mrd. DM) die Bankenliquidität erneut an, und eine weitere Reihe von Maßnahmen wurde ergriffen. Erstens wurden die Kontrollen hinsichtlich der ausländischen Direkt- und Portfolio-Investitionen in der Bundesrepublik sowie der Auslandskreditaufnahmen von Inländern verschärft. Zweitens gab die Bundesbank am 7. Februar bekannt, daß die Banken nicht mehr als 60 Prozent der bestehenden Rediskontkontingente ausnützen dürfen. Zur gleichen Zeit unternahmen die Banken Schritte zur Überwälzung der hohen Mindestreservekosten für Auslandseinlagen, indem praktisch ein Negativzins auf Auslandsguthaben eingeführt wurde. Drittens wurden am 1. März die Mindestreservesätze für Inlandsverbindlichkeiten erhöht, und zwar um 15 Prozent bei Sicht- und befristeten Einlagen und um 7,5 Prozent bei Spareinlagen. Diese Maßnahmen reichten zusammen mit den bis zu 100 Prozent betragenden Mindestreservesätzen auf neue Auslandsverbindlichkeiten aus, um die Wirkungen der Devisenankäufe der Bundesbank auf die Bankenliquidität auszugleichen, nicht jedoch die Primärwirkungen auf das Geldvolumen. Ende März war die Liquiditätsquote der Banken auf einen einmalig tiefen Punkt von 2,4 Prozent abgesunken.

Die Entscheidung, die Deutsche Mark um weitere 3 Prozent aufzuwerten und gemeinsam mit anderen europäischen Währungen zu floaten, erleichterte die Durchführung der restriktiven Geldpolitik. In der Tat kam es im April am Geldmarkt zu einer starken Verknappung, und die Bundesbank minderte für kurze Zeit die Anspannung durch den Ankauf von Wechseln für jeweils zehn Tage von den

Banken zu einem Jahreszins von 12 Prozent. Die Beanspruchung der Produktivkräfte durch die Nachfrageentwicklung war bei kräftig zunehmenden Ausfuhren und den Investitionen der sehr liquiden Industrie überaus stark, und die Verbraucherpreise erreichten ein um 7½ Prozent über dem entsprechenden Vorjahresstand liegendes Niveau. Die monetäre Politik wurde so restriktiv wie möglich gehalten, und Anfang Mai erhöhte die Bundesbank den Diskontsatz auf 6 Prozent. Kurz danach gab die Bundesregierung ein Antiinflationsprogramm bekannt, das die im Haushaltsplan vorgesehenen Maßnahmen merklich verschärfte. Kernpunkte waren die Ausdehnung der 10prozentigen Stabilitätsabgabe auf mittlere Einkommen, eine grundsätzlich 11prozentige Investitionssteuer, deren Aufkommen stillgelegt werden soll, sowie eine zeitweilige Aussetzung der degressiven Abschreibung auf Anlageinvestitionen und der Steuerbegünstigung für den Bau von Eigenheimen. Die Ausgaben der öffentlichen Hand für Gemeinschaftsaufgaben sollen in Höhe von 1 Mrd. DM bis 1974 verschoben und alle nicht rechtlich festgelegten Ausgaben um 5 Prozent gekürzt werden. Zusätzliche Steuereinnahmen, einschließlich unerwarteter Einnahmen, sollen bis zur Höhe von 5,5 Mrd. DM dazu benutzt werden, die geplante Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors zu reduzieren; darüber hinausgehende Steuermehreinnahmen sollen stillgelegt werden. Als geschätzter Gesamteffekt des Programms ist eine Reduzierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf direktem und indirektem Wege um nicht weniger als 15 Mrd. DM veranschlagt worden. Am 1. Juni setzte die Bundesbank den Diskontsatz auf 7 Prozent hinauf und stellte gleichzeitig fest, daß den Banken derzeit grundsätzlich keine neuen Lombardkredite eingeräumt werden würden. Die Rendite der Staatspapiere stieg auf 10 Prozent.

*Frankreich.* Nach einer kurzen Abschwächung der Wachstumsrate gewann der wirtschaftliche Aufschwung im Frühjahr 1972 im Zusammenhang mit der Erholung der heimischen und der ausländischen Nachfrage seine frühere Kraft zurück. Im Sommer verursachte allerdings der beschleunigte Preisauftrieb wachsende Besorgnis. Das Steuer der anfänglich recht expansiv gehaltenen Geldpolitik wurde ziemlich scharf herumgeworfen, und die Regierung beschränkte im Rahmen des Vorrangs der Inflationsbekämpfung die eigenen Ausgaben und nahm zusätzlich auf dem Preissektor direkte Eingriffe vor.

Zu Beginn des Jahres 1972 hatte der Staat das öffentliche Investitionsprogramm zu beschleunigen begonnen, obgleich für 1972 noch immer ein Haushaltsgleichgewicht angestrebt wurde. Eine Zeitlang schien die Beibehaltung der 1971 eingeleiteten flüssigeren Geldpolitik sowohl den binnenwirtschaftlichen wie den außenwirtschaftlichen Gegebenheiten zu entsprechen. Die von der Bank von Frankreich für die Kreditversorgung des Bankenapparats über den Geldmarkt berechneten Zinssätze wurden allmählich und in ungefährtem Einklang mit den Tendenzen am Eurodollarmarkt ermäßigt, und im März erfolgte eine Senkung der Pflichtreserven der Banken für Inlandsverbindlichkeiten. Nach der Pfundkrise im Juni wurden die Geldmarkt-Interventionssätze der Notenbank ziemlich kräftig weiter herabgesetzt und bis September im allgemeinen unter dem Niveau der Eurodollarsätze gehalten. Da sich jedoch die Ausweitung der Inlandskredite der Banken beschleunigt hatte, wurde die Pflichtreserve auf den Kreditzuwachs von 2 auf 4 Prozent im Juni erhöht. Darüber hinaus erfolgte im Juli eine Hinaufsetzung der Mindestreserveverpflichtungen für

Verbindlichkeiten der Banken gegen Inländer und Ausländer um einheitlich 2 Prozentpunkte, womit die Auswirkungen der kürzlichen Mittelzuflüsse auf die Liquidität des Kreditapparates kompensiert werden sollten.

Die privaten Produktivinvestitionen nahmen langsamer als im Durchschnitt der letzten Jahre zu; bei den Investitionen des öffentlichen Sektors und beim Wohnungsbau war jedoch ein steigendes Wachstum zu verzeichnen. Eine anhaltende Erhöhung der Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter, die durch den raschen Anstieg der Löhne gefördert wurde, trug zur Unterstützung des Wachstums bei. Außerdem wuchs der Export, dem der wirtschaftliche Aufschwung bei den Handelspartnern und die verbesserte preisliche Konkurrenzfähigkeit nach dem Realignment von 1971 zugute kamen, recht beträchtlich.

Die günstige Konjunkturlage war mit einem schnelleren Importwachstum und einem zunehmenden Facharbeitermangel verbunden, obwohl die globale Arbeitslosigkeit strukturbedingt verhältnismäßig hoch blieb. Preissteigerungen in der Industrie waren gemäß den Vereinbarungen zwischen dem Staat und den einzelnen Wirtschaftszweigen Beschränkungen unterworfen. Die Vereinbarungen wurden im April mit nur unbedeutenden Erleichterungen um ein weiteres Jahr verlängert. Im August erklärte die Regierung, daß auf die Einhaltung der Abmachungen strenger geachtet werden würde, und verfügte einen Preisstopp für öffentliche Tarife bis Ende März 1973. Steigende Lohn- und Rohstoffkosten beeinträchtigten allerdings diese Bemühungen. Die Steigerungsrate der Verbraucherpreise für industrielle Erzeugnisse entsprach in etwa dem Wert von 1971, während die Teuerung bei Nahrungsmitteln und Dienstleistungen in einem viel rascheren Tempo voranschritt.

Kreditpolitische Zurückhaltung war einer der Kernpunkte der ab Herbst geübten Stabilitätspolitik. Unter Ausnützung des höheren Zinsniveaus im Ausland und einer vorübergehenden Festigung des Dollarkurses begann die Bank von Frankreich ihre Geldmarktsätze anzuheben. Nach einem steilen Anstieg erreichte der durchschnittliche Tagesgeldsatz im Dezember 6,73 Prozent, gegenüber nur 3,52 Prozent im August und 5,17 Prozent im Januar. Die Bankrate wurde im April von 6 auf 5¾ Prozent gesenkt und auf diesem Niveau belassen, das im Sommer von den Geldmarkt-Interventionssätzen beträchtlich unterschritten wurde. Im November erfolgte eine Bankratenerhöhung in zwei Etappen auf 7½ Prozent. Ferner wurden die Mindestreserven auf den Kreditzuwachs durch Anhebung des Koeffizienten für den seit April 1972 eingetretenen Zuwachs auf 15 Prozent im September und auf 33 Prozent im November stark hinaufgesetzt. Dadurch konnte sichergestellt werden, daß selbst bei einem stärkeren Rückgang des gesamten Kreditwachstums — welches damals ein Jahrestempo von 23 Prozent aufwies — die stillgelegten Reserven der Banken und damit auch die Beanspruchung des Notenbankkredits rasch steigen würden. Darüber hinaus wurde den Banken Zurückhaltung bei der Vergabe von Personalkrediten und Hypothekendarlehen nahegelegt, da in diesen beiden Sparten eine überaus starke Ausweitung eingetreten war.

Die Geld- und Quasigeldmenge expandierte um 18,5 Prozent, gegen 17,7 Prozent im Jahr 1971. Das langsamere Wachstum der Quasigeldmenge kann zum Teil der am Anfang des Jahres parallel zur Entwicklung der Geldmarktsätze erfolgten Senkung der Zinssätze für bestimmte Spar- und Termineinlagen zugeschrieben werden.

Das Geldvolumen im engeren Sinne wuchs hingegen rascher als im Vorjahr. Fast der gesamte Liquiditätszuwachs läßt sich auf die Ausweitung des Volumens der Kredite an die Wirtschaft zurückführen. Der Nettozuwachs der Auslandsaktiva des gesamten Bankensystems lag beträchtlich unter den Werten für 1971, und die Operationen des Staates übten per Saldo einen kontrahierenden Einfluß aus. Da im Staatshaushalt der Anstieg der ordentlichen Ausgaben — nur etwa 8 Prozent — hinter dem Einnahmenezuwachs zurückblieb, konnte im Gesamthaushalt ein Überschuß von 4,4 Mrd. Franken gegenüber einem Defizit von 3,5 Mrd. Franken im Jahr 1971 erzielt werden. Die Staatskasse sah sich daher in der Lage, die Beanspruchung des Sparkassensektors geringer zu halten, kurzfristige Schulden bei den Geschäftsbanken zu liquidieren und die Barbestände bei der Bank von Frankreich zum Jahresende zu erhöhen.

Die Zinssätze der Banken für kurzfristige Ausleihungen folgten — wenn auch in viel geringerem Ausmaß — der Entwicklung der Geldmarktsätze. Nachdem sie im März um einen halben Prozentpunkt herabgesetzt worden waren, kam es in den Monaten September–April 1973 wieder zu einer Erhöhung in vier Etappen um insgesamt 1,3 Prozentpunkte. Die Zinssätze für mobilisierbare Hypothekendarlehen wurden im November freigegeben und stiegen danach kräftig. Auf dem Anleihemarkt bröckelten die Renditen zu Anfang des Jahres ab, blieben dann aber bis November verhältnismäßig stabil. Da der Kapitalmarkt sehr aufnahmefähig war, übertrafen im Jahr 1972 die Neuemissionen sogar das hohe Niveau des Vorjahres, wobei der größte Zuwachs bei Wertpapieremissionen der verstaatlichten Industrien verzeichnet wurde.

Im Dezember erließen die Behörden ein neues Paket antiinflationärer Maßnahmen. Eine hiervon sah vor, daß Kreditinstitute, die ihre Kreditgewährung über gewisse Grenzen — und zwar 19 Prozent für das im April 1973 endende Jahr und 17 Prozent für das im Juli 1973 endende Jahr — ausweiteten, zusätzlichen Mindestreserveverpflichtungen unterworfen werden würden. Die Behörden wollen das Wachstum des Geldvolumens im Jahr 1973 auf 15–16 Prozent beschränken.

Andere wichtige Maßnahmen bestanden in einer Ermäßigung des allgemeinen Mehrwertsteuersatzes von 23 auf 20 Prozent ab Januar 1973 und in der Aussetzung der Mehrwertsteuer auf Rindfleisch (bis dahin 7½ Prozent) in den ersten sechs Monaten von 1973. Die Wirtschaft wurde angewiesen, die Steuerermäßigungen an die Konsumenten weiterzugeben und Preiserhöhungen in den folgenden drei Monaten zu unterlassen. Die Regierung setzte auch Richtlinien für Lohnerhöhungen fest. Sollte die Preissteigerungsrate unter 4 Prozent zu liegen kommen, sind Nominalloohnerhöhungen (ausgenommen bei den untersten Kategorien) von mehr als 6 Prozent nicht gestattet. Dabei dürfte die Überlegung Pate gestanden haben, daß Lohnsteigerungen schwer gebremst werden können, wenn nicht zuerst dem Preisauftrieb Einhalt geboten wird. Außerdem erhöhten die Behörden den Spareinlagenzinsfuß und die Prämien für die Belassung von Sparguthaben auf Konto während des laufenden Jahres.

Der Haushaltsplan der Regierung für 1973 sieht ein Budgetgleichgewicht vor und hält das Ausgabenwachstum im Rahmen des geschätzten Zuwachses des nominalen Bruttosozialprodukts. Um den aufgrund der Ermäßigung der Mehrwertsteuer

erwarteten Steuerausfall zu kompensieren, begab die Regierung im Januar 1973 eine zu 7 Prozent verzinsliche langfristige Anleihe in Höhe von 6½ Mrd. Franken, die mit einer Wertsicherung für Kapital und Zinsen auf Basis der europäischen Rechnungseinheit ausgestattet ist. Da diese Emission teilweise auch zum Liquiditätsentzug bestimmt war, wurde der Anleiheerlös bis zum Eintreten des Mittelbedarfes stillgelegt.

Die Ermäßigung der Mehrwertsteuer hatte sofortige Auswirkungen auf die Verbraucherpreise, die in den ersten Monaten dieses Jahres fast stabil blieben. Hin-

Änderungen der offiziellen Diskontsätze seit 1971

Land und Zeitpunkt der Änderung	Offizieller Diskontsatz Prozent	Land und Zeitpunkt der Änderung	Offizieller Diskontsatz Prozent	Land und Zeitpunkt der Änderung	Offizieller Diskontsatz Prozent
<b>Belgien</b>		<b>Großbritannien*</b>		<b>Österreich</b>	
10. Dezember 1970 . . .	6½	15. April 1970 . . . . .	7	22. Januar 1970 . . . . .	5
25. März 1971 . . . . .	6	1. April 1971 . . . . .	6	28. November 1972 . . . . .	5½
23. September 1971 . . .	5½	2. September 1971 . . .	5		
6. Januar 1972 . . . . .	5	22. Juni 1972 . . . . .	6	<b>Portugal</b>	
3. Februar 1972 . . . . .	4½	16. Oktober 1972 . . . . .	7¼	25. April 1970 . . . . .	3¼
2. März 1972 . . . . .	4	30. Oktober 1972 . . . . .	7½	6. Februar 1971 . . . . .	3¾
23. November 1972 . . . .	4½	4. Dezember 1972 . . . .	7¼	18. Dezember 1972 . . . .	4
21. Dezember 1972 . . . .	5	11. Dezember 1972 . . . .	8		
10. Mai 1973 . . . . .	5½	27. Dezember 1972 . . . .	9	<b>Schweden</b>	
<b>Dänemark</b>		22. Januar 1973 . . . . .	8¾	11. Juli 1969 . . . . .	7
12. Mai 1969 . . . . .	9	26. März 1973 . . . . .	8½	19. März 1971 . . . . .	6½
20. Januar 1971 . . . . .	8	16. April 1973 . . . . .	8	23. April 1971 . . . . .	6
15. April 1971 . . . . .	7½	24. April 1973 . . . . .	8¼	10. September 1971 . . . .	5½
10. Januar 1972 . . . . .	7	14. Mai 1973 . . . . .	8	12. November 1971 . . . .	5
28. Juni 1972 . . . . .	8	21. Mai 1973 . . . . .	7¼		
3. Oktober 1972 . . . . .	7	<b>Italien</b>		<b>Schweiz</b>	
<b>Deutschland (BR)</b>		9. März 1970 . . . . .	5½	15. September 1969 . . . .	3¼
3. Dezember 1970 . . . .	6	5. April 1971 . . . . .	5	22. Januar 1973 . . . . .	4¼
1. April 1971 . . . . .	5	14. Oktober 1971 . . . . .	4½		
14. Oktober 1971 . . . . .	4½	7. April 1972 . . . . .	4	<b>Spanien</b>	
23. Dezember 1971 . . . .	4	<b>Japan</b>		23. März 1970 . . . . .	6¼
25. Februar 1972 . . . . .	3	28. Oktober 1970 . . . . .	6	22. Januar 1971 . . . . .	6¼
9. Oktober 1972 . . . . .	3½	20. Januar 1971 . . . . .	5¼	5. April 1971 . . . . .	6
3. November 1972 . . . . .	4	8. Mai 1971 . . . . .	5½	22. Oktober 1971 . . . . .	5
1. Dezember 1972 . . . . .	4½	28. Juli 1971 . . . . .	5¼		
12. Januar 1973 . . . . .	5	29. Dezember 1971 . . . .	4¼	<b>Südafrika</b>	
4. Mai 1973 . . . . .	6	24. Juni 1972 . . . . .	4¼	27. August 1968 . . . . .	5½
1. Juni 1973 . . . . .	7	2. April 1973 . . . . .	5	31. März 1971 . . . . .	6½
<b>Finnland</b>		30. Mai 1973 . . . . .	5½	10. August 1972 . . . . .	6
28. April 1962 . . . . .	8½	<b>Kanada</b>		28. März 1973 . . . . .	5½
1. Juni 1971 . . . . .	7¼	12. November 1970 . . . .	6		
1. Januar 1972 . . . . .	7	15. Februar 1971 . . . . .	5¼	<b>Vereinigte Staaten</b>	
<b>Frankreich</b>		24. Februar 1971 . . . . .	5¼	4. Dezember 1970 . . . . .	5½
20. Oktober 1970 . . . . .	7	25. Oktober 1971 . . . . .	4¼	8. Januar 1971 . . . . .	5¼
8. Januar 1971 . . . . .	6½	9. April 1973 . . . . .	5¼	22. Januar 1971 . . . . .	5
13. Mai 1971 . . . . .	6¼	14. Mai 1973 . . . . .	5¼	19. Februar 1971 . . . . .	4¼
28. Oktober 1971 . . . . .	6½	<b>Niederlande</b>		16. Juli 1971 . . . . .	5
13. Januar 1972 . . . . .	6	4. August 1969 . . . . .	6	19. November 1971 . . . .	4¼
6. April 1972 . . . . .	5¼	5. April 1971 . . . . .	5¼	17. Dezember 1971 . . . .	4½
2. November 1972 . . . . .	6½	15. September 1971 . . . .	5	15. Januar 1973 . . . . .	5
30. November 1972 . . . .	7½	6. Januar 1972 . . . . .	4½	26. Februar 1973 . . . . .	5¼
<b>Griechenland</b>		2. März 1972 . . . . .	4	4. Mai 1973 . . . . .	5¼
15. September 1969 . . . .	6½	8. September 1972 . . . .	3	11. Mai 1973 . . . . .	6
10. Mai 1973 . . . . .	7	6. November 1972 . . . .	4		
		4. Juni 1973 . . . . .	4½		

\* Seit 13. Oktober 1972 wird der Mindestzinssatz der Bank von England für Kredite in der Regel jeden Freitag um ½ Prozent oberhalb des bei der Versteigerung zustandekommenden durchschnittlichen Schatzwechsel-Zinssatzes, aufgerundet auf das nächste ¼ Prozent, festgesetzt.

sichtlich weiterer Beiträge zur Dämpfung der Inflationserwartungen lag das Schwergewicht der Maßnahmen auf kreditpolitischen Beschränkungen im Verein mit einer verstärkten Abschirmung gegen Geldzuflüsse aus dem Ausland. Die konjunkturelle Lage erhielt fortgesetzt kräftige Impulse, doch trat im Wachstum des Geld- und Kreditvolumens eine Pause ein, die unter anderem mit der großen Emission von Staatspapieren in Zusammenhang stand. Die Zinssätze stiegen weiter an. Ende März wurden die Kontrollen über die Preise von Dienstleistungen und die Beschränkung der Handelsspannen verlängert und neue, zwölfmonatige Preisabkommen mit der Industrie geschlossen. Im Rahmen dieser Vereinbarungen wurde die generelle Richtlinie für Preiserhöhungen bei Fertigwaren auf 3,6 Prozent leicht angehoben, allerdings mit der wahlweisen Möglichkeit, Erhöhungen bis zu 3 Prozent zuzüglich der eingetretenen Kostensteigerungen bei Rohmaterialien vorzunehmen. Für die öffentlichen Gebühren und Tarife gelten die gleichen Regeln. Die geldpolitische Restriktion wurde fortgesetzt, wobei die Grenze für die zulässige Ausweitung des Kreditvolumens der Banken auf 15 Prozent für die im Oktober 1973 zu Ende gehende Zwölfmonatsperiode gesenkt wurde.

*Italien.* Nachdem 1971 fast der Zustand einer Stagnation eingetreten war, kam es zwar im vergangenen Jahr zu einer leichten Besserung der wirtschaftlichen Lage, doch blieb das Ausmaß der Erholung enttäuschend. Die industrielle Produktion stieg während des Jahres lediglich um 2,5 Prozent, und das reale Bruttosozialprodukt wuchs noch immer langsamer als das Produktionspotential. Die stärkste Stütze der Nachfrage war wieder der Export, der um 11,2 Prozent expandierte. Auch der private Konsum nahm rascher zu. Die Bruttoinvestitionen hingegen überschritten das Vorjahresniveau um lediglich 2 Prozent, und auch dies nur infolge einer deutlich beschleunigten Lagerbildung, bei der es im Jahr 1971 zum Teil aus steuerlichen Gründen einen kräftigen Rückgang gegeben hatte. Bautätigkeit und Ausrüstungsinvestitionen ließen nach, wobei vor allem die mit großen Hoffnungen für die wirtschaftliche Erholung begleiteten öffentlichen Arbeiten um über 9 Prozent abnahmen. In Anbetracht der schon lange unvollständigen Ausschöpfung der Ressourcen und des beträchtlichen Überschusses in der Leistungsbilanz scheint es verwunderlich, daß die Pläne zur Erhöhung der Strukturinvestitionen im öffentlichen Bereich auf so viele Schwierigkeiten trafen und daß die Last der Bemühungen zur wirtschaftlichen Belebung trotz zunehmenden Kapitalabflüssen so sehr auf der Geldpolitik ruhen mußte.

Das Defizit der öffentlichen Verwaltung in laufender Rechnung (ohne Vermögensübertragungen) belief sich im vergangenen Jahr auf 1 885 Mrd. Lire, verglichen mit einem Fehlbetrag von 820 Mrd. Lire 1971 und einem Überschuß von 750 Mrd. Lire 1970. Diese Entwicklung wurde größtenteils durch das Auftreten eines beträchtlichen Defizits in der Sozialversicherung verursacht, da der Fehlbetrag der zentralen und nichtzentralen Gebietskörperschaften mit zusammen 1 100 Mrd. Lire gegenüber 1971 ziemlich unverändert blieb. Für öffentliche Investitionen waren zwar große Erhöhungen in Aussicht genommen worden, jedoch blieb ein ansehnlicher Teil der bewilligten Mittel unverwendet; die laufenden Ausgaben der öffentlichen Hand stiegen hingegen beträchtlich. Die Einnahmen aus direkten Steuern erhöhten sich als Folge der vorangegangenen Zunahme der verfügbaren Nominaleinkommen und

des Anteils von Löhnen und Gehältern am Volkseinkommen kräftig. Der Eingang an indirekten Steuern stieg hingegen sehr langsam; darin kamen nicht allein die stagnierende wirtschaftliche Entwicklung, sondern auch die Steuerbefreiungen zum Ausdruck, die man gewährt hatte, um den Aufschub privater Investitionen angesichts des bevorstehenden Übergangs zum Mehrwertsteuersystem möglichst hintanzuhalten. Schließlich wirkte sich auch die vorangegangene Ermäßigung der Benzinststeuer aus.

Das gesamte Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors belief sich auf 6 005 Mrd. Lire gegenüber 4 550 Mrd. Lire im Jahr 1971 und 2 275 Mrd. Lire 1970. Die Nettoinanspruchnahme des Rentenmarktes durch diesen Sektor zeigte keine Veränderung;

Italien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Öffentliche Haushalte	Öffentliche und halb-öffentliche Unternehmen <sup>1</sup>	Sonstige Unternehmen und Wohnungswirtschaft	Private Haushalte	Banken und Finanzinstitute	Ausland <sup>2</sup>
Bruttoersparnis und Vermögensübertragungen . . . . .	1971	-2 535	675	5 870	9 300	600	- 975
	1972	-3 685	690	5 760	11 315	630	- 630
Bruttoinlandsinvestitionen (-) . . . . .	1971	-2 015	-2 680	-7 960	—	— 280	
	1972	-2 320	-3 100	-8 185	—	— 300	
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (-) . . . . .	1971	-4 550	-2 005	-2 090	9 300	320	- 975
	1972	-6 005	-2 410	-2 405	11 315	330	- 830
<i>Entsprechende Veränderung der</i>							
<i>Forderungen</i>							
Liquide Forderungen . . . . .	1971	755	30	2 415	6 335	1 795	40
	1972	- 250	390	3 205	8 195	665	- 5
Rentenwerte, Aktien und Beteiligungen . . . . .	1971	820	120	520	1 840	2 570	395
	1972	755	140	560	2 350	3 045	395
Sonstige Forderungen (netto) . . . . .	1971	215	20	220	1 265	8 205	2 045
	1972	660	- 55	1 235	1 270	12 960	4 700
<i>Verbindlichkeiten (-)<sup>3</sup></i>							
Kurzfristige Verbindlichkeiten <sup>4</sup> . . . . .	1971	-3 690	- 830	-1 040	- 140	- 9 785	-2 325
	1972	-4 945	- 735	-2 555	- 500	-14 220	-4 380
<i>Langfristige Verbindlichkeiten gegenüber</i>							
Inländern . . . . .	1971	-1 085	- 320	-3 355	—	— 540	- 740
	1972	-1 040	- 720	-2 775	—	— 420	- 975
Ausländern . . . . .	1971	- 75	145	- 365	—	— 255	—
	1972	- 70	30	- 145	—	— 425	—
Rentenwerte, Aktien und Beteiligungen . . . . .	1971	-1 530	-1 165	- 790	—	- 1 655	- 390
	1972	-1 495	-1 455	-1 060	—	- 1 445	- 580
Statistische Differenz . . . . .	1971	40	- 5	305	—	— 15	—
	1972	380	- 5	- 870	—	— 170	15

<sup>1</sup> Firmen mit staatlicher Beteiligung; auch Ente Nazionale per l'Energia Elettrica. <sup>2</sup> Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Italiens gegenüber dem Ausland. <sup>3</sup> Die Zunahme der Verbindlichkeiten in der Spalte „Sonstige Unternehmen und Wohnungswirtschaft“ ist gleich dem Gesamtanstieg der Verbindlichkeiten der Unternehmen abzüglich des Anstiegs der Verbindlichkeiten der öffentlichen Unternehmen und zuzüglich des (geschätzten) Betrages der Kredite, die private Haushalte für den Erwerb von Wohnungseigentum erhalten haben. <sup>4</sup> Einschließlich der vom öffentlichen Sektor begebenen langfristigen Wertpapiere, die von der Bank von Italien und dem italienischen Devisenamts angekauft worden sind.

die Vergrößerung des Defizits wurde hauptsächlich durch Entnahmen aus den Mitteln des Postsystems und durch Erhöhung der direkten Kreditaufnahmen beim Bankenapparat finanziert. Die direkte Inanspruchnahme der Bank von Italien betrug allein 1 550 Mrd. Lire, gegenüber 1 040 Mrd. Lire im Jahr 1971.

Der Anteil der Bruttoersparnisbildung der privaten Unternehmen einschließlich der Wohnungswirtschaft am Bruttosozialprodukt ging von 1970 bis 1972 von 10,3 auf 8,4 Prozent zurück, und die Bruttoinvestitionen dieses Sektors nahmen im gleichen Zeitraum von 15,5 auf 11,9 Prozent ab. Dagegen stieg der Anteil der Bruttoinvestitionen des öffentlichen Bereiches und der Unternehmen mit staatlicher Beteiligung von 6,8 auf 7,9 Prozent leicht an.

Die Defizitfinanzierung der Staatskasse war das hauptsächlichliche Mittel, durch welches die Behörden im letzten Jahr eine neuerliche große Ausweitung der monetären Basis erreichten. Den Banken wurde außerdem in Anbetracht des Liquiditätsentzuges infolge der Kapitalabflüsse nach der Pfundkrise gestattet, gegenüber dem Ausland eine Nettoschuldnerposition einzugehen. Im April fand eine Diskontsatzsenkung von  $4\frac{1}{2}$  auf 4 Prozent statt, und darüber hinaus wurden Schritte unternommen, die den Bankenapparat zur Reduktion seiner Überschußreserven bei der Notenbank veranlassen sollten.

Diese Politik führte zu einem Fortdauern des seit den letzten Monaten des Jahres 1970 feststellbaren Wachstums des Geldvolumens. Der Zuwachs des Geldvolumens im weiteren Sinne (nach Bereinigung der durch den Bankenstreik im Dezember verursachten Störungen) erreichte 18,6 Prozent, gegen 17,6 Prozent im Jahr 1971. Die Kreditgewährung an Inländer beschleunigte sich im zweiten Halbjahr und stieg in den zwölf Monaten bis November um 5 250 Mrd. Lire, gegenüber 2 995 Mrd. Lire in der Vorperiode. Obwohl die Banken auch ihr Anleihenportefeuille kräftig aufstockten, blieb ihre Liquiditätslage verhältnismäßig flüssig. Mit 4,0 Prozent der Einlagen lag ihre Liquiditätsquote im November nur geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Auf dem Kapitalmarkt stieg der Nettoabsatz von Wertpapieren auf 7 225 Mrd. Lire; das waren 1 215 Mrd. Lire mehr als im Jahr 1971, dessen Zuwachs 2 405 Mrd. Lire betragen hatte. Die Emissionen des öffentlichen Sektors und der Staatsbetriebe, die größtenteils bei den Banken untergebracht wurden, dominierten wieder auf dem Wertpapiermarkt. Während der Absatz von Schuldverschreibungen der Hypothekarkreditinstitute zurückging, nahmen die Spezialkreditunternehmen 2 445 Mrd. Lire — nur 220 Mrd. Lire mehr als 1971 — in Anspruch. Die Aktienemissionen beliefen sich auf 1 240 Mrd. Lire, gegenüber 975 Mrd. Lire im Jahr 1971. Da das Ziel der Kreditpolitik auf flüssige Marktverhältnisse gerichtet war, gingen die Renditen im ersten Teil des Jahres etwas zurück, doch begannen im letzten Quartal die Sätze trotz Stützungskäufen der Behörden wieder anzuziehen. In dem Ausmaß, wie die Erwartungen hinsichtlich einer baldigen Erholung der Unternehmerrgewinne wuchsen, verzeichnete man im letzten Quartal 1972 nach einem viele Jahre dauernden kontinuierlichen Rückgang wieder eine gewisse Erholung der Aktienkurse.

Im Laufe des Jahres wurden zwar eine beschränkte Anzahl konjunkturfördernder Maßnahmen budgetärer Natur beschlossen, tieferegreifende Vorschläge zur Belebung der privaten Investitionstätigkeit jedoch zurückgestellt. Die Reform der

direkten Besteuerung wurde auf 1974 aufgeschoben, das Mehrwertsteuersystem hingegen mit einem Basissatz von 12 Prozent im Januar 1973 schließlich eingeführt. Gleichzeitig gewährte man verschiedene Steuererleichterungen, die hauptsächlich auf Milderung des Anstiegs der Verbraucherpreise abzielten. Auch direkte Eingriffe erfolgten zur Eindämmung der Preisentwicklung bei bestimmten Nahrungsmitteln, Elektrizität und pharmazeutischen Produkten.

Trotz rasch zunehmenden Kapitalabflüssen gegen Jahresende und Anfang 1973 wurde die expansive Geldpolitik fortgesetzt. Im Dezember förderten die Behörden die Mittelaufnahme der Banken im Ausland und die Abtretung von Devisen auf Swapbasis. Die Erhöhung des Basis-Lombardsatzes der Bank von Italien für feste Laufzeiten von  $3\frac{1}{2}$  auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent war hauptsächlich außenwirtschaftlich motiviert. Nach Einführung des gespaltenen Devisenmarktes im Januar und der freien Wechselkursbildung in beiden Teilmärkten im Februar 1973 entspannte sich die Liquiditätsslage jedoch neuerlich.

Im späteren Jahresverlauf 1972 und anfangs 1973 konnten Tarifvereinbarungen zwischen den Sozialpartnern erneuert werden, die die Hälfte aller Lohn- und Gehaltsempfänger betrafen, wobei es zu sehr großen Erhöhungen der Reallöhne und zu weiteren kostensteigernden Zugeständnissen bezüglich der Arbeitsbedingungen kam. Im Februar 1973 lagen die Tariflöhne um rund 17 Prozent über dem Vorjahreswert. Auch der Übergang zum Mehrwertsteuersystem, der kräftige Anstieg der Rohstoffpreise sowie der Kursrückgang der Lira auf den Devisenmärkten trugen anfangs 1973 zunehmend zu einer Verstärkung des Inflationsdruckes bei. Im April lagen die Verbraucherpreise um 10,5 Prozent über dem Niveau vor Jahresfrist. Anfang Mai wurden die Löhne durch eine in diesem hohen Ausmaß bisher nicht verzeichnete vierteljährliche Indexanpassung an die Lebenshaltungskosten weiter erhöht.

*Belgien.* Im Januar 1972 beschloß die Regierung zur Bekämpfung der Konjunkturabflachung ein energisches Programm öffentlicher Ausgaben sowie erhöhte Wohnbaubeihilfen und steuerliche Begünstigungen für die privaten Investitionen produktiven Charakters und für den Export. Die Notenbank setzte ihrerseits im ersten Quartal den Diskontsatz in drei Etappen von  $5\frac{1}{2}$  auf 4 Prozent herab, und im Mai wurden die Ratenkreditbedingungen gelockert.

Die Erholung der wirtschaftlichen Lage, welche im ersten Quartal 1972 eingesetzt hatte, war bis zum letzten Vierteljahr nicht sehr ausgeprägt, beschleunigte sich jedoch dann im Zusammenhang mit einem steilen Anstieg des Exports. Staatsausgaben und privater Verbrauch expandierten kräftig, die industriellen Investitionen entwickelten sich jedoch rückläufig, und der Wohnungsbau erholte sich nur schrittweise. Bei rasch steigender Arbeitsproduktivität nahm die Arbeitslosigkeit zunächst bis November langsam zu, ging dann aber wieder zurück, ohne daß freilich Belastungen des Arbeitsmarktes erkennbar geworden wären. Der Lohnanstieg beschleunigte sich im Ausmaß der fortschreitenden Erholung, doch trugen die Produktivitätsverbesserungen dazu bei, die Arbeitskosten je Produkteinheit niedrig zu halten. Die Großhandelspreise erhöhten sich im Laufe des Jahres, hauptsächlich als Folge des Anstiegs der Importpreise, um 8,3 Prozent. Die nach Mitte des Jahres rascher steigenden Verbraucherpreise lagen schließlich zu Jahresende um 6,4 Prozent über dem vergleichbaren Vorjahresniveau; im Vorjahr hatte der Zuwachs 5,6 Prozent betragen.

Neue geldpolitische Maßnahmen, die ab Juli in Kraft traten, zielten darauf ab, den durch die Zuflüsse während der Pfundkrise verursachten Liquiditätsstoß bei den Banken zum größten Teil abzufangen. Rund 10 Mrd. belgische Franken wurden aufgrund eines Abkommens mit den Banken in Form von unverzinslichen Einlagen bei der Notenbank stillgelegt. Damit verbunden war die Einführung einer 100prozentigen Pflichtreserve auf den Zuwachs der kommerziellen Verbindlichkeiten der Banken in Landeswährung gegenüber Devisenausländern. Die Absprache wurde sodann noch durch eine Kürzung der Rediskontkontingente der Banken um ein Neuntel und durch Vorkehrungen ergänzt, wonach die Banken zusagten, ihr Portefeuille an Wertpapieren des öffentlichen Sektors weiter aufzubauen.

Im November wurde das Abkommen über die Einlagenstilllegung durch ein für Geschäftsbanken, Sparkassen und öffentliche Kreditinstitute geltendes Mindestreservesystem zur Beschränkung der Liquiditätsschöpfung aus inländischen wie ausländischen Quellen ersetzt. Hierbei waren die Finanzinstitute gehalten, bei der Notenbank Depots in Höhe von 70 Prozent folgender Größen zu errichten: 1. 25 Prozent des Nettostandes der kommerziellen Landeswährungsverbindlichkeiten gegenüber Ausländern in der Bezugsperiode und 100 Prozent des Nettozuwachses dieser Verbindlichkeiten. 2. 4 Prozent der übrigen auf Landeswährung lautenden Sichteinlagen sowie je nach Laufzeit  $1\frac{1}{2}$  bzw.  $\frac{1}{2}$  Prozent der übrigen auf Landeswährung lautenden Termin- und Spareinlagen.

Anfang des Jahres hatten die Behörden einen Rückgang der Zinssätze auf dem Geldmarkt gefördert, doch nach einer Periode verhältnismäßiger Stabilität zogen die Sätze ab Oktober wieder an. Da außenwirtschaftliche Rücksichten in der Kreditpolitik an Bedeutung verloren und eine Drosselung aufgrund binnenwirtschaftlicher Gegebenheiten angezeigt schien, hob die Notenbank den Diskontsatz in zwei Etappen im November und Dezember von 4 auf 5 Prozent an.

Die Staatsausgaben (einschließlich der Kredite an den Straßenfonds) stiegen im vergangenen Jahr um fast 18 Prozent, gegenüber weniger als 13 Prozent im Jahr 1971; der Mittelbedarf der Staatskasse erhöhte sich daher von 34 Mrd. Franken 1971 auf fast 64 Mrd. Franken. Wie im Jahr 1971 wurde der Fehlbetrag durch langfristige Anleihen mehr als ausgeglichen, obwohl die Papiere größtenteils vom Bankenapparat übernommen wurden. Der aus der Anleihegebarung erzielte Überschuß diente zum Abbau der kurzfristigen Verschuldung bei der Notenbank und zur Rückzahlung von Auslandskrediten.

Die Kreditaufnahme des privaten Sektors bei den Finanzinstituten expandierte kräftig; ein großer Teil des Zuwachses diente zur Konsum- und Wohnbaufinanzierung. Gleichzeitig wurde jedoch die Nettoauslandsschuld der Nichtbanken abgebaut, während das Ausmaß der Wertpapieremissionen praktisch auf dem Niveau des Vorjahres verharrte. In Verbindung mit einem kräftigen Wachstum der Spareinlagen, wachsender Liquiditätsneigung und Geldzuflüssen aus dem Ausland stieg der Bestand an Bargeld und Sichteinlagen um 14 Prozent im Jahr 1972, gegenüber 10 Prozent im Vorjahr. Da die Zinssätze für gewöhnliche Termineinlagen und die Wertpapierrenditen zu Jahresbeginn gesunken waren und anschließend bis November im wesentlichen unverändert blieben, verlangsamte sich das Wachstum dieser längerfristigen Anlagen des privaten Sektors.

Angesichts der verbesserten Konjunkturlage wandten die Behörden zu Beginn des Jahres 1973 der Inflationsbekämpfung verstärkte Aufmerksamkeit zu. Im Februar wurden die Rediskontkontingente der Banken weiter reduziert und die Mindestreservevereinbarungen verlängert und verschärft. Darüber hinaus führte man für die Nettodevisenverbindlichkeiten der Banken auf dem regulierten Markt eine Pflichtreserve von 100 Prozent ein.

Die Bemühungen in Richtung einer restriktiveren Haushaltspolitik wurden durch schon früher eingegangene Verpflichtungen behindert, doch wollte man ursprünglich den Anstieg der Staatsausgaben im Jahr 1973 auf 12,7 Prozent begrenzen. In offensichtlichem Gegensatz zu dieser Absicht wurden dann zu Anfang des Jahres zusätzliche Ausgaben beschlossen. Im Februar verfügte die Regierung jedoch eine Streckung der Budgetausgaben für die ersten vier Monate des Jahres, und außerdem stellte sie selektivere Kriterien für die Inangriffnahme öffentlicher Vorhaben sowie für die Unterstützung von privaten Investitionen auf. Gleichzeitig wurden die Beschränkungen für den Ratenkredit und für Personaldarlehen beträchtlich verschärft und Maßnahmen zum Aufschub des Beginns neuer Wohnbauten ergriffen. Zudem wurde für den öffentlichen Bereich eine zweimonatige Pause für Tariferhöhungen verkündet und die Stillhaltefrist, die bei Preiserhöhungen in der Wirtschaft bis zu ihrer Billigung durch die Preiskommission einzuhalten ist, vorübergehend verlängert. Anfang Mai gab die Regierung verschiedene Einsparungen bei den Staatsausgaben bekannt, und etwa um die gleiche Zeit wurde der Diskontsatz von 5 auf 5½ Prozent erhöht.

*Niederlande.* Die im Frühjahr 1971 eingetretene Nachfrageschwäche dauerte auch während fast des ganzen abgelaufenen Jahres an. Infolge restriktiver Maßnahmen sank das Volumen der öffentlichen Ausgaben auf realer Basis. Nach einer Abflachung der Zuwachsrates im Vorjahr fielen 1972 auch die industriellen Investitionen beträchtlich, was zum Teil seine Ursache in der vorangegangenen Erosion der Gewinnspannen durch steigende Lohnkosten hatte. Andererseits erhöhte sich das Wachstum des privaten Verbrauchs, und auch der Wohnungsbau beschleunigte sich. Aufgrund der verhältnismäßig geringen heimischen Nachfrage nahm der Import nur langsam zu, während beim Export vor allem im ersten Halbjahr und zur Jahreswende 1972/1973 eine kräftige Expansion eintrat.

Trotz der nicht mehr so angespannten Nachfragesituation stiegen die Arbeitsverdienste in der Industrie 1972 wie im Vorjahr um 12½ Prozent, wobei die Steigerungsrate allerdings im Jahresverlauf eher etwas kleiner wurde. Die Arbeitsproduktivität in der verarbeitenden Industrie wuchs mit 8½ Prozent merklich schneller als im Vorjahr; zum Teil ist das darauf zurückzuführen, daß der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit immer noch mehr bei der Einsparung von Arbeitskräften als bei der Kapazitätsausweitung lag. Die Arbeitslosenquote stieg von lediglich 1,5 Prozent im Frühjahr 1971 bis auf 3,2 Prozent zur Jahresmitte und ging dann bis zum Jahresende geringfügig auf 2,7 Prozent zurück. Demgegenüber sank 1972 die Zahl der offenen Stellen auf einen lange nicht verzeichneten Tiefpunkt. Die Arbeitskosten je Produkteinheit wuchsen nicht so rasch wie im Vorjahr, während bei den Gewinnen eine gewisse Erholung eintrat. Der Verbraucherpreisindex stieg 1972 um 7,9 Prozent, gegenüber 8,4 Prozent im Vorjahr.

Als Folge der restriktiven Gestaltung des gesamten Staatshaushalts wurde ein Finanzierungsüberschuß von 225 Mio. Gulden erzielt. Im Jahr 1971 war ein Defizit von 1 160 Mio. Gulden verzeichnet worden. Im Rahmen von selektiven Maßnahmen zur Bekämpfung der wachsenden Arbeitslosigkeit wurde außerdem etappenweise ein Arbeitsbeschaffungsprogramm beschlossen, in dessen Verlauf innerhalb von zwei Jahren 860 Mio. Gulden zur Ausgabe vorgesehen sind. Ferner wurde der als „Regulator“ bezeichnete Konjunkturzuschlag auf gewisse Steuern zur Jahresmitte von 5 auf 3 Prozent herabgesetzt.

Niederlande: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung

	Jahr	Staat	Nicht-zentrale öffentliche Stellen	Banken	Kapital-sammelstellen <sup>1</sup>	Private Haushalte und Unternehmen	Ausland <sup>2</sup>
Finanzierungsüberschuss bzw. -defizit (—) (auf Zahlungsbasis)	1970	— 1 230	— 2 720	3 240	7 530	— 7 385	565
	1971	— 1 660	— 2 860	4 920	8 955	— 8 930	— 425
	1972	225	— 2 605	4 435	11 190	— 9 000	— 4 245
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten<sup>3</sup></i>							
Primärliquidität . . . . .	1970	—	20	—	125	2 590	
	1971	—	30	—	220	3 660	
	1972	—	190	—	40	5 025	
Sekundärliquidität . . . . .	1970	—	120	—	670	300	—1 690
	1971	—	— 190	—	325	— 590	—2 680
	1972	—	180	—	— 545	105	—3 225
Bankkredite . . . . .	1970	560	— 1 200	— 130	25	— 1 390	
	1971	540	— 140	755	— 215	— 1 710	
	1972	2 110	1 280	— 2 785	— 340	— 2 040	
Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes . . . . .	1970	— 1 895	— 1 660	3 370	6 710	— 7 260	735
	1971	— 2 215	— 2 510	4 165	8 630	— 8 250	180
	1972	— 2 220	— 4 270	7 220	12 030	—11 380	— 1 380
Direktinvestitionen im Verkehr mit dem Ausland . . . . .	1970	100	5	—	—	— 1 620	1 515
	1971	15	— 55	—	—	— 2 040	2 080
	1972	330	15	—	—	— 710	365

<sup>1</sup> Lebensversicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Sozialversicherungsträger und Sparkassen. <sup>2</sup> Minuszeichen: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) der Niederlande gegenüber dem Ausland. <sup>3</sup> Minuszeichen: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten.

Angesichts großer Devisenzuflüsse zur Zentralbank verfolgten die Behörden eine energische Staatsschuldenpolitik, um die Liquiditätsschöpfung in Grenzen zu halten. Trotz seinem Finanzierungsüberschuß beanspruchte der Staat den Kapitalmarkt mit dem gleichen Betrag wie im Vorjahr; er verwendete die Emissionserlöse in erster Linie zur Verbesserung seiner Position gegenüber der Notenbank. Die nicht-zentralen Haushalte erhöhten ihre langfristigen Kreditaufnahmen beträchtlich, obwohl ihr Finanzierungsdefizit etwas unter dem Vorjahresergebnis lag. Die Differenz diente vor allem zum Abbau der kurzfristigen Verschuldung beim Kreditapparat, bei der Regierung und am Geldmarkt.

Aufgrund dieser Konstellation konnte die Nederlandsche Bank ihre Politik so ausrichten, daß sie im großen und ganzen sowohl den binnen- wie den außenwirtschaftlichen Erfordernissen entsprach. Im März 1972 wurden die Kreditplafonds für den kurz- und langfristigen Bankkredit aufgehoben, da man keine Verstärkung der mäßigen Kreditnachfrage erwartete. Die Devisenbestimmungen wurden im März und Juli verschärft, doch soweit Zuflüsse noch stattfanden, ließ man sie weitgehend ungehindert auf die kurzfristigen Marktzinssätze drücken. Die Bankrate wurde in den Monaten Januar–September in drei Etappen von 5 auf 3 Prozent gesenkt, vornehmlich um Geldzuflüsse uninteressant zu machen, in zunehmendem Maße aber auch zur Belebung der Investitionstätigkeit. Nachdem die Geldmarktsätze sich gegen Ende des Sommers auf ein sehr tiefes Niveau ermäßigt hatten, kam es in der Folge aufgrund gezielter Interventionen wieder zu einer Entwicklung der Sätze nach oben. Als Anfang November das Zinsniveau im Ausland stieg und die gesamte Nachfrage sich zu beleben begann, wurde die Bankrate auf 4 Prozent angehoben.

Mit 9,0 Mrd. Gulden entsprach das Finanzierungsdefizit des privaten Sektors (ohne dessen Ersparnisbildung bei den Kapitalsammelstellen) 1972 ungefähr dem Vorjahresergebnis. Einerseits erreichten die industriellen Anlageinvestitionen einen Tiefpunkt, andererseits erfolgte ein merklich größerer Teil der privaten Ersparnisbildung über die Kapitalsammelstellen. Gleichzeitig stieg die Beanspruchung des niederländischen Kapitalmarktes durch inländische Kreditnehmer von 14,4 Mrd. Gulden 1971 auf 19,9 Mrd. Gulden im vergangenen Jahr; den Anstoß hierzu gaben vor allem die Hypothekarfinanzierung und die Liquiditätsbedürfnisse der Unternehmen. Eine Rolle spielte auch, daß die inländischen Kreditnehmer in größere Abhängigkeit von den heimischen Finanzierungsquellen gerieten, da die Devisenpolitik zu einer negativen Saldendrehung im langfristigen Kapitalverkehr beigetragen hatte.

Das gesamte Kreditaufkommen ist nach Schätzungen im Jahr 1972 auf nahezu 17 Prozent des nominellen Bruttosozialprodukts gestiegen, gegenüber rund 14 Prozent im Jahr zuvor. Wegen der in größerem Ausmaß dem Kapitalmarkt zufließenden Mittel war das Wachstum der liquiden Forderungen jedoch beschränkt; es expandierte im Jahresverlauf ungefähr im gleichen Tempo wie das nominelle Nettosozialprodukt; ein Vergleich der letzten beiden Dezembermonate ergibt ein Plus von etwa 12 Prozent. Obwohl die Rendite langfristiger Staatsanleihen im Jahresverlauf beträchtlich schwankte, war sie im Dezember mit rund 7,3 Prozent etwa so hoch wie ein Jahr vorher. Die kurzfristigen Zinssätze reagierten mit großen Ausschlägen auf die Geldströme von und nach dem Ausland, im Durchschnitt blieben sie aber niedrig.

Massive Zuflüsse im Februar und März 1973 erforderten neue Maßnahmen zur Reduktion der Bankenliquidität. Die auf beschränkter Basis im September wieder eingeführten Pflichtreserven für Inlandsverbindlichkeiten erhöhte man nach und nach bis auf 7 Prozent im April; im Mai erfolgte jedoch wieder eine Herabsetzung auf 4 Prozent. Im März wurde der Zuwachs der auf Gulden lautenden Auslandsverbindlichkeiten der Banken einer Reservepflicht (80 Prozent ab Mitte April) unterworfen. Ferner erließ man für Guldenkonten von Devisenausländern eine Negativzinsregelung, die allerdings Anfang Mai wieder aufgehoben werden konnte. Die Liquidität des Kreditapparates wurde durch spezielle Wertpapierverkäufe abgeschöpft.

Da die Wirtschaft Anzeichen einer Erholung erkennen läßt, zielt der Haushaltsplan für 1973 neuerlich auf eine Begrenzung des Ausgabenrahmens ab, enthält aber

spezifische Maßnahmen zur Linderung der Arbeitslosigkeit. Der konjunkturelle Steuerzuschlag wurde zu Beginn des Jahres 1973 gänzlich aufgehoben, der Steuerausfall jedoch durch Erhöhung anderer Abgaben mehr als ausgeglichen. Ein im November geschlossenes Dreierabkommen sieht für 1973 eine nur mäßige Lohnsteigerung vor und ist mit einem System der Preisüberwachung gekoppelt. Im April 1973 waren die Lebenshaltungskosten um 8 Prozent höher als im Vergleichsmonat des Vorjahres, und weitere beträchtliche Lohn- und Preissteigerungen werden im Verlaufe des Jahres erwartet. Die Prognosen lauten auf eine Erholung der privaten Investitionen, vor allem bei der Lagerbildung, und auf einen leichten Rückgang der Arbeitslosigkeit. Vor allem mit Rücksicht auf das in den Nachbarstaaten ansteigende Zinsniveau setzte die Nederlandsche Bank ihren Diskontsatz am 4. Juni auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent hinauf.

*Schweiz.* Nachdem die Expansion der Gesamtnachfrage in der zweiten Hälfte des Jahres 1971 etwas schwächer geworden war, gewann sie ab Frühling 1972 wieder an Schwung. Die Aufwendungen der öffentlichen Hand und der Wohnungsbau wuchsen zunächst am schnellsten, doch beschleunigten sich auch bald die private Konsumnachfrage, die durch Lohnsteigerungen Impulse erhielt, sowie anschließend die Investitionen und die Auslandsaufträge. Die Auswirkungen der Übernachfrage zeigten sich jedoch nicht so sehr in der Zahlungsbilanz als vielmehr bei dem schneller werdenden Kosten- und Preisauftrieb. Die Verbraucherpreise erhöhten sich während des Jahres um fast 7 Prozent, und der Preisindex des Bruttosozialprodukts stieg um nicht weniger als 9,3 Prozent.

Die Währungspolitik wurde von Anfang an durch den hohen Liquiditätsgrad der Wirtschaft erschwert, der durch die enormen Mittelzuflüsse des vorangegangenen Jahres gegeben war. Im April verfügte die Nationalbank erstmals Mindestguthaben auf dem Zuwachs der Inlandsverbindlichkeiten der Banken, und im Mai wurden die Mindestguthaben auf dem Zuwachs ausländischer Gelder verschärft angewendet, wengleich der Satz von 100 auf 50 Prozent reduziert worden war. Darüber hinaus wurde die Kreditaufnahme durch Ausländer gefördert, und flankierende Maßnahmen auf dem Devisensektor dienten zur Vergrößerung des resultierenden Nettoabflusses.

Diese Schritte führten zu einer Versteifung der Geld- und Kapitalmarktbedingungen im zweiten Vierteljahr, doch unterbrachen die enormen Zuflüsse während der Pfundkrise diese Entwicklung. Weitreichende Abschirmungsmaßnahmen wurden getroffen, darunter eine einem Verbot nahekommende Erschwerung der Anlage ausländischer Gelder in schweizerischen Wertpapieren, ein Verbot des Verkaufes von Grundstücken an Ausländer, eine Kommissionsbelastung auf dem Zuwachs ausländischer Frankenguthaben, eine Bewilligungspflicht für die Aufnahme von Krediten im Ausland und Beschränkungen bezüglich der Fremdwährungspositionen der Banken. Noch immer strömten jedoch Gelder in die Schweiz; insbesondere repatriierten Inländer ihre Auslandsguthaben. Im Juli wurde die bei den Banken eingetretene Verflüssigung durch eine Erhöhung der Mindestguthaben auf dem Zuwachs inländischer und ausländischer Gelder abgeschöpft; hinsichtlich der ausländischen Gelder wurde die vertragliche Vereinbarung von 1971 durch eine gesetzliche Ordnung ersetzt. Im September wurde das Emissionsprogramm für Auslandsanleihen erweitert, und man erhöhte die Quoten der Pflichtkonversion in ausländische Währungen.

Im Herbst war die Situation an den Finanzmärkten durch eine gewisse Verknappung gekennzeichnet, doch das Kreditvolumen der Banken expandierte weiter kräftig. Im Hinblick auf das Auslaufen der Vereinbarung über die Begrenzung des Kreditzuwachses per Ende Juli hatten sich die Ausleihungen der Banken an Inländer ab Mai beschleunigt; gegen Ende 1972 erreichte die Ausweitung ein Jahrestempo von ungefähr 11 Prozent, gegenüber rund 7 Prozent 1971. Der Anstieg der Kreditzusagen für Bauvorhaben lag in den ersten drei Quartalen des Jahres 1972 um 76 Prozent über dem vergleichbaren Wert von 1971, der seinerseits bereits um 47 Prozent über der entsprechenden Vorjahresrate gelegen hatte. Mit der Weiterführung der Abschöpfungspolitik wäre jedoch das Risiko zusätzlicher Geldrückflüsse verbunden gewesen, zumal die Banken Ende November über Auslandsguthaben von netto insgesamt 19,1 Mrd. Schweizer Franken verfügten. Um derartige Repatriierungen nicht zu ermutigen, gewährte die Nationalbank sogar kurzfristige Überbrückungshilfen zur Überwindung von Anspannungen.

Die Ausweitung des Geldvolumens verlangsamte sich in bemerkenswerter Weise. Einschließlich der Termineinlagen betrug der Anstieg nur 0,7 Prozent, gegenüber 26,6 Prozent im Jahr 1971. Schließt man auch die Spareinlagen ein, so erreichte der Anstieg jedoch 6,0 Prozent, gegenüber 24,2 Prozent im Vorjahr. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch öffentliche Emissionen stieg von 6,5 Mrd. Franken im Jahr 1971 auf 7,4 Mrd. Franken an, doch betraf der Zuwachs fast ausschließlich Auslandsanleihen, deren Volumen 2,5 Mrd. Franken betrug. Zudem wurden mittelfristige ausländische Schuldverschreibungen im Betrag von 3,3 Mrd. Franken im Inland plazierte, während im Jahr zuvor 4,8 Mrd. Franken untergebracht worden waren. Allerdings war die Abgabe an Ausländer damals noch ohne Quotenbeschränkung möglich gewesen.

Zum Jahreswechsel erforderte der ungemildert anhaltende Nachfrage- und Preisanstieg neue antiinflationistische Schritte. Es wurden Maßnahmen zur Stabilisierung des Bauplatzes ergriffen, die Möglichkeiten für steuerwirksame Abschreibungen beschränkt und eine Überwachung der Preise, Löhne und Gewinne eingeführt. Für weitere Restriktionsmaßnahmen bildete der Bundesbeschuß über Maßnahmen auf dem Gebiete des Kreditwesens die Grundlage. Der Zuwachs der inländischen Kredite von Banken und ähnlichen Instituten wurde für das am 31. Juli 1973 endende Jahr auf 6 Prozent des gemäß der früheren Rahmenvereinbarung für Ende Juli 1972 zulässigen Standes begrenzt. Da die meisten Banken diesen Spielraum bereits ausgeschöpft oder sogar überschritten hatten, bedeutete dies im Effekt einen Stopp für neue Kredite. Außerdem wurde eine Emissionskontrolle für inländische Wertpapiere eingeführt und der Abschluß von Kleinkredit- und Abzahlungsgeschäften durch Erhöhung der Anzahlungen und Kürzung der Laufzeiten erschwert. Der erwähnte Bundesbeschuß gestattete ferner die Vorschreibung von Mindestguthaben sowohl auf dem Bestand als auch auf dem Zuwachs der inländischen und ausländischen Gelder, doch wurde von dieser erweiterten Ermächtigung erst im März Gebrauch gemacht, als die Reserveerfordernisse durch Aufruf von Mindestguthaben für Auslandsgelder in beiden Kategorien verschärft wurden. In der Zwischenzeit stellte die Nationalbank gegen Ende Januar ihre Interventionen am Devisenmarkt ein und gab den Frankenkurs frei, um der Konversion von großen Dollarbeträgen in Franken einen Riegel vorzuschieben.

Im Frühjahr 1973 herrschte weiterhin eine lebhafte Wirtschaftstätigkeit, doch begannen die Beschränkungen des Wachstums der Bankkredite fühlbar zu werden, vor

allem auf dem Bausektor. Die De-facto-Aufwertung des Frankens hatte außerdem die Aussichten in der Exportwirtschaft gedämpft, in einigen Fällen sogar nachdrücklich. Während die Preise in einem für die Schweiz ganz außergewöhnlichen Maße weiter gestiegen sind, besteht nun die Möglichkeit, daß sich die Übernachfrage im Produktionsbereich und am Arbeitsmarkt etwas abschwächen wird. Zurückhaltung bei den rasch wachsenden Ausgaben der öffentlichen Hand wäre nach wie vor eine wünschenswerte Politik, doch lag dies bis jetzt nicht im Bereich des Möglichen.

*Österreich.* Entgegen den Erwartungen erhöhte sich die Zuwachsrates der Wirtschaft im vergangenen Jahr. Nach einer kräftigen Verstärkung bis zum Frühjahr wurde die inländische Nachfrage im Verlaufe des Sommers vorübergehend schwächer, erholte sich jedoch dann im Herbst wieder. Die Bauwirtschaft war das ganze Jahr über stark beschäftigt, und die industriellen Anlageinvestitionen wuchsen aufgrund zufriedenstellender Unternehmergewinne und günstiger steuerlicher Gegebenheiten. Im Herbst kam es unter dem Eindruck von Unsicherheiten über die künftige Preisentwicklung im Zusammenhang mit der Einführung der Mehrwertsteuer am Anfang des Jahres 1973 zu einer Belebung der Verbrauchsnachfrage. Die im ersten Halbjahr 1972 nachlassende Exportkonjunktur befestigte sich nach der Jahresmitte.

Die ursprünglich auf der Erwartung eines Konjunkturrückschlags basierende Budgetpolitik wurde erst im späteren Jahresverlauf auf stabilitätsorientierte Zielsetzungen umgestellt. Insgesamt dürfte aber der Liquiditätseffekt des Staatshaushaltes auf die Wirtschaft im Jahr 1972 leicht konjunkturdämpfend gewirkt haben.

Da infolge von Zuflüssen bereits ein beträchtlicher Überhang in der Geldversorgung entstanden war, ergab sich schon zu Jahresbeginn die Notwendigkeit restriktiver geldpolitischer Maßnahmen. Im Januar wurden mittels Offenmarkttransaktionen liquide Mittel des Kreditapparates stillgelegt, die Mindestreservesätze erhöht und das Gentleman's Agreement mit den Banken über die teilweise Stilllegung von Auslandszuflüssen und über die Nichtereinnahme von Geldern aus dem Ausland verlängert. Gleichzeitig erfuhren die Kreditplafonds gemäß den Kreditkontrollabkommen eine Senkung. Nach weiteren großen Zuflüssen im Juni wurden zusätzliche Vereinbarungen getroffen: Die Bundesregierung erklärte sich bereit, von der Aufnahme von Auslandskrediten Abstand zu nehmen — es wurden sogar vorzeitige Tilgungen von Auslandsschulden vorgenommen —, und der Gegenwert einer Emission des Bundes wurde stillgelegt. Die Kreditunternehmen verpflichteten sich ihrerseits zur Anlage zusätzlicher Gelder im Ausland. Gegen Ende des Sommers kam es neuerlich zu kurzfristigen Offenmarkttransaktionen, um den durch Devisenzuflüsse aus dem Reiseverkehr gegebenen saisonalen Liquiditätsstoß abzufangen. Zur Bindung der Liquidität, die durch Einlösung der früher zur Sterilisierung des Geldüberhangs begebenen Wertpapiere zu entstehen drohte, verfügte man im Herbst eine abermalige Erhöhung der Mindestreserveverfordernisse. Zur Absicherung gegen weitere Kapitalzuflüsse wurde mit dem Kreditapparat ein Übereinkommen über die Einschränkung des Verkaufs von auf Schilling lautenden festverzinslichen Wertpapieren an Devisenausländer und die Einstellung der Bausparkassenfinanzierung für Ausländer im Wohnungsbau getroffen. Da die Expansion der Bankkredite als übermäßig empfunden wurde, erfolgte eine nochmalige Reduzierung der Kreditplafonds, und der Kreditapparat verpflichtete sich,

für nicht ausgenützte Kreditrahmen eine Bereitstellungsprovision zu berechnen und die Werbung für die Konsumfinanzierung zu unterlassen.

Diese Maßnahmen führten dazu, daß die Liquidität des Kreditapparates im Verhältnis zu den Inlandsverbindlichkeiten gesenkt werden konnte. Die Expansion bei den der Wirtschaft gewährten Bankkrediten belief sich im Jahr 1972 auf rund 48 Mrd. Schilling, gegenüber 38 Mrd. Schilling im Vorjahr. Die direkten Ausleihungen des Kreditapparates stiegen um 21 Prozent, gegenüber 19,9 Prozent im Jahr zuvor. Das Geldvolumen einschließlich Termineinlagen, jedoch ohne Spargelder, wuchs um 24,4 Prozent, gegen 16,0 Prozent 1971 und nur 8,3 Prozent 1970.

Im letzten Quartal von 1972 wurde die Anspannung sowohl in der Produktionssphäre als auch am Arbeitsmarkt deutlich spürbar. Die Verbraucherpreise, bei denen man mit einem Anstieg von jährlich unter 5 Prozent gerechnet hatte, stiegen im Dezember in einem Jahrestempo von 7,6 Prozent, während die Tariflöhne 1972 um 16,1 Prozent, gegenüber 9,8 Prozent 1971, angehoben wurden.

Angesichts dieser Situation und unter Berücksichtigung der bevorstehenden Einführung der Mehrwertsteuer wurden gegen Ende des Jahres zusätzliche Stabilitätsmaßnahmen ergriffen. Auf Initiative der Regierung kam eine Vereinbarung zwischen den Sozialpartnern bezüglich einer Zurückhaltung bei Lohn- und Preiserhöhungen für die Dauer von sechs Monaten zustande. Der direkte Stabilitätsbeitrag der Regierung lag in einer 15–20prozentigen Bindung der Ermessenskredite sowie in einem Aufschub der durch zweckgebundene Einnahmen finanzierten Investitionen. In der Geldpolitik erhöhte man den Diskontsatz von 5 auf 5,5 Prozent, und neben einer Anhebung der Mindestreservesätze verschärfte man auch die Mindestreservebestimmungen. Die Kreditkontrollabkommen wurden auf weitere Institutsgruppen ausgedehnt, und der Kreditplafond wurde reduziert. Die Behörden brachten die währungspolitische Absicht zum Ausdruck, die Ausweitung des Kreditvolumens der Banken in den zwölf Monaten bis November 1973 auf etwa 12 Prozent zu beschränken. Ferner wurden Vereinbarungen über die Beschränkung der Ausweitung der aushaftenden Kredite der Versicherungsgesellschaften und der Bausparkassen getroffen. Um die Geldpolitik von störenden Auslandseinflüssen abzuschirmen, wurden der Erwerb heimischer Wertpapiere und Liegenschaften durch Ausländer, bestimmte Kreditaufnahmen im Ausland durch Inländer und zur inländischen Verwendung bestimmte Kreditgewährungen an Ausländer für sechs Monate entliberalisiert.

Im Frühjahr 1973 entwickelte sich die Gesamtnachfrage nach wie vor stark, aber das reale Wachstum dürfte sich infolge der Grenzen im Angebot verlangsamen. Der Stabilitätskurs wurde durch die leichte Schillingaufwertung im März weiter verstärkt. Etwa um diese Zeit zeigte sich im Bankenapparat eine ziemlich ausgeprägte Liquiditätsverknappung, doch vermied die Nationalbank durch Offenmarkttransaktionen und Senkung der Mindestreserven eine Verschärfung der Situation. Das Hauptproblem liegt allerdings nach wie vor beim Preisauftrieb, der nach Prognosen 1973 bis 7,5 Prozent betragen könnte. Da ferner die Möglichkeit besteht, daß die nächste Lohnrunde früher als vorgesehen stattfinden wird, bemühen sich die zuständigen Stellen durch breitgestreute Maßnahmen, die Auftriebskräfte im Zaum zu halten. Das Ende Mai ablaufende Stabilitätsprogramm wurde verlängert und verstärkt.

*Dänemark.* Die Wachstumsverlangsamung, die während der vergangenen zwei Jahre aufgetreten war, hielt bis in die ersten Monate von 1972 hinein an; ab Frühjahr expandierte die Wirtschaft jedoch wieder rascher. Im Wohnungsbau wurde die Abschwächung durch eine Aufwärtsbewegung abgelöst, die private Verbrauchsnachfrage verstärkte sich, und die öffentlichen Ausgaben nahmen weiterhin kräftig zu. Die Investitionstätigkeit der Industrie blieb schwach, wenngleich gegen Jahresende Anzeichen einer Erholung bemerkbar waren. Die Arbeitslosigkeit nahm im Verlaufe des Jahres ab, während die Einfuhren nach einer bis zum Sommer andauernden Flaute stark anstiegen. Die Zunahme der Verbraucherpreise beschleunigte sich und belief sich über das ganze Jahr gesehen auf 7,1 Prozent.

Angesichts der Notwendigkeit, die Handelsbilanz zu verbessern — ein Ziel, dessen Realisierung durch die Verpflichtung erschwert wurde, die 10prozentige Einfuhrzusatzsteuer im Zeitraum Juli 1972–März 1973 in Etappen zu beseitigen —, war im vergangenen Jahr beabsichtigt, die Wirtschaftspolitik auf eine restriktive Linie zu bringen. Im Staatshaushaltsplan für das im März 1973 endende Fiskaljahr war — nach einem vorhergehenden geringen Defizit — ein Überschuß von 2,6 Mrd. Kronen veranschlagt, und die von den Banken für andere Zwecke als den sozialen Wohnungsbau eingeräumten Kredite blieben einer Begrenzung unterworfen.

Es wurde jedoch bald deutlich, daß die Beschränkung der Staatsausgaben nicht realisiert werden konnte. Im Juli forderte die Regierung die Gemeinden auf, die Investitionsausgaben einzuschränken, und kündigte bestimmte Einsparungen bei den eigenen Ausgaben an. Die meisten davon waren jedoch längerfristiger Natur. Im Herbst wurde eine 2½prozentige Steuer auf Hausverkäufe eingeführt und die Erhöhung bestimmter Kaufsteuern beschlossen, was aber lediglich dazu dienen sollte, die mit Wirkung vom Januar 1973 eintretenden Veränderungen bei der Einkommenssteuer einnahmenmäßig auszugleichen. Wegen der in der Bauwirtschaft auftretenden Überbeanspruchung wurden nichtbevorzugte Bauten im Oktober quantitativen Beschränkungen unterworfen.

Auf monetärem Gebiet sind die Plafonds für Kreditzusagen der Banken wiederholt erneuert, aber im Verlauf des Jahres um 8 Prozent angehoben worden, um eine Wiederbelebung der Investitionstätigkeit der Industrie zu begünstigen. Der offizielle Diskontsatz, der im Januar auf 7 Prozent gesenkt worden war, wurde im Juni auf 8 Prozent erhöht. Zur gleichen Zeit wurden die Refinanzierungsfazilitäten der Banken bei der Nationalbank durch Herabsetzung des Lombardrahmens von 90 auf 60 Prozent beschnitten. Der Diskontsatz wurde wieder auf 7 Prozent gesenkt, als die Unsicherheit bezüglich des Beitritts Dänemarks zu den Europäischen Gemeinschaften beseitigt war.

Unter Inanspruchnahme eines unausgenutzten Spielraums innerhalb der ursprünglichen Kreditbegrenzung weiteten die Banken ihre Ausleihungen an den Privatsektor über das Jahr um 12½ Prozent aus, verglichen mit 4½ Prozent 1971. Außerdem erhöhten sie ihre Wertpapierbestände erheblich. Das Geldvolumen im weiteren Sinne nahm um gut 15 Prozent zu (1971: 9½ Prozent). Auf dem Kapitalmarkt stieg das Emissionsvolumen auf 12,9 Mrd. Kronen (netto), verglichen mit 9,3 Mrd. Kronen 1971 und nur 6,5 Mrd. Kronen 1970; ein großer Teil des Zuwachses ging auf Hypothekenpfandbrief-Emissionen zurück. Die Rendite für Rentenwerte ist nach einem

ständigen Absinken während des größten Teiles des Jahres in den letzten Monaten von 1972 gestiegen. Im Februar 1973 wurden die Vereinbarungen der Banken über die maximalen Habenzinssätze, die fast vierzig Jahre in Kraft waren, beendet; bald darauf hob eine Reihe von Banken die Zinssätze für Termineinlagen an.

Da der Nachfragedruck weiter zunahm, sind die Kreditplafonds auf das erste Halbjahr 1973 ausgedehnt und um 4 Prozent erhöht worden. Daneben wurde der Zinssatz, den die Zentralbank für Lombardkredite verlangt, auf ein Niveau etwas oberhalb der durchschnittlichen Umlaufrendite von Rentenwerten heraufgesetzt. Der Haushalt 1973/74 sah zunächst einen Überschuß von 1,2 Mrd. Kronen vor; um ihn jedoch zu erhöhen, ergriff die Regierung im März mehrere Stabilitätsmaßnahmen: die Freistellung neuer Wohnbauten von der Mehrwertsteuer wurde abgeschafft, die Körperschaftsteuer erhöht und der Freibetrag bei der Einkommens- und Körperschaftsteuer gekürzt. Ferner wurde vorgesehen, die Kinderzulagen und Altersrenten nach dem Einkommen zu staffeln und bestimmte öffentliche Investitionsprojekte zu verschieben.

Die Erneuerung der nationalen Tarifvereinbarungen im März hat erstmals seit vielen Jahren zu wochenlangen Streiks und Aussperrungen geführt. Die schließlich erreichten Abschlüsse brachten über zwei Jahre verteilt erhebliche Erhöhungen der Grundvergütung pro Arbeitsstunde, die lohnmäßige Gleichstellung der Frauen mit den Männern und eine Kürzung der wöchentlichen Arbeitszeit. Unter Berücksichtigung der Indexbindungen und der erwarteten Lohndrift wird die Gesamtwirkung der Vereinbarungen eine Beschleunigung der Lohnsteigerungsrate im Vergleich zu den Lohnerhöhungen in den letzten zwei Jahren sein.

*Norwegen.* Nach einem langdauernden Konjunkturaufschwung, der eine mäßige Dämpfungspolitik notwendig gemacht hatte, schwächte sich die Inlandsnachfrage im vergangenen Jahr erheblich ab. Auf den kräftigen Zuwachs der Anlageinvestitionen im Jahr 1971 folgte 1972 ein merklicher Rückgang der Investitionen in Schiffen und ein viel geringeres Wachstum bei anderen Investitionskategorien, obwohl die öffentliche Investitionstätigkeit sowie der Wohnungsbau recht kräftig blieben. Da die Erhöhung der Verbraucherpreise, der Steuern und der Sozialversicherungsbeiträge an den verfügbaren Realeinkommen zehrte, nahm der private Verbrauch nur wenig zu. Auf der anderen Seite trugen die Ausfuhren, die nach einem Jahr der Abschwächung stark anstiegen, dazu bei, die gesamte reale Wachstumsrate auf eine befriedigende Höhe von 4,2 Prozent zu bringen und in Übereinstimmung mit den längerfristigen Zielen der Regierung das Defizit der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz zu vermindern.

Die öffentliche Haushaltspolitik wurde 1972 auf die Reduzierung des Nachfragedrucks ausgerichtet. Zwar stiegen die zentralen Ausgaben gemäß den strukturellen Zielen um 13 Prozent, wohingegen das nominale Bruttosozialprodukt um weniger als 9 Prozent zunahm. Doch belief sich der Überschuß des gesamten öffentlichen Sektors (vor den Kredittransaktionen) infolge der höheren Steuern und Sozialversicherungsbeiträge auf 2,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, verglichen mit 1,9 Prozent im Vorjahr. Trotz der allgemeinen Dämpfungspolitik stellte die Regierung allerdings für regionale Arbeitsbeschaffungsprogramme Mittel zur Verfügung. Darüber hinaus beschleunigten die Behörden die Freigabe von bei der Zentralbank stillgelegten Investitionsmitteln und verringerten die Anreize für die Neueinzahlung solcher Mittel.

Um die Investitionstätigkeit zu begünstigen, haben die Währungsbehörden ein höheres Emissionsvolumen für Rentenwerte festgelegt als 1971 und den Richtwert für die inländische Kreditexpansion, der im vorangegangenen Herbst auf 7 Prozent festgesetzt worden war, nach oben revidiert. Zudem sind in den ersten Monaten von 1972, als die Kreditgewährung der Sparkassen nachließ, ihre Verpflichtungen, Primärliquiditätsreserven zu halten, zunächst vermindert und dann gänzlich aufgehoben worden.

Vom Frühsommer an begann die Industrieproduktion sich unter dem Einfluß der Exportnachfrage wieder zu erholen. Um die Kreditausweitung in Grenzen zu halten, ist im August die Primärliquiditätsreservepflicht für die größeren Sparkassen im Süden wieder eingeführt worden, und später wurde diejenige der Geschäftsbanken in zwei Schritten um 2 Prozentpunkte erhöht. Im gesamten Jahr sind die Nettoauslandsforderungen des Bankensystems etwas mehr als 1971 gestiegen, und auch die inländische Kreditgewährung war ein wenig stärker. Das Geld- und Quasigeldvolumen nahm während des Jahres um 12,8 Prozent zu, verglichen mit 12,6 Prozent 1971.

Nach der Abschaffung des zeitweiligen Preisstopps Mitte November 1971 beschleunigte sich die Zuwachsrate der Verbraucherpreise; im September 1972 betrug sie gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand mehr als 8 Prozent. Die Regierung ordnete daraufhin wieder einen allgemeinen Preisstopp an, der Anfang 1973 durch ein System der Preisüberwachung ersetzt wurde. Kurz danach sank die jährliche Preissteigerungsrate auf etwa 6,8 Prozent, beschleunigte sich aber bald wieder. Da jedoch die im Jahr 1972 abgeschlossenen zweijährigen Lohnvereinbarungen sowohl erhebliche Aufbesserungen als auch einen automatischen Teuerungsausgleich vorsehen, wird erwartet, daß der Aufwärtsdruck auf die Preise stark bleibt.

Der Haushaltsplan der Regierung für 1973 ist abermals auf Nachfragebeschränkung abgestellt. Zwar soll die relative Ausdehnung der Tätigkeiten des öffentlichen Sektors fortgeführt, aber das Wachstum der Ausgaben gemäßigt und die Einnahmenseite durch höhere Verbrauchssteuern gestärkt werden. Es wird erwartet, daß der gesamte öffentliche Sektor einschließlich der Sozialversicherungsfonds (ohne Kredittransaktionen) einen Überschuß erreichen wird, der 2,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht; dieser Satz ist etwas höher als 1972. Angesichts der vorgesehenen umfangreichen Investitionen des Schiffssektors wird eine Ausweitung der Nettokreditaufnahmen im Ausland zugelassen werden, während das Wachstum des inländischen Kreditvolumens in Grenzen gehalten werden soll, um einen übermäßigen Nachfrage- druck zu vermeiden. Die Ausleihungen der Staatsbanken, hauptsächlich zur Finanzierung des Wohnungs- und Straßenbaus, werden jedoch weiterhin kräftig wachsen.

*Schweden.* Die Wirtschaft hat sich nur langsam von der 1971 begonnenen Rezession erholt. Auf die in jenem Jahr verzeichnete Abwärtsbewegung des privaten Verbrauchs, des Wohnungsbaus und der Investitionen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte folgte im vergangenen Jahr eine leichte Expansion. Die den privaten Anlageinvestitionen gegebenen Anregungen waren wirksam, aber die Lagerbildung verlangsamte sich erneut. Ungeachtet der Zunahme der Staatsinvestitionen und des stärkeren Ausfuhrwachstums — teilweise die verbesserten Bedingungen in der Zellstoff- und Papierindustrie widerspiegelnd — betrug das Wachstum des Bruttonationalprodukts real nur 2 Prozent, was zum Abbau der Arbeitslosigkeit nicht ausreichte.

Die 1971 eingeführten belebenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen wurden letztes Jahr mit neuem Elan, jedoch im wesentlichen in gleicher Weise wie vorher fortgesetzt. Abgesehen von der Beschaffung von Notstandsarbeiten richteten sich diese Maßnahmen hauptsächlich auf die Investitionen und konzentrierten sich auf die Freigabe von Investitionsmitteln, auf erhöhte Steuerfreibeträge bei der Anschaffung von Maschinen und Ausrüstungsgütern (die im November auf die Bauwirtschaft ausgedehnt wurden) und auf eine weitere Unterstützung der Gemeinden durch die Regierung in Belangen des Umweltschutzes. Was den Wohnungsbau betrifft, so hatte die Nachfrage einen solchen Sättigungsgrad erreicht, daß der Spielraum für weitere Anreize sehr begrenzt war. Da die Notwendigkeit antizyklischer Maßnahmen länger angehalten hat, als zunächst erwartet worden war, dürfte das Haushaltsdefizit im Fiskaljahr 1972/73 (Juli–Juni) auf 7,2 Mrd. Kronen gegenüber einem ursprünglich geschätzten Defizit von 3,3 Mrd. Kronen steigen.

Nach fortschreitender Auflockerung während des Jahres 1971 behielt die Geldpolitik 1972 ihre expansive Linie bei, ohne das angewendete Instrumentarium wesentlich zu verändern. Die Liquidität nahm infolge des stark wachsenden Haushaltsdefizits, das nur teilweise durch steigende Wertpapierverkäufe außerhalb des Bankensystems finanziert wurde, und infolge des beschleunigten Anstiegs der Währungsreserven beträchtlich zu. Während des Jahres erhöhte sich die Geldmenge im weiteren Sinne um 12½ Prozent, nach einer Zunahme um 10½ Prozent 1971.

Die Nettokreditexpansion von 27 Mrd. Kronen belief sich auf 14 Prozent des Bruttosozialprodukts. 1971 hatte der Anteil 12 Prozent und 1970, als noch eine

Schweden: Nettokreditgewährung

Kreditgeber	Jahr	Kreditnehmer				Insgesamt
		Staat	Nicht-zentrale öffentliche Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	
Millionen schwedische Kronen						
Zentralbank . . . . .	1970	1 600	—	30	—	1 630
	1971	1 520	—	30	30	1 520
	1972	180	10	—	—	170
Geschäftsbanken . . . . .	1970	840	300	1 990	140	1 310
	1971	1 220	200	600	3 190	5 210
	1972	1 950	120	1 950	4 050	6 070
Sonstige Banken . . . . .	1970	1 080	220	1 640	1 010	3 950
	1971	700	670	1 590	950	2 510
	1972	1 830	450	2 770	1 470	6 520
Öffentliche Versicherungsinstitute . . . . .	1970	760	690	3 270	2 040	6 760
	1971	950	820	4 140	3 270	9 180
	1972	1 930	770	2 720	2 760	8 180
Private Versicherungsgesellschaften	1970	370	60	750	710	1 890
	1971	90	140	1 740	910	2 700
	1972	460	290	1 420	1 070	3 240
Sonstige . . . . .	1970	240	10	10	230	490
	1971	270	10	40	370	150
	1972	350	40	20	740	1 150
Insgesamt . . . . .	1970	3 210	1 280	7 690	3 850	16 030
	1971	2 630	1 840	8 080	8 720	21 270
	1972	6 340	1 680	8 880	10 090	26 990

restriktive Politik verfolgt worden war, lediglich 9 Prozent betragen. Da jedoch für die Finanzierung des Budgetdefizits der Regierung im letzten Jahr ein sehr hoher Betrag benötigt wurde, blieb die Kreditausweitung in allen übrigen Bereichen zusammengekommen ungefähr im gleichen Verhältnis zum Bruttosozialprodukt wie 1971. Diese Aussage trifft im wesentlichen auch für die allein den Unternehmen gewährten Kredite zu. Diese waren 1971 stark gestiegen, da die Unternehmen ihre Liquidität wieder auffüllten; jedoch im letzten Jahr verlangsamte sich die Kreditgewährung an die Wirtschaft, wobei der diesem Bereich zugezählte Konsumkredit die Expansion trug. Der Nettokreditbedarf der nichtzentralen öffentlichen Haushalte ging im letzten Jahr, absolut gesehen, zurück. Die Wohnungsbaukredite wuchsen hingegen wegen der steigenden Grundstücks- und Baupreise weiter.

Für die gesamte Kreditausweitung im vergangenen Jahr waren zum Großteil die Banken verantwortlich, die von einem verstärkten Einlagenzufluß profitierten. Da die Kreditnachfrage seitens der Wirtschaft nachließ, gewährten die Banken vermehrt Konsum- und Wohnungsbaukredite. Sie waren jedoch in der Lage, große Posten kurzfristiger Staatspapiere zu übernehmen, die Kassenreserve- und Liquiditätsvorschriften ohne Schwierigkeiten zu erfüllen und auch gegenüber der Zentralbank das ganze Jahr über eine Überschussposition zu halten. Seit Beginn des Jahres 1972 waren die Sparkassen, die Agrarkreditgenossenschaften und die Postsparkasse zu höheren Liquiditätsquotienten verpflichtet, und als Folge davon erhöhten auch diese Institute ihr Obligationenportefeuille beträchtlich. Der Anleihemarkt wurde jedoch dadurch geschwächt, daß der staatliche Pensionsfonds das Volumen seiner Ankäufe reduzierte, und zwar nicht als Folge einer Verlangsamung im Wachstum seiner Mittel, sondern wegen der Rückzahlung früherer kurzfristiger Verbindlichkeiten gegenüber anderen Finanzinstituten. Die Netto-Neuemissionen von Anleihen lagen im vergangenen Jahr insgesamt nur wenig über dem Niveau von 1971. Das Volumen der aufgelegten Staatsanleihen war zwar beträchtlich höher, doch stand dem bei allen anderen wesentlichen Schuldnerkategorien ein scharfer Rückgang gegenüber. Am meisten war der Wohnungsbau von der verringerten Verfügbarkeit langfristiger Gelder betroffen; er mußte sich in einem ungewöhnlich hohen Ausmaß durch kurzfristige Bankkredite finanzieren.

Die Löhne stiegen bis zum Frühjahr 1972 zunächst steil an, nachdem die Auswirkungen der 1971 abgeschlossenen zweijährigen Tarifverträge zum Tragen kamen. In der Folge blieben die Löhne eine Zeitlang stabiler, da der Arbeitsmarkt nicht unter Druck stand, doch lagen die Stundenverdienste im Dezember noch immer um rund 11 Prozent über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der Auftrieb der Verbraucherpreise verlangsamte sich bis gegen Ende des Jahres nach und nach, dann aber begannen die steigenden Nahrungsmittelpreise stärker durchzuschlagen. Die Regierung belegte die meisten Nahrungsmittel mit einem ab Januar 1973 gültigen Preisstopp, wobei sogar schon bewilligte Preiserhöhungen zurückgenommen wurden und die landwirtschaftlichen Subventionen eine Aufstockung erfuhren. Anfangs 1973 traten auch Maßnahmen zu einer Umverteilung der Steuerlast in Kraft, nämlich eine Senkung der Sätze der persönlichen Einkommenssteuer und zum Ausgleich des Steuerausfalls eine Erhöhung der Lohnsummensteuer von 2 auf 4 Prozent sowie einiger anderer indirekter Abgaben.

Anfang 1973 zeigten die Exporte eine starke Wachstumsbeschleunigung, und die wirtschaftliche Erholung gewann endlich an Schwung. Die Schwäche der Nachfrage

nach Neubauwohnungen sowie der Strukturinvestitionen der Gemeinden übt jedoch auf die Konjunktorentwicklung noch immer einen dämpfenden Einfluß aus.

*Finnland.* Nach einer kurzen, jedoch ausgeprägten Verlangsamung des Wachstums im Jahr 1971 gewann die Konjunktur etwa ab Mitte 1972 wieder beträchtlich an Kraft. Der Hauptantrieb kam hierbei von einer starken Wiederbelebung der Auslandsnachfrage, aber auch die Verbrauchsausgaben erholten sich gut, und der Wohnungsbau geriet wieder in Schwung. Die öffentlichen Ausgaben wuchsen viel rascher, wobei besonderes Gewicht auf Investitionen gelegt wurde. Andererseits zeigten die privaten Anlageinvestitionen seit dem Investitionsboom von 1969–1970 nun schon das zweite Jahr wenig Veränderung, was zum Teil seine Ursache in den Unsicherheiten bezüglich der künftigen Handelsbeziehungen zur Europäischen Gemeinschaft hatte.

Als Folge einer Lockerung der Kontrollen über Preise und Mieten gegen Ende des Frühjahrs stiegen die Verbraucherpreise 1972 um 7,3 Prozent an. Die Löhne wuchsen weiter rasch, die Arbeitskosten je Produkteinheit aber dank einer verbesserten Produktivität in verringertem Tempo. Die Importpreise zeigten einen starken Anstieg, und die Großhandelspreise kletterten um 11½ Prozent.

Die Haushaltspolitik der Regierung war 1972 auf Expansion ausgerichtet, besonders gegen Ende des Jahres. Die beschleunigte Vornahme der Staatsausgaben zielte zum Teil auf die Reduzierung der Arbeitslosigkeit ab, und die staatlichen Kredite für den öffentlichen Wohnungsbau stiegen steil an. Die Regierung erhöhte darüber hinaus ihre Kreditaufnahmen im Ausland, um ihre Inlandsverpflichtungen zu vermindern, wodurch ein Beitrag zu besseren Finanzierungsbedingungen für andere Kreditnehmer geleistet wurde.

Die Geldpolitik verfolgte einen vorsichtig expansiven Kurs. Die Zinssätze wurden zu Beginn des Jahres 1972 um ¾ Prozentpunkte gesenkt und die Finanzierungskontingente der Banken bei der Notenbank das ganze Jahr auf einem verhältnismäßig hohen Stand belassen. Im Einklang mit einem im August 1971 gefaßten Beschluß der Regierung wurden von den bei der Bank von Finnland deponierten Konjunkturausgleichsrücklagen im Laufe des Jahres fast 590 Mio. Finnmark zurückgezahlt, die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Liquidität jedoch durch Begebung von Kassenscheinen an die Banken größtenteils neutralisiert. Die Auslandsverschuldung durch private Kreditnehmer erfuhr eine Förderung, und die Vorschriften bezüglich der Vorauszahlung bei bestimmten Importkategorien wurden im Juni 1972 aufgehoben. Gleichzeitig wurde die globale Beschränkung des Konsumkredits beendet, und im Juli folgte dann eine beträchtliche Erleichterung bei den Ratenkreditbedingungen. Zur Jahreswende 1972/1973 wies die Notenbank schließlich die Banken an, bei der Kreditgewährung Investitionsvorhaben zu bevorzugen. Auf der anderen Seite verringerte sie ihren eigenen Anteil an den dem privaten Sektor zur Verfügung gestellten Krediten.

In Erwartung einer weiteren Wirtschaftsbelebung ist der Haushaltsplan 1973 für die ersten Monate des Jahres auf eine leicht expansive Politik gerichtet, wobei je nach Entwicklung der Lage ein allmählicher Übergang zu mehr Zurückhaltung vorgesehen ist. Das Schwergewicht liegt nach wie vor bei der Rückkehr zu einem hohen Beschäftigungsgrad, und die Budgetausgaben, die Subventionen für Investitionen und

die Kreditgewährungen sollen zu den diesem Ziel entsprechenden Zeitpunkten vorgenommen werden. Die Kontrolle von Preisen und Mieten wurde im März angesichts des andauernd starken Drucks auf die Verbraucherpreise um ein weiteres Jahr verlängert.

*Spanien.* Unter der stimulierenden Wirkung kredit- und fiskalpolitischer Maßnahmen gewann der gegen Ende 1971 einsetzende Aufschwung im Laufe des vergangenen Jahres weiter an Tempo. Die industriellen Investitionen, welche 1971 zurückgegangen waren, erholten sich kräftig, wobei die 7prozentige Steuergutschrift für im ersten Halbjahr 1972 bestellte Ausrüstungsgüter einen Beitrag leistete. Der private Verbrauch beschleunigte sich, und das Exportwachstum blieb gut.

Der raschere Anstieg der Produktion war von zunehmenden Importen, einem stetigen Rückgang der Arbeitslosigkeit außerhalb des Agrarsektors und von größeren Lohnsteigerungen begleitet, wobei die Stundenverdienste im Jahr 1972 durchschnittlich um 16,5 Prozent über dem Vorjahresniveau lagen. Der Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich im Sommer und erreichte schließlich einen Jahreswert von rund 9 Prozent. Im Lichte dieser Gegebenheiten wurde die Kredit- und Fiskalpolitik nach und nach restriktiver. Da jedoch in der Landwirtschaft noch Arbeitskraftreserven vorhanden waren und die Zahlungsbilanz stark blieb, sah sich die Wirtschaftspolitik weiter in der Lage, eine hohe Wachstumsrate anzustreben, während der Preisauftrieb durch selektive Maßnahmen bekämpft wurde. Im Oktober wurde ein dementsprechendes Maßnahmenpaket erlassen, welches die allwöchentliche Preisbestimmung für wichtige Lebensmittel durch die Provinzgouverneure, Zolllsenkungen für eine Reihe von Gütern, eine Liberalisierung bei den Importkontingenten und Reformen auf dem Sektor der staatlichen Lebensmittelimporte beinhaltete, wobei die meisten der bisher vom Staat gehandelten Waren für die privatwirtschaftliche Einfuhr freigegeben wurden. Der Anstieg der Verbraucherpreise konnte hierdurch gebremst werden. Sie lagen im Dezember um 7,3 Prozent über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Im Staatshaushalt ermöglichten höhere Steuereinnahmen im vergangenen Jahr nach dem Defizit von 1971 wieder ein Gleichgewicht. Die Behörden nahmen umfangreiche Staatspapieremissionen vor, um einen Teil des aus dem andauernden außenwirtschaftlichen Überschuß stammenden Liquiditätszuwachses zu sterilisieren. Außerdem wurden zu Anfang des Jahres den Sparkassen Pflichtreserven auferlegt. Trotz diesen Maßnahmen expandierte das Geldvolumen im weiteren Sinne ungefähr im gleichen Tempo wie 1971, nämlich um 23 Prozent, und die Ausweitung des Bankkredits an den privaten Sektor betrug 22 Prozent, gegenüber 18 Prozent 1971. Ungeachtet dieser neuerlich hohen Zuwachsraten gelang es den Behörden, die Liquidität des Kreditapparates viel besser in den Griff zu bekommen. Das Wachstum der monetären Basis der Banken wurde von 22,4 im Jahr 1971 auf 14,6 Prozent herabgedrückt, und die 1971 fast konstant gebliebene Liquiditätsquote des Kreditapparates sank von 5,5 Prozent zu Jahresbeginn auf 1,6 Prozent im Dezember 1972.

Neben einer vermehrten Inanspruchnahme von Bankkrediten erhöhte der private Sektor auch seine Wertpapieremissionen und griff in stärkerem Ausmaß auf Auslandskredite zurück. Im Einklang mit den Zielsetzungen der Wirtschaftspolitik scheint bei den im Rahmen von Sonderverfahren vergebenen Krediten ein Rückgang eingetreten zu sein.

Anfangs 1973 wuchsen Produktion und Nachfrage kräftig. Der Haushaltsplan für 1973 zielte darauf ab, inflatorische Anreize für die Wirtschaft zu vermeiden, und die Geldpolitik war weiter bestrebt, die Liquiditätsausweitung in Grenzen zu halten. Gleichzeitig legten die Behörden jedoch nach wie vor Gewicht auf die Sicherstellung eines guten Wirtschaftswachstums. In den ersten Monaten des laufenden Jahres stiegen als Folge großer Devisenkäufe der Währungsbehörden die freien Liquiditätsreserven der Banken an. Da die Erhöhung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken eine wichtige Quelle der inländischen Liquiditätsschöpfung geworden war, dehnten die Behörden das 100prozentige Mindestreserveverfordernis, welches in dieser Kategorie bisher nur für den Zuwachs gegolten hatte, auf den gesamten Bestand der Banken an konvertiblen Peseten-Einlagenverbindlichkeiten gegenüber Ausländern aus. Die Quote der den Banken auferlegten Pflichtanlagen in Staatspapieren wurde im Januar von 15 auf 14 Prozent reduziert. Im März kam es erstmals zu einer größeren Begebung von dreimonatigen Schatzwechseln, die allerdings nicht auf die Pflichtanlagen angerechnet werden. Die Ermittlung der obligatorischen Barreserven wurde außerdem auf Tagesbasis umgestellt. Per Saldo sollte dadurch eine merkbare Reduktion der Bankenliquidität bewirkt werden. Außerdem ist damit eine wichtige Verfeinerung im geldpolitischen Instrumentarium erreicht worden.

*Portugal.* Nach einer mäßigen Konjunkturabschwächung im Jahr 1971 gewann das Wachstum im vergangenen Jahr seine Triebkraft zurück. Der Export stieg rascher, die Anlageinvestitionstätigkeit verstärkte sich, und der private und der öffentliche Konsum machten weiterhin große Fortschritte. Nachdem sich der Anstieg der Verbraucherpreise schon 1971 stark beschleunigt hatte, erreichte er erneut ein Jahrestempo von rund 9 Prozent.

Der Nettozufluß zu den offiziellen Devisenreserven verursachte eine weitere kräftige Erhöhung der Bankenliquidität, die den Effekt der im Mai durchgeführten Erhöhung aller Mindestreservekategorien um 1 Prozentpunkt beträchtlich überkompensierte. Die Ausweitung des Bankkredits an den privaten Bereich beschleunigte sich im Jahresverlauf weiter, und die Geld- und Quasigeldbestände dieses Sektors wuchsen um 24 Prozent, gegenüber 21 Prozent im Jahr 1971 und 13 Prozent im Jahr 1970. Darüber hinaus fand im vergangenen Jahr eine deutliche Ausweitung der Anleihen- und Aktienemissionen statt, wie auch die langfristige Finanzierung über Sonderkreditinstitute, einschließlich der Nationalen Entwicklungsbank, merklich stieg.

Als die Teuerung im Juni Anlaß zur Besorgnis zu geben begann, legte die Regierung für bestimmte Güter und Dienstleistungen Höchstpreise fest und schrieb für Preiserhöhungen bei einer Reihe anderer Waren und Leistungen ein Überprüfungsverfahren vor. Gleichzeitig wurden für die hohen Einkommensklassen bei Privaten und Firmen Steuerzuschläge eingeführt und bestimmte Waren einer beim Verkauf zu entrichtenden Luxussteuer unterworfen. Da die Steuereinnahmen rascher stiegen, die staatlichen Investitionsausgaben nach dem sehr hohen Plus von 1971 jedoch langsamer wuchsen, ergab sich im Staatshaushalt ein gegenüber dem Vorjahr erhöhter Gesamtüberschuß.

Im Dezember 1972 wurden neue Stabilitätsmaßnahmen — gewisse Änderungen bei der direkten Besteuerung, eine Steuer auf Kraftfahrzeuge und Schritte zu einer

knappere Geldpolitik — angekündigt. Der Diskontsatz der Bank von Portugal wurde von  $3\frac{3}{4}$  auf 4 Prozent erhöht, und die meisten Soll- und Habenzinssätze der Kreditinstitute stiegen gleichfalls. Außerdem wurden die Mindestreserven der Banken im Januar 1973 um 1 Prozentpunkt erhöht. Für die von den Banken gewährten Konsum- und Exportkredite und die von ihnen gebildeten kurzfristigen Zwischenbankeinlagen setzte man gleichzeitig Plafonds fest, die an die Einlagenverbindlichkeiten in Landeswährung gebunden sind. Um die Ersparnisbildung zu fördern, waren schon vorher besondere, hochverzinsliche Einlagenformen im Bauspargeschäft bzw. für den Ankauf heimischer Aktien und Rentenwerte eingeführt worden.

*Jugoslawien.* Als Ergebnis einer Reihe restriktiver Maßnahmen aus dem Jahr 1971 mäßigte sich 1972 die rasche Nachfrageausweitung. Die gesamten Inlandsausgaben stiegen zu konstanten Preisen um 5 Prozent, wobei der Zuwachs bei den Investitionen bloß 3 Prozent betrug. Andererseits kam es dank den Dinarabwertungen vom Januar und Dezember 1971 und im Zusammenhang mit einer selektiven Importbeschränkung und Exportförderung zu einer Saldendrehung in der Leistungsbilanz von einem ansehnlichen Defizit im Jahr 1971 zu einem beträchtlichen Überschuß im Jahr 1972. Als wirtschaftliches Gesamtergebnis ist der Anstieg des Bruttosozialprodukts um real 6 Prozent gegenüber 8,5 Prozent 1971 zu registrieren.

Der Preisauftrieb war jedoch wieder beträchtlich. In den zwölf Monaten von Dezember 1971 bis Dezember 1972 stiegen die Lebenshaltungskosten um 17 Prozent, nachdem sie schon im Vorjahr um 18 Prozent gewachsen waren. Die Nahrungsmittelpreise allein lagen um 20 Prozent höher. Obwohl im Prinzip der Preisstopp aufrechterhalten wurde, waren kostenbedingte Preisanpassungen unvermeidbar.

Das Geldvolumen nahm in den zwölf Monaten bis November 1972 um 36 Prozent gegen 15 Prozent in der Vorperiode zu. Diese Beschleunigung war hauptsächlich durch große Nettodevisenzugänge bedingt, während 1971 beträchtliche Nettoabgaben stattgefunden hatten. Das Kreditvolumen der Banken expandierte andererseits nur um 15 Prozent, was etwas weniger als im Vorjahr war. In einem gewissen Ausmaß läßt sich dieses Ergebnis auf die verschiedenen Drosselungsmaßnahmen zurückführen, die seit dem Frühjahr ergriffen wurden, als man erkannte, daß die Liquiditätsschöpfung durch die Zahlungsbilanz große Ausmaße anzunehmen begann. Dementsprechend kam es zu einer Erhöhung der Mindestreserven und einer Verschärfung der Bankenaufsicht, und im September wurde dann der Zuwachs der Bankkredite bis Jahresende beschränkt. Ferner wurden die meisten Kreditaufnahmen im Ausland einer Bardepotpflicht unterworfen, wobei unverzinsliche Einlagen bis 40 Prozent der hereingenommenen Gelder bei der Notenbank zu tätigen waren; im Dezember wurden diese Sätze auf ein generelles Maximum von 75 Prozent angehoben.

Da die Inflation wenig Anzeichen eines Nachlassens zeigte, wurden gegen Ende 1972 und anfangs 1973 weitere Schritte unternommen. Die größte Wirkung ging dabei wahrscheinlich von den Maßnahmen auf dem Gebiet der Lohnpolitik aus: Die Löhne und Gehälter auf dem Dienstleistungssektor wurden bis Ende Juni eingefroren und die Lohnzahlungen illiquider Betriebe, die ihren fälligen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen konnten, um bis zu 10 Prozent gekürzt. Die Gehälter der Bundesbediensteten wurden im gleichen Ausmaß herabgesetzt. Außerdem wurden bestimmte Importe

mit einer zeitlich befristeten Steuer von 4 Prozent belegt und unproduktive Investitionen sowie die Gewährung von Konsumkrediten erschwert. Einige Teilrepubliken führten ferner „Stabilitätssteuern“ für gewisse Konsumausgaben sowie für höhere Einkommen ein. Schließlich wurde Mitte Februar anlässlich einer der Dollarabwertung folgenden weiteren Dinarabwertung von 10 Prozent ein neuer Anlauf genommen, um die Preise der meisten Güter und Dienstleistungen, diesmal auf dem Niveau vom Jahresende 1972, einzufrieren. Im Mai wurde der Preisstopp durch ein Abkommen zwischen der Zentralregierung und den einzelnen Teilrepubliken ersetzt, dem zufolge der Anstieg der Lebenshaltungskosten im Jahr 1973 auf 15 Prozent begrenzt werden soll.

Die Inflation muß im Frühjahr 1973 nach wie vor als ein kritisches Problem bezeichnet werden. Die bisher eingeschlagene Lohnpolitik läßt jedoch annehmen, daß die Verlangsamung in der Expansion der privaten Einkommen, die 1972 durch einen Rückgang des Anstiegs auf Jahresbasis von 30 Prozent im ersten Quartal auf 18 Prozent im letzten Vierteljahr zum Ausdruck gekommen war, anhalten wird. Hinsichtlich des seit langem bestehenden Problems der Unternehmens-, „Illiquidität“ wird durch die nunmehr nachdrücklich gehandhabte zwangsweise Eintreibung der zwischenbetrieblichen Forderungen eine bessere Ausnützung der wirtschaftlichen Ressourcen angestrebt.

Im Mai 1973 kam es zur Eröffnung eines beschränkten Devisenmarktes, was einen Schritt in Richtung einer Konvertierbarkeit des Dinars bedeutete. Die Banken können hierbei innerhalb gewisser Regeln die wichtigeren konvertierbaren Währungen untereinander handeln und sind nicht mehr gehalten, ausschließlich mit der Notenbank abzuschließen.

*Australien.* Obwohl in der Geld- und Fiskalpolitik gegen Ende 1971 wieder die Zügel gelockert wurden, wuchs das Bruttosozialprodukt im Laufe des Jahres 1972 meist nur sehr langsam, und die Arbeitslosigkeit nahm stark zu. Der private Verbrauch blieb zunächst schwach, und die produktiven Investitionen verloren nach einem Boom in der Bauwirtschaft und dem Bergbau wieder an Elan. Export und Wohnungsbau machten hingegen weiter Fortschritte, und gegen Ende des Jahres, als die Wirtschaftspolitik auf stärkere Belebung geschaltet worden war, begann sich auch der Konsum wieder zu erholen.

Die Leistungsbilanz schloß im letzten Jahr mit einem Überschuß von 350 Mio. australischen Dollar, gegenüber einem Defizit von 800 Mio. im Vorjahr. Darüber hinaus dauerten auch die Nettokapitalzufüsse trotz der Lockerung der Geldpolitik und den im September 1972 ergangenen neuen Devisenvorschriften im gleichen großen Ausmaß wie 1971 an und erreichten im vergangenen Jahr insgesamt fast 2 Mrd. australische Dollar. Dadurch kam es, nachdem sich die offiziellen Gold- und Devisenreserven im Jahr 1971 auf 3,3 Mrd. US-Dollar verdoppelt hatten, im letzten Jahr zu einem weiteren Anstieg auf 6,1 Mrd. US-Dollar. Die Saldendrehung in der Leistungsbilanz geht zum Teil auf die konjunkturbedingte Importschwäche und auf erhöhte australische Exportpreise bei den Rohstoffen zurück. Allerdings waren die Defizite für 1970 und 1971 im Vergleich zu früher klein gewesen, und außerdem hatte sich durch das Realignement vom Dezember 1971 für den australischen Dollar global gesehen eine effektive Abwertung ergeben. In diesem Lichte ist die Aufwertung vom Dezember 1972 um 7,05 Prozent und das Stillhalten anlässlich der Dollarabwertung vom Februar 1973 zu beurteilen.

Man muß hierbei auch die relative Höherbewertung des Yen berücksichtigen, da der japanische Anteil am australischen Außenhandel in den letzten Jahren überaus rasch zugenommen hat.

Im Laufe des Jahres wurde eine Reihe von expansiv wirkenden budgetären Maßnahmen beschlossen, wobei unter anderem höhere Beihilfen an die Länderregierungen für öffentliche Arbeitsprogramme, ein Steuerfreibetrag von 20 Prozent für Investitionen in der Fertigungsindustrie und eine Senkung des Zuschlages zur persönlichen Einkommenssteuer um 2½ Prozent, verbunden mit erhöhten Sozialleistungen, zu nennen sind. Hauptsächlich als Folge dieser Maßnahmen belief sich der inlandswirksame Budgetüberschuß der Bundesregierung in dem im Juni 1972 endenden Haushaltsjahr auf nur 390 Mio. australische Dollar, während im Voranschlag 630 Mio. Dollar oder fast 2 Prozent des Bruttosozialprodukts vorgesehen gewesen waren. Darüber hinaus enthielt der im August vorgelegte Voranschlag für 1972/73 Ansätze für beträchtliche Erhöhungen der Pensionen, der Subventionen an die Industrie und der Zahlungen an die Länder sowie eine Ermäßigung der persönlichen Einkommenssteuer um durchschnittlich 10 Prozent. Im Haushaltsplan für 1972/73 ist ein kleines Inlandsdefizit vorgesehen.

Die Devisenzugänge bei den Währungsbehörden trugen im Verein mit der defizitären Entwicklung des Regierungsbudgets zu einem beträchtlichen Zuwachs in der Liquiditätsbildung der Wirtschaft bei, und die Zinssätze gingen fortlaufend zurück. Als Ausdruck einer deutlich verstärkten Liquiditätsneigung erhöhte sich der Geldumlauf im weiteren Sinne um fast 20 Prozent, gegenüber nur 9 Prozent 1971. Die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor, die sich ab der Jahresmitte beschleunigte, stieg um 16 Prozent, doch konnten die Banken auch ihre liquiden Bestände und ihr Staatspapierportefeuille aufbauen, die zusammengenommen von 34,4 Prozent auf 38 Prozent der Einlagen zunahmen.

Anfang 1973 verzeichnete man zunächst ein schnelles Platzgreifen der binnenwirtschaftlichen Erholung, welche mit einer raschen Abnahme der Arbeitslosigkeit Hand in Hand ging. Der Inflationsdruck hatte 1972 etwas nachgelassen; die Verbraucherpreise waren um 4½ Prozent und die durchschnittlichen Arbeitsverdienste um 9 Prozent gestiegen, doch hat sich in jüngster Zeit die Zunahme beschleunigt. Im Zeitraum Januar–März wies die Leistungsbilanz noch einen Überschuß auf. Teilweise als Folge strengerer Devisenvorschriften — insbesondere der Beschränkungen bei der Aufnahme von Auslandskrediten, die im September eingeführt worden waren und im Dezember und Februar sukzessive verschärft wurden — begannen in den Wochen nach der Abwertung des US-Dollars große Nettoabflüsse einzusetzen, und die Zahlungsbilanz geriet in ein Defizit. Da sich bei der Nachfrage Überhitzungserscheinungen zu zeigen begannen, ließen die Behörden eine Verknappung der heimischen Liquiditätslage zu und erhöhten im April die Mindestreserveverpflichtungen für die Geschäftsbanken von 6,6 auf 7,6 Prozent.

*Südafrika.* Die bereits früher eingeleitete Politik zur Eindämmung der übermäßigen Nachfrage hat im Verein mit der Abwertung des Rand im Dezember 1971 zu einer deutlichen Verbesserung der Auslandsposition im vergangenen Jahr beigetragen. Den Behörden gelang es auch, das Wachstum der öffentlichen Ausgaben herabzudrücken und eine Verlagerung des Schwergewichtes zu Infrastruktur-Investitionen zu

erzielen. Die Zunahme des privaten Verbrauchs erfuhr eine weitere Abschwächung, während die privaten Anlageinvestitionen sich stabilisierten und die Lagerbestände nach drei Jahren des Aufbaus verringert wurden. Das globale Wachstumstempo gab somit Grund zur Enttäuschung. Die Verbraucherpreise stiegen im Jahr 1972 um 7,4 Prozent, doch war dies vornehmlich auf die Folgen der Abwertung und die erhöhten Lebensmittelpreise zurückzuführen.

Der Güterexport wuchs wertmäßig infolge höherer Marktpreise und der Abwertung um 36 Prozent, während das Hinaufschnellen der Importpreise durch den Rückgang des Importvolumens mehr als ausgeglichen wurde. Da außerdem der Marktwert der Goldproduktion um 240 Mio. Rand stieg, reduzierte sich das Leistungsbilanzdefizit von fast 1 000 Mio. Rand auf nur 100 Mio. Rand im vergangenen Jahr. Die Nettozuflüsse aus dem Kapitalverkehr lagen zwar unter den sehr hohen Werten von 1971, waren aber doch mit 500 Mio. Rand an dem Zuwachs der zentralen Währungsreserven von 711 Mio. auf 1 290 Mio. US-Dollar im vergangenen Jahr beteiligt. Da die Reserven anfangs 1973 weiter expandierten, sind praktisch alle seit den ersten Monaten von 1969 eingetretenen Verluste wettgemacht worden. Angesichts dieser Entwicklung konnten die im November 1971 verfügbaren Importbeschränkungen im Juli 1972 teilweise zurückgenommen werden.

Der Haushaltsvoranschlag der Regierung für 1972/73 sah mäßig belebende Maßnahmen vor, darunter steuerliche Anreize für den Export und für industrielle Investitionen in Verbindung mit einer Lockerung der Baubeschränkungen und der Restriktionen beim Ratenkredit. Ferner beschloß man selektive Ermäßigungen bei der Umsatzsteuer, gewisse Anpassungen der persönlichen Einkommenssteuer und eine Ermäßigung des rückzahlbaren Steuerzuschlages („loan levy“) auf Dividendeneinnahmen der Unternehmen. Um jedoch einer inflationistischen Entwicklung vorzubeugen, beabsichtigte man, die Staatsausgaben langsamer wachsen zu lassen und den Kreditbedarf des Staates zu vermindern, wobei als Ergänzung die Arbeitsmarkt- und Importpolitik flexibler gehandhabt werden sollte. Gegen Ende des Jahres wurden eine neuerliche Erleichterung der Teilzahlungskreditbedingungen, eine Ermäßigung der Umsatzsteuer und die vorzeitige Rückzahlung des stillgelegten Einkommenssteuerzuschlages aus dem Jahr 1966 vorgenommen.

Das gesamte Budgetdefizit der Regierung belief sich im Kalenderjahr 1972 auf 750 Mio. Rand gegenüber 845 Mio. 1971, und seine Deckung erfolgte in größerem Ausmaß als im Vorjahr außerhalb des Bankenapparats. Die Liquidität der Wirtschaft wurde indessen durch den Zahlungsbilanzüberschuß vergrößert, und die kurzfristigen Zinssätze gingen immer weiter zurück. Die Bankrate wurde im August von 6½ auf 6 Prozent ermäßigt, und dem folgte eine allgemeine Reduktion im Zinsgefüge des Kreditapparates. Darüber hinaus wurden auch die seit langem unverändert gebliebenen Grenzen für die Kreditgewährung der Banken in zwei Etappen im April und September erhöht und schließlich im November durch ein System von Barreserven und Liquiditätserfordernissen abgelöst. Ziel dieser Neueinführung war zwar primär eine Strukturreform, doch wurden die neuen Quotienten so festgesetzt, daß die Bankenliquidität reichlich bemessen war.

Das Geldvolumen im weiteren Sinne wuchs um rund 19 Prozent, gegen nur 7 Prozent 1971, wobei die langfristigen Einlagen bei den Banken um nahezu 50 Prozent

stiegen. Wenngleich die Ausweitung der Bankkredite an den privaten Sektor gegen Ende des Jahres eine Beschleunigung erfuhr, erreichte sie im gesamten Jahr 1972 nur knapp 12 Prozent, so daß die Banken in der Lage waren, ihre liquiden Bestände aufzubauen.

In den Anfangsmonaten von 1973 waren Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung feststellbar, doch blieb der unausgenützte Kapazitätsspielraum noch beträchtlich. Der Haushaltsplan der Regierung für das im März 1974 endende Finanzjahr sieht wachsende Staatsausgaben vor, die hauptsächlich auf erhöhte Beamtengehälter und Pensionen zurückgehen. Zudem werden Subventionen und Steuererleichterungen für den Export und industrielle Investitionen, Ermäßigungen der Umsatzsteuer, die Abschaffung des Steuerzuschlages auf Divideneingänge bei Unternehmen und eine Kürzung des Zuschlages auf die persönliche Einkommenssteuer in den höheren Steuerklassen leicht belebend wirken. Die Herabsetzung der Bankrate auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent im März zog eine Ermäßigung der Sollzinssätze der Banken nach sich. Von einer Zurücknahme der Habenzinssätze wurde jedoch Abstand genommen und im Interesse der Sparförderung ein neuer, höherer Zinssatz für Depositen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren eingeführt.

*Osteuropa.* Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in der *Sowjetunion* von 9 und 6 Prozent in den Jahren 1970–1971 auf 4 Prozent 1972 ist hauptsächlich durch einen wetterbedingten Rückgang der landwirtschaftlichen Produktion verursacht worden. Obwohl davon die meisten Feldfrüchte — und damit auch die Fleischversorgung — betroffen waren, gingen die ernsthaftesten Folgen doch von der schlechten Getreideernte aus, und beträchtliche Importe zur Schließung der Bedarfslücke mußten vorgenommen werden. Die Zunahme der industriellen Produktion verlangsamte sich wie im vorangegangenen Jahr und blieb im wesentlichen wegen der Nichterfüllung des der Konsumgütererzeugung gesetzten Zieles etwas unter dem Plansoll. Unter den Gründen für die Wachstumsverlangsamung sind das ungünstige Winterwetter, welches die Bautätigkeit behinderte, und die 1971 verhältnismäßig geringe Zunahme bei den industriellen Investitionen zu nennen. Ein weiterer Faktor war der schwächere Produktivitätszuwachs, der von rund 7 Prozent im Jahr 1970 auf 5,2 Prozent 1972 absank, was teilweise darauf zurückgeht, daß Erweiterungsinvestitionen gegenüber Rationalisierungs- oder Ersatzinvestitionen den Vorrang genossen und nur geringe zusätzliche Fortschritte in Richtung einer ökonomischeren Rohmaterialverwendung erzielt wurden. Die gesamten Anlageinvestitionen stiegen um 6,6 Prozent gegenüber 7,3 Prozent 1971 und 11,5 Prozent 1970, und dies, obwohl die Investitionen in der Industrie allein um nicht weniger als 16 Prozent zunahmen. Die Lohneinkommen der Haushalte erhöhten sich im gleichen Ausmaß wie 1971 (6,2 Prozent), doch verlangsamte sich der Zuwachs des gesamten Geldeinkommens von 7,2 auf 6,8 Prozent. Die Preise blieben im allgemeinen verhältnismäßig stabil, und der reale Konsum nahm um etwa 4 Prozent zu, gegen 5,2 Prozent 1971. Gemäß dem für 1973 aufgestellten Plan soll das gesamte Wachstum mit der Erholung der landwirtschaftlichen Produktion wieder rascher werden. In der Industrie wurde für das laufende Jahr ein Wachstumsziel von 5,8 Prozent gegenüber einem tatsächlichen Ergebnis von 6,5 Prozent im Jahr 1972 gesetzt, wobei der Erzeugung von Produktionsgütern ein verhältnismäßig größeres Gewicht zugemessen wurde.

In der *Deutschen Demokratischen Republik* beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum 1972, nachdem im Vorjahr eine Verlangsamung verzeichnet worden war. Das noch nicht vollständig vorliegende Zahlenmaterial läßt darauf schließen, daß dieser Wandel teilweise auf eine Erholung der landwirtschaftlichen Produktion nach drei schlechten Erntejahren zurückzuführen ist. Obwohl der Arbeitskräftemangel andauerte, wuchs auch die industrielle Erzeugung rascher als im Jahr zuvor, was vor allem auf eine ausgewogenere Energie- und Rohstoffversorgung sowie auf eine Steigerung der Arbeitsproduktivität um 5,5 Prozent zurückzuführen ist. Kapazitätsreserven konnten nicht mehr im früheren Umfang herangezogen werden, da die Investitionstätigkeit 1971 stagniert hatte. Im Jahr 1972 setzte zwar wieder eine Ausweitung der Investitionen ein, doch war die Zunahme von 3 Prozent gemessen an früheren Ergebnissen immer noch niedrig. Das Wachstum in der Erzeugung von Konsumgütern scheint sich dank staatlichen Förderungen beschleunigt zu haben. Lohnerhöhungen, Verbesserungen bei den Sozialleistungen und größere landwirtschaftliche Umsätze führten zu einem Anstieg der Geldeinkommen der privaten Haushalte von 5–6 Prozent; die Realeinkommen nahmen ungefähr im gleichen Ausmaß zu, da die Preise stabil gehalten wurden. Auch die Detailhandelsumsätze expandierten um 6 Prozent, was beträchtlich über den Ergebnissen vorangegangener Jahre liegt, wobei der Absatz von anderen Waren als Nahrungsmitteln um fast 9 Prozent wuchs. Insgesamt entsprach daher die tatsächliche Entwicklung den behördlichen Zielsetzungen bezüglich der Verbesserung des Lebensstandards. Die gleichen Schwerpunkte sind in dem für 1973 aufgestellten Plan erkennbar, der erstmals größere Steigerungen in der Konsumgütererzeugung (7,1 Prozent) als bei den Produktionsgütern (4,9 Prozent) enthält. Insgesamt liegen die Planziele für 1973 etwas über den Ergebnissen von 1972.

**Osteuropäische Volkswirtschaften:  
Erzeugung nach Sektoren und produziertes Nationaleinkommen**

	Bruttoerzeugung						Produziertes Nationaleinkommen <sup>1</sup>	
	Industrie		Landwirtschaft		Bau		1971	1972
	1971	1972	1971	1972	1971	1972		
	<i>Prozentuater realer Jahreszuwachs</i>							
Bulgarien . . . . .	9,5	8,3	3,0	4,8	5,9	.	7,0	7,0 <sup>2</sup>
DDR . . . . .	5,6	6,3	-0,9	.	5,3	4,3 <sup>2</sup>	4,5	5,4
Polen . . . . .	8,3	10,8	3,7	8,1	8,0	14,4 <sup>2</sup>	8,2	9,0 <sup>2</sup>
Rumänien . . . . .	11,7	11,7	18,4	9,0	9,3	7,5	12,8	10,0
Sowjetunion . . . . .	7,7	6,5	1,1	-5,0 <sup>2</sup>	8,8	9,0	6,0 <sup>2</sup>	4,0 <sup>2</sup>
Tschechoslowakei . . . . .	6,9	6,4	3,2	3,6	9,7	9,4	5,2	5,7
Ungarn . . . . .	7,0	5,6	9,2	4,0	7,0	1,0	6,5	5,0 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Materielles Nettoprodukt. <sup>2</sup> Geschätzt.

Quelle: UN Economic Commission for Europe, „Economic Survey of Europe in 1972“.

In *Polen* führte das Zusammentreffen guter Ernten, reichlicher Produktionskapazität und kräftiger effektiver Nachfrage 1972 zu einem ansehnlichen Wirtschaftswachstum. Die industrielle Erzeugung wurde durch die 1971 verzeichnete Erholung in der Investitionstätigkeit, die bessere Ausnutzung vorhandener Produktionsstätten und dadurch begünstigt, daß sich die Zahl der Arbeitskräfte dank großzügigeren Anstellungsbedingungen um rund 4½ Prozent erhöhte. Ferner stieg die Arbeitsproduktivität in der Industrie um 6 Prozent, was wiederum einen beträchtlichen Zuwachs bedeutet. In Übereinstimmung mit den Zielsetzungen der Wirtschaftspolitik nahm die Erzeugung

von Konsumgütern schneller als die von Produktionsgütern zu. Sie expandierte 1972 um 11 Prozent, gegen 8 Prozent 1971 und durchschnittlich 6,5 Prozent in den Jahren 1965–1970. Gleichzeitig erhöhten sich die Anlageinvestitionen sprunghaft um 21,5 Prozent, gegen 7,7 Prozent im Jahr 1971. Zum Teil als Folge höherer Einkommen aus der Landwirtschaft, aber auch allgemein im Zuge der eingeschlagenen Verteilungspolitik stieg das Geldeinkommen der Bevölkerung um 15 Prozent. Die Detailhandelsumsätze lagen um 12,6 Prozent höher. Da das Preisniveau in Anbetracht des bestehenden Preisstopps stabil blieb, dürfte sich der Lebensstandard beträchtlich verbessert haben. Andererseits gingen Konsum- und Investitionsnachfrage zusammen über die Produktionsmöglichkeiten hinaus und machten eine kräftige Importsteigerung notwendig, die teilweise auf den Euromärkten finanziert wurde. In diesem Jahr werden versuchsweise Probetriebe eingerichtet, in denen der jeweiligen Betriebsleitung mehr Verantwortung in Investitions- und Arbeitsangelegenheiten gewährt wird und eine größere Bindung der Löhne an das Betriebsergebnis ermöglicht werden soll. Der Plan sieht für 1973 ein Gesamtwachstum vor, das über den Planzielen für 1972, jedoch unter dessen tatsächlichen Ergebnissen liegt, wobei die Konsumgütererzeugung abermals eine gewisse Priorität erhält.

In der *Tschechoslowakei* verbesserte sich die Agrarproduktion im letzten Jahr erneut, und es wurden in diesem Bereich weitere Schritte zur Ausweitung der Kollektivwirtschaft und zur Zentralisierung der Betriebsführung unternommen. In der Industrie ging das Wachstum 1972 jedoch weiter zurück. Die dringendsten Probleme bestanden weiterhin in der Knappheit der Energiequellen, der ungenügenden Nutzung der Anlagen und dem Arbeitskräftemangel. Die Regierung legte beträchtliches Gewicht auf eine Steigerung der industriellen Arbeitsproduktivität, die wiederum ansehnlich zunahm (um 5,8 Prozent). Die Bemühungen um eine rationellere Nutzung der Rohmaterialien waren nicht von sonderlichem Erfolg begleitet. Bei den Investitionen erholte sich das Wachstum, das sich nach dem Spitzenergebnis von 1969 abgeflacht hatte, im vergangenen Jahr; es erreichte 8,3 Prozent. Der Lohnanstieg (5 Prozent) blieb hinter der Produktivitätssteigerung zurück; die Differenz wurde zu einer Erhöhung der Sozialleistungen herangezogen. Das gesamte Geldeinkommen der Haushalte nahm um 5,8 Prozent zu, und das Wachstum des privaten Konsums lag nur knapp darunter. Die seit 1970 eingefrorenen Verbraucherpreise sanken leicht, doch entsprach das Angebot an Konsumgütern, obwohl vergrößert, nicht ganz der Nachfrage. Da die vorhandenen Ressourcen voll ausgeschöpft sind, zielt der Plan für 1973 auf die Aufrechterhaltung ungefähr gleicher Wachstumsraten wie 1972 ab, wobei auf die Erzeugung von Produktionsgütern stärkeres Gewicht gelegt wird.

In *Ungarn* verschärften die Behörden um die Jahreswende 1971–1972 die Kreditrestriktionen und die Importkontrollen, nachdem die Investitionstätigkeit und das Einfuhrvolumen stark zugenommen hatten. Man verfolgte dabei die Absicht, die Investitionen auf einem hohen Stand zu halten und ganz allgemein die Strukturverbesserung gegenüber dem Wachstum zu begünstigen. In der Folge ergab sich ein Rückgang der Anlageinvestitionen um 2 Prozent, wobei die Nachfrage sowohl nach Ausrüstungsgütern als auch nach Bauleistungen im Laufe des Jahres schwächer wurde. Die Beschäftigung in der Industrie war leicht rückläufig, doch verzeichnete man eine fast dem Ergebnis von 1971 entsprechende Verbesserung der Produktivität um 6,5 Prozent. Das reale Pro-Kopf-Einkommen und die Detailhandelsumsätze erhöhten sich mit

3–3,5 Prozent weniger als in den vorangegangenen Jahren. Der Anstieg der Einzelhandelspreise — im Durchschnitt um nicht mehr als 3 Prozent, doch für wichtige Bedarfsgüter um viel mehr — und die wachsende Einkommensdifferenzierung gaben Anlaß zur Sorge. Deshalb wurden die Preise für bestimmte Grundnahrungsmittel blockiert und 1973 zur Beseitigung von Einkommensdisparitäten gezielte Erhöhungen bei Löhnen, Sozialleistungen und Steuern vorgenommen. Im großen und ganzen wird die staatliche Kontrolle verschärft und der zentralen Planung größere Bedeutung zugeordnet werden. Um die internationale Zusammenarbeit zu fördern, wurden neue Bestimmungen hinsichtlich der Gründung gemeinsamer Gesellschaften mit ausländischen Firmen erlassen. Der Plan für 1973 sieht ein etwas schwächeres Wirtschaftswachstum, aber eine auf 3 Prozent gesteigerte Erhöhung der Investitionen vor.

*Rumänien* verzeichnete nach der Rekordernte von 1971 im vergangenen Jahr eine Verlangsamung des Wachstums der landwirtschaftlichen Produktion. Die industrielle Erzeugung nahm jedoch im gleichen raschen Tempo wie 1971 zu. Die Ausgaben für Anlageinvestitionen stiegen neuerlich um 10,5 Prozent, obwohl auf dem Baumaterialsektor das Planziel nicht erreicht wurde. Die Erzeugung von Konsumgütern wuchs langsamer, wobei das Angebot bei gewissen Waren, einschließlich Nahrungsmitteln, knapp blieb. Da einige dieser Angebotsschwächen auf Verteilungsschwierigkeiten zurückgingen, wurden Maßnahmen zur Verbesserung der Leistungsfähigkeit des Handels ergriffen. Der Detailhandelsumsatz stieg 1972 um 6,3 Prozent, was etwas unter der Erhöhung der Geldeinkommen der Haushalte von 7,5 Prozent lag. Im Dezember 1972 trat Rumänien als erstes RGW-Mitgliedsland dem IWF und der Weltbank bei. Die Quote im Fonds wurde hierbei auf 190 Mio. SZR festgesetzt. Um die internationale Kooperation zu fördern, wurde das Programm für gemeinsame Investitionsvorhaben inländischer und ausländischer Unternehmen durch geeignete neue Bestimmungen weiter ausgebaut. Der Plan für 1973 strebt ein Wachstum des materiellen Nettoprodukts von wiederum etwa 10 Prozent an, wobei der Bruttoausstoß der Industrie um 14,7 Prozent zunehmen soll (tatsächliche Expansion 1972: 11,7 Prozent).

Das in *Bulgarien* produzierte Nationaleinkommen wuchs nunmehr schon das dritte Jahr in ununterbrochener Reihenfolge um 7 Prozent. Dieses Ergebnis ist auf das bessere Abschneiden der Landwirtschaft — trotz weniger günstigen Wetterverhältnissen — zurückzuführen. In der Industrie ergab sich ein leicht vermindertes, obwohl im allgemeinen immer noch vergleichsweise rasches Wachstum. Die Verminderung erklärt sich zu einem guten Teil durch einen Rückgang bei den Investitionen im Jahr 1971 sowie durch Ungleichgewichte als Folge der raschen Industrialisierung. Zunehmend machte sich auch ein Arbeitskräftemangel, verbunden mit großer Arbeitsplatzfluktuation, bemerkbar. Um einige dieser Schwierigkeiten zu überwinden, wurden die zentralen Kontrollen über die Unternehmen verstärkt und Löhne und Prämien beträchtlich verbessert. Außerdem wird die Konsumgütererzeugung im Rahmen des Plans für 1973 gefördert. In der Industrie erhöhte sich die Produktivität um 5,9 Prozent. Insgesamt stiegen die Reallöhne 1972 bei stabilen Detailpreisen im Durchschnitt um rund 2,5 Prozent, während das gesamte reale Pro-Kopf-Einkommen mit 4 Prozent weniger als früher zunahm. Dadurch blieb ein größerer Spielraum für Investitionen, die ein Wachstum von rund 11 Prozent verzeichneten. Der Plan für 1973 sieht eine Steigerung des Nationaleinkommens um rund 8 Prozent vor.

### III. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Das Wachstum des Welthandels hat sich 1972 nach der Verlangsamung im Jahr 1971 im Einklang mit dem erneuten Konjunkturaufschwung beschleunigt, und der jährliche Welthandelsumsatz erreichte in Dollarwerten gerechnet 374 Mrd. Dollar. Der Welthandel nähert sich nunmehr einer Vierteljahresrate von 100 Mrd. Dollar — eine Zahl, die angibt, wie große Umschwünge der Zahlungsströme durch Veränderungen der Zahlungsmodalitäten im Außenhandel möglich sind. Zu Beginn der sechziger Jahre war der Welthandelsumsatz nur rund ein Drittel so groß gewesen.

Dem Werte nach war die Zunahme des Welthandels im vergangenen Jahr mit rund 17 Prozent etwa 5 Prozentpunkte größer als im Jahr zuvor. Die stärkere Erhöhung war hauptsächlich dem Anstieg des Handelsvolumens zuzuschreiben, der 10 Prozent betrug, verglichen mit  $3\frac{3}{4}$  Prozent im Vorjahr. Die Durchschnittswerte der international gehandelten Güter erhöhten sich um rund  $6\frac{1}{2}$  Prozent —  $1\frac{1}{2}$  Prozent mehr als im Jahr 1971. Der Preistrend, der zunächst vor allem von der Dollarabwertung

Welthandel<sup>1</sup>

	Ausfuhr (fob)		Einfuhr (cif)		Zuwachsrate der			
					Ausfuhr		Einfuhr	
	1971	1972	1971	1972	1971	1972	1971	1972
	Milliarden US-Dollar				Prozent			
<b>Industrialisierte Gebiete</b>								
<b>Europa<sup>2</sup></b>								
EWG . . . . .	100,9	123,0	99,1	117,3	14,0	22,0	12,0	18,5
EFTA . . . . .	47,9	55,2	55,2	64,1	12,0	15,0	9,0	16,0
Sonstige Länder <sup>3</sup> . . . . .	6,7	8,5	12,2	14,6	17,5	26,5	9,0	18,5
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>155,5</b>	<b>186,7</b>	<b>166,5</b>	<b>196,0</b>	<b>13,5</b>	<b>20,0</b>	<b>11,0</b>	<b>17,5</b>
Vereinigte Staaten . . . . .	43,5	49,0	48,3	58,9	2,0	12,5	14,0	22,0
Kanada . . . . .	17,6	20,1	16,8	20,5	9,0	14,0	16,0	22,0
Japan . . . . .	24,0	28,7	19,7	23,5	24,5	19,0	4,5	19,0
Sonstige Länder <sup>4</sup> . . . . .	9,4	11,6	12,2	12,0	9,0	24,0	10,0	-1,5
<b>Zusammen<sup>5</sup> . . . . .</b>	<b>250,4</b>	<b>296,5</b>	<b>263,5</b>	<b>310,4</b>	<b>12,0</b>	<b>18,5</b>	<b>11,0</b>	<b>18,0</b>
(Volumenindex 1970 = 100) . . . . .	(106,3)	(115,9)	(105,8)	(115,7)	(6,5)	(9,0)	(6,0)	(9,5)
<b>Sonstige Gebiete . . . . .</b>	<b>61,5</b>	<b>69,8</b>	<b>62,9</b>	<b>71,1</b>	<b>12,0</b>	<b>13,5</b>	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>
(Volumenindex 1970 = 100) . . . . .	(104,4)	(118,1)	(107,7)	(120,0)	(4,5)	(13,0)	(7,5)	(11,5)
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>311,9</b>	<b>366,3</b>	<b>326,4</b>	<b>381,5</b>	<b>12,0</b>	<b>17,5</b>	<b>11,5</b>	<b>17,0</b>
(Volumenindex 1970 = 100) . . . . .	(105,5)	(115,8)	(106,0)	(116,4)	(5,5)	(10,0)	(6,0)	(10,0)

<sup>1</sup> Ungefähr 90 Prozent des Welthandels, da die Ausfuhr und Einfuhr von Planwirtschaftsländern nur insoweit enthalten sind, als sie sich im Außenhandel mit der übrigen Welt niederschlagen. <sup>2</sup> Gebietsstand Ende Dezember 1972. <sup>3</sup> Griechenland, Irland, Jugoslawien, Malta, Spanien. <sup>4</sup> Australien, Israel, Neuseeland, Südafrika. <sup>5</sup> Summe stimmt nicht immer mit der Addition der einzelnen Zahlen überein, da nur die Angaben für die Gebiete, nicht aber die für die Länder zu Vergleichszwecken bereinigt worden sind.

1971 beeinflusst worden ist, spiegelte in zunehmendem Maße das Hochschnellen der Welthandelspreise wider, als der Aufschwung der Weltkonjunktur und dementsprechend auch des Welthandels an Tempo gewann. Berücksichtigt man die Preiswirkungen der Dollarabwertung — sie betrug von Mitte 1970 bis Mitte 1972 effektiv 9 Prozent —, dann ist der Anstieg der in Dollar gerechneten Welthandelspreise um 12 Prozent in den vergangenen zwei Jahren insgesamt gesehen nicht überraschend. Die zweite Abwertung des Dollars Anfang 1973 wird zusammen mit dem anhaltenden inflationären Klima zu einem weiteren Druck nach oben bei den Dollarpreisen international gehandelter Güter führen.

Der Handel der Industrieländer dehnte sich im vergangenen Jahr wertmäßig um 18 Prozent aus, während derjenige der Entwicklungsländer wertmäßig um 13 Prozent zunahm. Dem Volumen nach ist die Position jedoch umgekehrt, denn die Ausfuhr- und Einfuhrpreise der Entwicklungsländer wiesen in Dollar gerechnet durchschnittlich wenig Änderungen auf.

Die Einfuhren der Industrieländer beschleunigten sich; die wichtigsten Ausnahmen waren Australien und Südafrika, wo die Importe wegen der anhaltenden Konjunkturfalte sogar zurückgingen. Eine besonders starke Beschleunigung verzeichnete Japan, nämlich von einem Wachstum von 4½ Prozent 1971 auf eines von 19 Prozent im letzten Jahr. In Europa wuchsen die Einfuhren sowohl der EFTA- als auch der EWG-Länder gegenüber 1971 stark beschleunigt, nämlich um 16 statt 9 bzw. um 18½ statt 12 Prozent. Im Falle der EFTA-Länder war die Beschleunigung besonders deutlich bei Großbritannien, Österreich und der Schweiz, während von den EWG-Ländern Frankreich und Italien außergewöhnlich große Zuwächse aufwiesen. Im Bereich der europäischen Länder, die keine Mitglieder der EWG oder der EFTA sind, haben vor allem die Importe Spaniens kräftig zugenommen. Unter dem Einfluß des heimischen Aufschwungs verzeichneten die Einfuhren Kanadas und der Vereinigten Staaten einen Anstieg um je 22 Prozent.

Wachstum der Exporte aus wichtigen Industrieländern<sup>1</sup>

	Jahr	Importländer						
		EWG	EFTA	Nordamerika <sup>2</sup>	Japan	Sonstige Industrieländer <sup>3</sup>	Sonstige Gebiete	Insgesamt
		in Prozent gegenüber dem Vorjahr, auf der Grundlage von Dollarwerten						
EWG . . . . .	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	17,5	13,5	17,0
	1971	15,0	12,5	16,0	— 4,5	11,0	12,5	14,0
	1972	22,5	25,5	17,0	24,5	23,0	15,5	22,0
EFTA . . . . .	1970	15,0	19,5	3,0	14,5	11,0	8,5	13,0
	1971	8,5	11,5	16,5	6,5	11,5	15,5	12,0
	1972	17,5	20,0	18,0	20,0	7,5	8,5	15,0
Nordamerika . .	1970	23,5	18,5	3,5	33,0	22,0	16,5	14,5
	1971	— 1,0	— 5,0	14,5	— 10,5	5,0	2,5	4,0
	1972	5,0	6,5	18,0	22,0	12,5	10,0	13,0
Japan . . . . .	1970	34,5	46,5	19,5	—	33,0	13,5	21,0
	1971	25,5	21,5	29,0	—	10,0	25,5	24,5
	1972	34,5	42,5	19,0	—	18,0	13,5	19,0

<sup>1</sup> Gebietstand Ende Dezember 1972. <sup>2</sup> Ohne Mexiko. <sup>3</sup> Die in der Tabelle auf Seite 96 in den Fußnoten 3 und 4 erwähnten Länder sowie die Planwirtschaftsländer.

Was die Ausfuhren betrifft, so wies die EWG mit 22 Prozent die stärkste Expansion auf, wobei alle Mitgliedsländer eine hohe Zuwachsrate hatten. Die Exporte der EFTA-Region hatten ebenfalls einen vergrößerten Zuwachs, obwohl sie wegen der schwachen Entwicklung der britischen Ausfuhren etwas beeinträchtigt wurden. Die Wachstumsrate der japanischen Exporte verminderte sich von 24 ½ Prozent 1971 auf 19 Prozent 1972; eine Abschwächung der Verkäufe nach Nordamerika wurde nur teilweise durch eine Erhöhung derjenigen nach Europa ausgeglichen. Die Expansionsrate der gesamten Ausfuhren Nordamerikas kletterte von 4 Prozent 1971 auf 13 Prozent im vergangenen Jahr. Die Exporte der Vereinigten Staaten nach Japan erhöhten sich kräftig um 22 Prozent, nachdem sie 1971 um 13 Prozent zurückgegangen waren.

### Zahlungsbilanzen

Während des Jahres 1972 zeigten sich lediglich geringe Anzeichen eines beginnenden Anpassungsprozesses bei den laufenden Transaktionen, insbesondere den Handelsströmen. Es war nach der Wechselkursneuordnung im Dezember 1971 in Washington klar gewesen, daß auf kurze Sicht in Abwertungs- wie Aufwertungs-ländern die in Gleichgewichtsrichtung zielenden Mengeneffekte von den gegenläufigen Wirkungen der realen Austauschverhältnisse (Terms of trade) überspielt werden würden. Später im Jahr zeigte sich jedoch, daß die Volumenreaktionen auf die neuen relativen Preise immer noch sehr begrenzt waren oder überhaupt nicht eintraten. So erhöhte sich der Außenhandelsüberschuß Japans und der Bundesrepublik, während sich das Defizit der Vereinigten Staaten stark ausweitete. Dies unterminierte das Vertrauen in die Haltbarkeit der Wechselkursneuordnung und ließ sie zunehmend für eine neue Krise anfällig werden. Im Herbst lautete die Frage bereits eher „wann“ als „ob“.

Die Zahlungsbilanzergebnisse der wichtigsten Industriegebiete im Jahr 1972 enthüllten das große Ausmaß des Ungleichgewichts. Hinsichtlich der Handelsbilanzen bestand vergangenes Jahr die größte Veränderung in der Zunahme des Defizits der Vereinigten Staaten um mehr als 4 Mrd. Dollar. Auch Großbritanniens Handelsbilanz wies mit einem Umschwung vom Überschuß zum Defizit um 2,5 Mrd. Dollar eine starke Verschlechterung auf, was der bedeutendste Faktor für die Zunahme des Defizits der EFTA-Länder um 1,8 Mrd. Dollar war. Kanadas Außenhandelsüberschuß ging um fast 0,9 Mrd. Dollar zurück. Auf der anderen Seite erhöhte sich der Überschuß der EWG-Länder, getragen von der Entwicklung in der Bundesrepublik und in den Niederlanden, um 3 Mrd. Dollar. Der japanische Überschuß erreichte 9 Mrd. Dollar; das waren 1,2 Mrd. Dollar mehr als 1971. Der gesamte Ausfuhrüberschuß der wichtigsten Industrieländer nahm 1972 um 2,6 Mrd. Dollar auf 8,3 Mrd. Dollar ab.

Während sich die Veränderungen der Handelsbilanzsalden der Industrieländer bis zu einem gewissen Grade gegenseitig ausglich, haben sich die Bilanzen der unsichtbaren Transaktionen (Dienstleistungen und Übertragungen) allgemein verschlechtert. Das Defizit der Vereinigten Staaten erhöhte sich um 1,1 Mrd. Dollar, dasjenige Kanadas und Japans um 0,1 bzw. 0,3 Mrd. Dollar. Der Anstieg der Nettoausgaben bei den unsichtbaren Transaktionen der Bundesrepublik und Frankreichs führte zu einer Verschlechterung der EWG-Position um 1,7 Mrd. Dollar. Nur die

EFTA-Länder wiesen eine Verbesserung um 0,5 Mrd. Dollar auf, und zwar hauptsächlich wegen wachsender Überschüsse in den Reiseverkehrsbilanzen Österreichs, der Schweiz und Portugals. Der Leistungsbilanzüberschuß aller wichtigen Industrieländer gegenüber dem Rest der Welt nahm daher kräftig von 8 Mrd. Dollar (1971) auf 2,7 Mrd. Dollar (1972) ab.

Bei den Kapitaltransaktionen fiel 1972 der Rückgang des Defizits der Vereinigten Staaten um 13,2 Mrd. Dollar ins Gewicht, das jedoch immer noch 6,7 Mrd. Dollar betrug. Die außergewöhnlich hohen Nettokapitalabflüsse im Krisenjahr 1971 hatten zu Erwartungen geführt, daß 1972 bedeutende Rückflüsse stattfinden könnten. Dies war aber nicht der Fall, und die letztjährigen Nettoabflüsse waren größer als 1969 und 1970. Die Kapitalbilanz Kanadas kehrte sich um 1,1 Mrd. Dollar von einem Defizit in einen Überschuß um. Das Gegenstück zu diesen Veränderungen in Nordamerika bilden in großem Umfang die Entwicklungen in den übrigen Industriegebieten. So wurde der 1971 verzeichnete Überschuß der japanischen Kapitalbilanz (1,9 Mrd. Dollar) von einem Defizit von 2 Mrd. Dollar abgelöst. Eine Umkehr von fast gleicher Größe wies die EWG auf, wo der Überschuß (1971: 3,8 Mrd. Dollar) praktisch versiegte; Italiens Fehlbetrag nahm um 2 Mrd. Dollar zu, während die Kapitalbilanzen Frankreichs und der Niederlande defizitär wurden und einen Umschwung von 1,2 bzw. 0,9 Mrd. Dollar verzeichneten. Der Überschuß Deutschlands dagegen erhöhte sich um 1,2 Mrd. Dollar. Die EFTA-Länder wiesen ebenfalls eine kräftige Abnahme der Nettokapitalzuflüsse von 3,7 Mrd. Dollar (1971) auf 1,2 Mrd. im vergangenen

Zahlungsbilanzen der wichtigsten Industrieländer

	Jahr	Vereinigte Staaten	Kanada	Japan	EWG	EFTA	Insgesamt
		Milliarden US-Dollar					
Saldo des Warenhandels . . . . .	1970	+ 2,2	+ 3,0	+ 4,0	+ 5,7	- 5,0	+ 9,9
	1971	- 2,7	+ 2,6	+ 7,8	+ 7,9	- 4,7	+ 10,9
	1972	- 6,8	+ 1,7	+ 9,0	+ 10,9	- 6,5	+ 8,3
Dienstleistungen und Übertragungen . . .	1970	- 1,8	- 2,0	- 2,0	- 4,0	+ 5,5	- 4,3
	1971	- 0,1	- 2,2	- 2,0	- 4,9	+ 6,3	- 2,9
	1972	- 1,2	- 2,3	- 2,3	- 6,6	+ 6,8	- 5,6
Saldo der Leistungsbilanz . .	1970	+ 0,4	+ 1,0	+ 2,0	+ 1,7	+ 0,5	+ 5,6
	1971	- 2,8	+ 0,4	+ 5,8	+ 3,0	+ 1,6	+ 8,0
	1972	- 8,0	- 0,6	+ 6,7	+ 4,3	+ 0,3	+ 2,7
Nettokapitalleistungen . . . . .	1970	- 5,1	+ 0,7	- 0,6	+ 4,3	+ 2,6	+ 1,9
	1971	- 19,9	- 1,0	+ 1,9	+ 3,8	+ 3,7	- 11,5
	1972	- 6,7	+ 0,1	- 2,0	+ 0,4	+ 1,2	- 7,0
SZR-Zuteilungen . . .	1970	+ 0,8	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,7	+ 0,5	+ 2,2
	1971	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,4	+ 1,9
	1972	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,5	+ 2,0
Saldo der Gesamtbilanz* . . .	1970	- 3,9	+ 1,8	+ 1,5	+ 6,7	+ 3,6	+ 9,7
	1971	- 22,0	- 0,5	+ 7,8	+ 7,4	+ 5,7	- 1,6
	1972	- 14,0	- 0,4	+ 4,8	+ 5,3	+ 2,0	- 2,3

\* Entspricht den Veränderungen der zentralen Nettowährungsreserven und der Nettoauslandsposition der Geschäftsbanken gemäß den Definitionen der multilateralen Überwachung (ohne Höherbewertungsgewinne bei Gold, goldgesicherten zentralen Nettowährungsreserven und, soweit möglich, bei der gesamten Nettoauslandsposition), mit Ausnahme der Vereinigten Staaten, wo er dem Saldo der Liquiditätsbilanz entspricht.

Jahr auf, hauptsächlich wegen des Rückgangs des schweizerischen Überschusses um 2,5 Mrd. Dollar. Insgesamt gesehen verblieb somit 1972 noch ein beträchtlicher Nettokapitalabfluß (7 Mrd. Dollar) von den wichtigsten Industrieländern zu den übrigen Ländern.

Die Gesamtbilanz aller wichtigen Industrieländer schloß das zweite Jahr hintereinander einschließlich der SZR-Zuteilungen in Höhe von etwa 2 Mrd. Dollar mit einem Defizit. Die Abnahme des amerikanischen Defizits um 8 Mrd. Dollar wurde durch eine Verminderung der Überschüsse Japans, der EWG und der EFTA überkompensiert, so daß 1972 der gesamte Fehlbetrag mit 2,3 Mrd. Dollar um 0,7 Mrd. Dollar größer als 1971 war.

In der folgenden Darstellung der Zahlungsbilanzentwicklung in den einzelnen Ländern werden die Zahlenangaben für die wichtigsten westeuropäischen Länder in Landeswährungen präsentiert. Die Zahlungsbilanzen aller anderen Länder werden auf der Basis von Dollarzahlen analysiert, obwohl die Angaben über den Warenhandel immer auf der Zollstatistik in heimischer Währung basieren, mit Ausnahme Griechenlands und der Türkei. Der Saldo der Gesamtbilanzen gibt die Veränderung der zentralen Nettowährungsreserven (einschließlich SZR-Zuteilungen) und der Nettoauslandsposition der Geschäftsbanken an, ausgenommen im Falle der Vereinigten Staaten, Großbritanniens, der Türkei und Jugoslawiens; er schließt generell Wertänderungen der Bestände an Gold und goldgesicherten zentralen Nettowährungsreserven, die von Wechselkursänderungen herrühren, aus. Soweit möglich sind auch andere Wertänderungen, die die Positionen der zentralen Stellen und der Banken und damit die Gesamtbilanz berühren, ausgeschaltet, was insbesondere bei den Ländern der Fall ist, deren Zahlungsbilanzen in Landeswährung dargestellt werden. Diese Differenzen, zusammen mit solchen, die auf die unterschiedliche statistische Behandlung einiger Positionen zurückgehen, sind der Grund für die Diskrepanzen zwischen den Gesamtbilanzen, wie sie in diesem Kapitel und in Kapitel IV präsentiert werden.

\* \* \*

*Vereinigte Staaten.* Ein entscheidender Faktor für die zweite Abwertung des Dollars am 13. Februar 1973 war die starke Verschlechterung des amerikanischen Handelsbilanzsaldos im Verlaufe von 1972. Für das ganze Jahr gesehen stiegen die Ausfuhren dem Werte nach um 14 Prozent und volumenmäßig um 10½ Prozent, die Importe jedoch um 22½ bzw. 13½ Prozent. Als Ergebnis vergrößerte sich das Handelsbilanzdefizit (ohne militärische Transaktionen) von 2,7 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf 6,8 Mrd. Dollar 1972.

Die wichtigsten Aspekte dieser Verschlechterung sind im Kapitel I dargestellt worden. In diesem Abschnitt soll versucht werden, größenordnungsmäßig zu klären, warum das tatsächliche Ergebnis des letzten Jahres so sehr von den auf der Wechselkursneuordnung basierenden Vorausschätzungen abwich. Vier Hauptfaktoren waren im Spiel. Erstens dürfte die konjunkturelle Entwicklung eine Verschlechterung von etwa 2 Mrd. Dollar hervorgerufen haben. Dies war doppelt soviel, wie erwartet worden war, und der Unterschied ging weitgehend auf die Stärke des amerikanischen

Konjunkturaufschwungs zurück. Zweitens gab es die Auswirkungen der Wechselkursänderungen. Derartige Änderungen haben Außenhandelswert- und -volumenwirkungen, die auf kurze Sicht in entgegengesetzte Richtung tendieren. Im vorliegenden Fall lassen Schätzungen vermuten, daß die positiven Volumeneffekte des Realignment ziemlich begrenzt waren — sie betragen vielleicht 1 Mrd. Dollar — und sich auf die Exportseite konzentrierten. Andererseits könnte die negative Wirkung auf die Realaustauschverhältnisse (Terms of trade) 2,5 Mrd. Dollar betragen haben. Per Saldo war der negative Effekt 1,5 Mrd. Dollar oder dreimal so groß, wie erwartet worden war, was darauf zurückging, daß das Importvolumen kurzfristig nur wenig auf neue relative Preise reagiert. Drittens gab es zwei Sonderfaktoren: Der Nachholbedarf zur Schließung der durch die Streiks 1971 verursachten Lücken dürfte, etwa wie vorausgesehen, eine Verbesserung von ungefähr 0,7 Mrd. Dollar bewirkt haben; hinzu kam eine weitere, nicht vorausgesehene kleine Verbesserung, die auf die besonders hohen Weizenexporte zurückging. Nach alledem bleibt schließlich noch eine Verschlechterung von rund 1,5 Mrd. Dollar übrig, die viel größer war als vorausgesagt. Erhöhte Erdölimporte erklären davon 1,1 Mrd. Dollar, was fast doppelt soviel wie im Vorjahr war. Wird dies berücksichtigt, so bleibt eine trendmäßige Verschlechterung von rund 1 Mrd. Dollar — etwas weniger, als seit 1965 verzeichnet worden ist. Zusammenfassend läßt sich folgendes sagen: die tatsächliche Verschlechterung hat beinahe 4,2 Mrd. Dollar betragen, wohingegen Ende 1971 nur mit etwa 1,75 Mrd. Dollar gerechnet worden war. Die Differenz von etwa 2,5 Mrd. Dollar ist hauptsächlich durch eine die Erwartungen übersteigende Einfuhrexpansion verursacht worden.

Der Saldo der unsichtbaren Transaktionen (Dienstleistungen und Übertragungen) hat sich im vergangenen Jahr, ebenfalls entgegen den Voraussagen, um rund 1 Mrd. Dollar verschlechtert und wies ein Defizit von 1,2 Mrd. Dollar auf. Es war erwartet worden, daß die auf Fremdwährung lautenden Gewinne von US-Firmen im Ausland im Zuge des Konjunkturaufschwungs kräftig steigen würden — erst recht auf der Basis des abgewerteten Dollars gerechnet. Tatsächlich erhöhten sich die Kapitalerträge aber nur um 0,9 Mrd. Dollar (1971: 1,5 Mrd.). Zudem nahmen die gezahlten Kapitalerträge für ausländische Anlagen in den Vereinigten Staaten als Ergebnis des Anstiegs der amerikanischen kurzfristigen Zinssätze und erhöhter amerikanischer Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern um 1 Mrd. Dollar zu. Deshalb hat sich die Kapitalertragsbilanz, die in früheren Jahren eine Quelle wachsender Einnahmen war, etwas verschlechtert. Dies ergab, zusammen mit dem Rückgang der Verkäufe militärischer Ausrüstungen (um 0,8 Mrd. Dollar) sowie einigen anderen kleineren Veränderungen, in der Leistungsbilanz vergangenes Jahr ein Gesamtdefizit von 8 Mrd. Dollar; das waren 5,2 Mrd. Dollar mehr als 1971.

Auf der anderen Seite gingen die Nettokapitalabflüsse (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz, aber ohne „liquide“ Kapitaleleistungen) von 19,9 Mrd. Dollar auf 6,7 Mrd. Dollar zurück. Das Defizit im langfristigen Kapitalverkehr ermäßigte sich von 6,5 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf 1,3 Mrd. Dollar 1972. Fast die Hälfte der Verbesserung entfiel auf die starke Zunahme der ausländischen Käufe von amerikanischen Wertpapieren, die sich letztes Jahr auf 4,5 Mrd. Dollar beliefen. Die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland sanken um 1,4 Mrd. Dollar auf 3,3 Mrd.

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz\*

	1971	Ganzes Jahr	1972				1973
			I	II	III	IV	
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	42 790	48 840	11 660	11 560	12 380	13 240	15 340
Einfuhr . . . . .	45 455	55 655	13 490	13 340	13 905	14 920	16 260
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 2 665	- 6 815	- 1 830	- 1 780	- 1 525	- 1 680	- 920
Sonstige Leistungsbilanzposten . . . . .							
Militärische							
Transaktionen . . . . .	- 2 895	- 3 540	- 885	- 955	- 850	- 850	.
Reiseverkehr und							
Transport . . . . .	- 2 430	- 2 585	- 665	- 645	- 615	- 660	.
Kapitalerträge . . . . .	+ 7 995	+ 7 900	+ 1 880	+ 1 785	+ 1 925	+ 2 310	.
Sonstige							
Dienstleistungen . . . . .	+ 745	+ 820	+ 200	+ 190	+ 205	+ 225	.
Überweisungen . . . . .	- 1 530	- 1 555	- 390	- 380	- 370	- 415	.
Unentgeltliche staatliche Leistungen . . . . .	- 2 045	- 2 210	- 600	- 535	- 540	- 535	.
Zusammen . . . . .	- 160	- 1 170	- 460	- 540	- 245	+ 75	.
Saldo der Leistungsbilanz . . . . .	- 2 825	- 7 985	- 2 290	- 2 320	- 1 770	- 1 605	.
Langfristige Kapitalleistungen							
Regierung . . . . .	- 2 380	- 1 370	- 345	- 95	- 320	- 610	.
Direktinvestitionen . . . . .	- 4 830	- 3 015	- 1 625	+ 250	- 880	- 760	.
Wertpapiere . . . . .	+ 1 375	+ 3 885	+ 675	+ 605	+ 820	+ 1 785	.
Sonstige . . . . .	- 620	- 760	- 130	- 105	- 195	- 330	.
Zusammen . . . . .	- 6 455	- 1 260	- 1 425	+ 655	- 575	+ 85	.
Saldo der Grundbilanz . . . . .	- 9 280	- 9 245	- 3 715	- 1 665	- 2 345	- 1 520	.
Nichtliquide kurzfristige private Kapitalleistungen . . . . .	- 2 385	- 1 635	- 510	+ 590	- 505	- 1 210	.
Restposten . . . . .	-11 055	- 3 805	+ 940	- 1 310	- 1 825	- 1 610	.
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 720	+ 710	+ 180	+ 180	+ 175	+ 175	-
Saldo der Liquiditätsbilanz . . . . .	-22 000	-13 975	- 3 105	- 2 205	- 4 500	- 4 165	- 6 800
Liquide private Kapitalleistungen							
Forderungen . . . . .	- 1 075	- 1 140	- 675	+ 195	- 615	- 45	- 1 555
Verbindlichkeiten . . . . .	- 6 690	+ 4 815	+ 555	+ 1 190	+ 440	+ 2 630	- 1 870
Zusammen . . . . .	- 7 765	+ 3 675	- 120	+ 1 385	- 175	+ 2 585	- 3 425
Saldo der zentralen Reservetransaktionen . . . . .	-29 765	-10 300	- 3 225	- 820	- 4 675	- 1 580	-10 225

\* Auf Transaktionsbasis, saisonal bereinigt.

Dollar, während sich die ausländischen Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten um 0,4 Mrd. Dollar erhöhten. Die Regierungstransaktionen bewegten sich ebenfalls in Richtung auf ein Gleichgewicht: das Defizit verringerte sich von 2,4 Mrd. Dollar 1971 auf nur 1,4 Mrd. Dollar. Da die Verbesserung des Saldos im langfristigen Kapitalverkehr die Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos ausglich, war das Defizit der Grundbilanz mit 9,2 Mrd. Dollar 1972 etwa ebenso hoch wie im Vorjahr.

Der als Restposten der Zahlungsbilanz verzeichnete Nettoabfluß bildete sich von 11,1 Mrd. auf 3,8 Mrd. Dollar zurück. So groß diese Veränderung war, so machte der anhaltende Abfluß doch das Weiterbestehen von Unsicherheiten hinsichtlich des Dollars deutlich. Nach einem Rückfluß von 0,9 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1972 beliefen sich die Nettoabflüsse in den folgenden drei Quartalen auf jeweils durchschnittlich 1,6 Mrd. Dollar. Die statistisch erfaßten Exporte nichtliquiden kurzfristigen Kapitals wiesen im Vergleich zu 1971 nur einen begrenzten Rückgang (0,8 Mrd. Dollar) auf, der hauptsächlich der Abnahme der Handelskredite zuzuschreiben war.

Die Liquiditätsbilanz schloß unter Berücksichtigung der SZR-Zuteilung mit einem Defizit von 14 Mrd. Dollar ab, verglichen mit Defiziten von 22 Mrd. Dollar 1971, 3,9 Mrd. Dollar 1970 und 3,4 Mrd. Dollar im Durchschnitt der Jahre 1965–1969.

Der Umschwung des Saldos der liquiden privaten Kapitalleistungen von einem Defizit im Jahr 1971 (7,8 Mrd. Dollar) auf einen Überschuß von 3,7 Mrd. Dollar im vergangenen Jahr ging hauptsächlich auf die Veränderungen der Bankenposition zurück. Die Umkehr resultierte weitgehend aus dem Übergang von einer Nettogläubiger- zu einer Nettoschuldnerposition der US-Banken gegenüber ihren ausländischen Filialen sowie der in den Vereinigten Staaten domizilierten ausländischen Banken gegenüber ihren Zentralen im Ausland. Der Hauptzufluß fand im vierten Quartal statt und betraf vor allem Transaktionen mit Kanada und Japan; die kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten zogen an, während sie in diesen beiden Ländern stabil blieben.

Die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen schloß mit einem Defizit von 10,3 Mrd. Dollar ab, wovon mehr als drei Viertel aus der Leistungsbilanz herrührten. 1971 hatte das Defizit 29,8 Mrd. Dollar erreicht, aber nur ein Zehntel war auf die Leistungsbilanz zurückgegangen.

Im ersten Quartal 1973 hat sich das Loch in der amerikanischen Zahlungsbilanz stark vergrößert. Das Defizit in der Bilanz der zentralen Reservetransaktionen betrug 10,2 Mrd. Dollar — etwa ebensoviel wie im gesamten Jahr 1972. Die Abflüsse liquiden privaten Kapitals machten hiervon ein Drittel aus, was im Vergleich zum Vorquartal eine Umkehr von 5,9 Mrd. Dollar bedeutete. Das Defizit der anderen Kapitalbewegungen vergrößerte sich um rund 3 Mrd. auf 5,5 Mrd. Dollar. Der größte Teil der Kapitalabflüsse fand in zwei Perioden statt: im Februar vor der Abwertung und Anfang März vor der Wechselkursanpassung. Die Flucht aus dem Dollar erfolgte trotz der erheblichen Verbesserung der Leistungsbilanz. Das Handelsbilanzdefizit verminderte sich von 1 680 Mio. Dollar im vierten Quartal 1972 auf 920 Mio. Dollar. Die Ausfuhren stiegen im ersten Quartal kräftig um 2,1 Mrd. Dollar oder 16 Prozent. Mehr als die Hälfte der Zunahme entfiel auf stark wachsende Exporte von Agrarprodukten, deren Preise kräftig anzogen. Die Importe erhöhten sich um 1,3 Mrd. Dollar oder 9 Prozent. Die Verbesserung in der amerikanischen Handelsbilanzposition ging hauptsächlich auf Transaktionen mit Westeuropa und Japan zurück. Im April ergab sich eine weitere starke Verbesserung, und die Handelsbilanz schloß mit einem Überschuß von 0,2 Mrd. Dollar ab. Die Ausfuhren stiegen gegenüber den Märzergebnissen um 2 Prozent, während die Einfuhren um 2½ Prozent schrumpften.

*Kanada.* In der Leistungsbilanz Kanadas ergab sich, nach Überschüssen von 1 010 Mio. US-Dollar im Jahr 1970 und 390 Mio. Dollar 1971, im vergangenen Jahr ein Defizit von 585 Mio. Dollar. Der Umschwung ging größtenteils auf die Handelsbilanz zurück. Darin spiegelte sich nicht nur die Zugehörigkeit Kanadas zu den den Konjunkturaufschwung anführenden Ländern wider, sondern auch die Wirkung ausgedehnter, anhaltende Exportverluste nach sich ziehender Streiks sowie der von 1970 bis Ende 1972 eingetretenen De-facto-Aufwertung des kanadischen Dollars. Im ersten Quartal 1973 hat sich die Leistungsbilanz auf saisonal bereinigter Basis weiter verschlechtert. Das Defizit stieg auf rund 290 Mio. Dollar (Vorquartal: 45 Mio. Dollar), hauptsächlich wegen verlangsamter Exporte. Auf saisonal unbereinigter Basis betrug der Leistungsbilanzfehlbetrag 450 Mio. Dollar; das war etwas weniger als im ersten Quartal 1972.

Die Einfuhr setzte vergangenes Jahr ihre Beschleunigung fort und wies eine Zunahme um fast 20 Prozent dem Wert nach und um 16 Prozent dem Volumen nach auf. Obwohl die Expansion breit angelegt war, wurde das Tempo durch die Einfuhr von Enderzeugnissen, und zwar sowohl von Verbrauchs- als auch von Investitionsgütern, bestimmt.

Die Warenausfuhr wuchs dem Wert nach um 12½ Prozent und volumemäßig um 9½ Prozent; das waren fast doppelt so hohe Zuwachsraten wie 1971. Die Exporte in die Vereinigten Staaten stiegen um 16 Prozent, diejenigen in die übrigen Länder um 5½ Prozent. Das Ausfuhrwachstum war 1972 sehr ungleichmäßig, da Streiks in Kanada und im Ausland das ganze Jahr hindurch den normalen Verlauf störten.

Kanada: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1971	1972 <sup>2</sup>					1973 <sup>2</sup>
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar <sup>3</sup>							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	18 480	21 040	4 790	5 290	5 130	5 830	6 090
Einfuhr . . . . .	15 890	19 300	4 520	4 740	4 830	5 210	5 670
Saldo des Warenhandels . . . .	+ 2 590	+ 1 740	+ 270	+ 550	+ 300	+ 620	+ 410
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	- 2 200	- 2 325	- 585	- 585	- 510	- 665	- 700
Saldo der Leistungsbilanz . . . .	+ 390	- 585	- 315	- 15	- 210	- 45	- 290
Saldo der Leistungsbilanz nicht saisonal bereinigt . . . .	+ 390	- 585	- 465	- 95	- 60	+ 35	- 450
Langfristige Kapitalleistungen . . . .	+ 390	+ 1 790	+ 335	+ 640	+ 270	+ 545	+ 20
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 780	+ 1 205	- 130	+ 545	+ 210	+ 590	
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>4</sup> . . . .	- 1 380	- 1 755	- 350	- 795	- 390	- 220	
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 115	+ 115	+ 115	-	-	-	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	- 485	- 435	- 365	- 250 <sup>5</sup>	- 180	+ 360	- 430

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Vierteljahresangaben für die Leistungsbilanz saisonal bereinigt. <sup>3</sup> Umrechnung zu Vierteljahresdurchschnitten der Kassakurse. <sup>4</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>5</sup> Ohne die Zunahme um 135 Mio. Dollar infolge Höherbewertung des Goldes und der goldgesicherten zentralen Nettoreservetributen im Mai 1972.

In den Jahren 1970 und 1971 war die Einfuhr langfristigen Kapitals erheblich zurückgegangen, da die Behörden angesichts der Leistungsbilanzüberschüsse die Provinzen sowie die großen Unternehmen aufgefordert hatten, in erster Linie heimische Finanzierungsquellen zu nutzen. Obwohl diese Politik 1972 nicht geändert wurde, gingen viele Provinzen und Städte abermals zur Auslandsfinanzierung über, und zwar wegen des erhöhten Zinsgefälles im langfristigen Bereich gegenüber den Vereinigten Staaten und wegen erheblich niedrigerer Sätze auf den internationalen Märkten für auf Deutsche Mark und Schweizer Franken lautende Anleihen. Einige kanadische Kapitalnehmer wünschten auch auf den internationalen Kapitalmärkten präsent zu bleiben. So betrug die von Provinzen und Städten neu im Ausland aufgenommenen Mittel 1972 1 360 Mio. Dollar, verglichen mit 740 Mio. Dollar 1971. Eine andere wichtige Veränderung wiesen die Transaktionen in umlaufenden kanadischen Wertpapieren auf, die im vergangenen Jahr zu einem Nettozufluß von 230 Mio. Dollar führten, nachdem es 1971 zu einem Kapitalexport in etwa gleichem Umfang gekommen war. Der gesamte Nettoimport langfristigen Kapitals belief sich auf 1 790 Mio. Dollar — 1 400 Mio. Dollar mehr als 1971.

Die Nettozuflüsse langfristigen Kapitals sind jedoch fast gänzlich durch die Abflüsse kurzfristiger Mittel ausgeglichen worden; diese — zumeist statistisch nicht erfaßten — Geldbewegungen wurden teilweise durch die im Berichtszeitraum eingetretene Entwicklung an den Devisenmärkten hervorgerufen. Die Gesamtbilanz schloß mit einem im Vergleich zu 1971 ähnlichen Defizit in Höhe von 435 Mio. Dollar ab. Im ersten Quartal 1973 wiesen die Kapitaltransaktionen abermals einen sehr geringen Überschuß auf, so daß sich das Defizit der Gesamtbilanz auf 430 Mio. Dollar stellte. Dies war etwas mehr als im entsprechenden Vorjahresquartal; allerdings gab es 1973 keine SZR-Zuteilung.

*Japan.* Ein wichtiger Faktor für den im ganzen vergangenen Jahr feststellbaren Schwund des Vertrauens in die Wechselkursneuordnung vom Dezember 1971 war der anhaltende riesige Handelsbilanzüberschuß Japans. Er stieg, trotz der über die Erwartungen hinausgehenden heimischen Nachfrageexpansion in der zweiten Jahreshälfte, im Jahr 1972 auf 9 Mrd. Dollar; das sind 1,2 Mrd. Dollar mehr als 1971.

Aufwertungen tendieren häufig zu einer zeitweilig günstigeren Entwicklung der Handelsbilanz, weil die durch sie bewirkte Verbesserung der Terms of trade erst allmählich durch eine Beschleunigung der Importe und eine Verlangsamung der Exporte ausgeglichen wird. Dies erklärt im Falle Japans weitgehend die anhaltende Stärke der Handelsbilanz. Die Verbesserung des Realaustauschverhältnisses betrug 1972 gegenüber dem Vorjahr  $4\frac{1}{2}$  Prozent; die Importpreise erhöhten sich in Dollar gerechnet um 8 Prozent, während die Exportpreise um 13 Prozent stiegen, da die in Yen gerechneten Preise um schätzungsweise 3 Prozent zurückgingen. Die Tatsache, daß das Wachstum des Ausfuhrvolumens viel geringer als 1971 war (nur  $5\frac{1}{2}$  Prozent, verglichen mit  $17\frac{1}{2}$  Prozent 1971), könnte in gewissem Ausmaß eine ziemlich typische Reaktion der japanischen Exporte auf die kräftige Belebung der inländischen Nachfrage widerspiegeln.

Deutlich erkennbar waren 1972 die Auswirkungen des Realignment hinsichtlich der geographischen Verteilung des Außenhandels. Die Ausfuhren in die Vereinigten

Japan: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1971	1972	1971		1972		1973
			1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Quartal
Millionen US-Dollar							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	23 565	28 080	10 655	12 910	12 490	15 590	7 410
Einfuhr . . . . .	15 780	19 080	7 855	7 925	8 805	10 275	6 335
Saldo des Warenhandels . . . .	+ 7 785	+ 9 000	+ 2 800	+ 4 985	+ 3 685	+ 5 315	+ 1 075
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	- 1 990	- 2 345	- 1 105	- 885	- 1 505	- 840	- 540
Saldo der Leistungsbilanz . . . .	+ 5 795	+ 6 655	+ 1 695	+ 4 100	+ 2 180	+ 4 475	+ 535
Langfristige Kapitalleistungen .	- 1 080	- 4 470	- 15	- 1 065	- 1 495	- 2 975	- 2 205
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 4 715	+ 2 185	+ 1 680	+ 3 035	+ 685	+ 1 500	- 1 670
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>2</sup> .	+ 2 960	+ 2 455	+ 1 215	+ 1 745	+ 605	+ 1 850	+ 705
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 130	+ 130	+ 130	-	+ 130	-	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . .	+ 7 805	+ 4 770	+ 3 025	+ 4 780	+ 1 420 <sup>3</sup>	+ 3 350	- 965 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> Ohne Gewinne von schätzungsweise 135 und 205 Mio. Dollar, die aus den Ende Januar 1972 sowie im Februar und März 1973 vorgenommenen Höherbewertungen des Goldes und der goldgesicherten zentralen Nettoreservguthaben resultieren.

Staaten wuchsen dem Werte nach langsamer, wohingegen diejenigen nach Westeuropa sich mit einem Anstieg um 40 Prozent auf fast 5 Mrd. Dollar stark beschleunigten. Offensichtlich waren die japanischen Exporteure fest entschlossen, neue Märkte zu finden, um dadurch ihre rückläufigen Absatzaussichten in den Vereinigten Staaten teilweise auszugleichen.

Die Einfuhren haben im Verlauf des Jahres erheblich stärker zugenommen. Dem Volumen nach wuchsen sie im ersten Halbjahr saisonbereinigt mit einer Jahresrate von 13 ½ Prozent und im zweiten Halbjahr, als die konjunkturelle Belebung und die Vorratsbildung an Tempo gewannen, um 21 ½ Prozent. Die Einkommenselastizität der Importe betrug jedoch im gesamten Jahr 1,4, verglichen mit 1,6 im Jahr 1966, einem Jahr mit etwa vergleichbarem Konjunkturaufschwung.

Ungeachtet eines größeren Fehlbetrages im Reiseverkehr und in der Bilanz der Regierungsübertragungen war das Defizit der unsichtbaren Leistungen wegen wachsender Kapitalertragseinnahmen 1972 nur wenig größer als 1971. Die Leistungsbilanz schloß daher mit einem größeren Überschuß (6,7 Mrd. Dollar) als im Vorjahr (5,8 Mrd. Dollar) ab.

Der Überschuß der Grundbilanz war jedoch weniger als halb so groß wie 1971. Der Nettoexport langfristigen Kapitals betrug 1972 4,5 Mrd. Dollar; das war viermal soviel wie im Vorjahr. In Übereinstimmung mit den Absichten der Regierung erhöhte sich der Anteil Japans an der Finanzierung internationaler Anleihen, und Inländer verstärkten ihre Käufe ausländischer Wertpapiere. Gleichzeitig fielen die Kapitalzuflüsse wegen der strengen Devisenkontrollen geringer aus.

Die Importe kurzfristigen Kapitals (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) beliefen sich auf die beträchtliche Höhe von 2,5 Mrd. Dollar, und zwar trotz

der Tatsache, daß die Maßnahmen zur Beschränkung von Vorauszahlungen für japanische Exporte — eine Hauptquelle derartiger Zuflüsse — Ende Februar wieder eingeführt wurden, nachdem sie Anfang des Jahres aufgehoben worden waren.

Im November 1972 ist ein breitangelegtes Programm zur Reduzierung des Ausfuhrüberschusses vom Parlament gebilligt worden. Es wurden Schritte sowohl zur Förderung der Einfuhren (hauptsächlich durch Zollessenkungen, Erhöhung von Einfuhrkontingenten und bessere Finanzierungsfazilitäten) als auch zur Beschränkung der Ausfuhren (u. a. durch mengenmäßige Begrenzungen bei einigen wichtigen Erzeugnissen und durch Verschlechterung der Exportkreditkonditionen) unternommen. Diese Maßnahmen erklären zusammen mit der fortschreitenden kräftigen Ausdehnung der Inlandsnachfrage und umfangreichen Käufen von Grundstoffen die Verminderung des Ausfuhrüberschusses für das erste Quartal 1973 auf 1,1 Mrd. Dollar (erstes Quartal 1972: 1,7 Mrd. Dollar). Bei einem Defizit der unsichtbaren Transaktionen in Höhe von 0,5 Mrd. Dollar wies die Leistungsbilanz Nettoeinnahmen von 0,6 Mrd. Dollar auf. Die Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses war von einer jähen Umkehr der Kapitalbilanz begleitet, die als Ergebnis der scharfen Devisenabwehrmaßnahmen und der Liberalisierung des Kapitalexports ins Defizit geriet. Der Nettoexport langfristigen Kapitals betrug 2,2 Mrd. Dollar, während sich die Zuflüsse kurzfristigen Kapitals auf 0,7 Mrd. Dollar beliefen, so daß in der gesamten Kapitalbilanz im ersten Quartal 1973 ein Defizit von 1,5 Mrd. Dollar entstand; ein Jahr vorher war sie etwa ausgeglichen gewesen. Die Gesamtbilanz schloß mit einem Defizit von fast 1 Mrd. Dollar ab, verglichen mit einem etwa gleich großen Überschuß im ersten Quartal 1972. Im April 1973 trat ein weiterer Gesamtfehlbetrag auf (fast 1,2 Mrd. Dollar), der in erster Linie durch die Abwicklung früherer Leads and lags und beträchtliche Abflüsse langfristigen Kapitals verursacht wurde.

*Großbritannien.* Die Gesamtzahlungsbilanz Großbritanniens schloß 1972 mit einem Defizit von 720 Mio. Pfund ab; das bedeutete im Vergleich zu 1971 einen Umschwung in Höhe von 2 465 Mio. Pfund. Die Verschlechterung betraf sowohl die Leistungs- als auch die Kapitalbilanz; in der Leistungsbilanz schwand der 1971 erreichte Überschuß von 1 045 Mio. Pfund dahin, und in der Kapitalbilanz traten an die Stelle von Zuflüssen (1971: 575 Mio. Pfund) 1972 Nettoabflüsse in Höhe von 880 Mio. Pfund.

Es war zu erwarten gewesen, daß nach den außerordentlich guten Ergebnissen des Jahres 1971, die auf die inländische Konjunkturflaute und die Verbesserung der Terms of trade zurückgegangen waren, in der Leistungsbilanz eine umgekehrte Entwicklung Platz greifen würde. Tatsächlich hat sich die Leistungsbilanz sehr stark verschlechtert, obwohl sich die Wirtschaft noch unterhalb des Niveaus der vollen Kapazitätsauslastung befand. Die Verschlechterung, die am meisten den Außenhandel betraf, begann Anfang des Jahres. Trotz einer weiteren geringen Besserung des Real-austauschverhältnisses, das sich zuvor seit 1969 schon um 9 Prozent verbessert hatte, wies die Handelsbilanz in der ersten Hälfte von 1972 ein Defizit von 175 Mio. Pfund auf, verglichen mit einem Überschuß von 260 Mio. Pfund in der zweiten Jahreshälfte 1971. Das Volumen der Exporte verringerte sich mit einer Jahresrate von 4 Prozent, während dasjenige der Importe um 17 Prozent anstieg. Obwohl das Bruttosozialprodukt bis zur zweiten Jahreshälfte keinen deutlichen Aufwärtstrend zeigte, nahmen

Großbritannien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1971	1972	1971 <sup>2</sup>		1972 <sup>2</sup>		1973 <sup>2</sup>
			1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Quartal
Millionen Pfund Sterling							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	8 795	9 135	4 255	4 540	4 490	4 645	2 630
Einfuhr <sup>3</sup> . . . . .	8 480	9 830	4 200	4 290	4 665	5 165	2 995
Saldo des Warenhandels . . . . .	+ 315	- 695	+ 55	+ 260	- 175	- 520	- 365
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	+ 730	+ 730	+ 370	+ 360	+ 350	+ 380	+ 175
Saldo der Leistungsbilanz . . . . .	+ 1 045	+ 35	+ 425	+ 620	+ 175	- 140	- 190
Saldo der Leistungsbilanz nicht saisonal bereinigt . . . . .	+ 1 045	+ 35	+ 415	+ 630	+ 135	- 100	- 345
Kapitalleistungen							
Öffentliche langfristige Kapitalleistungen . . . . .	- 270	- 250	- 90	- 180	- 80	- 170	- 55
Ausländische Anlagen im Inland . . . . .	+ 1 160	+ 755	+ 740	+ 440	+ 345	+ 410	+ 355
Inländische private Anlagen im Ausland . . . . .	- 855	- 1 350	- 450	- 405	- 645	- 705	- 365
Netto-Fremdwährungskredit- aufnahmen britischer Banken zur Finanzierung britischer Anlagen im Ausland . . . . .	+ 275	+ 715	+ 165	+ 110	+ 350	+ 365	+ 145
Handelskredite . . . . .	- 260	- 80	- 175	- 85	- 40	- 40	- 65
Sonstige kurzfristige Kapital- leistungen von Nichtbanken . . . . .	+ 110	- 60	+ 110	-	+ 10	- 70	- 20
Zusammen . . . . .	+ 180	- 270	+ 300	- 120	- 60	- 210	- 5
Restposten . . . . .	+ 395	- 610	+ 265	+ 130	- 370	- 240	+ 265 <sup>4</sup>
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 125	+ 125	+ 125	-	+ 125	-	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 1 745	- 720	+ 1 105	+ 640	- 170	- 550	- 85

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Angaben für die Leistungsbilanz saisonal bereinigt. <sup>3</sup> Einschließlich Vorauszahlungen für amerikanische Militärflugzeuge und Raketen. <sup>4</sup> Einschließlich eines Minuspostens von 38 Mio. Pfund, der Garantieleistungen auf Sterlingguthaben darstellt.

die Verbrauchsausgaben von Beginn des Jahres an kräftig zu. Auf der anderen Seite wurden die Lagerbestände, die zum großen Teil Importe sind, stark abgebaut. Streiks im eigenen Land und geringe Nachfrage seitens der rohstoffproduzierenden Länder — teilweise wegen Einfuhrbeschränkungen — haben zweifellos zur Verschlechterung der Handelsbilanz beigetragen. Der größte Teil des Umschwungs scheint jedoch seine Ursache in der verzögerten Reaktion des Handelsvolumens auf die Wettbewerbs-einbußen Großbritanniens gehabt zu haben.

Die Nettoeinnahmen aus unsichtbaren Leistungen waren noch mehr als ausreichend, um das Außenhandelsdefizit während der ersten sechs Monate des Jahres auszugleichen, so daß die Leistungsbilanz einen Überschuß von 175 Mio. Pfund aufwies.

Durch das schlechtere Außenhandelsergebnis und die Intensivierung des Drucks im Lohn- und Preisbereich war jedoch das Vertrauen in das Pfund Sterling erschüttert worden. Außerdem war deutlich, daß die Behörden den expansiven wirtschafts-politischen Kurs beizubehalten beabsichtigten. Somit war es nicht überraschend, daß die Verschlechterung der Leistungsbilanz von beträchtlichen Kapitalabflüssen begleitet wurde. Im ersten Quartal hatte sich einschließlich des Restpostens der

Zahlungsbilanz noch ein Nettokapitalimport von 70 Mio. Pfund ergeben, was aber schon eine deutliche Veränderung im Vergleich zu dem in der gleichen Vorjahresperiode stattgefundenen Zufluß von 495 Mio. Pfund darstellte. Im zweiten Quartal geriet die Kapitalbilanz in ein Defizit von 495 Mio. Pfund, gegenüber einem Überschuß von 70 Mio. Pfund im zweiten Quartal 1971.

Diese Entwicklung war hauptsächlich das Ergebnis von zwei Faktoren; einerseits nahmen die ausländischen Anlagen in Großbritannien im öffentlichen und privaten Sektor von 740 Mio. Pfund im ersten Halbjahr 1971 auf 345 Mio. Pfund im ersten Halbjahr 1972 ab; andererseits wurde beim Restposten der Zahlungsbilanz im gleichen Zeitraum ein Überschuß von 265 Mio. Pfund durch ein Defizit von 370 Mio. Pfund abgelöst. Die britischen Anlagen im Ausland stiegen enorm an, aber fast ebenso sehr erhöhte sich die Aufnahme von Nettofremdwährungskrediten zur Finanzierung dieser Anlagen, so daß der hieraus resultierende Nettofehlbetrag von 295 Mio. Pfund im ersten Halbjahr 1972 nur 10 Mio. Pfund größer als im ersten Halbjahr 1971 war.

In der zweiten Jahreshälfte 1972 wies die Leistungsbilanz ein Defizit von 140 Mio. Pfund auf; das war verglichen mit dem ersten Halbjahr ein Umschwung von 315 Mio. Pfund. Die Warenausfuhren haben volumenmäßig stagniert, so daß der kleine Zuwachs lediglich auf den Anstieg der Ausfuhrpreise zurückging. Dies war in einer Zeit sehr stark expandierenden Welthandels ein ungünstiges Ergebnis. Der zweieinhalbwöchige Hafentarbeiterstreik im Juli und August dürfte einige Exporteinbußen verursacht haben, und durch die Belebung der Inlandskonjunktur werden ebenfalls einige potentielle Ausfuhren absorbiert worden sein. Die Einfuhren begannen kräftig zuzunehmen, und zwar wertmäßig mit einer Jahresrate von rund 20 Prozent, wovon die Hälfte einem höheren Einfuhrvolumen und der Rest der Pfundabwertung und den steigenden Weltmarktpreisen zuzuschreiben war.

Der Überschuß der unsichtbaren Transaktionen nahm erstmals seit 1966 nicht zu; für das gesamte Jahr stellte er sich wie 1971 auf 730 Mio. Pfund. Das Defizit der öffentlichen Leistungen ist, teilweise wegen höherer Sterlingaufwendungen für Militärausgaben im Ausland, gewachsen. Der Einnahmenüberschuß durch Zinsen, Gewinne und Dividenden sank von 465 auf 435 Mio. Pfund; die Gewinne ausländischer Firmen in Großbritannien stiegen, und die Gewinnschmälerung der im Ausland tätigen britischen Ölgesellschaften wurde nur teilweise durch Sterlingeinnahmen anderer Unternehmen ausgeglichen. Die Nettozinseinnahmen aus der Anlage der zentralen Währungsreserven nahmen aufgrund höherer Zinssätze im Ausland zu, ebenso die Einnahmen aus finanziellen Dienstleistungen und aus der Zivilluftfahrt. Andererseits vergrößerte sich das Defizit bei Tankerdiensten, und der Überschuß der Reiseverkehrsbilanz ging, nachdem er mehrere Jahre lang gestiegen war, zurück.

Nach der Freigabe des Pfundkurses hat das sehr hohe Zinsniveau in Großbritannien in starkem Umfang ausländische Direkt- und Portfolioinvestitionen angezogen. Die Kapitalbilanz verschlechterte sich jedoch insgesamt im zweiten Halbjahr 1972 gegenüber der gleichen Vorjahresperiode weiterhin, so daß der Überschuß von 10 Mio. Pfund durch ein Defizit von 450 Mio. Pfund abgelöst wurde. Der Umschwung war vor allem auf Veränderungen beim Restposten zurückzuführen, der im zweiten Halbjahr 1972 wie im ersten Halbjahr wieder defizitär war und Abflüsse von 240 Mio.

Pfund ergab, verglichen mit Zuflüssen von 130 Mio. Pfund in der entsprechenden Vorjahresperiode. Im dritten Quartal wies er einen zeitweiligen Überschuß auf, da die Zahlungsmodalitäten durch den Hafentarbeiterstreik günstig beeinflußt wurden und möglicherweise auch spekulative Positionen abgewickelt worden sind. Im vierten Quartal, in dem der Dollar sich als relativ fest erwies, wurde der Restposten jedoch wieder stark defizitär (435 Mio. Pfund). Der negative Saldo aus Abflüssen für private britische Anlagen im Ausland einerseits und Zuflüssen aufgrund der Nettoaufnahme von Fremdwährungskrediten andererseits stieg im zweiten Halbjahr 1972 gegenüber dem gleichen Zeitraum 1971 um 45 Mio. auf 340 Mio. Pfund. Die gesamten privaten britischen Anlagen im Ausland, die infolge der Entscheidung, der EWG beizutreten, in die Höhe gegangen sind, beliefen sich im gesamten Jahr auf 1 350 Mio. Pfund — fast 500 Mio. Pfund mehr als 1971.

Im ersten Quartal 1973 ist das Defizit im Warenhandel weiter angestiegen, allerdings ausschließlich wegen einer starken Verschlechterung der Terms of trade. Die Einfuhrpreise lagen um etwa 10 Prozent, das Einfuhrvolumen um 6 Prozent über dem Durchschnitt in den beiden vorhergehenden Quartalen. Im Gegensatz hierzu sind die Ausfuhrpreise nur um 3 Prozent gestiegen, und das Exportvolumen wies eine ermutigende Zunahme um 11 Prozent auf. Das saisonal bereinigte Defizit der Leistungsbilanz war mit 190 Mio. Pfund etwa 120 Mio. Pfund größer als der Quartalsdurchschnitt im Zeitraum Juli–Dezember 1972. Die statistisch erfaßten Kapitalbewegungen waren nahezu im Gleichgewicht: eine Besonderheit war das Anschwellen der Auslandsanlagen im britischen Erdölsektor, das mit der Gewinnung von Erdöl und Erdgas in der Nordsee zusammenhing. Schließlich ergab sich ein sehr großer positiver Restposten, so daß sich das Defizit der Gesamtbilanz auf 85 Mio. Pfund verminderte.

*Bundesrepublik Deutschland.* Die Entwicklung der Handelsbilanz der Bundesrepublik im vergangenen Jahr hat ebenfalls dazu beigetragen, Zweifel an der Dauerhaftigkeit der Wechselkursneuordnung vom Dezember 1971 aufkommen zu lassen. Der Außenhandelsüberschuß betrug 1972 26,4 Mrd. DM — 3,8 Mrd. DM mehr als 1971. Darüber hinaus hat sich die Verbesserung im Verlauf des Jahres beschleunigt: insbesondere im vierten Quartal erreichte der Überschuß eine Rekordhöhe von 9 Mrd. DM. Es war natürlich allgemein davon ausgegangen worden, daß nach der Aufwertung der Ausfuhrüberschuß temporär ansteigen würde, bevor sich die Export- und Importmengen an die neuen relativen Preise anpassen konnten. Aber genau diese Anpassung scheint im Verlaufe des Jahres nicht eingetreten zu sein.

Die Verbesserung der Terms of trade betrug 1972 gegenüber dem Vorjahr nur 3 Prozent oder rund die Hälfte der effektiven Aufwertung der Deutschen Mark in diesem Zeitraum. Die Einfuhrpreise verminderten sich um 2 Prozent, während die Ausfuhrpreise um 1 Prozent zunahmen. Die Importe dehnten sich dem Wert nach um 7 Prozent und volumenmäßig um 9½ Prozent aus. Dies war weniger, als in Anbetracht der vorausgesetzten kräftigen Erholung der deutschen Konjunktur erwartet worden war. Tatsächlich hat sich das Wachstum der Inlandsnachfrage fast das ganze Jahre 1972 hindurch real etwas verlangsamt, so daß die Importelastizität die gleiche wie 1971 blieb. Das Argument der verzögerten Volumenreaktion ist jedoch durch die Tatsache widerlegt worden, daß der Anstieg des Importvolumens vom ersten zum zweiten Halbjahr von 10½ auf 8 Prozent zurückging. Auf der Exportseite hat

Deutschland trotz der Aufwertung seinen volumenmäßigen Marktanteil halten können. Zwar trugen Sonderfaktoren zur Verlagerung einiger Ausfuhren von Ende 1971 auf den Beginn von 1972 bei; das erklärt aber das gute Ergebnis des vergangenen Jahres nur zu einem geringen Teil. Die Wachstumsrate der Exporte betrug wertmäßig 9½ Prozent und dem Volumen nach 8½ Prozent, verglichen mit 8½ bzw. 6½ Prozent im Jahr 1971. Im Gegensatz zur Entwicklung der Importe beschleunigte sich die Expansionsrate des Ausfuhrvolumens auf 11 Prozent im zweiten Halbjahr, gegenüber nur 6 Prozent in der ersten Jahreshälfte. Außerdem lag der Auftragseingang aus dem Ausland im vierten Quartal 1972 um 35 Prozent über dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum.

Während das Ausfuhr- und Einfuhrwachstum breitgestreut war, konzentrierte sich die Erhöhung der Überschüsse auf den Handel mit nur wenigen Ländern: Vereinigte Staaten (+ 1,9 Mrd. DM), Großbritannien (+ 1,5 Mrd.), Österreich (+ 0,9 Mrd.), Schweiz (+ 0,6 Mrd.) und Staatshandelsländer (+ 1,1 Mrd.). Andererseits stieg das Defizit gegenüber den EWG-Ländern (— 1,9 Mrd.).

Die Erhöhung des Außenhandelsüberschusses ist abermals weitgehend durch ein gestiegenes Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz ausgeglichen worden. Die Dienstleistungstransaktionen schlossen mit Nettoausgaben von 11,8 Mrd. DM ab — 1,1 Mrd. DM mehr als 1971. Diese Zunahme wurde größtenteils durch den Anstieg des Defizits der Reiseverkehrsbilanz um 1,6 Mrd. DM auf 8,6 Mrd. DM bewirkt, dem nur in geringerem Umfang eine durch höhere Zinseinnahmen aus der Anlage der zentralen Währungsreserven bedingte Aktivierung der Kapitalertragsbilanz von einem kleinen Defizit in einen kleinen Überschuß sowie eine Erhöhung der Einnahmen von fremden Truppen um 0,3 Mrd. DM gegenüberstand. Das Defizit der

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

	1971	Ganzes Jahr	1972				1973
			I	II	III	IV	I
Millionen Deutsche Mark							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	136 680	149 490	35 255	36 440	35 460	42 335	41 690
Einfuhr . . . . .	114 020	123 075	29 195	31 325	29 210	33 345	34 405
Saldo des Warenhandels . .	+22 660	+26 415	+ 6 060	+ 5 115	+ 6 250	+ 8 990	+ 7 285
Dienstleistungen und Übertragungen . .	-21 525	-25 090	- 6 210	- 5 500	- 7 820	- 5 560	- 6 570
Saldo der Leistungsbilanz .	+ 1 135	+ 1 325	- 150	- 385	- 1 570	+ 3 430	+ 715
Langfristige Kapitalleistungen .	+ 6 215	+12 835	+ 4 800	+ 5 950	+ 2 520	- 435	+ 385
Saldo der Grundbilanz . .	+ 7 350	+14 160	+ 4 650	+ 5 565	+ 950	+ 2 995	+ 1 100
Kurzfristige Kapitalleistungen .	- 345	- 5 430	- 400	- 1 565	+ 2 800	- 6 265	+ 405
Restposten . . . . .	+ 7 860	+ 7 205	+ 5 980	+ 3 695	- 480	- 1 990	+12 790
SZR-Zuteilungen . .	+ 625	+ 620	+ 620	—	—	—	—
Saldo der Gesamtbilanz . .	+15 490	+16 555	+10 850	+ 7 695	+ 3 270	- 5 260	+14 295

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.

Übertragungsbilanz stieg kräftig um 2,4 Mrd. DM auf 13,3 Mrd. DM. Dazu trugen hauptsächlich die um 1 Mrd. DM gewachsenen Leistungen an den EWG-Agrarfonds (Abteilung Garantie und Ausrichtung) und die um 0,9 Mrd. DM höheren Heimatüberweisungen der Gastarbeiter bei. Der Überschuß der Leistungsbilanz betrug 1972 daher 1,3 Mrd. DM — nur 0,2 Mrd. DM mehr als 1971.

Der private langfristige Kapitalverkehr wies mit 14,5 Mrd. DM (5,6 Mrd. DM mehr als 1971) den größten jemals in der Bundesrepublik verzeichneten Überschuß auf. Die meisten Zuflüsse fanden während zweier Phasen in der ersten Jahreshälfte statt. Die erste war im März, als zur Umgehung der am 1. März eingeführten Bardepotregelung und der Mindestreserveanforderungen für Auslandsverbindlichkeiten „maßgeschneiderte“ deutsche Wertpapiere an Ausländer verkauft wurden. Die zweite Phase trat im Juni ein, als der Pfandkurs freigegeben wurde. Um weitere Zuflüsse zu verhindern, machten die Behörden Ende Juni die Käufe deutscher festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer von Inländern genehmigungspflichtig. Diese Maßnahme war außerordentlich wirksam: während in den ersten sieben Monaten von 1972 Ausländer deutsche Rentenwerte in Höhe von 6,5 Mrd. DM gekauft hatten, fanden in den restlichen fünf Monaten Nettoverkäufe von 0,8 Mrd. DM statt. Für die Umkehr des Saldos der deutschen Nettokapitalanlagen im Ausland war weitgehend die im Verlaufe von 1972 aufgetretene Erhöhung der Renditendifferenz zwischen inländischen und internationalen DM-Anleihen verantwortlich. Von dem Umschwung in Höhe von 5,3 Mrd. DM entfielen daher 4,2 Mrd. DM auf Verkäufe von DM-Auslandsanleihen durch Inländer. Die Grundbilanz schloß mit einem Überschuß von 14,2 Mrd. DM ab, was etwa doppelt soviel wie 1971 war.

Die kurzfristigen Zinssätze gaben in den ersten Monaten von 1972 in der Bundesrepublik und im Ausland nach. Das Zinsgefälle zugunsten der inländischen Sätze wurde im Effekt erst durch die Einführung des Bardepots beseitigt. Zu Beginn des dritten Quartals stellte es sich jedoch wieder ein, so daß vom 1. Juli an die Bardepotregelung verschärft werden mußte. Im vierten Quartal wurde das Zinsgefälle dann tatsächlich negativ, und dabei blieb es bis Anfang Februar 1973. Insgesamt wies die Bilanz der statistisch erfaßten kurzfristigen Kapitalleistungen 1972 Nettoabflüsse von 5,4 Mrd. DM auf — 5,1 Mrd. DM mehr als 1971. Der größte Teil der Abflüsse fand im vierten Quartal statt, als die Unternehmen auf das höhere Auslandszinsniveau mit stark zunehmenden Kreditrückzahlungen an das Ausland reagierten. Der Restposten der Zahlungsbilanz wies mit 7,2 Mrd. DM erneut einen beträchtlichen Überschuß auf; die Zuflüsse konzentrierten sich auf die erste Jahreshälfte.

Im Februar und Anfang März 1973 änderte sich die Situation auf dramatische Weise, als sich die Flucht aus dem Dollar zu einem großen Teil auf die Deutsche Mark richtete. Bei den statistisch nichterfaßten Geldbewegungen wurde aus dem im vierten Quartal 1972 verzeichneten Defizit von 2 Mrd. DM im ersten Quartal 1973 ein Überschuß von 12,8 Mrd. DM; das waren neun Zehntel des Gesamtüberschusses. Der Rest entfiel auf statistisch erfaßte Kapitalbewegungen und auf die Leistungsbilanz. Die Handelsbilanz wies einen Überschuß von 7,3 Mrd. DM auf — 1,2 Mrd. DM mehr als in der gleichen Vorjahresperiode —, wobei sowohl die Exporte als auch die Importe um rund 18 Prozent zunahmen. Das Defizit der unsichtbaren Transaktionen erreichte 6,6 Mrd. DM — 0,4 Mrd. DM mehr als ein Jahr zuvor —, so daß sich die Leistungsbilanz von einem kleinen Defizit in einen Überschuß von 0,7 Mrd. DM aktivierte.

*Frankreich.* Die Leistungsbilanz Frankreichs schloß 1972 wegen der weiteren Verschlechterung der unsichtbaren Transaktionen, die jedoch weitgehend auf Sonderfaktoren zurückging, mit einem Überschuß von 1,4 Mrd. französischen Franken ab; das war nur etwa halb soviel wie 1971. Die langfristigen Nettokapitalleistungen, die vorher annähernd ausgeglichen waren, führten 1972 zu einem beträchtlichen Defizit von 3,6 Mrd. Franken. Außerdem verminderten sich die Zuflüsse kurzfristiger Gelder, so daß der Überschuß der Gesamtbilanz von 11,2 Mrd. Franken auf 2,1 Mrd. Franken zurückging.

Die rasche Beschleunigung der Warenausfuhren setzte sich fort. Die Zunahme betrug dem Wert nach  $15\frac{1}{2}$  Prozent, wobei die Durchschnittswerte nur um  $1\frac{1}{2}$  Prozent stiegen. In der zweiten Jahreshälfte ließ die Ausweitung des Exportvolumens jedoch nach, und der Preiseinfluß wuchs. Besonders kräftig erhöhten sich die Ausfuhren von Agrarprodukten — dem Wert nach um  $20\frac{1}{2}$  Prozent und volumenmäßig um  $13\frac{1}{2}$  Prozent —, aber andere Warengruppen wiesen ebenfalls ansehnliche Zuwächse auf. Die Importe nahmen 1972 in Übereinstimmung mit der aufwärts gerichteten Konjunkturentwicklung und auch infolge der leichten Verringerung der freien Kapazitäten um 16 Prozent zu, verglichen mit 10 Prozent 1971, wobei der Anstieg des Importvolumens mit  $13\frac{1}{2}$  Prozent gegenüber  $7\frac{1}{2}$  Prozent noch ausgeprägter war.

Der Überschuß der Dienstleistungsbilanz fiel mit 2,4 Mrd. Franken niedriger als 1971 aus. Die Transportbilanz hat sich trotz der Normalisierung in den französisch-algerischen Beziehungen und den daraus folgenden kürzeren Tankerrouten nur wenig verbessert. Auf der anderen Seite sind die Nettokapitalerträge, hauptsächlich wegen der Erhöhung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der französischen Banken während der vergangenen zwei Jahre, 1972 um die Hälfte auf 0,9 Mrd. Franken zurückgegangen. Die Übertragungsbilanz wies trotz erhöhten Nettoeinnahmen vom Europäischen Agrarfonds (Abteilung Garantie und Ausrichtung) eine fühlbare Verschlechterung auf, die das Ergebnis eines weiteren Anstiegs der Gastarbeiterüberweisungen und vermehrter Entwicklungshilfeleistungen war. In diesem Zusammenhang ist in der Bilanz der öffentlichen Übertragungen auf eine große Sondertransaktion hinzuweisen, in deren Rahmen von der Verschuldung bestimmter afrikanischer Länder 1,1 Mrd. Franken abgeschrieben wurden. Dieser Betrag wurde im vierten Quartal als Transferzahlung, die Abwicklung des Kredites hingegen als langfristiger öffentlicher Kapitalimport verbucht.

Die hohen Abflüsse langfristiger Mittel spiegelten erhebliche Veränderungen bei allen Kategorien von Kreditnehmern wider. Im privaten Sektor waren die Kreditaufnahmen im Ausland mit 8,1 Mrd. Franken geringfügig größer als 1971, während die Abflüsse von inländischem Kapital mit 7,6 Mrd. Franken um 0,8 Mrd. Franken höher als im Vorjahr waren. Die Portfolio- und Direktinvestitionen im Ausland nahmen kräftig zu, insbesondere im vierten Quartal, wohingegen die Handelskredite zurückgingen. Die langfristigen Kapitaltransaktionen der Banken, die 1971 annähernd ausgeglichen waren, ergaben wegen stark erhöhter Handels- und sonstiger langfristiger Kredite ein Defizit von 3,9 Mrd. Franken. Schließlich ist das Defizit in der Bilanz der Kapitalleistungen des öffentlichen Sektors trotz beträchtlichen Abflüssen an die IDA

Frankreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1970	1971	Ganzes Jahr	1972			
				I	II	III	IV
Millionen französische Franken							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	100 075	114 465	132 075	30 875	34 280	29 490	37 430
Einfuhr . . . . .	98 255	108 325	125 510	31 070	31 790	27 955	34 695
Saldo des Warenhandels . . . . .	+ 1 820	+ 6 140	+ 6 565	- 195	+ 2 490	+ 1 535	+ 2 735
Dienstleistungen und Übertragungen							
Dienstleistungen . . . . .	+ 3 005	+ 3 685	+ 2 400	+ 305	+ 1 295	+ 480	+ 320
Übertragungen . . . . .	- 4 440	- 6 910	- 7 585	- 1 725	- 1 455	- 2 030	- 2 375
Zusammen . . . . .	- 1 435	- 3 225	- 5 185	- 1 420	- 160	- 1 550	- 2 055
Saldo der Leistungsbilanz . . . . .	+ 385	+ 2 915	+ 1 380	- 1 615	+ 2 330	- 15	+ 680
Langfristige Kapitalleistungen							
öffentliche . . . . .	- 970	- 975	- 240	- 520	- 315	- 185	+ 780
private . . . . .	+ 1 540	+ 995	- 3 350	- 625	- 555	+ 205	- 2 375
Zusammen . . . . .	+ 570	+ 20	- 3 590	- 1 145	- 870	+ 20	- 1 595
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 955	+ 2 935	- 2 210	- 2 760	+ 1 460	+ 5	- 915
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>2</sup> . . . . .	+ 5 980	+ 7 410	+ 3 415	+ 160	+ 1 250	+ 1 930	+ 75
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 920	+ 890	+ 880	+ 880	-	-	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 7 855	+ 11 235	+ 2 085	- 1 720	+ 2 710	+ 1 935	- 840

<sup>1</sup> Gegenüber der Frankenzone und der übrigen Welt; auf Transaktionsbasis. Zahlungsbilanz.

<sup>2</sup> Einschließlich Restposten der

und die Weltbank um 0,7 Mrd. auf 0,2 Mrd. Franken reduziert worden, und zwar wegen der oben erwähnten Sondertransaktion.

Die kurzfristigen Kapitalleistungen (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) haben sich nach hohen Zuflüssen im Jahr 1971 in dem auf die Wechselkursneuordnung vom Dezember 1971 folgenden Quartal mehr oder weniger ausgeglichen. Die Krisen im Zusammenhang mit dem englischen Pfund und der italienischen Lira führten im zweiten Quartal zu einer erneuten Nachfrage nach französischen Franken, und auch im dritten Quartal kam es zu erheblichen Zuflüssen. Im vierten Quartal trat bei temporärer Festigkeit des Dollars nur ein kleiner Überschuß auf, und die Kursdifferenz zwischen dem Finanzfranken und dem Handelsfranken verschwand.

*Italien.* Das Bild der italienischen Zahlungsbilanz ist im vergangenen Jahr durch umfangreiche Kapitalabflüsse beherrscht worden. Trotz einem großen Leistungsbilanzüberschuß und beträchtlichen kompensatorischen Nettoauslandskreditaufnahmen öffentlicher und halböffentlicher Stellen wies die gesamte erweiterte Devisenbilanz ein Defizit von 680 Mrd. Lire auf, was gegenüber dem Vorjahr eine Verschlechterung um 1 235 Mrd. Lire bedeutete.

Die Leistungsbilanz schloß 1972 mit Nettoeinnahmen von 845 Mrd. Lire ab; das waren 135 Mrd. Lire weniger als im Vorjahr. Die Verschlechterung wurde allerdings ausschließlich durch zwei Sonderfaktoren hervorgerufen. Erstens stiegen die Einfuhren nichtmonetären Goldes um rund 65 Prozent auf 475 Mrd. Lire an, ohne daß die Ausfuhren von verarbeitetem Gold entsprechend zunahmen. Dieser schon das zweite Jahr hintereinander erfolgende starke Anstieg (in den sechziger Jahren hatten die Goldimporte durchschnittlich etwa 30 Mrd. Lire betragen) war teilweise auf den steigenden Goldpreis zurückzuführen, könnte aber auch durch die Erwartungen beeinflusst worden sein, daß mit der Einführung der Mehrwertsteuer im Jahr 1973 auch der Kauf von Gold steuerpflichtig werden würde. Zweitens zog die am 27. Juni erfolgte Einführung des Verbots, auf Ausländerkapitalkonten bei italienischen Banken den Gegenwert von repatriierten Lira-Noten gutzuschreiben, eine Erhöhung des Abschlags auf Lira-Noten im Ausland nach sich. Die daraus resultierende Verlagerung derartiger Devisentransaktionen ins Ausland hatte in der zweiten Jahreshälfte eine Untererfassung der Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr und den Gastarbeiterüberweisungen von schätzungsweise rund 200 Mrd. Lire zur Folge. (Dementsprechend müßten die in der Statistik publizierten nichterfaßten Kapitalabflüsse um den gleichen Betrag höher angesetzt werden.)

Nach der Zollstatistik nahmen die Einfuhren 1972 um 13½ Prozent (1971: 6 Prozent) und die Ausfuhren um 15½ Prozent oder 2 Prozentpunkte mehr als 1971 zu. Dem Volumen nach lagen die Zuwächse nur leicht darunter, denn die Import- und Exportpreise stiegen um rund 1½ Prozent. Das traditionelle Defizit bei Nahrungsmitteln vergrößerte sich weiter um 240 Mrd. Lire auf 1 560 Mrd. Lire. Auf der anderen Seite erhöhte sich der Überschuß im Handel mit Nichtnahrungsmitteln um 350 Mrd. Lire oder ungefähr die Hälfte. Schätzungen zufolge hat Italien im vergangenen Jahr rund 40 Prozent seiner Industrieerzeugung exportiert. Während die inländische Industrieproduktion nur um rund 4 Prozent zunahm, dehnten sich die Ausfuhren industrieller Güter um etwa 15 Prozent aus. Der Importanstieg war am stärksten bei Verbrauchsgütern (ohne Nahrungsmittel) und Ernährungsgütern (+ 23½ bzw. 18½ Prozent), wohingegen die Importe von Investitionsgütern um 9 Prozent zunahmen.

Der Außenhandel (Zahlungsbilanzbasis) war 1972 einschließlich der Einfuhren von nichtmonetärem Gold ausgeglichen, gegenüber einem Überschuß von 70 Mrd. Lire im Jahr 1971. Den Zollangaben nach zeigte er jedoch 1972 im Vergleich zum Vorjahr eine Verbesserung um 110 Mrd. Lire. Die Nettoeinnahmen der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz betragen im vergangenen Jahr 845 Mrd. Lire; das waren 65 Mrd. Lire weniger als 1971. Dieses Ergebnis ist jedoch ebenfalls aus den bereits erwähnten Gründen statistisch etwas verzerrt.

Bei zunehmenden Erwartungen einer Lira-Abwertung und lockerer Geldpolitik betragen die gesamten Kapitalabflüsse (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) gemäß den veröffentlichten Angaben im ganzen Jahr netto 1 590 Mrd. Lire oder mehr als dreimal soviel wie im Vorjahr. Tatsächlich war die grundlegende Verschlechterung jedoch viel größer; während 1971 per Saldo für etwa 140 Mrd. Lire Mittel zurückgezahlt worden waren, die öffentliche und halböffentliche Unternehmen früher im Ausland aufgenommen hatten, wurden 1972 per Saldo wieder Gelder in Höhe von etwa 350 Mrd. Lire hereingenommen. Außerdem muß für die untererfaßten

Italien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1970	1971	1972	1971 <sup>2</sup>		1972 <sup>2</sup>	
				1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr
Milliarden Lire							
<b>Warenhandel (fob)</b>							
Ausfuhr . . . . .	8 195	9 275	10 720	4 425	4 850	5 210	5 510
Einfuhr . . . . .	8 435	9 205	10 720	4 610	4 595	5 055	5 665
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 240	+ 70	-	- 185	+ 255	+ 155	- 155
<b>Dienstleistungen und Übertragungen</b>							
Reiseverkehr . . . . .	+ 570	+ 655	+ 655	+ 240	+ 415	+ 380	+ 275
Gastarbeiterüberweisungen . . . . .	+ 615	+ 685	+ 700	+ 330	+ 355	+ 365	+ 335
Sonstige . . . . .	- 470	- 430	- 510	- 210	- 220	+ 20	- 530
Zusammen . . . . .	+ 715	+ 910	+ 845	+ 360	+ 550	+ 765	+ 80
Saldo der Leistungsbilanz . . . . .	+ 475	+ 980	+ 845	+ 175	+ 805	+ 920	- 75
Saldo der Leistungsbilanz nicht saisonal bereinigt . . . . .	+ 475	+ 980	+ 845	+ 25	+ 955	+ 760	+ 85
<b>Kapitalleistungen</b>							
Inländer . . . . .	-1 450	-1 360	-1 905	- 620	- 740	- 870	-1 035
Ausländer . . . . .	+1 305	+ 940	+ 560	+ 990	- 50	- 90	+ 650
Restposten der Zahlungsbilanz . . . . .	- 105	- 70	- 245	- 140	+ 70	- 125	- 120
Zusammen . . . . .	- 250	- 490	-1 590	+ 230	- 720	-1 085	- 505
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 65	+ 65	+ 65	+ 65	-	+ 65	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 290	+ 555	- 680	+ 320	+ 235	- 260	- 420

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.    <sup>2</sup> Angaben für die Leistungsbilanz saisonal bereinigt.

Kapitalabflüsse in der zweiten Jahreshälfte ein Zuschlag von etwa 200 Mrd. Lire gemacht werden. Diese beiden Faktoren hatten starke Auswirkungen auf die zeitliche Abfolge der Kapitalexporte während des Jahres. Nach den amtlichen Zahlen gingen die gesamten Kapitalabflüsse von 1 085 Mrd. Lire in der ersten Jahreshälfte auf 505 Mrd. Lire in der zweiten Hälfte zurück. Im ersten Halbjahr kam es jedoch zu Netto-rückzahlungen kompensatorischer Kreditaufnahmen in Höhe von etwa 260 Mrd. Lire, während im zweiten Halbjahr neue kompensatorische Kapitalaufnahmen zu Mittelimporten von etwa 610 Mrd. Lire führten. Werden die kompensatorischen Kapitalbewegungen ausgeklammert und die statistisch nichterfaßten Abflüsse in der zweiten Jahreshälfte hinzugerechnet, dann wies der Kapitalverkehr in den ersten sechs Monaten ein Defizit von rund 825 Mrd. Lire auf, das sich in den nächsten sechs Monaten auf 1 315 Lire ausweitete. Die Hauptquelle des Fehlbetrags im Kapitalverkehr von 1972 war eine ungünstige Entwicklung der Zahlungsmodalitäten, die Nettoabflüsse von etwa 1 050 Mrd. Lire zur Folge hatte. Außerdem haben die italienischen Portfolioanlagen im Ausland kräftig zugenommen.

Ohne kompensatorische Kapitaltransaktionen wies die Gesamtbilanz im vergangenen Jahr ein „autonomes“ Defizit von 1 030 Mrd. Lire auf, verglichen mit einem Überschuß von 700 Mrd. Lire im Jahr 1971.

Anfang 1973 geriet die Gesamtbilanz bei stark anschwellenden Kapitalabflüssen in ein hohes Defizit, auf das die Behörden am 22. Januar mit der Einführung eines gespaltenen Devisenmarktes reagierten. Nach der Dollarabwertung entschied man sich, auch den Kurs der Handelslira freizugeben, und bis Ende Mai war die Lira gegenüber anderen Währungen um fast 10 Prozent im Wert gesunken. In den ersten vier Monaten von 1973 wies die Gesamtbilanz ein Defizit von etwa 550 Mrd. Lire auf. Zwei Drittel davon traten im Januar größtenteils als Ergebnis von Nettokapitalabflüssen auf, wobei die umfangreichen Käufe ausländischer Wertpapiere durch Inländer bemerkenswert waren; das restliche Drittel verteilte sich auf die Monate Februar–April und ging hauptsächlich auf die Passivierung der Leistungsbilanz zurück. Das Einfuhrvolumen dehnte sich infolge der Wiederbelebung der Wirtschaftstätigkeit und der Beschleunigung der Vorratsbildung kräftig aus. Dem Werte nach war der Anstieg wegen der anziehenden Weltmarktpreise und der De-facto-Abwertung der Lira noch beachtlicher. Demgegenüber sind die Ausfuhren durch Streiks in der metallverarbeitenden Industrie und im Maschinenbau beeinträchtigt worden.

*Belgien-Luxemburg.* Es ist gelegentlich schwierig, die Komponenten der belgisch-luxemburgischen Zahlungsbilanz herauszuarbeiten, da sie nicht einheitlich auf Transaktionsbasis, sondern teilweise auf Zahlungsbasis aufgestellt wird. Im vergangenen Jahr haben jedoch die Änderungen der Zahlungsmodalitäten (Leads and lags) wahrscheinlich keine sehr bedeutende Rolle gespielt. Die Handelsbilanz schloß mit Nettoeinnahmen von 46 Mrd. belgischen Franken ab, während die Zollstatistik auf bereinigter fob-Basis (einschließlich des Nettoüberschusses aus Transithandelsgeschäften im Ausland und Transaktionen mit nichtmonetärem Gold) einen Überschuß von 52 Mrd. Franken auswies; die entsprechenden Zahlen für 1971 lauteten 41 bzw. 23 Mrd. Franken. Die zweifellos bedeutende Verbesserung im Außenhandel auf Transaktionsbasis dürfte allerdings in der Zollstatistik übertrieben zum Ausdruck kommen, da die Exporte 1971 wegen der Erhebung einer Exportsteuer, die Anfang 1972 abgeschafft wurde, wahrscheinlich zu niedrig ausgewiesen worden sind.

Die Ausfuhren nahmen wertmäßig um 14 Prozent und dem Volumen nach kaum weniger zu; die größten Zuwächse hatten die Exporte von Metallerzeugnissen, Chemikalien und Agrarprodukten. Die Einfuhren stiegen dem Wert nach um 9 Prozent, hingegen volumenmäßig um 10 ½ Prozent und damit in Übereinstimmung mit der leichten Belebung der inländischen Nachfrage etwas stärker als im Vorjahr. Die Verbesserung des Realaustauschverhältnisses betrug vergangenes Jahr 2 Prozent und glich damit die Verschlechterung im Jahr 1971 aus.

Der Verbesserung der Leistungsbilanz stand 1972 ein starker Anstieg der Nettokapitalabflüsse auf 30,8 Mrd. Franken gegenüber. Insbesondere der Nettoexport privaten langfristigen Kapitals hat sich mehr als verdoppelt und führte zu einem Defizit von 17,4 Mrd. Franken. Diese Erhöhung ging vor allem auf größere Käufe ausländischer Wertpapiere durch Inländer zurück, die hauptsächlich aus Renditeüberlegungen stattfanden. Außerdem nahmen die ausländischen Direktinvestitionen in Belgien-Luxemburg um 4,5 Mrd. Franken ab. Die belgische Staatskasse reduzierte weiterhin ihre kurzfristige Verschuldung in Fremdwährungen und Gold. Der Überschuß der Gesamtbilanz in Höhe von 22,5 Mrd. Franken war somit um 6,4 Mrd. Franken geringer als 1971.

Belgien-Luxemburg: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1971	Ganzes Jahr	1972				1973
			I	II	III	IV	
Milliarden belgische Franken							
Warenhandel <sup>2</sup>							
Ausfuhr . . . . .	528,1	586,5	139,5	141,1	143,4	162,5	167,0
Einfuhr . . . . .	486,7	540,4	128,2	130,3	133,0	148,9	154,5
Saldo des Warenhandels . . . .	+ 41,4	+ 46,1	+ 11,3	+ 10,8	+ 10,4	+ 13,6	+ 12,5
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	+ 0,1	+ 3,7	+ 1,2	- 1,2	+ 0,1	+ 3,6	+ 2,5
Saldo der Leistungsbilanz . . . .	+ 41,5	+ 49,8	+ 12,5	+ 9,6	+ 10,5	+ 17,2	+ 15,0
Nettokapitalleistungen <sup>3</sup> . . . . .	- 16,1	- 30,8	- 16,8	- 2,9	- 0,6	- 10,5	- 9,7
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 3,5	+ 3,5	+ 3,5	-	-	-	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 28,9	+ 22,5	- 0,8	+ 6,7	+ 9,9	+ 6,7	+ 5,3

<sup>1</sup> Teilweise auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Ausfuhr und Einfuhr teilweise cif. <sup>3</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz.

Im ersten Quartal 1973 wies die Gesamtbilanz einen Überschuß von 5,3 Mrd. Franken auf. Die statistisch erfaßten Nettokapitalabflüsse nahmen kräftig zu, und der Außenhandelssaldo hat sich auf der Basis der Zollstatistik verschlechtert; die Nettozuflüsse rührten daher weitgehend von den Leads and lags her.

*Niederlande.* Die Abschwächung der inländischen Nachfrage, verbunden mit erhöhter Auslandsnachfrage und einer Verbesserung der Terms of trade um 2 Prozent, führte im vergangenen Jahr zu einem Umschwung von 4,3 Mrd. Gulden in der Leistungsbilanz, deren Defizit sich in einen beträchtlichen Überschuß umkehrte. Diese Veränderung wurde allerdings größtenteils durch einen ungefähr gleich großen Umschwung bei den langfristigen Kapitaltransaktionen ausgeglichen, so daß die Gesamtbilanz 1972 ähnlich wie im Vorjahr mit einem Überschuß in Höhe von 2,5 Mrd. Gulden abschloß.

Trotz der Aufwertung des Guldens expandierten die Ausfuhren recht schnell wenngleich sowohl der Anstieg der Ausfuhrwerte (12½ Prozent) als auch das Volumengewachstum (11 Prozent) unter den Ergebnissen von 1971 lagen. Die Einfuhren stiegen dem Volumen nach um 6 Prozent, wertmäßig aber nur um 4½ Prozent, weil die Durchschnittspreise sanken. Die Importe von Verbrauchsgütern wiesen ein stark unterdurchschnittliches Wachstum von 10 Prozent auf, während die Investitionsgütereinfuhren um 13 Prozent zurückgingen. Die Handelsbilanz schloß daher mit einem Überschuß von 1,2 Mrd. Gulden ab, verglichen mit einem Defizit von 2,4 Mrd. Gulden 1971.

Der Überschuß bei den unsichtbaren Transaktionen nahm ebenfalls zu, und zwar um 0,6 Mrd. auf 2,2 Mrd. Gulden. Die Hälfte der Veränderung war auf größere Fracht- und Transportversicherungseinnahmen zurückzuführen. Auch die Nettokapitalerträge erhöhten sich kräftig, und das Defizit der Reiseverkehrsbilanz ging zurück. Nach zwei Defizitjahren wies daher die Leistungsbilanz einen ansehnlichen Überschuß von 3,4 Mrd. Gulden auf.

Niederlande: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1970	1971	1972	1971		1972	
				1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr
Millionen Gulden							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	39 625	44 455	50 115	21 765	22 690	24 305	25 810
Einfuhr . . . . .	42 850	46 895	48 920	23 470	23 425	24 160	24 760
Saldo des Warenhandels . . . . .	-3 225	-2 440	+ 1 195	-1 705	- 735	+ 145	+ 1 050
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	+ 1 345	+ 1 570	+ 2 205	+ 370	+ 1 200	+ 720	+ 1 485
Saldo der Leistungsbilanz . . . . .	-1 880	- 870	+ 3 400	-1 335	+ 465	+ 865	+ 2 535
Langfristige Kapitalleistungen . . . . .	+ 1 895	+ 1 315	-2 580	+ 870	+ 445	- 765	-1 815
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 15	+ 445	+ 820	- 465	+ 910	+ 100	+ 720
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>2</sup> . . . . .	+ 1 555	+ 1 575	+ 1 390	+ 1 650	- 75	+ 900	+ 490
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 315	+ 270	+ 270	+ 270	-	+ 270	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 1 885	+ 2 290	+ 2 480	+ 1 455	+ 835	+ 1 270	+ 1 210

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.   <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz.

In der Bilanz der langfristigen Kapitalleistungen stammten drei Fünftel der insgesamt 3,9 Mrd. Gulden betragenden Passivierung von Wertpapiertransaktionen. Die Einführung des „geschlossenen Obligationen-Kreislaufs“ hatte ein Versiegen der Nettoverkäufe holländischer Anleihen im ausländischen Börsenhandel zur Folge, während 1971 auf diesem Wege 1,2 Mrd. Gulden zugeflossen waren; dies ist nur teilweise durch eine Erhöhung der Auslandskäufe von holländischen Aktien ausgeglichen worden. Demgegenüber haben Inländer ihre Käufe ausländischer, hauptsächlich amerikanischer, Wertpapiere erheblich gesteigert. Die Direktinvestitionen ergaben per Saldo ein Defizit von 0,2 Mrd. Gulden, gegen einen Überschuß von 0,5 Mrd. Gulden 1971. Die holländischen Investitionen im Ausland wuchsen kräftig an, während die Zuflüsse aus dem Ausland leicht zurückgingen. Die Bilanz der langfristigen Kredittransaktionen kehrte sich ebenfalls um 0,4 Mrd. Gulden in ein Defizit um. Ferner wiesen die Regierungstransaktionen eine Verschlechterung um 0,2 Mrd. Gulden auf.

Die gesamten kurzfristigen Kapitaltransaktionen — hauptsächlich mit Leads and lags zusammenhängende, statistisch nichterfaßte Bewegungen — haben wiederum einen beträchtlichen Überschuß aufgewiesen, der trotz den verhältnismäßig niedrigen kurzfristigen Zinssätzen im Inland nur wenig unter dem von 1971 lag.

*Schweiz.* Sowohl die Leistungs- als auch die Kapitalbilanz waren 1972 annähernd im Gleichgewicht; die Gesamtbilanz wies einen Überschuß von lediglich 135 Mio. Dollar auf. Im Gegensatz hierzu hatten 1971 die Geldzuflüsse, die fast ausschließlich von Kapitaltransaktionen herrührten, insgesamt fast 2,7 Mrd. Dollar betragen. (Die Zahlenangaben beider Jahre sind wegen Änderungen in der statistischen Behandlung der Treuhandkonten der Banken nicht völlig vergleichbar.)

Das Handelsbilanzdefizit hat sich im vergangenen Jahr erhöht, obwohl sich die Terms of trade weitgehend als Folge des Realignment um fast 3½ Prozent verbesserten. Das Wachstum des Einfuhrwerts beschleunigte sich von 6½ auf 9 Prozent,

wovon 1971 und 1972 jeweils ungefähr vier Fünftel auf die Zunahme des Importvolumens entfielen. Der Exportwert vergrößerte sich um 11 Prozent; davon war mehr als die Hälfte teuerungsbedingt. Die Einfuhren von Verbrauchsgütern wiesen den stärksten Anstieg auf (rund 15 Prozent), da die inländische Verbrauchsnachfrage sehr lebhaft war. Den größten Zuwachs auf der Exportseite verzeichnete die Kategorie Rohstoffe und Halbfabrikate, deren Ausfuhr um etwa 17½ Prozent stieg.

Der Leistungsbilanzüberschuß (85 Mio. Dollar) war etwa der gleiche wie 1971, denn die Verschlechterung des Außenhandels um 155 Mio. Dollar wurde durch eine Verbesserung des Saldos der unsichtbaren Transaktionen praktisch ausgeglichen. Die Überschüsse der Kapitalertrags- und der Reiseverkehrsbilanz stiegen kräftig, während die Nettoübertragungszahlungen an das Ausland als Ergebnis einer durch Lohnanhebungen bedingten Erhöhung der Gastarbeiterüberweisungen etwas zunahmen.

Die Kapitalbewegungen wurden stark durch Maßnahmen beeinflusst, die darauf abzielten, Kapitalexporte zu begünstigen und Kapitalzuflüsse zu verhindern. Die statistisch ermittelten Kapitalabflüsse erhöhten sich von 1,2 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf über 2 Mrd. Dollar 1972, da Investmentgesellschaften vermehrt Mittel im Ausland anlegten und auch der Nettoerwerb ausländischer Rentenwerte zunahm. Die nichterfaßten Nettokapitalzuflüsse haben 1972 somit schätzungsweise rund 2,1 Mrd. Dollar betragen.

*Österreich.* Das Defizit der Leistungsbilanz stieg im vergangenen Jahr bei anhaltend raschem inländischem Konjunkturaufschwung um 80 Mio. auf 170 Mio. Dollar. Der Fehlbetrag der Handelsbilanz erhöhte sich weiter, wurde aber durch zunehmende Überschüsse bei den unsichtbaren Transaktionen weitgehend ausgeglichen. Im Falle Österreichs ist ein großer Teil der statistisch nichterfaßten Nettozuflüsse als Korrekturposten nicht zur Kapital-, sondern zur Leistungsbilanz aufzufassen. Amtlichen Schätzungen zufolge wäre die Leistungsbilanz bei Berücksichtigung dieser Zuflüsse in den Jahren 1971 und 1972 annähernd ausgeglichen gewesen.

Der Einfuhrwert nahm um 15 Prozent und damit etwas stärker als 1971 zu. Das Einfuhrvolumen wuchs jedoch um 16 Prozent — doppelt so schnell wie im Vorjahr —, denn die Durchschnittswerte der Einfuhr sanken um 1 Prozent, nachdem sie 1971 um 4½ Prozent gestiegen waren. Entsprechend dem breit angelegten Nachfragewachstum erhöhten sich die Verbrauchsgüter- und die Investitionsgütereinfuhren etwa gleich stark.

Auch die Zunahme der Exporte um 13½ Prozent war ausschließlich volumenbedingt. Wie schon im Vorjahr gelang es den österreichischen Exporteuren, ihre Preise stabil zu halten oder sie — in Inlandswährung ausgedrückt — sogar zu senken. Die Erhöhung der Ausfuhren konzentrierte sich auf die zweite Jahreshälfte, in der sie sich tendenziell beschleunigte. Dies beruhte teils auf der Konjunkturerholung bei wichtigen Handelspartnern, insbesondere in der Bundesrepublik, und teils auf den Auswirkungen der im Oktober eingeführten gegenseitigen Zollsenkungen gegenüber den EWG-Ländern, die dem Abschluß eines Interimsabkommens folgten und die auch zu einer erhöhten Wachstumsrate der Importe beitrugen.

Die Bruttoeinnahmen aus dem Reiseverkehr sind im vergangenen Jahr wie 1971 um 22 Prozent gewachsen. Da sich aber die Ausgaben verstärkt erhöhten, stieg der Überschuß nur noch um 18 Prozent (1971: 25 Prozent). Der Saldo der Reiseverkehrsbilanz entsprach mit 1 130 Mio. Dollar fast dem ganzen Überschuß der unsichtbaren Transaktionen, der in Dollar gerechnet wieder einen erheblichen Zuwachs aufwies.

Im Kapitalverkehr war die bedeutsamste Entwicklung die Aktivierung der langfristigen Transaktionen von Nettoabflüssen von 20 Mio. Dollar 1971 zu Nettozuflüssen von 85 Mio. Dollar 1972, die sowohl durch stark erhöhte Kreditaufnahmen des Privatsektors im Ausland als auch durch umfangreiche Käufe österreichischer Wertpapiere durch Ausländer verursacht wurden. Einschließlich einiger statistisch nichterfaßter Zuflüsse kurzfristigen Kapitals und der SZR-Zuteilung schloß die Gesamtbilanz mit einem Überschuß von 150 Mio. Dollar ab (1971: 80 Mio. Dollar).

Sonstige europäische Länder: Zahlungsbilanzen<sup>1</sup>

	Jahr	Warenhandel (fob)	Dienstleistungen und Übertragungen	Leistungsbilanz	Nettokapitalleistungen <sup>2</sup>	SZR-Zuteilungen	Gesamtbilanz
Millionen US-Dollar							
Dänemark . . . . .	1971	- 685	+ 255	- 430	+ 565	+ 30	+ 165
	1972	- 420	+ 315	- 105	+ 280	+ 30	+ 205
Finnland . . . . .	1971	- 460 <sup>3</sup>	+ 120	- 340	+ 525	+ 20	+ 205
	1972	- 275 <sup>3</sup>	+ 125	- 150	+ 335	+ 20	+ 205
Griechenland . . . . .	1971	-1 320 <sup>3</sup>	+ 980	- 340	+ 525	+ 15	+ 200
	1972	-1 605 <sup>3</sup>	+1 200	- 405	+ 910	+ 15	+ 520
Irland . . . . .	1971	- 385	+ 180	- 205	(+ 530)	+ 15	(+ 340) <sup>4</sup>
	1972	- 330	+ 160	- 170	+ 175	+ 15	+ 20
Island . . . . .	1971	- 50	+ 5	- 45	+ 55	+ 5	+ 15
	1972	- 25	+ 5	- 20	+ 20	+ 5	+ 5
Jugoslawien <sup>5</sup> . . . . .	1971	-1 315 <sup>3</sup>	+ 840	- 475	+ 425	+ 20	- 30 <sup>6</sup>
	1972	-1 035 <sup>3</sup>	+1 140	+ 105	+ 440	+ 20	+ 565 <sup>6</sup>
Norwegen . . . . .	1971	-1 555 <sup>3</sup>	+1 045	- 510	+ 655	+ 25	+ 170
	1972	-1 130 <sup>3</sup>	+1 010	- 120	+ 260	+ 30	+ 170
Österreich . . . . .	1971	-1 075 <sup>3</sup>	+ 985	- 90	+ 150	+ 20	+ 80
	1972	-1 380 <sup>3</sup>	+1 210	- 170	+ 290	+ 30	+ 150
Portugal <sup>7</sup> . . . . .	1971	- 600	+ 805	+ 205	+ 155	-	+ 360
	1972	- 595	+1 080	+ 485	- 100	-	+ 385
Schweden . . . . .	1971	+ 395 <sup>3</sup>	- 205	+ 190	+ 45	+ 35	+ 270
	1972	+ 660 <sup>3</sup>	- 405	+ 255	+ 320	+ 35	+ 610
Schweiz . . . . .	1971	-1 465 <sup>3</sup>	+1 545	+ 80	(+2 590)	-	(+2 670) <sup>8</sup>
	1972	-1 620 <sup>3</sup>	+1 705	+ 85	+ 50	-	+ 135 <sup>8</sup>
Spanien . . . . .	1971	-1 600	+2 455	+ 855	+ 430	+ 40	+1 325
	1972	-2 365	+3 020	+ 655	+ 980	+ 40	+1 675
Türkel . . . . .	1971	- 495 <sup>3</sup>	+ 385	- 110	+ 495	+ 15	+ 400 <sup>6</sup>
	1972	- 680 <sup>3</sup>	+ 630 <sup>9</sup>	- 50 <sup>9</sup>	+ 175 <sup>9</sup>	+ 20	+ 145 <sup>6</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> Importe cif. <sup>4</sup> Veränderung der Nettoauslandsposition der Geschäftsbanken wegen des Streiks im Bankensektor nur von Mai-Dezember. <sup>5</sup> Angaben auf Zahlungsbasis. <sup>6</sup> Nur Veränderung der zentralen Nettowährungsreserven. <sup>7</sup> Portugiesisches Mutterland gegenüber der übrigen Welt. <sup>8</sup> Infolge größerer Änderungen bei der statistischen Erfassung der Nettoauslandsposition der schweizerischen Geschäftsbanken (Einbeziehung der Treuhandkonten) sind die Zahlen für 1971 und 1972 nicht miteinander vergleichbar. <sup>9</sup> Geschätzt.

*Spanien.* Der Überschuß der Leistungsbilanz Spaniens war im vergangenen Jahr trotz kräftigem konjunkturellem Aufschwung mit 655 Mio. Dollar nur geringfügig kleiner als 1971. Die Einfuhren nahmen wertmäßig um mehr als 30 Prozent zu (1971: 5 Prozent), während die Ausfuhren um rund 25 Prozent ebenfalls weiter wuchsen. Daher stieg das Handelsbilanzdefizit im Vergleich zu 1971, als die Importe die Exporte bereits um 1 600 Mio. Dollar übertrafen, im letzten Jahr um weitere 765 Mio. Dollar. Diese Verschlechterung wurde jedoch größtenteils durch die Verbesserung des Saldos der unsichtbaren Transaktionen um 565 Mio. Dollar ausgeglichen, die hauptsächlich den guten Ergebnissen der Reiseverkehrsbilanz und der Zunahme der Gastarbeiterüberweisungen zuzuschreiben war.

Der dynamischste Sektor des Außenhandels war abermals der Handel in nicht-agrarischen Produkten, insbesondere in Transportausrüstungen; die Einfuhren dieser Ausrüstungen verdoppelten sich ungefähr, während die Ausfuhren um rund 40 Prozent anstiegen.

Der Nettozufluß langfristigen Kapitals erhöhte sich 1972 per Saldo auf 755 Mio. Dollar, wovon fast 85 Prozent auf Direktinvestitionen und Immobilieninvestitionen zurückgingen. Die kurzfristigen Kapitaltransaktionen führten zu einem weiteren Mittelzufluß von 225 Mio. Dollar. Die Gesamtbilanz schloß daher mit einem Überschuß von 1 675 Mio. Dollar ab, gegenüber 1 325 Mio. Dollar 1971 und 860 Mio. Dollar 1970. Wie stark die außenwirtschaftliche Position Spaniens in den vergangenen Jahren gewesen ist, zeigt ein Vergleich dieser Zahlen mit denen für den Zeitraum 1965–1969, in dem die Gesamtbilanz ein jährliches Defizit von durchschnittlich 130 Mio. Dollar aufgewiesen hatte.

*Dänemark.* Im vergangenen Jahr hat eine beträchtliche Verbesserung der Leistungsbilanz die starke Abnahme der Nettokapitalimporte überkompensiert, so daß die Gesamtbilanz 1972 mit einem Überschuß von 205 Mio. Dollar (40 Mio. Dollar mehr als 1971) abschloß.

Im Zuge der konjunkturellen Erholung bei mehreren wichtigen Handelspartnern haben die Ausfuhren dem Wert nach um 13 Prozent zugenommen, wobei die Ausdehnung des Exportvolumens drei Fünftel davon betrug, da die Ausfuhrpreise um 5 Prozent anzogen. Die Ausfuhrsteigerung war hinsichtlich der Warengruppen breit gestreut: sie umfaßte Agrar- wie Industrieerzeugnisse. Die Importe stiegen dem Wert und auch dem Volumen nach um 4 Prozent. Ein großer Teil der Handelsbilanzaktivierung war daher der 5prozentigen Verbesserung des Realaustauschverhältnisses zuzuschreiben. Das Einfuhrwachstum war 1972 ungleichmäßig; während der ersten Jahreshälfte lagen die Importe niedriger als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum, weil die Inlandsnachfrage schwach war und im Oktober 1971 die Importzusatzsteuer eingeführt worden war. Sie erholten sich kräftig in der zweiten Jahreshälfte, als die Wirtschaftsaktivität zunahm und die Importzusatzsteuer ermäßigt wurde.

Was die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz anbelangt, so haben sich die Nettoeinnahmen in der Transportbilanz und beim Reiseverkehr weiterhin rasch beschleunigt. Die Erhöhung wurde nur zum Teil durch den Anstieg der Zinszahlungen auf die Auslandsschuld und der Entwicklungshilfe kompensiert.

Obwohl das inländische Zinsniveau während des ganzen Jahres vergleichsweise hoch blieb, wiesen die privaten Kapitalbewegungen starke Fluktuationen auf; dies hing mit Schwankungen des Vertrauens in die dänische Krone wegen der Unsicherheiten hinsichtlich der zukünftigen Beziehungen Dänemarks zur EWG zusammen. Auf Nettogeldzuflüsse im ersten Quartal folgten im Sommer Abflüsse, die sich im Herbst nach der Bestätigung des EWG-Beitritts wieder in Nettokapitalimporte umkehrten. Im gesamten Jahr betrug die Nettozuflüsse privaten Kapitals (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) 75 Mio. Dollar oder 200 Mio. Dollar weniger als 1971. Der Rückgang der Kapitalzufuhr ist ferner dadurch akzentuiert worden, daß die öffentliche Hand ihre Auslandsschuld, die lange Zeit hindurch erhöht worden war, um 80 Mio. Dollar abbaute, weil sich die Behörden inländischen Finanzierungsquellen zuwandten.

*Norwegen.* Während sich das Wachstum der Inlandsnachfrage, das 1971 sehr kräftig gewesen war, im vergangenen Jahr erheblich abschwächte, nahm die Auslandsnachfrage nach norwegischen Erzeugnissen stark zu. Als Ergebnis verringerte sich das Defizit des Außenhandels um 425 Mio. auf 1 130 Mio. Dollar.

Diese Verbesserung ging hauptsächlich auf den Handel mit Schiffen zurück: die Ausfuhr von Schiffen hat sich 1972 nach einem Rückgang im Jahr 1971 fast verdoppelt, während die Einfuhr um 8 Prozent niedriger lag, verglichen mit einem Anstieg von 27 Prozent 1971. In Dollar gerechnet führten die Nettoschiffsexporte zu einem Überschuß von 10 Mio. Dollar; im Jahr zuvor war es zu Nettoimporten von 270 Mio. Dollar gekommen. Auch die übrigen Warenexporte haben sich gut entwickelt; ihre Zunahme betrug dem Wert nach insgesamt rund 12 Prozent und volumenmäßig 13 Prozent. Die Ausfuhrerhöhung umfaßte eine Reihe von Warengruppen, wovon die Lieferung von Maschinen und Transportausrüstungen die größte Zuwachsrate (18 Prozent) aufwies. Die Einfuhren waren dem Wert und dem Volumen nach praktisch unverändert, denn eine Abnahme der Rohstoffbezüge wurde durch erhöhte Einfuhren anderer wichtiger Warengruppen, insbesondere von gewerblichen Gütern, kompensiert. Nach Regionen aufgegliedert weist die Handelsbilanz (einschließlich Schiffen) gegenüber den Vereinigten Staaten und Großbritannien sehr große Verbesserungen auf; im Verkehr mit beiden Ländern sind die Einfuhren gesunken und die Ausfuhren um 30 bzw. um über 20 Prozent gestiegen.

Der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz belief sich auf rund 1 000 Mio. Dollar und war damit annähernd gleich groß wie 1971. Die Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen ohne Transportbilanz verschlechterte sich, aber dies wurde durch die Verbesserung der Transportbilanz, die im vergangenen Jahr mit Nettoeinnahmen von 1 140 Mio. Dollar abschloß, praktisch ausgeglichen.

Bei verhältnismäßig niedrigen und stabilen langfristigen Zinssätzen im Inland hat sich der Anreiz für Kreditaufnahmen im Ausland im Verlauf des Jahres verringert. Zur niedrigeren Auslandskreditaufnahme trugen auch die verminderten Schiffseinfuhren bei. Insgesamt beliefen sich die Nettoimporte langfristigen Kapitals auf 300 Mio. Dollar; das waren 50 Mio. Dollar weniger als 1971.

Die Grundbilanz verbesserte sich um 340 Mio. Dollar und wurde aktiv. Die Gesamtbilanz änderte sich jedoch nicht; sie schloß wie schon im Vorjahr mit

Nettoeinnahmen von 170 Mio. Dollar ab. In der Bilanz der kurzfristigen Kapitalleistungen folgte auf den im Jahr 1971 verzeichneten Überschuß, der hauptsächlich durch die Wechselkursunsicherheit hervorgerufen worden war, 1972 ein Defizit, das im wesentlichen auf Zinserwägungen zurückging.

*Schweden.* Die starke außenwirtschaftliche Position der schwedischen Krone im vergangenen Jahr ist weitgehend mit der langsamen Wiederbelebung der inländischen Konjunktur zu erklären. Insbesondere das gute Außenhandelsergebnis ist zum großen Teil auf eine Verminderung der Lagerbestände zurückzuführen, die in Schweden zu rund 40 Prozent importiert werden. Gleichwohl scheint es, daß sich die grundlegende allmähliche Verbesserung der Zahlungsbilanz fortsetzte, so daß die konjunkturell bereinigte Leistungsbilanz mehr oder weniger im Gleichgewicht war. Das stimmte mit dem Ziel der Behörden überein, einen Handelsbilanzüberschuß zu erreichen, der durch ein Defizit der unsichtbaren Transaktionen, hauptsächlich in der Reiseverkehrsbilanz, ausgeglichen wird.

Der Ausführüberschuß betrug im vergangenen Jahr 660 Mio. Dollar, verglichen mit 395 Mio. Dollar im Jahr 1971. Der Ausfuhrwert stieg im gleichen Ausmaß wie 1971 (9 Prozent), während der Einfuhrwert um 6 Prozent zunahm, nachdem er sich im Vorjahr nicht verändert hatte. Das Realaustauschverhältnis verbesserte sich um rund 1 Prozent, wobei die Exportpreise um  $3\frac{1}{2}$  Prozent und die Importpreise um  $2\frac{1}{2}$  Prozent höher waren. Die Zunahme des Ausfuhrwerts scheint eine breite Basis gehabt zu haben; allerdings war die Exportzunahme bei Maschinenbauprodukten allein auf Preiserhöhungen, dagegen bei Zellstoff, Metallen und Nahrungsmitteln gänzlich auf größere Ausfuhrmengen zurückzuführen. Obwohl die Wiederbelebung der Investitionstätigkeit viel stärker als die des privaten Verbrauchs war, wies das Volumen des Imports von Verbrauchsgütern und entsprechenden Rohstoffen den größten Anstieg auf, wohingegen er bei Investitionsgütern viel geringer war. Die Einfuhr von Personenkraftwagen stieg dem Wert nach um rund 35 Prozent.

Trotz dem Rekordüberschuß der Handelsbilanz schloß die Leistungsbilanz im vergangenen Jahr mit einem im Vergleich zu 1971 nur um 65 Mio. Dollar höheren Überschuß ab. Die wichtigste Gegenbewegung bestand in erhöhten Reiseverkehrausgaben, die 1972 um 18 Prozent stiegen (1971: 12 Prozent). Die Reiseverkehrseinnahmen haben 1971 in vergleichbarem Ausmaß, 1972 aber nur wenig zugenommen.

In der Kapitalbilanz (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) ergaben sich 1972 Nettoeinnahmen von 320 Mio. Dollar, verglichen mit 45 Mio. Dollar im Vorjahr. Der Unterschied ist hauptsächlich durch zwei Faktoren zu erklären: die im Ausland aufgelegten Kronenanleihen nahmen kräftig zu (von rund 85 Mio. auf 220 Mio. Dollar), da die Anleihebedingungen relativ vorteilhaft waren; außerdem führte eine günstige Verschiebung der Zahlungsfristen beim Frachtverkehr zu einem Zufluß von 125 Mio. Dollar. Der Überschuß der Gesamtbilanz war mit 610 Mio. Dollar mehr als doppelt so hoch wie 1971.

*Finnland.* Die Gesamtzahlungsbilanz wies 1972 mit 205 Mio. Dollar einen ebenso hohen Überschuß wie im Vorjahr auf. Trotz einer Verschlechterung der Terms of trade um 5 Prozent trug die Handelsbilanz zu einer merklichen Verbesserung der

Leistungsbilanz bei, die jedoch durch eine gegenläufige Entwicklung im kurzfristigen Kapitalverkehr kompensiert wurde.

Die Warenausfuhr nahm dem Wert nach im vergangenen Jahr um 22 Prozent zu. Da die Durchschnittspreise um 4 Prozent stiegen, waren drei Viertel des Zuwachses volumenbedingt. Hierzu trugen eine Reihe von Faktoren bei: Erstens vergrößerte sich die ausländische Nachfrage ständig, zweitens ist die Finnmark von Mai 1971 bis Ende 1972 effektiv um rund 5 Prozent abgewertet worden, und drittens schnellten die Ausfuhren von Metallen und Maschinenbauprodukten, nachdem sie durch Streiks beeinträchtigt worden waren, um 40 Prozent in die Höhe. Da die inländische Investitionstätigkeit schwach war und die durchschnittlichen Einfuhrpreise um 10 Prozent stiegen, nahm das Importvolumen nur um 2 Prozent zu. Die Einfuhr von Verbrauchsgütern erhöhte sich wertmäßig jedoch um 26 Prozent, diejenige von Personenkraftwagen sogar um 47 Prozent. Diese starke Importzunahme resultierte teilweise daraus, daß Anfang 1972 die 1971 eingeführte 15prozentige Ergänzungsabgabe zur Verkaufssteuer auf langlebige Gebrauchsgüter abgeschafft wurde, was zu einer Verlagerung von Einfuhren aus dem Jahr 1971 in das Jahr 1972 führte, und daß im Juni die Gewährung von Einfuhrkrediten wieder liberalisiert wurde. Die Importe von Investitionsgütern haben dem Wert nach stagniert und sind volumenmäßig um 9 Prozent gesunken.

Das Handelsbilanzdefizit des vergangenen Jahres war daher um 185 Mio. Dollar niedriger als 1971. Im Gegensatz dazu war der Überschuß der unsichtbaren Transaktionen etwa gleich groß wie im Vorjahr. Den zunehmenden Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr und in der Transportbilanz standen erhöhte Kapitalertragszahlungen gegenüber.

Trotz der nur mäßigen Investitionstätigkeit haben die auf den internationalen Kapitalmärkten herrschenden günstigen Bedingungen zur Aufnahme beträchtlicher langfristiger Kredite im Ausland geführt, wodurch 730 Mio. Dollar nach Finnland flossen (1971: 655 Mio. Dollar). Die Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs schloß daher trotz Erhöhung der Kreditrückzahlungen an das Ausland und Verlängerung von langfristigen Exportkrediten mit einem Überschuß von 370 Mio. Dollar; das war ungefähr das gleiche Ergebnis wie 1971. Andererseits passivierten sich die kurzfristigen Kapitaltransaktionen um 185 Mio. Dollar, hauptsächlich wegen einer Veränderung bei den Exportkrediten und Vorauszahlungen.

#### *Sonstige europäische Länder*

In *Island* hat sich das Defizit der Leistungsbilanz im vergangenen Jahr annähernd halbiert; es betrug 20 Mio. Dollar. Trotz einer 2½prozentigen Verschlechterung der Terms of trade ging das Außenhandelsdefizit stark zurück, und zwar hauptsächlich wegen einer kräftigen Ausfuhrerweiterung bei Aluminiumerzeugnissen und Fischen, aber auch wegen einer Abschwächung des Einfuhrwachstums, die vor allem einen Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen widerspiegelte. Die Nettokapitalzuflüsse haben sich infolge von Maßnahmen zur Begrenzung der Aufnahme ausländischer Lieferantenkredite und einer Verringerung der Auslandsfinanzierung für Aluminiumschmelzanlagen ebenfalls stark vermindert, nämlich von 55 Mio. Dollar (1971) auf 20 Mio. Dollar im vergangenen Jahr. Der Überschuß der Gesamtbilanz von 5 Mio. Dollar war daher hauptsächlich durch die SZR-Zuteilung bedingt.

In *Irland* ging im vergangenen Jahr ebenfalls fast der gesamte Überschuß von 20 Mio. Dollar auf die SZR-Zuteilung zurück. Die starke Abnahme des Gesamtüberschusses, der 1971 schätzungsweise 340 Mio. Dollar betragen hatte, wurde allein durch die Verminderung der Kapitalzuflüsse von etwa 500 Mio. Dollar im Jahr 1971 auf 175 Mio. Dollar im vergangenen Jahr verursacht. Andererseits verkleinerte sich das Defizit der Leistungsbilanz um 35 Mio. Dollar, und zwar ausschließlich im Warenhandel mit Hilfe einer Verbesserung der Terms of trade um 8½ Prozent. Die Exporte nahmen dem Wert nach um 20 Prozent zu, wovon zwei Drittel der Erhöhung der Ausführpreise zuzuschreiben waren. Die Ausfuhren industrieller Güter wuchsen mit 28½ Prozent am stärksten. Die Einfuhren stiegen um 15 Prozent; davon waren über zwei Drittel volumenbedingt. Die Verbrauchsgüterimporte wiesen den größten Anstieg auf (24 Prozent).

Die Gesamtzahlungsbilanz *Portugals* gegenüber dem gesamten Ausland schloß im vergangenen Jahr mit einem Aktivsaldo von 385 Mio. Dollar ab; das war etwas mehr als 1971. Das Handelsbilanzdefizit nahm trotz einer Verstärkung der Inlandsnachfrage leicht ab, da sich die Terms of trade — wie im Falle Irlands — um fast 9 Prozent verbesserten. Die Ausfuhren erhöhten sich dem Wert nach um 17½ Prozent und volumemäßig um 4 Prozent, während die entsprechenden Zunahmen bei den Importen 14½ bzw. 10½ Prozent betragen. Dank dem anhaltenden Anstieg der Gastarbeiterüberweisungen und der Reiseverkehrseinnahmen belief sich der Überschuß der unsichtbaren Transaktionen auf 1 080 Mio. Dollar — 275 Mio. Dollar mehr als 1971. Der Überschuß der Leistungsbilanz betrug somit 485 Mio. Dollar, verglichen mit 205 Mio. Dollar im vorhergehenden Jahr. Diese Verbesserung wurde weitgehend durch eine Passivierung der Kapitalbilanz ausgeglichen, die defizitär wurde: der Zufluß aufgrund kurzfristiger Kredittransaktionen verringerte sich, während sich bei den mittel- und langfristigen Kapitaltransaktionen eine Umkehr von 200 Mio. Dollar ergab, die hauptsächlich aus einer kräftigen Erhöhung des Defizits des öffentlichen Sektors gegenüber der Escudo-Zone resultierte.

In *Griechenland* führte die weitere Beschleunigung des Wirtschaftswachstums im vergangenen Jahr in der Handelsbilanz zu einer Erhöhung des Defizits um 285 Mio. Dollar auf 1 605 Mio. Der Anstieg der Importe war in absoluten Zahlen gerechnet viel größer als der der Exporte, obwohl es sich prozentual gesehen umgekehrt verhielt: die Einfuhren nahmen um 20 Prozent, die Ausfuhren dagegen um fast 35 Prozent zu. Im einzelnen sind die Ausfuhren industrieller Erzeugnisse um über 50 Prozent gestiegen; das sind zwei Fünftel der gesamten Exporte, wohingegen es vor zehn Jahren lediglich 6 Prozent gewesen waren. Die Einnahmen aus dem Reiseverkehr, im Transportverkehr und aus Gastarbeiterüberweisungen erhöhten sich weiter, so daß sich der Überschuß der unsichtbaren Transaktionen auf 1 200 Mio. Dollar stellte; das sind 220 Mio. Dollar mehr als 1971. Die anhaltende starke Expansion der griechischen Wirtschaft führte zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen, die dann ihrerseits wiederum dem Boom Impulse vermittelten. Der Überschuß in der Bilanz des langfristigen und kurzfristigen Kapitalverkehrs betrug nicht weniger als 910 Mio. Dollar; das war nahezu doppelt soviel wie im Vorjahr. Die Gesamtbilanz schloß daher mit einem Überschuß von 520 Mio. Dollar, verglichen mit 200 Mio. Dollar im Jahr 1971 und einem Defizit von 10 Mio. Dollar 1970.

Auch in der *Türkei* zog der fortgesetzte Konjunkturaufschwung im vergangenen Jahr einen Anstieg des Handelsbilanzdefizits auf 680 Mio. Dollar nach sich. Die Ausfuhren nahmen um 30 Prozent zu; das war etwa die gleiche Rate wie beim Import. Besonders kräftig erhöhte sich die Ausfuhr industrieller Produkte, so daß auf sie nunmehr ein Anteil von rund einem Drittel der Gesamtexporte entfällt. Die Einfuhren von industriellen Erzeugnissen dehnten sich ebenfalls rasch aus, aber die Agrareinfuhren gingen zurück. Das Hauptkennzeichen bei den unsichtbaren Transaktionen war 1972 die Zunahme der Gastarbeiterüberweisungen um 260 Mio. Dollar auf 730 Mio. Der 50 Mio. Dollar ausmachende Überschuß der Reiseverkehrsbilanz war ebenfalls größer als im vorhergehenden Jahr. Die Verbesserung der Leistungsbilanz wurde jedoch durch die Abnahme der Nettokapitalimporte (einschließlich der Transaktionen der Geschäftsbanken, die allerdings ein verhältnismäßig unbedeutender Posten sind) überkompensiert; diese stellten sich 1972 auf 175 Mio. Dollar oder rund ein Drittel des Vorjahresbetrages. Der Überschuß der Gesamtbilanz belief sich daher auf 145 Mio. Dollar, verglichen mit 400 Mio. Dollar im Jahr 1971.

In *Jugoslawien* wurde im vergangenen Jahr das beträchtliche Vorjahresdefizit in der Leistungsbilanz von einem Überschuß abgelöst. Bestimmend hierfür waren unter anderem die Abschwächung des Wirtschaftswachstums, die beiden Dinar-Abwertungen aus dem Jahr 1971 und spezielle Maßnahmen zur Verbesserung der Handelsbilanz. Auf Zahlungsbasis betrug der Umschwung fast 600 Mio. Dollar, und auf Transaktionsbasis scheint die Verbesserung noch größer gewesen zu sein. Die Zollstatistik weist eine Exportzunahme um 18 Prozent und eine Importabnahme um 5 Prozent aus, während nach den Zahlungsangaben die Importe stiegen. Parallel zur Handelsbilanzverbesserung erhöhte sich der Überschuß der unsichtbaren Transaktionen um 300 Mio. auf 1 140 Mio. Dollar, und zwar hauptsächlich wegen gesteigerter Gastarbeiterüberweisungen und Reiseverkehrseinnahmen. Die Nettokapitalzuflüsse erreichten 440 Mio. Dollar — etwa den Vorjahresbetrag —, wobei die Rückzahlung kurzfristiger Verbindlichkeiten durch eine erhebliche Nettoaufnahme langfristiger Kredite im Ausland mehr als ausgeglichen wurde. Die Gesamtbilanz schloß daher mit einem Überschuß von 565 Mio. Dollar ab, gegenüber einem geringen Defizit im Jahr zuvor.

*Osteuropäische Länder.* Im Handel der osteuropäischen Länder mit der übrigen Welt trat im vergangenen Jahr ein Defizit von 0,3 Mrd. Dollar an die Stelle des Vorjahresüberschusses von rund 1 Mrd. Dollar. Einerseits verschlechterte sich die Handelsbilanz der Sowjetunion als Ergebnis einer starken Importzunahme, die nur von einer geringen Exportsteigerung begleitet war, um etwa 2 Mrd. Dollar. Andererseits wies die Gruppe der übrigen osteuropäischen Länder eine Veränderung von 0,7 Mrd. Dollar in entgegengesetzter Richtung auf, wobei die Ausfuhren allgemein stärker als die Einfuhren stiegen. Der größte Teil des letztgenannten Umschwungs dürfte auf den Außenhandel der sechs Länder mit der Sowjetunion entfallen sein, der sich 1972 nach einem annähernden Vorjahresgleichgewicht offenbar stark aktivierte. In diesem Zusammenhang scheinen Schuldentrückzahlungen einer Reihe osteuropäischer Länder und ihre wachsende Beteiligung an Rohstoff-Entwicklungsprojekten in der Sowjetunion eine Rolle gespielt zu haben.

Der Außenhandel zwischen den Planwirtschaftsländern — der den größeren Teil ihres Außenhandelsumsatzes ausmacht — scheint im vergangenen Jahr abermals

Osteuropäische Länder: Warenhandel

	Ausfuhr		Einfuhr		Saldo des Warenhandels	
	1971	1972	1971	1972	1971	1972
	Jährliche prozentuale Veränderung der in Landeswährung* ausgedrückten Werte				Millionen US-Dollar	
Bulgarien . . . . .	8,9	10,1	15,8	11,0	60	55
Deutsche Demokratische Republik . . . . .	10,8	12,5	2,3	11,5	115	200
Polen . . . . .	9,1	17,2	11,9	21,6	- 165	- 405
Rumänien . . . . .	13,5	13,7	7,3	14,3	-	- 15
Sowjetunion . . . . .	7,9	2,5	6,3	18,5	1 325	- 685
Tschechoslowakei . . . . .	10,2	12,9	8,5	7,1	170	460
Ungarn . . . . .	7,9	21,2	18,3	- 2,9	- 490	140
Zusammen . . . . .	9,1	9,6	8,4	13,7	1 015	- 250

\* In der DDR, Polen und Ungarn in Außenhandels-Rechnungseinheiten.

Quellen: UN Economic Commission for Europe, „Economic Survey of Europe in 1972“, und United Nations, „Monthly Bulletin of Statistics“.

rasch gewachsen zu sein. Allerdings haben offenbar im Verkehr mit industrialisierten Marktwirtschaftsländern — hauptsächlich Westeuropa, Nordamerika und Japan — sowohl die Exporte wie die Importe in einigen Fällen noch stärker als der interne osteuropäische Außenhandel zugenommen. In Polen, der Sowjetunion, der DDR und Rumänien haben sich die Einfuhren aus Marktwirtschaftsländern — in erster Linie Maschinen und andere Industrieanrichtungen, aber auch Getreide — im Verhältnis zu den Ausfuhren beträchtlich erhöht, so daß die Defizite gegenüber diesen Ländern wuchsen. In Bulgarien und der Tschechoslowakei war die Zunahme von Exporten und Importen ausgeglichener, mit dem Ergebnis, daß die Fehlbeträge gegenüber den Industrieländern ihren Vorjahresumfang ungefähr beibehielten. Auf der anderen Seite verringerte Ungarn sein Defizit durch eine kräftige Erhöhung seiner Exporte. Insgesamt gesehen nahm das Defizit aller RGW-Mitgliedsländer gegenüber den industrialisierten Marktwirtschaftsländern stark zu. Als Folge davon war die Kreditaufnahme auf westlichen Märkten oder bei Exportfinanzierungsinstituten der westlichen Länder recht beachtlich. Was den Handel mit nichtindustrialisierten Marktwirtschaftsländern betrifft, so legen vorläufige Daten den Schluß nahe, daß abermals ein großer, teilweise durch Kreditgewährung finanzierter Überschuß erzielt wurde.

In der *Sowjetunion* war die starke Aufblähung der Importe vor allem durch die Auslandskäufe von Getreide und anderen Nahrungsmitteln bedingt. Darüber hinaus führte ein kräftiger Anstieg der Investitionen in der Industrie zu einer beträchtlichen Expansion der Einfuhr von höherwertigen Maschinen und Ausrüstungen, insbesondere aus Marktwirtschaftsländern. Die Exportentwicklung wurde teilweise durch die Rückschläge auf dem Agrarsektor, aber in gewissem Umfang auch durch ein geringeres Wachstum der Industrieproduktion gehemmt. Es scheint zudem, daß die Hilfe an andere RGW-Länder vermindert worden ist und kompensatorische Wareneinfuhren eingesetzt haben.

In der *DDR* wurde die raschere Zunahme des Außenhandels durch das schnellere Wachstum der Gesamtproduktion gefördert. Da die Inlandsnachfrage absichtlich gedrosselt wurde, stiegen die Nettoausfuhren beträchtlich an, wodurch Schuldentrückzahlungen an andere RGW-Länder ermöglicht wurden. Ähnlich war die Situation in

der *Tschechoslowakei*, in der vorher ebenfalls Schulden gegenüber den anderen RGW-Ländern aufgelaufen waren. Zudem scheinen bei wachsendem inländischem Angebot die Importe von Verbrauchsgütern zurückgegangen zu sein. In *Ungarn* wurde die inländische Nachfrage — insbesondere für Investitionen — gleichfalls beschränkt, um Kapazitäten für den Export freizumachen. Außerdem wurde die Einfuhrkontrolle verschärft, und eine gute Ernte erlaubte eine Reduzierung der Auslandsbezüge von Nahrungsmitteln.

In *Polen* führte eine expansive Wirtschaftspolitik dazu, daß die Inlandsnachfrage rascher zunahm als die Produktion. Infolgedessen stiegen die Einfuhren von Verbrauchs- und Investitionsgütern stark an. Gleichzeitig wuchsen jedoch die Ausfuhren beträchtlich, vor allem diejenigen von Nahrungsmitteln und Rohstoffen. Ein Teil des großen Handelsbilanzdefizits war wie in der Vergangenheit durch einen Überschuß im Dienstleistungsverkehr gedeckt. In *Rumänien* scheint eine Verlangsamung der Einfuhr von Agrarprodukten durch eine Importbeschleunigung bei Zwischenprodukten und Verbrauchsgütern mehr als ausgeglichen worden zu sein. Da sich die Ausfuhren abermals stark ausweiteten, konnte die Handelsbilanz fast im Gleichgewicht gehalten werden. In *Bulgarien* wurden die Importe von Nahrungsmitteln wegen der guten Ernte vermindert, aber die Maschineneinfuhren stiegen weiter kräftig an. Die Expansion der Ausfuhren ging weitgehend auf die merkliche Zunahme von Investitionsgüterverkäufen zurück.

## IV. GOLD, RESERVEN UND DEVISEN

### Gold: Produktion, Märkte und Reserven

Die Goldproduktion der Welt (ohne die Sowjetunion, die übrigen osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea) nahm im Vorjahr nach dem Rückgang von 1971 abermals ab. Waren es 1971 um 40 Tonnen weniger als ein Jahr zuvor gewesen, so betrug 1972 die Abnahme 70 Tonnen, und die Gesamtproduktion erreichte 1 180 Tonnen. Damit lag sie um 10 Prozent unter ihrem 1970 verzeichneten Höchststand und überstieg kaum mehr das Niveau von vor zehn Jahren. Fast der gesamte Rückgang von 1972 betrifft den südafrikanischen Bereich, wo die Förderung um 68 Tonnen geringer war. Weitere Veränderungen von Bedeutung waren eine neuerliche Abnahme der Erzeugung in Kanada um 6 Tonnen und Produktionserhöhungen in Australien und Japan im Ausmaß von 4 bzw. 3 Tonnen.

Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1958	1969	1970	1971	1972
	Tonnen								
Südafrika . . . . .	323,9	436,9	370,9	371,4	969,5	972,8	999,9	976,6	908,7
Kanada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	85,3	79,2	74,9	69,7	63,2
Vereinigte Staaten . . . . .	64,0	151,4	48,9	60,9	46,0	53,9	54,2	46,5	44,4
Japan . . . . .	10,4	27,0	1,2	8,0	19,1	21,1	22,0	24,0	27,7
Australien . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	24,3	21,7	19,4	20,9	24,9
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,6	22,0	21,9	21,7	22,5
Philippinen . . . . .	5,1	34,9	—	14,9	16,4	17,8	18,7	19,9	20,2
Rhodesien . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,5	14,9	15,6	15,6	15,6
Kolumbien . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	7,5	6,8	6,3	5,9	5,8
Zaire . . . . .	4,9	17,4	10,3	11,5	5,3	5,5	5,5	5,3	4,7
Mexiko . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	5,5	5,6	6,2	4,7	4,4
Zusammen . . . . .	530,1	985,0	607,2	693,1	1 217,0	1 221,3	1 244,6	1 210,8	1 142,1
Sonstige Länder . . . . .	40,4	180,0	59,3	61,1	43,3	40,5	42,7	36,8	35,6
Geschätzte Welterzeugung*	570,5	1 165,0	666,5	754,2	1 260,3	1 261,8	1 287,3	1 247,6	1 177,7

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

Der Rückgang der südafrikanischen Goldproduktion um 7 Prozent resultierte im vergangenen Jahr aus einer mengenmäßigen Abnahme des verarbeiteten Golderzes um 2,1 Prozent und aus einer Verringerung des durchschnittlichen Goldgehaltes der Erze um 4,8 Prozent. Zwischen der Verlagerung der Förderung auf weniger ergiebige Erze und dem Anstieg des Goldpreises — der dem südafrikanischen Goldbergbau bezahlte Unzenpreis erhöhte sich von 1971 auf 1972 um 38 Prozent — besteht zweifellos ein Zusammenhang, denn der zur Wirtschaftlichkeit des Abbaus notwendige Goldgehalt der Erze verringerte sich natürlich. Die geologische Struktur der Lagerstätten Südafrikas gewährt beträchtlichen Spielraum, um bei steigendem Goldpreis die Förderung auf geringerhaltige Golderze umzustellen. Diese natürlichen

Gegebenheiten werden noch durch die Progression in der Besteuerung der Bergbaugewinne sowie durch die auf bestmögliche Nutzung der Goldlagerstätten des Landes gerichtete Politik der Regierung verstärkt. Der Rückgang der Golderzeugung hielt auch in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres an, in denen sie mit 285 Tonnen um 5,3 Prozent unter dem vergleichbaren Vorjahresergebnis lag.

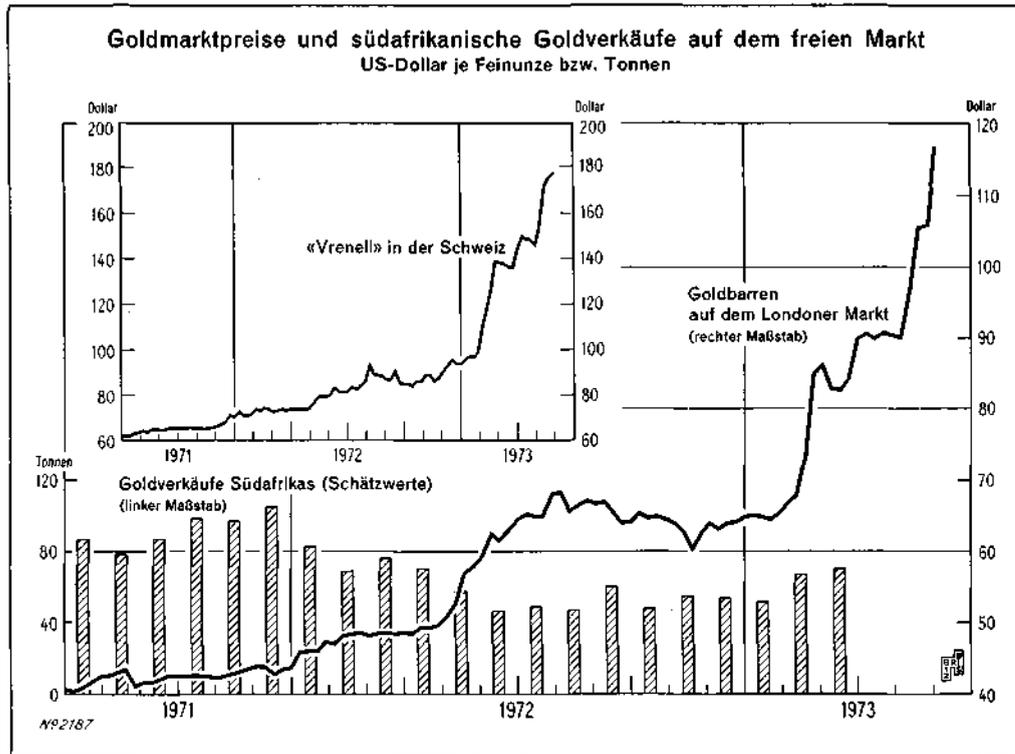
Die Auswirkungen des Rückganges der Golderzeugung in der westlichen Welt auf das gesamte Angebot neuen Goldes dürften jedoch durch erhöhte Goldabgaben seitens der Sowjetunion und anderer osteuropäischer Staaten mehr als ausgeglichen worden sein. Diese Anlieferungen werden für das Jahr 1972 auf 205 Tonnen geschätzt (1971: 90 Tonnen). Die Gesamtversorgung mit neuem Gold kann daher im vergangenen Jahr mit 1 385 Tonnen angesetzt werden, was das Ergebnis von 1971 um rund 3 Prozent übertrifft. Das auf den westlichen Goldmärkten 1972 zum Verkauf angebotene Volumen lag mit 1 290 Tonnen jedoch beträchtlich unter der Menge von 1971, die 1 425 Tonnen betrug. Die Ursache hierfür ist in der im vergangenen Jahr eingetretenen Aktivierung der südafrikanischen Zahlungsbilanz zu erblicken, die zu einer Reduktion der von dort stammenden Goldabgaben an den Markt um fast ein Drittel von 1 050 Tonnen auf 715 Tonnen geführt hat. Die Verkäufe anderer Länder am Goldmarkt (ohne Sowjetunion und die übrigen Staaten Osteuropas) dürften im abgelaufenen Jahr um etwa 85 Tonnen auf ein geschätztes Gesamtvolumen von 370 Tonnen zugenommen haben.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)

	1968 April- Dezember	1969	1970	1971	1972
	Tonnen				
Goldproduktion . . . . .	940	1 260	1 290	1 250	1 180
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt) . . . . .	—	5	50	90	205
Insgesamt . . . . .	940	1 265	1 340	1 340	1 385
Veränderung der amtlichen Goldbestände westlicher Länder . . . . .	595	110	290	— 85	95
Verkäufe auf dem freien Markt* . . . . .	345	1 155	1 050	1 425	1 290

\* Als Rest ermittelt.

Der Rückgang des Angebots am Goldmarkt traf im vergangenen Jahr mit einer starken Erhöhung der nichtmonetären Goldnachfrage zusammen. Die Goldnachfrage zu Anlagezwecken — einschließlich einer wahrscheinlich erhöhten Lagerhaltung der goldverarbeitenden Industrie — dürfte 1972 einen steilen Aufschwung genommen haben, was teilweise auf die prekäre internationale Währungssituation zurückzuführen ist und zum Teil seinen Grund in der Beurteilung der Aussichten des Goldes als Rohstoff bei raschem Wirtschaftswachstum und Preisauftrieb hat. Dazu kam auch eine weitere Zunahme des industriellen Verbrauchs in den hochentwickelten Ländern. Die Ankäufe aus den traditionellen Goldhortungsgebieten, wie etwa dem indischen Subkontinent und dem Fernen Osten, scheinen jedoch recht stark abgenommen zu haben.



Das Zusammenwirken des rückläufigen Angebots von neuem Gold mit der starken nichtmonetären Goldnachfrage bewirkte 1972 eine bisher nie verzeichnete Preissteigerung am Goldmarkt um 50 Prozent auf 65 Dollar pro Unze zum Jahresende. Diese Entwicklung verblaßt jedoch neben dem viel stärkeren Anstieg des Goldpreises auf über 120 Dollar pro Unze, der bisher 1973 verzeichnet wurde und trotz erhöhten Verkäufen Südafrikas und der Sowjetunion zustande kam.

Das Jahr 1972 hatte mit einem Marktpreis von 43,50 Dollar pro Unze begonnen, der dann auf eine Spitze von etwas über 49 Dollar Anfang Februar kletterte. Diese Bewegung war zum Teil durch die Dollarabwertung vom Dezember 1971 im Rahmen des Washingtoner Abkommens verursacht worden, teilweise aber auch eine Folge des aufgrund der verbesserten südafrikanischen Zahlungsbilanzlage reduzierten Angebots. Nach einem leichten Rückgang von dem Anfang Februar erzielten Spitzenpreis pendelte sich der Goldpreis bis Mitte April auf ein Niveau von 48–48,50 Dollar ein. Zu diesem Zeitpunkt begann Südafrika erstmals seit 1969 seine Goldreserven aus der laufenden Förderung aufzustocken, die damals beträchtlich unter dem Niveau von 1971 lag. Ferner scheinen die sowjetischen Goldverkäufe vorübergehend eingestellt worden zu sein. Eine der Folgen des verknappten Angebots lag in der Stimulierung der Nachfrage zu Anlage- und Spekulationszwecken, wodurch ein Anstieg des Marktpreises von 48,50 Dollar je Unze am 11. April auf 66,75 Dollar am 8. Juni bewirkt wurde.

Der Goldpreis gab zwar in der Folge wieder etwas nach, doch war dies nur von kurzer Dauer. Nach der Freigabe des Pfundkurses und der erneuten Flucht aus dem Dollar stieg der Preis Anfang Juli wieder auf 65 Dollar pro Unze. Die gegen Ende des

Monats auftauchenden Gerüchte über einen neuen, höheren Goldpreis der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft für amtliche Goldtransaktionen der Mitglieder untereinander drückten den Marktpreis weiter hinauf, und am 2. August wurde schließlich der Preis von 70 Dollar pro Unze erreicht, der in jenem Jahr nicht mehr überschritten werden sollte.

Meldungen, wonach die Sowjetunion Gold werde verkaufen müssen, um ihre Getreideimporte zu finanzieren, ließen um die Augustmitte den Goldpreis wieder auf ein Niveau von 65 Dollar pro Unze absacken. Bis November pendelte der Goldpreis um diese Marke, fiel aber dann vermutlich als Reaktion auf die seit Sommer stattgefundene Befestigung des Dollars um die Monatsmitte auf ungefähr 60 Dollar zurück. Zum Jahresende belebte sich die Goldnachfrage jedoch wieder, zum Teil im Hinblick auf die in Frankreich und Italien bevorstehende Einführung der Mehrwertsteuer für Goldkäufe und zum Teil wohl auch aufgrund von Besorgnissen im Zusammenhang mit dem Ausgang des für März 1973 angesetzten französischen Wahlganges.

Zu Beginn des Jahres 1973 stand der Goldpreis bei rund 65 Dollar pro Unze, und der Markt war ziemlich ruhig. Als jedoch gegen Ende Januar die Währungskrise ausbrach, stieg auch die Goldnachfrage wieder, wodurch der Goldpreis schon Mitte Februar über den Spitzenwert vom August 1972 und dann in der Folge am 23. Februar auf die Marke von 89 Dollar getrieben wurde, was einem Anstieg um 35 Prozent innerhalb von vier Wochen entspricht, und dies, obwohl Südafrika wieder fast seine gesamte Produktion auf den Markt brachte und auch die Sowjetunion beträchtliche Mengen verkaufte. Nach einigen Tagen ganz irregulärer Ausschläge begann sich der Goldmarkt wieder zu beruhigen, und der Preis ermäßigte sich auf 80 Dollar pro Unze Mitte März. Zu Ende des Monats erreichte er jedoch wieder 90 Dollar. Von der zweiten Maiwoche an führte eine neuerliche Vertrauenskrise um den Dollar zu einem weiteren sprunghaften Anwachsen der Goldnachfrage und zu einer Kulmination des Preisanstieges auf über 120 Dollar pro Unze Anfang Juni. Ab März 1973 wurde die Nachfrage am Goldmarkt durch die große Ausweitung der japanischen Ankäufe angesichts der am 1. April 1973 in Kraft getretenen erleichterten japanischen Einfuhrbestimmungen für Barrengold verstärkt.

Wenn man die zentralen Goldbestände der westlichen Welt zu 38 Dollar pro Unze bewertet, ergab sich im Jahr 1972 ein Zuwachs von 115 Mio. Dollar auf ein Gesamtvolumen von 44 905 Mio. Dollar zum Jahresende. Südafrika erhöhte seine Goldreserven um 235 Mio. Dollar aus der laufenden Goldproduktion, während die gemeldeten Bestände in der übrigen Welt um 120 Mio. Dollar abnahmen. Goldabgaben aus amtlichen Reserven an den freien Markt wurden von Uruguay gemeldet; zu einem Preis von 38 Dollar pro Unze bewertet, haben sie 40 Mio. Dollar betragen.

In Anbetracht der Inkonvertibilität des Dollars und des immer stärkeren Auseinanderklaffens des offiziellen Goldpreises und der Notierungen am Markt wurde Gold für Währungstransaktionen 1972 kaum verwendet. Die bei weitem größte Goldtransaktion war die im Januar auf Wunsch der Regierung der Vereinigten Staaten durch den Internationalen Währungsfonds erfolgte Rücknahme der restlichen Goldmenge von 435 Mio. Dollar, die in den Jahren 1956–1960 dem amerikanischen Schatzamt verkauft worden war. Ebenfalls im Januar 1972 zog der Fonds Goldeinlagen bei der Federal Reserve Bank of New York in Höhe von 155 Mio. Dollar und

Weltgoldreserven

	Veränderung			Bestand Ende 1972
	1970 (zu \$35 je Unze)	1971 (zu \$38 je Unze)	1972 (zu \$38 je Unze)	
Millionen US-Dollar				
Vereinigte Staaten . . . . .	- 785	- 940	- 595	10 485
Großbritannien . . . . .	- 125	- 625	- 40	800
Übriges Westeuropa . . . . .	- 435	+ 545	+ 40	21 475
Kanada . . . . .	- 80	+ 5	- 30	835
Lateinamerika . . . . .	- 10	- 55	+ 5	1 125
Naher Osten . . . . .	- 80	+ 30	- 5	1 085
Übriges Asien . . . . .	+ 140	+ 100	-	1 520
Südafrika . . . . .	- 450	- 275	+ 235	680
Sonstige Länder . . . . .	- 70	+ 30	-	860
<b>Alle Länder zusammen<sup>1</sup></b> . . . . .	<b>-1 895</b>	<b>-1 185</b>	<b>- 390</b>	<b>38 865</b>
Internationale Institutionen . . . . .	+2 220	+1 080	+ 505	6 040
davon				
<i>BIZ</i> . . . . .	+ 200	+ 645	- 120	215
<i>Europäischer Fonds</i> . . . . .	- 10	+ 10	- 15	45
<i>IWF</i> . . . . .	+ 2 030	+ 425	+ 640 <sup>2</sup>	5 780 <sup>2</sup>
<b>Insgesamt</b> . . . . .	<b>+ 325</b>	<b>- 105</b>	<b>+ 115</b>	<b>44 905</b>

<sup>1</sup> Ohne die Sowjetunion, die osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea. <sup>2</sup> Ohne den von Rumänien erhaltenen Goldbeitrag in Höhe von 50 Mio. Dollar.

bei der Bank von England in Höhe von 30 Mio. Dollar zurück, die bei diesen Instituten zum Ausgleich ihrer Goldabgaben an andere Staaten im Zusammenhang mit der IWF-Quotenerhöhung von 1965 gebildet worden waren. Ferner verwendete die Bank von England im Rahmen von Rückzahlungen an den Fonds in Höhe von 1,2 Mrd. Dollar im April 1972 (siehe Seite 144) einen Goldbetrag im Gegenwert von 30 Mio. Dollar, den sie von der Bank von Kanada zurückgekauft hatte. Bei allen anderen Staaten ergaben sich keine nennenswerten Veränderungen in den Goldbeständen.

**Die Entwicklung der Weltwährungsreserven**

Das Jahr 1972 brachte zum drittenmal in ununterbrochener Reihenfolge ein enormes Wachstum der Weltwährungsreserven. Die erneute Zunahme der gesamten offiziellen Gold- und Devisenbestände einschließlich der Sonderziehungsrechte sowie der IWF-Positionen betrug 24,4 Mrd. Dollar oder 18½ Prozent. Wie schon 1970 und 1971 (wenn man von den Auswirkungen der Höherbewertung des Goldes in Dollar absieht) fand auch im vergangenen Jahr das Wachstum ausschließlich im Bereich der Devisen und SZR statt, die um 21,9 Mrd. bzw. 3,1 Mrd. Dollar expandierten, wobei die zweite Zahl in etwa dem Volumen der SZR-Zuteilungen für 1972 entsprach. Goldreserven und IWF-Positionen wiesen beide einen ganz leichten Rückgang auf.

Die 1972 verzeichnete Zunahme der Devisenreserven um 21,9 Mrd. Dollar war durch eine Reihe von Sondereinflüssen betroffen, die per Saldo zweifellos dazu führten, daß der Anstieg geringer ausfiel, als er sonst gewesen wäre — wahrscheinlich in der Größenordnung von mehreren Milliarden Dollar. Die nur vorübergehend im Rahmen von Swap-Transaktionen zum Jahresende seitens der Schweizerischen Nationalbank von den Geschäftsbanken hereingenommenen Devisenbeträge von 1,2 Mrd. Dollar

Veränderung der Weltwährungsreserven\*

	Gold	Devisen	Reserve- positionen im IWF	SZR	Insgesamt
Millionen US-Dollar					
<b>Zehnergruppen-Länder</b>					
1970 .....	- 920	+ 8 480	+ 540	+ 2 340	+ 10 440
1971 .....	+ 1 670	+ 25 830	- 835	+ 2 470	+ 29 135
1972 .....	- 675	+ 7 275	- 80	+ 2 060	+ 8 580
<i>Gesamtbetrag Ende 1972</i> ..	<i>31 410</i>	<i>57 255</i>	<i>4 910</i>	<i>6 870</i>	<i>100 455</i>
<b>Übrige Industrieländer</b>					
1970 .....	- 800	+ 1 685	+ 60	+ 300	+ 1 245
1971 .....	+ 105	+ 5 375	+ 30	+ 270	+ 5 780
1972 .....	+ 290	+ 7 685	+ 45	+ 400	+ 8 400
<i>Gesamtbetrag Ende 1972</i> ..	<i>3 950</i>	<i>19 885</i>	<i>955</i>	<i>970</i>	<i>25 760</i>
<b>Entwicklungsländer</b>					
1970 .....	- 175	+ 1 965	+ 370	+ 465	+ 2 645
1971 .....	+ 230	+ 4 140	+ 5	+ 515	+ 4 890
1972 .....	- 5	+ 6 935	- 45	+ 590	+ 7 475
<i>Gesamtbetrag Ende 1972</i> ..	<i>3 505</i>	<i>24 525</i>	<i>950</i>	<i>1 590</i>	<i>30 570</i>
<b>Alle Länder</b>					
1970 .....	- 1 895	+ 12 130	+ 970	+ 3 125	+ 14 330
1971 .....	+ 2 005	+ 35 345	- 800	+ 3 255	+ 39 805
1972 .....	- 390	+ 21 875	- 80	+ 3 050	+ 24 455
<i>Gesamtbetrag Ende 1972</i> ..	<i>38 865</i>	<i>101 665</i>	<i>6 815</i>	<i>9 430</i>	<i>156 775</i>

\* Einschließlich Bewertungsänderungen.

hatten zwar den Zuwachs aufgebläht (1971 war der Umfang dieser Geschäfte bedeutungslos gewesen), doch wurde dieser expansive Effekt durch die verschiedenen japanischen Maßnahmen stark überkompensiert, die die Erhöhung der offiziellen japanischen Währungsreserven eindämmen sollten (hauptsächlich Depositen- und Swap-Transaktionen mit den Geschäftsbanken, aber auch Erwerb längerfristiger amerikanischer Wertpapiere). Ferner reduzierte die von Juni bis Dezember 1972 eingetretene Wertminderung des britischen Pfundes den Dollarwert der Sterlingreserven von Ende 1972 um 0,7 Mrd. Dollar.

Wie in den beiden vorangegangenen Jahren war auch diesmal das Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz der Hauptfaktor des raschen Wachstums der Devisenreserven. Fast die Hälfte der gesamten Ausweitung, nämlich 10,3 Mrd. Dollar, wurde im Bereich der offiziellen Dollarbestände des Auslands in den Vereinigten Staaten registriert. Von den verbleibenden 11,6 Mrd. Dollar kann jedoch nur ein Bruchteil eindeutig zugeordnet werden — so der Betrag von 1,2 Mrd. Dollar in den Beständen der Schweizerischen Nationalbank zur Jahreswende, der außerhalb der Vereinigten Staaten plazierte war, und der Anstieg der offiziellen DM-Bestände in der Bundesrepublik um 0,4 Mrd. Dollar. Die Pfundguthaben in Großbritannien wiesen auf Dollarbasis eine leichte Erhöhung von 0,1 Mrd. Dollar auf. Vom Wachstum der gesamten Devisenreserven im vergangenen Jahr verbleibt demnach ein Betrag von rund 10 Mrd. Dollar, der statistisch weder nach Währungen noch nach Ländern, in denen die Beträge angelegt wurden, gegliedert werden kann.

Es steht außer Zweifel, daß ein großer Teil dieser 10 Mrd. Dollar, möglicherweise etwa 7–8 Mrd., am Eurodollarmarkt und auf den anderen Eurodevisenmärkten

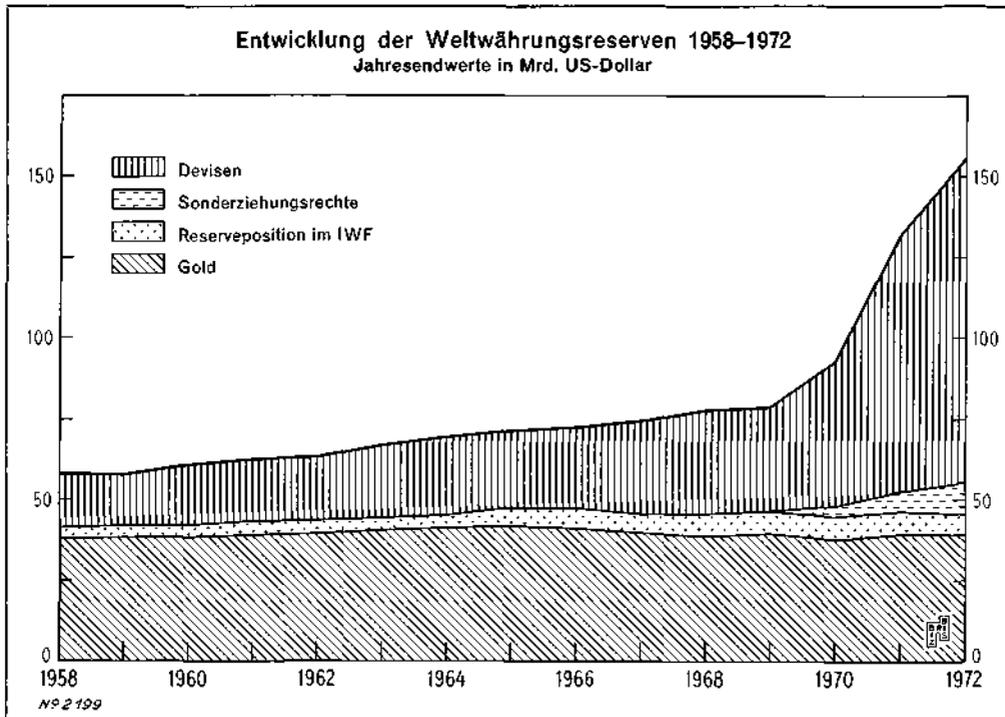
angelegt wurde. Ein Teil könnte jedoch auch aus anderen Währungen als dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und der Deutschen Mark bestanden haben und in den Ländern der betreffenden Währungen gehalten worden sein. Schließlich ist auch die Plazierung von Währungsreserven auf längere Termine in Betracht zu ziehen.

In einer Hinsicht unterschied sich der Zuwachs der Weltwährungsreserven im Jahr 1972 jedoch beträchtlich von den Ergebnissen der beiden vorangegangenen Jahre: die Streuung über die einzelnen Staaten war viel gleichmäßiger, wobei der Anteil der Zehnergruppen-Länder von 73 Prozent im Jahr 1971 auf 35 Prozent im Jahr 1972 sank, die Quote der übrigen Staaten hingegen entsprechend stieg. Der absolute Betrag, um den die Reserven der Zehnergruppen-Länder wuchsen, war um 70 Prozent geringer als im Jahr zuvor — größtenteils infolge der Änderung der Lage Großbritanniens —, während bei den anderen Industriestaaten und bei den Entwicklungsländern die Steigerung der Zunahme gegenüber 1971 45 bzw. 53 Prozent ausmachte. Der vergrößerte Anteil der Staaten außerhalb des Zehnerklubs an der Erhöhung der Weltwährungsreserven trägt zur Klärung des scheinbaren Widerspruchs zwischen dem offenbar beträchtlich größeren Wachstum der amtlichen Euro-marktanlagen und der gegenüber 1971 wesentlich verringerten Reservenzunahme bei. Ein maßgeblicher Teil des Anstiegs der Eurodevisen-Plazierungen wurde dadurch bewirkt, daß Entwicklungsländer Deviseneingänge aus Krediten, die Inländer auf dem Eurogeldmarkt aufnahmen, wieder dort anlegten.

In den drei Ländergruppen selbst war der Reservenzuwachs weniger gleichmäßig verteilt. In der Zehnergruppe entfiel auf die Bundesrepublik Deutschland und Japan abermals der größte Anstieg mit 5,2 Mrd. bzw. 3 Mrd. Dollar. Dann folgten Frankreich mit 1,8 Mrd. Dollar und die Niederlande mit 1 Mrd. Dollar. Die Reserven Großbritanniens gingen hingegen, nach ihrer sehr starken Ausdehnung um 6 Mrd. Dollar im Jahr 1971, um 3,2 Mrd. Dollar zurück, und Italien verzeichnete eine Abnahme von 0,7 Mrd. Dollar. In der Gruppe der übrigen Industriestaaten erzielten Australien und Spanien mit 2,8 Mrd. bzw. 1,8 Mrd. Dollar die größten Reservenzuwächse. Ansehnliche Verbesserungen meldeten ferner Südafrika und die Türkei mit je 0,6 Mrd. Dollar, Jugoslawien und Griechenland mit je 0,5 Mrd. Dollar sowie Österreich und Portugal mit je 0,4 Mrd. Dollar.

Bei den Entwicklungsländern lag der Schwerpunkt des Reservenzuwachstums in viel geringerem Ausmaß als früher bei den ölproduzierenden Ländern. Ihr Anteil an dem bei den Entwicklungsländern eingetretenen Gesamtzuwachs von 7,5 Mrd. Dollar betrug 2,1 Mrd. Dollar. Im Jahr 1971 hatte ihr Anteil noch 3 Mrd. Dollar bei einem Gesamtzuwachs von 4,9 Mrd. Dollar erreicht. Das größte Reserveplus unter den ölproduzierenden Ländern ergab sich für Saudi-Arabien mit 1,1 Mrd. Dollar, während die libyschen Reserven nur um 0,3 Mrd. Dollar expandierten (1971: 1,1 Mrd. Dollar). Außerhalb der Ölstaaten entfiel nicht ganz die Hälfte der Reservenzunahme auf Brasilien, das einen Zuwachs von 2,4 Mrd. Dollar — 140 Prozent — registrierte. Die verbleibenden 3 Mrd. Dollar verteilten sich über eine verhältnismäßig große Zahl von anderen Entwicklungsländern, wobei Israel mit einem Plus von 0,5 Mrd. Dollar an der Spitze lag.

Das weitere enorme Wachstum der Weltwährungsreserven im vergangenen Jahr ließ diese auf 156,8 Mrd. Dollar am Jahresende anschwellen, was fast genau



einer Verdoppelung innerhalb von drei Jahren gleichkommt. Die Devisenbestände allein haben sich in dieser Periode mit einem Anstieg von 32,3 Mrd. Dollar auf 101,7 Mrd. etwas mehr als verdreifacht, und ihr Gesamtanteil an den Weltwährungsreserven stieg von 41 auf 65 Prozent. Der vergrößerten Devisenkomponente in den Weltwährungsreserven steht der sinkende Goldanteil gegenüber, der trotz der Wert-erhöhung in US-Dollar um 8,6 Prozent von 50 auf 25 Prozent zurückging. Der restliche Zuwachs von 9,4 Mrd. Dollar ist auf die ersten drei Jahreszuteilungen von SZR zurückzuführen. Trotz diesen Zuteilungen und den Auswirkungen der IWF-Quotenerhöhung von 1970 auf das Reservevolumen stieg der Anteil der beim IWF unterhaltenen Weltwährungsbestände im Verlaufe der letzten drei Jahre nur sehr wenig von etwas unter 10 Prozent auf schwach darüber. Die SZR-Zuteilungen betragen lediglich 12 Prozent des gesamten Reservenwachstums der Jahre 1970-1972, statt das Hauptelement davon darzustellen, wie in den Berechnungen, die seinerzeit als Grundlage der Entscheidungen über die Zuteilung gedient hatten, angenommen worden war. Für 1973 wurde keine weitere SZR-Zuteilung in Aussicht genommen.

Abgesehen vom bloßen Umfang des Wachstums war in den Jahren 1970-1972 die Art, in der das Wachstum der Devisenreserven zustande kam, und insbesondere das Ausmaß bemerkenswert, in dem es außerhalb der gewohnten Formen erfolgte. Die gesamten Devisenreserven beliefen sich Ende 1969 auf 32,3 Mrd. Dollar, wovon 23 Mrd. Dollar erwiesenermaßen in Form von Dollar- und Pfundguthaben in den Vereinigten Staaten bzw. Großbritannien gehalten wurden. In den folgenden drei Jahren wuchsen die Devisenreserven der Welt auf Dollarbasis um 69,4 Mrd. Dollar, wovon 44 Mrd. Dollar in der oben angegebenen Art und Weise Anlage fanden. Die

verbleibenden 25,4 Mrd. Dollar sind zumeist neuartigen Anlagemedien, in der Hauptsache dem Eurogeldmarkt und den nationalen Geldmärkten bestimmter europäischer Länder zugeflossen. In gewissem Ausmaß sind auch Anlagen in längerfristigen Dollarwerten und anderen festverzinslichen Papieren, möglicherweise sogar vereinzelt in Dividendenwerten vorgenommen worden. Die große Masse der von den Regeln der Vergangenheit abweichenden Devisenplazierungen während dieses dreijährigen Zeitraumes wurde von Ländern außerhalb des Zehnerklubs getätigt. Tatsächlich ist von dem 1970-1972 verzeichneten Zuwachs der Devisenreserven dieser Länder in Höhe von 27,8 Mrd. Dollar — wovon mehr als die Hälfte 1972 anfiel — nur ein Betrag von 7 Mrd. Dollar, also ein Viertel, in Form von erfassbaren Dollar- oder Pfundguthaben in den Vereinigten Staaten bzw. Großbritannien angelegt worden.

Im ersten Vierteljahr 1973 verzeichneten die Weltwährungsreserven hauptsächlich unter dem Einfluß der Währungskrise abermals eine sehr große Ausweitung. Bewertet man das Gold und die goldgarantierten Forderungen auf Basis des voraussichtlichen neuen Goldgehalts des Dollars, so ergibt sich nach vorläufigen Zahlen ein Zuwachs von 20 Mrd. Dollar. Hiervon entfallen 14,8 Mrd. Dollar auf die Zehnergruppe, während die Bestände der übrigen Industriestaaten und der Entwicklungsländer um 2,2 Mrd. bzw. 3 Mrd. Dollar zunahmen. Bei den Zehnerklub-Ländern ohne Vereinigte Staaten gingen von dem gesamten Wachstum der offiziellen Reserven um 13,6 Mrd. Dollar etwa 3,5 Mrd. Dollar auf Höherbewertungseffekte zurück; das verbleibende Wachstum von rund 10 Mrd. Dollar entspricht somit in etwa dem Defizit der Vereinigten Staaten (Basis offizielle Reservetransaktionen) in diesem Quartal. Wie 1972 erfolgte der größte Einzelzufluß zur Bundesrepublik Deutschland mit 8,6 Mrd. Dollar, wovon allein 6 Mrd. Dollar im Februar stattfanden. Weitere größere Eingänge wurden in den Niederlanden (1,3 Mrd. Dollar), Frankreich (1,2 Mrd. Dollar), Belgien (1,1 Mrd. Dollar) und Schweden (0,5 Mrd. Dollar) registriert.

### **Internationaler Währungsfonds**

Die Bruttoziehungen der Mitgliedsländer hielten sich im vergangenen Jahr mit den Brutorückkäufen fast die Waage, und die gesamte Nettoinanspruchnahme der Fazilitäten des Internationalen Währungsfonds, die 1971 recht beträchtlich zurückgegangen war, stieg um 50 Mio. Dollar leicht an. Das Volumen der neuen Ziehungen betrug 1 749 Mio. Dollar und das der Rückkäufe 1 699 Mio. Dollar.

Zwei Drittel des Gesamtvolumens der Ziehungen wurden von drei Ländern, nämlich den Vereinigten Staaten, Großbritannien und Argentinien, getätigt, während bei den Rückkäufen Großbritanniens Anteil allein fast zwei Drittel betrug. Als Beitrag zur Abdeckung der offenen britischen Verpflichtungen gegenüber dem IWF in Höhe von 1 249 Mio. Dollar führten die Vereinigten Staaten im April 1972 eine Ziehung in Pfund Sterling durch, womit die Bestände des Fonds in dieser Währung entsprechend reduziert wurden. Gleichzeitig kaufte Großbritannien die verbleibende Restschuld von 1 031 Mio. Dollar direkt vom Fonds zurück und stellte dadurch erstmals seit 1964 seine Goldtranche position wieder vollständig her. Im Juli 1972 zog Großbritannien auf den IWF einen Betrag von 634 Mio. Dollar, um hieraus einen Teil der Pfundstützungskredite zurückzuzahlen, die es von den EWG-Mitgliedstaaten gegen Ende Juni erhalten hatte.

Internationaler Währungsfonds: Ziehungen und Rückkäufe 1972

	Ziehungen	Rückkäufe*	Nettoziehungen
	Millionen US-Dollar		
Vereinigte Staaten . . . . .	217		217
Großbritannien . . . . .	634	1 083	— 449
Kontinentaleuropa . . . . .	35	129	— 94
<i>darunter</i>			
<i>Türkei</i> . . . . .	—	98	— 98
Naher Osten . . . . .	27	132	— 105
Asien . . . . .	236	114	122
<i>darunter</i>			
<i>Bangladesch</i> . . . . .	68	—	68
<i>Pakistan</i> . . . . .	91	16	75
Afrika . . . . .	114	92	22
Lateinamerika . . . . .	486	149	337
<i>darunter</i>			
<i>Argentinien</i> . . . . .	308	—	308
<i>Kolumbien</i> . . . . .	—	58	— 58
<i>Peru</i> . . . . .	67	37	30
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>1 749</b>	<b>1 699</b>	<b>50</b>

\* Einschließlich Rückkäufen durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer (Großbritannien: 268 Mio. Dollar), abzüglich Rückkäufen von in Währung bezahlten Gebühren (Großbritannien: 217 Mio. Dollar) und Rückkäufen auf Subskriptionskonto (10 Mio. Dollar).

Für Ziehungen und Rückkäufe wurden 1972 zwölf verschiedene Währungen verwendet. Die wichtigsten gezogenen Währungen waren die Deutsche Mark (448 Mio. Dollar), das Pfund Sterling (279), der japanische Yen (214) und der französische Franken (157). Rückkäufe sind am häufigsten in Deutschen Mark (366), belgischen Franken (132), französischen Franken (131), japanischen Yen (117) und holländischen Gulden (116) vorgenommen worden. Erstmals in der Geschichte des Fonds fand der US-Dollar weder für Ziehungen noch für Rückkäufe Verwendung. Dagegen betrug der Einsatz von Sonderziehungsrechten bei Ziehungen 387 Mio. Dollar und bei Rückkäufen 537 Mio. Dollar.

Fünf neue Staaten — Bangladesch, Bahrain, Qatar, die Vereinigten Arabischen Emirate und Rumänien — sind 1972 dem Fonds beigetreten, wodurch sich die Zahl seiner Mitglieder auf 125 und die Summe aller IWF-Quoten um 391 Mio. Dollar auf 31 668 Mio. Dollar erhöhte.

Die dritte Zuteilung von SZR im Betrag von 3,2 Mrd. Dollar wurde am 1. Januar 1972 vorgenommen; sie erhöhte das Zuteilungsvolumen in der ersten Basisperiode auf 10,1 Mrd. Dollar. Die Bruttoverwendung von SZR betrug 1972 1,6 Mrd. Dollar, wovon 1,2 Mrd. Dollar die Teilnehmerländer und der Rest von 0,4 Mrd. Dollar das Generalkonto des IWF betrafen. Ein Großteil des Umsatzvolumens entfiel dabei auf Transaktionen zwischen Großbritannien und dem Fonds. Im April übertrug Großbritannien in teilweiser Durchführung des Rückkaufes seiner Währung SZR im Betrag von 461 Mio. Dollar an den IWF, und im Juli transferierte der Fonds an Großbritannien SZR im Betrag von 317 Mio. Dollar im Rahmen der von diesem Lande vorgenommenen Ziehung. Die britische Regierung gab diesen Betrag sofort an Belgien, die Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, die Niederlande und Norwegen zur

Teilabdeckung der Pfundstützungskredite weiter, die sie gegen Ende Juni von diesen Ländern erhalten hatte.

Das allgemeine Bild der Nettoströme von SZR im Jahr 1972 entsprach den Erfahrungen früherer Jahre. Die Entwicklungsländer gaben einen Nettobetrag von 221 Mio. Dollar ab, während der Fonds und die Industriestaaten Nettobeträge von 152 Mio. Dollar bzw. 69 Mio. Dollar entgegennahmen. In den drei Jahren 1970–1972 haben 70 Mitglieder des Fonds SZR per Saldo verwendet, und zwar im Betrag von insgesamt 2 142 Mio. Dollar, wobei die Vereinigten Staaten mit 533 Mio. Dollar und Großbritannien mit 436 Mio. Dollar an der Spitze standen. Auf der anderen Seite wurden 1 459 Mio. Dollar von 24 anderen Mitgliedstaaten des Fonds entgegengenommen, deren SZR-Bestände daher Ende 1972 über ihren seinerzeitigen Zuteilungen lagen, und 683 Mio. Dollar übernahm der IWF selbst. Ganz vorne in der Reihe jener Länder, die per Saldo Beträge aufnahmen, standen die Niederlande, Belgien und die Bundesrepublik Deutschland mit 449 Mio., 341 Mio. und 304 Mio. Dollar. Die Industriestaaten als Gruppe verfügten Ende 1972 über SZR-Bestände in Höhe von 104 Prozent ihrer kumulativen Zuteilungen, während die Gruppe der Entwicklungsländer 62 Prozent ihrer Zuteilungen hielt.

Hinsichtlich weiterer künftiger SZR-Zuteilungen liegen dem Gouverneursrat des IWF bisher keine Vorschläge über die Dauer der nächsten Basisperiode oder über die Beträge vor, die in einer solchen Periode zugeteilt werden könnten.

Die in den ersten vier Monaten des Jahres 1973 stattgefundenen IWF-Transaktionen über das Generalkonto und in SZR blieben in sehr bescheidenem Rahmen.

### **Devisenbilanzen**

*Vereinigte Staaten.* In den Vereinigten Staaten verschlechterte sich die gesamte Nettoauslandsposition — zentrale Reserveposition und Auslandsposition der Banken zusammengenommen — im Jahr 1972 um 12,9 Mrd. Dollar. Das war zwar immer noch viel, aber doch deutlich weniger als zwei Drittel des vor einem Jahr verzeichneten Ergebnisses von 20,7 Mrd. Dollar. Die Verschlechterung der zentralen Nettoreserveposition betrug jedoch mit 10,3 Mrd. Dollar nur gut ein Drittel des im Jahr 1971 festgestellten Betrages von 29,8 Mrd. Dollar, da sich im Bankensektor der 1971 gegebene Abfluß von 9,1 Mrd. Dollar in einen Zufluß von 2,5 Mrd. Dollar verwandelte und somit ein Umschwung von 11,6 Mrd. Dollar ergab.

Die Drehung in der Nettoauslandsposition der amerikanischen Banken ist fast ausschließlich auf den Zuwachs der gegenüber ausländischen nichtamtlichen Stellen und Personen bestehenden Verbindlichkeiten zurückzuführen, die nach dem Rückgang von 1971 um 6,7 Mrd. Dollar im Vorjahr um 4,8 Mrd. Dollar anstiegen. Hierfür gab es mehrere Ursachen. Die erste und wohl wichtigste war der nach der Abnahme von 1971 nur noch beschränkte Spielraum der amerikanischen Banken für eine weitere Verringerung ihrer Verbindlichkeiten gegenüber ihren ausländischen Niederlassungen; wie sich zeigte, stiegen diese Verbindlichkeiten im Laufe des Jahres 1972 um 0,5 Mrd. Dollar auf 1,4 Mrd. an. Zweitens veranlaßten die japanischen Behörden ihre Geschäftsbanken zu einer Reduzierung ihrer Nettoverbindlichkeiten gegenüber Banken in den Vereinigten Staaten; hauptsächlich als Folge dieses Schrittes

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1971	1972					1973
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Reserven . . . . .	- 2 345	- 30	+ 100	+ 55	- 120	- 65	- 220
davon							
Gold . . . . .	- 865	- 545	- 545	-	-	-	-
Devisen . . . . .	- 380	- 35	- 65	+ 245	- 135	- 80	- 235
SZR-Zuteilungen . . . .	+ 720	+ 710	+ 710	-	-	-	-
SZR-Übertragungen . . .	- 470	- 5	-	- 5	-	-	-
IWF-Goldtranche- position . . . . .	- 1 350	- 155	-	- 185	+ 15	+ 15	+ 15
Verbindlichkeiten gegen- über amtlichen aus- ländischen Stellen . . .	-27 415	-10 310	-2 610	- 800	-5 465	-1 435	- 9 795
davon							
Liquide . . . . .	-27 615	- 9 715	-2 110	- 775	-5 350	-1 480	- 8 605
Nichtliquide . . . . .	+ 200	- 595	- 500	- 25	- 115	+ 45	- 1 180
Zentrale Netto- reserveposition . . . . .	-29 760	-10 340	-2 510	- 745	-5 585	-1 500	-10 005
Kurzfristige Forderungen an Ausländer . . . . .	+ 2 375	+ 2 245	+ 775	- 480	+ 370	+1 580	+ 2 590
Verbindlichkeiten gegen- über ausländischen nichtamtlichen Stellen und Personen . . . . .	+ 6 690	- 4 785	- 590	-2 190	- 265	-1 740	+ 1 835
Nettoauslandsposi- tion der Banken . . . . .	+ 9 065	- 2 540	+ 185	-2 670	+ 105	- 160	+ 4 425
Insgesamt (mit SZR-Zuteilungen)	-20 695	-12 880	-2 325	-3 415	-5 480	-1 660	- 5 580
Insgesamt (ohne SZR-Zuteilungen)	-21 415	-13 590	-3 035	-3 415	-5 480	-1 660	- 5 580

Anmerkung: Die Werte für das 2. Quartal und für das ganze Jahr 1972 schliessen die Auswirkungen der Dollarabwertung auf die Reserven nicht ein.

dehnten sich die Verbindlichkeiten der amerikanischen Banken gegenüber nichtamtlichen japanischen Stellen im vergangenen Jahr um etwa 1,6 Mrd. Dollar aus. Drittens führte der Anstieg der Zinssätze am amerikanischen Geldmarkt in einigen Bereichen um die Jahresmitte zum Entstehen eines Zinsgefälles zugunsten der Vereinigten Staaten. Die kurzfristigen Auslandsforderungen der amerikanischen Banken expandierten 1972 um 2,2 Mrd. Dollar, was praktisch der Zuwachsrate des vorangegangenen Jahres entspricht. Die Ausweitung zeigte sich vor allem bei den Ausleihungen an lateinamerikanische und europäische Länder. Die Kreditgewährung an japanische Kunden wies im Jahresergebnis keine große Veränderung auf, wobei einem Rückgang von 0,8 Mrd. Dollar in den ersten neun Monaten ein Anstieg von 0,7 Mrd. Dollar im letzten Vierteljahr gegenüberstand.

Das Defizit auf der Basis der offiziellen Reservetransaktionen wurde im abgelaufenen Jahr faktisch gänzlich durch einen weiteren Zuwachs der Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen auf 61,6 Mrd. Dollar am Jahresende gedeckt. Bei den Forderungen ergab sich insgesamt fast keine Veränderung. Die SZR-Bestände

stiegen infolge der Zuteilung von 1972 um 0,7 Mrd. Dollar, während die Goldbestände aufgrund der Rückstellung von Gold an den IWF (siehe Seite 133-134) um 0,6 Mrd. Dollar sanken. Die Verschlechterung der Reserveposition im IWF um 0,2 Mrd. Dollar ist im wesentlichen auf die Ziehung von Pfund Sterling zurückzuführen.

Die Erhöhung der offiziellen Verbindlichkeiten um 10,3 Mrd. Dollar war zum Großteil auf die Dollarabgaben im Februar und März sowie im Juni und Juli zurückzuführen; während dieser beiden Zeitspannen stiegen die offiziellen Verbindlichkeiten um 1,7 Mrd. bzw. 5,8 Mrd. Dollar an. Sobald die zweite Krise überwunden war und die Stimmung am Markt zugunsten des Dollars auszuschlagen begann, wuchsen die offiziellen Verbindlichkeiten nicht mehr so rasch und verzeichneten in den letzten vier Monaten nur noch eine Ausdehnung von 0,9 Mrd. Dollar.

Der Gesamtzuwachs von 10,3 Mrd. Dollar bei den offiziellen Verbindlichkeiten war das Ergebnis einer Reihe unterschiedlicher Bewegungen. Bei einigen Verpflichtungspositionen beispielsweise sind Rückgänge aufgetreten. Die Swap-Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten sanken um 1,3 Mrd. Dollar, vor allem durch Rückzahlung von 0,7 Mrd. Dollar an Großbritannien und von 0,4 Mrd. Dollar an die Schweiz. DM-Bonds im Gegenwert von 0,3 Mrd. Dollar aus dem Besitz der Deutschen Bundesbank wurden vom US-Schatzamt eingelöst. Auch die Goldrückgaben an den IWF hatten einen Gegenposten in einer Herabsetzung von Verbindlichkeiten. Bei anderen Kategorien der offiziellen Verbindlichkeiten, so bei den nicht mit einer Garantie ausgestatteten Dollarverpflichtungen, kam es dagegen zu einem Anstieg um 12,6 Mrd. Dollar. Von diesem Betrag erwarb allein die Deutsche Bundesbank 6,3 Mrd. Dollar oder etwas mehr als die Hälfte in Form von weiteren, nichtmarktfähigen Sonder-Schuldverschreibungen der US-Regierung mit zwischen vier und sieben Jahren gestaffelten Fälligkeiten. Die Papiere sind fast alle mit einer vorzeitigen Kündigungsmöglichkeit im Falle eines Zahlungsbedarfes beim Gläubiger ausgestattet.

Im ersten Quartal des Jahres 1973 verschlechterte sich die zentrale Nettoreserveposition der Vereinigten Staaten um weitere 10 Mrd. Dollar, wovon allein 9,8 Mrd. Dollar auf einen neuerlichen Anstieg der offiziellen Verbindlichkeiten entfielen. Diese Verschlechterung trat größtenteils im Krisenmonat Februar ein, in dem das Netto-defizit im zentralen Bereich 7,8 Mrd. Dollar betrug, wobei 4,6 Mrd. über den Bankensektor abströmten. Die kurzfristigen Ausleihungen der Banken an Ausländer stiegen in diesem Monat um 2,7 Mrd. Dollar, und die Guthaben ausländischer nichtamtlicher Stellen bei amerikanischen Banken sanken um 1,9 Mrd. Dollar. Im März ergab sich ein weiteres Defizit auf der Basis der offiziellen Reservetransaktionen in Höhe von 2,8 Mrd. Dollar, jedoch ein nur noch sehr geringer Abfluß über die Banken.

*Großbritannien.* Die Nettoreserveposition Großbritanniens hat, nach der Verbesserung um 8,2 Mrd. Dollar im Jahr 1971, im vergangenen Jahr wieder um 2,7 Mrd. Dollar abgenommen. Der wichtigste Faktor dieser bemerkenswerten Drehung war die Verschlechterung der Zahlungsbilanz um 6 Mrd. Dollar, doch hatte auch die Umkehr in der Devisenbilanz der Banken, wo statt der 1971 gegebenen Zuflüsse von nahezu 4 Mrd. Dollar im vergangenen Jahr Abflüsse von fast 1 Mrd. Dollar auftraten, kaum weniger Gewicht.

Obwohl das Zahlungsbilanzdefizit im vierten Quartal am größten war, lag der Schwerpunkt der Reservenverluste in der dritten Juniwoche, in der allein 2,8 Mrd.

Großbritannien: Erweiterte Devisenbilanz

	1971	1972					1973
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)							
<b>Zentrale Reserverposition</b>							
Gold und Devisenbestände . . . . .	+ 3 385	- 1 080	+ 135	+ 285	- 1 040	- 460	+ 305
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 360	+ 325	+ 325	-	-	-	+ 120
SZR-Übertragungen . . . . .	+ 15	- 310	+ 35	- 395	+ 35	+ 15	- 50
IWF . . . . .	+ 1 345	+ 690	+ 55	+ 1 270	- 635	-	+ 15
Sonstige Währungsbehörden . . . . .	+ 3 060	- 2 330	- 50	- 3 865	+ 1 585	-	-
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>+ 8 165</b>	<b>- 2 705</b>	<b>+ 500</b>	<b>- 2 705</b>	<b>- 55</b>	<b>- 445</b>	<b>+ 390</b>
<b>Nichtzentrale Devisenpositionen</b>							
<b>Pfundguthaben (brutto) von Anlegern des überseeischen Sterlingraumes</b>							
Amtliche Stellen . . . . .	- 1 215	- 910	- 390	- 120	- 30	- 370	- 385
Private . . . . .	- 905	+ 400	+ 20	+ 145	+ 15	+ 220	
<b>von Anlegern des Nichtsterlingraumes</b>							
Amtliche Stellen <sup>1</sup> . . . . .	- 510	+ 100	- 145	+ 240	+ 30	- 25	
Private . . . . .	- 845	- 145	- 25	+ 290	- 10	- 400	
<b>Pfundforderungen britischer Banken<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>+ 40</b>	<b>+ 820</b>	<b>+ 280</b>	<b>+ 535</b>	<b>+ 15</b>	<b>- 10</b>	<b>- 295</b>
<b>Fremdwährungstransaktionen britischer Banken<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>- 510</b>	<b>+ 660</b>	<b>+ 170</b>	<b>+ 785</b>	<b>- 10</b>	<b>- 285</b>	<b>+ 310</b>
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>- 3 945</b>	<b>+ 925</b>	<b>- 90</b>	<b>+ 1 875</b>	<b>+ 10</b>	<b>- 870</b>	<b>- 370</b>
<b>Gesamtbilanz . . . . .</b>	<b>+ 4 220</b>	<b>- 1 780</b>	<b>+ 410</b>	<b>- 830</b>	<b>- 45</b>	<b>- 1 315</b>	<b>+ 20</b>
<b>Gesamtbilanz (ohne SZR-Zuteilungen)</b>	<b>+ 3 860</b>	<b>- 2 105</b>	<b>+ 85</b>	<b>- 830</b>	<b>- 45</b>	<b>- 1 315</b>	<b>+ 20</b>

<sup>1</sup> Einschließlich der Pfundguthaben internationaler Institutionen (ohne IWF). <sup>2</sup> Ohne Ausfuhrkredite. <sup>3</sup> Ohne Handelskredite sowie ohne die Fremdwährungsverschuldung von Deviseninländern in London zur Finanzierung von Kapitalanlagen im Ausland, aber einschließlich der Transaktionen (netto) britischer Banken in Währungen des überseeischen Sterlingraumes.

Dollar abflossen. Die Ereignisse dieser Woche überschatteten alle übrigen Ergebnisse des zweiten Vierteljahres, das mit einem Zahlungsbilanzdefizit von 0,8 Mrd. Dollar und einem Nettoabfluß von 1,9 Mrd. Dollar über die Banken schloß, woraus sich für diesen Zeitraum eine Abnahme der Nettoreserven um 2,7 Mrd. Dollar ergab. Der Vertrauensverlust, den das Pfund Sterling erlitt und der für den Abfluß verantwortlich war, wird in einer Reihe von Einzelpositionen deutlich: die Banken konvertierten Pfundbeträge im Gegenwert von 0,8 Mrd. Dollar in Devisen, was zweifellos zumindest teilweise auf den Aufbau von Positionen für eigene Rechnung zurückging, zum Teil aber auch der Kassa-Gegenposten für Terminverkäufe von Devisen an die Kundschaft war. Sodann ergab sich ein Zuwachs bei den Sterlingkrediten an Ausländer durch britische Banken in Höhe von 0,5 Mrd. Dollar, und von den Guthaben von Anlegern außerhalb des Sterlingblocks wurden 0,5 Mrd. Dollar abgezogen. Die Guthaben von Anlegern aus dem Sterlingraum zeigten per Saldo im zweiten Quartal

wenig Veränderung, doch nahmen auch sie während der Junikrise ab, nachdem sie im April und Mai angestiegen waren.

Der Nettoreservenverlust von 2,7 Mrd. Dollar im zweiten Quartal wurde im wesentlichen aus der kurzfristigen Währungsstützung in Höhe von 2,6 Mrd. Dollar seitens der EWG-Länder und Norwegens abgedeckt. Diese Stützung erklärt zu einem Großteil die Verschlechterung um 3,9 Mrd. Dollar gegenüber den „sonstigen Währungsbehörden“. Daneben wurde die Abnahme bei dieser Position durch den Übertrag an die Reserven von seinerzeit anderen Währungsbehörden im Swap-Wege zur Verfügung gestellten 1,1 Mrd. Dollar verursacht. Trotzdem stiegen in diesem Quartal die Reserven im engeren Sinne lediglich um 0,3 Mrd. Dollar, da 0,2 Mrd. Dollar für die Stützung des britischen Pfundes während der Juni-Krise und 0,5 Mrd. Dollar für die Rückzahlung an den IWF im April verwendet wurden. Die Abnahme der SZR-Bestände um 0,4 Mrd. Dollar im zweiten Quartal ist gleichfalls auf den Abbau der gegenüber dem IWF bestehenden Schuld zurückzuführen, die insgesamt um 1,2 Mrd. Dollar reduziert wurde, und zwar durch eine direkte Rückzahlung Großbritanniens in Höhe von 1 Mrd. Dollar sowie durch eine Pfundziehung der Vereinigten Staaten für den Differenzbetrag.

Gegenüber den Größenordnungen in der Juni-Krise erreichten die Nettoveränderungen der Devisenbilanz im übrigen Jahresverlauf ein viel bescheideneres Ausmaß. Im ersten Quartal waren sowohl der Überschuß der Gesamtbilanz als auch der Reservenzuwachs hauptsächlich auf die dritte Zuteilung von SZR zurückzuführen. Im dritten Quartal war die Veränderung der nichtzentralen Devisenposition nur sehr gering, während die offiziellen Transaktionen im wesentlichen die Rückerstattung der in der Juni-Krise dem Pfund gewährten Stützungen von 2,6 Mrd. Dollar widerspiegeln. Für die Refundierung dieser Kredite wurden 2 Mrd. Dollar den Reserven entnommen, während 0,6 Mrd. Dollar durch eine Ziehung auf den IWF beschafft wurden; der tatsächliche Reservenverlust betrug allerdings lediglich 1 Mrd. Dollar und die Verbesserung der Position „sonstige Währungsbehörden“ nur 1,6 Mrd. Dollar, da ein neuerlicher Übertrag an die Reserven in Höhe von 1,1 Mrd. Dollar aus seinerzeit im Swap-Wege anderen Währungsbehörden zur Verfügung gestellten Dollarbeträgen erfolgte. Im vierten Quartal sanken die Reserven trotz freigegebenem Wechselkurs um 0,4 Mrd. Dollar. Ungefähr die Hälfte davon betrifft die am Jahresende vorgenommene Tilgung von gegenüber Nordamerika bestehenden Schulden. Außerdem wurden im letzten Quartal relativ beträchtliche Zuflüsse im Bankenapparat verzeichnet, darunter 0,4 Mrd. Dollar zur Wiederaufstockung der Guthaben von Anlegern außerhalb des Sterlingraumes und 0,3 Mrd. Dollar durch Fremdwährungstransaktionen der Banken.

Im ersten Quartal des Jahres 1973 nahmen die Nettowährungsreserven Großbritanniens um 0,4 Mrd. Dollar zu, und fast genauso groß war der Nettozufluß über den Bankensektor. Etwa die Hälfte des Reservenzuwachses beruhte auf Bewertungsgewinnen der nicht in Dollar gehaltenen Reservekomponenten im Februar. Der Gegenposten hierzu ist in der Zahlungsbilanz zu finden, die ansonsten ein Defizit von 0,2 Mrd. Dollar für das erste Vierteljahr aufgewiesen hätte. Was den Zufluß bei den Banken betrifft, so hatten saisonal große Einnahmen der ölproduzierenden Länder wesentlichen Anteil an der Erhöhung der Sterlingguthaben um 0,4 Mrd. Dollar, während das hohe Zinsniveau wahrscheinlich zu dem Rückgang der Sterlingkredite der

Banken an das Ausland um 0,3 Mrd. Dollar beitrug. Diese Zuflüsse wurden jedoch zum Teil wieder durch einen Rückgang der Netto-Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken um 0,3 Mrd. Dollar in diesem Quartal ausgeglichen. Im April stiegen die Reserven um 0,1 Mrd. und im Mai um 0,6 Mrd. Dollar. Der große Zugang im Mai ist etwa zur Hälfte auf den Erlös von Kreditaufnahmen im Ausland durch verschiedene öffentliche Körperschaften zurückzuführen.

*Bundesrepublik Deutschland.* Im Jahr 1972 stiegen die Reserven der Bundesrepublik Deutschland das dritte Jahr in ununterbrochener Reihenfolge sehr beträchtlich an; die zentrale Nettowährungsposition wuchs um 5,1 Mrd. Dollar. Der Zufluß erfolgte vor allem in Devisen, die um weitere 4,6 Mrd. Dollar zunahmen; darüber hinaus erhöhten sich die SZR-Bestände um 0,4 Mrd. Dollar, wovon die Hälfte auf die Zuteilung von 1972 zurückzuführen ist. Im Verlaufe des Jahres erwarb die Bundesrepublik wiederum auf US-Dollar lautende, nichtmarktfähige Wertpapiere der Regierung der Vereinigten Staaten im Gesamtbetrag von 6,3 Mrd. Dollar, womit die Bestände in diesen Werten auf 11,3 Mrd. Dollar anstiegen, was knapp zwei Drittel der gesamten am Jahresende vorhandenen Dollarguthaben ausmacht.

Das im vergangenen Jahr aufgetretene Reservenwachstum ist ausschließlich auf Zuflüsse im Bereich der Zahlungsbilanz zurückzuführen. Im Bankensystem ergab sich 1972 insgesamt ein sehr kleiner Nettoabfluß von 0,1 Mrd. Dollar, was zum Teil auf die zunehmende Strenge der für die Auslandsverbindlichkeiten der Banken geltenden Mindestreservevorschriften zurückzuführen ist. Im Jahresverlauf hingegen zeigte die Nettoauslandsposition der Banken beträchtliche Schwankungen.

Der Zuwachs bei den Reserven konzentrierte sich 1972 auf die zwei Perioden Januar-Februar und Juni-Juli. In der ersten Periode stiegen die Reserven um 1,3 Mrd. Dollar an, obwohl jahreszeitlich bedingt 2 Mrd. Dollar über die Banken abflossen. In der zweiten Periode betrug der Zuwachs 4,9 Mrd. Dollar, wobei etwa ein Drittel über die Banken zufließt, hauptsächlich als Folge des Aufbaues von DM-Guthaben durch Ausländer bei deutschen Banken im Ausmaß von etwa 1,1 Mrd. Dollar. Der Zufluß zu den Reserven endete Mitte Juli, und von diesem Zeitpunkt an bis zum Jahresende ergab sich sogar ein Rückgang von 1,3 Mrd. Dollar. Dieser wäre noch viel größer ausgefallen, wenn nicht über die Banken saisonalbedingt im Dezember schätzungsweise rund 1,1 Mrd. Dollar zugeflossen wären.

Im ersten Quartal 1973 war in der zentralen Nettowährungsposition der Bundesrepublik erneut ein Zuwachs in der enormen Höhe von 7,1 Mrd. Dollar zu verzeichnen. Die zentralen Forderungen stiegen um 8,6 Mrd. Dollar, wovon etwa 8 Mrd. Dollar aus den Zuflüssen während der Währungskrise im Februar-März stammten und 0,7 Mrd. Dollar auf Kursgewinne nach der zweiten Dollarabwertung bei den nicht in Dollar gehaltenen Reserven zurückgehen. Geldbewegungen im Bankensektor, hauptsächlich zum Aufbau von ausländischen DM-Guthaben, trugen in starkem Ausmaß zu den Zuflüssen im Februar-März bei. Die zentralen Verbindlichkeiten stiegen in diesem Quartal gleichfalls beträchtlich von 0,9 Mrd. auf 2,4 Mrd. Dollar an, worin in erster Linie die Erhöhung der DM-Guthaben ausländischer Währungsbehörden bei der Deutschen Bundesbank zum Ausdruck kommt. Ende März 1973 hatten die deutschen Währungsreserven einen Betrag von 33,2 Mrd. Dollar erreicht. Läßt man die Bewertungsdifferenzen aufgrund der zweimaligen Dollarabwertung außer Be-

tracht, so ergab sich ein Anstieg von rund 24 Mrd. Dollar oder fast 300 Prozent seit Ende 1969 und ein Plus von 13 Mrd. Dollar für den Zeitraum vom Realignment im Dezember 1971 bis zur Freigabe des Wechselkurses der Deutschen Mark gegenüber

Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition<sup>1</sup>

	Jahresende	Gold, SZR und Devisen (netto)	IWF- und AKV-Nettoposition	Gesamte zentrale Währungsposition	Devisenposition der Geschäftsbanken	Gesamte Nettoauslandsforderungen	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)		
							Zentrale Währungsposition		Geschäftsbankenposition
							Mit SZR-Zuteilung	Ohne SZR-Zuteilung	
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg . . .	1971	2 740	650	3 390	- 990	2 400	+ 565	+ 485	- 140
	1972	3 265	560	3 825	-1 350	2 475	+ 435	+ 360	- 360
Dänemark . . . . .	1971	620	50	670	- 60	610	+ 210	+ 180	- 45
	1972	725	70	795	40	835	+ 125	+ 90	+ 100
Deutschland (BR)	1971	17 395	1 170	18 565	-4 335	14 230	+ 5 030	+ 4 930	- 890
	1972	22 400	1 240	23 640	-4 620	19 020	+ 5 075	+ 4 890	+ 130 <sup>2</sup>
Finnland . . . . .	1971	570	70	640	- 55	585	+ 180	+ 160	+ 35
	1972	685	70	755	35	790	+ 115	+ 95	+ 90
Frankreich . . . . .	1971	7 145	475	7 620	-2 815	4 805	+ 3 730	+ 3 540	-1 470
	1972	8 875	500	9 375	-4 150	5 225	+ 1 755	+ 1 580	-1 335
Griechenland . . .	1971	470	35	505	5	510	+ 200	+ 185	-
	1972	995	35	1 030	15	1 045	+ 525	+ 505	+ 10
Irland . . . . .	1971	955	40	995	45	1 040	+ 300	+ 285	.
	1972	1 085	45	1 130	- 70	1 060	+ 135	+ 120	- 115
Island . . . . .	1971	55	5	60	- 10	50	+ 20	+ 15	- 5
	1972	65	5	70	- 15	55	+ 10	+ 5	- 5
Italien . . . . .	1971	6 310	355	6 665	- 125	6 540	+ 1 145	+ 1 040	- 215
	1972	5 600	335	5 935	- 635	5 300	- 730	- 835	- 510
Niederlande . . .	1971	3 055	700	3 755	220	3 975	+ 545	+ 455	+ 380
	1972	4 080	600	4 680	290	4 970	+ 925	+ 845	+ 70
Norwegen . . . . .	1971	1 080	65	1 145	- 65	1 080	+ 345	+ 315	- 165
	1972	1 230	75	1 305	- 55	1 250	+ 160	+ 130	+ 10
Österreich . . . . .	1971	2 085	145	2 230	- 345	1 885	+ 475	+ 455	- 295
	1972	2 495	135	2 630	- 595	2 035	+ 400	+ 370	- 250
Portugal . . . . .	1971	1 830	30	1 860	200	2 060	+ 360	+ 360	-
	1972	2 275	30	2 305	220	2 525	+ 445	+ 445	+ 20
Schweden . . . . .	1971	960	90	1 050	155	1 205	+ 350	+ 310	- 10
	1972	1 425	95	1 520	290	1 810	+ 470	+ 435	+ 135
Schweiz . . . . .	1971	6 930	-	6 930	3 165	10 095	+ 1 745	+ 1 745	.
	1972	6 995	-	6 995	3 235	10 230	+ 65	+ 65	+ 70
Spanien . . . . .	1971	3 130	105	3 235	- 165	3 070	+ 1 440	+ 1 400	- 115
	1972	4 890	115	5 005	- 190	4 815	+ 1 770	+ 1 715	- 25
Türkei . . . . .	1971	485	70	415	.	.	+ 405	+ 385	.
	1972	530	30	560	.	.	+ 145	+ 125	.
Kanada . . . . .	1971	5 195	330	5 525	160	5 685	+ 895	+ 775	-1 380
	1972	5 605	345	5 950	- 570	5 380	+ 425	+ 280	- 730
Japan . . . . .	1971	14 635	490	15 125	-1 470	13 655	+10 335	+10 205	-2 530
	1972	17 425	620	18 045	510	18 555	+ 2 920	+ 2 760	+1 980

<sup>1</sup> Die Zahlen für die Länder der Zehnergruppe und die Schweiz sind der Statistik für die multilaterale Überwachung entnommen. Sie stimmen meist nicht genau mit den Zahlen der veröffentlichten Reservestatistiken überein. Außerdem sind die Methoden, die bei der Umrechnung von Nichtdollar-Forderungen und -Verbindlichkeiten in US-Dollar seit Ende 1971 angewandt wurden, nicht einheitlich. <sup>2</sup> Infolge Buchungsdifferenzen entspricht dieser Betrag nicht dem Unterschied zwischen der Nettodevisenposition der deutschen Geschäftsbanken Ende 1971 und 1972.

dem Dollar im März 1973. Bei Wiederöffnung der Devisenmärkte nach der Krise vom Februar und März setzten erwartungsgemäß einige Abflüsse aus der Bundesrepublik ein. Im April und Mai sank die zentrale Nettowährungsposition um 0,3 Mrd. Dollar.

*Japan.* Nach der Bundesrepublik Deutschland war im Jahr 1972 das Land mit dem größten Reservenzuwachs Japan. Die zentralen Nettoreserven stiegen um 2,9 Mrd. Dollar, wobei 2,6 Mrd. Dollar aus Zahlungseingängen und die restlichen 0,3 Mrd. Dollar aus der SZR-Zuteilung an Japan und der Neubewertung der Goldbestände und der goldgesicherten Reservemedien stammten. Von diesen kleineren Posten abgesehen, fand der Reservenzuwachs ausschließlich in der Erhöhung der offiziellen Bestände an marktfähigen Notes und Bonds der amerikanischen Regierung seinen Niederschlag; die liquiden Devisenreserven zeigten im Jahresergebnis fast keine Veränderung. Der 1972 bei den zentralen Nettowährungsreserven verzeichnete Zuwachs ist jedoch erheblich kleiner als der tatsächliche Bruttobetrag, um den sich die Reserven Japans im vergangenen Jahr erhöht haben, da die Behörden im Laufe des Jahres durch Einlagen und Swap-Transaktionen den Banken umfangreiche Devisenbeträge zur Verfügung stellten. Zum Teil infolge dieser Maßnahmen führten die Banken 1972 einen Geldexport von netto 2 Mrd. Dollar durch. Die gesamte Devisenbilanz schloß im Jahr 1972 mit einem Überschuß von 4,9 Mrd. Dollar, was praktisch der in der Bundesrepublik gegebenen Größenordnung gleichkommt.

Untersucht man die Entwicklung während des Jahres, so fällt zunächst der Anstieg der zentralen Nettowährungsreserven im ersten Vierteljahr um 1,4 Mrd. Dollar auf, obwohl Dollarbeträge bei japanischen Geschäftsbanken untergebracht worden waren. Ab April plazierten die Behörden daher noch höhere Devisenbeträge bei den Banken, und die Reservenbestände nahmen auch tatsächlich im zweiten Quartal um 0,8 Mrd. Dollar ab, wobei der Nettoabfluß über die Banken 1,3 Mrd. Dollar betrug. Im dritten Quartal exportierten die Banken zwar weitere 0,9 Mrd. Dollar, doch begannen die Reserven dennoch wieder um 0,7 Mrd. Dollar zuzunehmen. Im letzten Vierteljahr fand ein kräftiger Zustrom zu den Reserven in Höhe von 1,9 Mrd. Dollar statt, während über die Banken per Saldo keine Beträge mehr abflossen.

In den ersten fünf Monaten 1973 haben die zentralen Nettoreserven Japans um 2,4 Mrd. Dollar abgenommen. Nach einem recht beträchtlichen Zufluß im Februar lagen sie zu Ende jenes Monats zwar noch immer um 0,8 Mrd. Dollar über ihrem Niveau von Ende 1972; in den folgenden drei Monaten sanken sie jedoch um 3,2 Mrd. Dollar. Die Nettoauslandsforderungen der Banken haben sich in den ersten vier Monaten des Jahres 1973 um 0,5 Mrd. Dollar verringert.

*Spanien.* Die Zunahme von 1,8 Mrd. Dollar bei den zentralen spanischen Nettowährungsreserven entspricht einem Anstieg von 55 Prozent und bedeutet für 1972 das zweithöchste Wachstum in Europa. Im Gegensatz zu anderen Ländern mit großen Überschüssen im Jahr 1972 fand der Zuwachs in Spanien größtenteils im Bereich der Grundbilanz statt, während die mit der Dollarschwäche zusammenhängenden kurzfristigen Zuflüsse keine nennenswerten Rollen spielten. Die Devisenreserven stiegen 1972 um 1,7 Mrd. Dollar, und die Neubewertung der Goldbestände und der goldwertigen Reservemedien brachte einen Zuwachs von 0,1 Mrd. Dollar. Der globale Zahlungsbilanzüberschuß dauerte auch noch 1973 an, wobei die Reserven im ersten Quartal um weitere 0,2 Mrd. Dollar stiegen.

*Frankreich.* Wie in der Bundesrepublik Deutschland wurde 1972 die Erhöhung der zentralen Nettowährungsreserven in Frankreich um 1,8 Mrd. Dollar im wesentlichen durch das Anwachsen der Devisenbestände um 1,5 Mrd. Dollar verursacht, wenn man von der SZR-Zuteilung im Januar in Höhe von 0,2 Mrd. Dollar absieht. Im Gegensatz zur Bundesrepublik ist aber die Erhöhung der Devisenreserven trotz dem zweigeteilten Devisenmarkt überwiegend auf Zuflüsse im Bankensystem zurückzuführen. Die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken stiegen im Laufe des Jahres um 1,3 Mrd. Dollar. Diese Entwicklung beruhte auf zwei Komponenten, die beide mit der gegebenen Währungsunsicherheit in Verbindung standen. Einmal weiteten sich die Nettodevisenverbindlichkeiten der Banken als Folge der vermehrten Kreditgewährung in ausländischer Währung an französische Importeure um 0,7 Mrd. Dollar aus, und zum andern wuchsen die Nettoverbindlichkeiten der Banken in Landeswährung gegenüber dem Ausland um 0,6 Mrd. Dollar. Das Ausland erhöhte seine Frankenbestände bei französischen Banken im Laufe des Jahres sogar um nicht weniger als 1,2 Mrd. Dollar, doch wuchs gleichzeitig auch die Kreditgewährung französischer Banken an Ausländer in Franken um 0,6 Mrd. Dollar. Die Ausweitung der Reservenbestände und die Zuflüsse über den Bankensektor fanden vor allem während der Währungskrise im Juni und Juli statt; sie betragen in diesen beiden Monaten 1,4 Mrd. bzw. 1 Mrd. Dollar.

Im ersten Vierteljahr 1973 erhöhten sich die zentralen Nettoreserven in Frankreich auf Dollarbasis um 1,1 Mrd. Dollar und die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken ebenfalls um 1,1 Mrd. Dollar. Beide Positionen wurden durch die Dollarabwertung im Februar sehr maßgeblich betroffen. Der Dollarwert der nicht in Dollar gehaltenen französischen Währungsreserven — vornehmlich Gold — stieg um 0,5 Mrd. Dollar, wogegen die auf die Dollarabwertung zurückgehende Erhöhung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken auf etwa 0,3 Mrd. Dollar geschätzt werden kann. Von diesen Bewertungsdifferenzen abgesehen fand in diesem Quartal die wichtigste Veränderung der Auslandsposition Anfang März statt, als 0,5 Mrd. Dollar den Devisenbeständen zufließen. Bei Wiedereröffnung der Devisenmärkte am 19. März notierte der Franken im europäischen Gemeinschaftsband verhältnismäßig fest. Die französischen Reserven weiteten sich sodann im April und Mai abermals um 0,4 Mrd. Dollar aus.

*Niederlande.* Der Gesamtüberschuß in der erweiterten Devisenbilanz der Niederlande von 1 Mrd. Dollar im Jahr 1972 ergab sich fast ausschließlich im offiziellen Bereich. Die Dollarbestände, die Ende 1971 bei einem gesamten Reservevolumen von 3,8 Mrd. Dollar lediglich 0,2 Mrd. Dollar betragen hatten, erhöhten sich um 1,1 Mrd. Dollar. Obwohl die Auslandsposition des Bankensektors im Jahresergebnis nur wenig Veränderung zeigte — die Nettoauslandsforderungen nahmen um 0,1 Mrd. Dollar zu —, fand ein Großteil des vorjährigen Reservenwachstums während der Monate März und Juli in der Form statt, daß die Banken der Notenbank in jedem dieser beiden Monate per Saldo 0,3 Mrd. Dollar verkauften. Ein weiterer Zustrom von 0,5 Mrd. Dollar über die Banken erfolgte im Verlaufe der Währungskrise im Februar 1973, wobei mehr als die Hälfte dieses Betrages zum Aufbau der ausländischen Guldenguthaben diente, die 1972 meist zurückgegangen waren; im gesamten ersten Quartal waren die Banken aber an der Erhöhung der zentralen Nettoreserven um 1,3 Mrd.

Dollar nur zu einem Viertel beteiligt. Nach der Wiedereröffnung der Devisenmärkte am 19. März tendierte der Gulden verhältnismäßig schwach, und die zentralen Nettoreserven nahmen im April um 0,3 Mrd. Dollar ab.

*Belgien-Luxemburg.* Die zentralen Nettowährungsreserven der belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion stiegen 1972 um etwas mehr als 0,4 Mrd. Dollar an. Gleichzeitig erhöhten sich jedoch die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um nicht ganz 0,4 Mrd. Dollar, so daß per Saldo die gesamte Währungsposition nur eine kleine Zunahme aufzuweisen hatte. Sieht man von der dritten SZR-Zuteilung ab, dann entspricht die Veränderung im Bereich der zentralen Währungsreserven genau dem Zuwachs bei den Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken.

Analog zu der Entwicklung in einer Reihe anderer europäischer Länder hatte der Reservenzuwachs — die SZR-Zuteilung ausgenommen — hauptsächlich die Form von Dollarzugängen und konzentrierte sich auf die beiden Krisenperioden. Im Februar und im Juni–Juli stiegen die Nettoreserven um 0,1 Mrd. bzw. 0,5 Mrd. Dollar. Ein Gutteil des Zuwachses scheint auf Mittelzuflüsse über die Banken am regulierten Devisenmarkt zurückzuführen zu sein, da die Nettoauslandsverbindlichkeiten des Bankensektors (Positionen am regulierten und am freien Markt zusammen) in jeder der beiden Krisenperioden um mehr als 0,2 Mrd. Dollar gestiegen sind.

In den ersten vier Monaten des Jahres 1973 nahm die zentrale Nettoposition von Belgien-Luxemburg um weitere 1,1 Mrd. Dollar zu. Hierbei entfielen 0,3 Mrd. Dollar auf Bewertungsgewinne bei anderen Reservemedien als dem Dollar und 0,3 Mrd. Dollar auf einen Zuwachs der Dollarbestände. Der Restbetrag stellt einen Anstieg bei den nicht in Dollar gehaltenen Devisenreserven dar, zum Großteil als Folge von Stützungsaktionen im Rahmen der Wechselkursvereinbarungen sowohl der EWG wie der Benelux. Bei den Banken nahmen die Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland im ersten Quartal um 0,9 Mrd. Dollar zu, wobei sich die Nettoverbindlichkeiten in belgischen Franken um 0,3 Mrd. Dollar und diejenigen in Fremdwährungen um 0,6 Mrd. Dollar erhöhten.

*Kanada.* Trotz einem Defizit in der Gesamtbilanz führte im letzten Jahr ein Nettozufluß von 0,7 Mrd. Dollar über die Banken zu einem Anstieg der zentralen Nettowährungsreserven um 0,4 Mrd. Dollar, wobei der Großteil des Zuwachses seinen Niederschlag bei den Dollarguthaben fand. In den ersten acht Monaten des Jahres 1972, als die kurzfristigen Zinssätze in Kanada höher als in den Vereinigten Staaten waren, betrug der Zufluß über die Banken 1,4 Mrd. Dollar, und die zentralen Nettoforderungen stiegen um 0,6 Mrd. Dollar. Nachdem sich jedoch gegen Ende August die Zinskonstellation geändert hatte, ergab sich in den letzten vier Monaten des Jahres über die Banken ein Abfluß, der 0,7 Mrd. Dollar erreichte, so daß trotz der mittlerweile erfolgten Aktivierung der Zahlungsbilanz die zentralen Nettobestände um 0,1 Mrd. Dollar zurückgingen. Die leichte Abnahme der Reserven setzte sich auch in den ersten vier Monaten des Jahres 1973 fort, obwohl erneute Zuflüsse über die Banken zu verzeichnen waren, die im ersten Quartal 0,4 Mrd. Dollar erreichten.

*Österreich.* Der 1972 und im ersten Vierteljahr 1973 verzeichnete Zuwachs bei den zentralen Währungsreserven ist zu einem großen Teil auf Zuflüsse über den

Kreditapparat zurückzuführen. In diesen fünfzehn Monaten wuchsen die zentralen Nettowährungsreserven um 0,5 Mrd. Dollar und die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 0,3 Mrd. Dollar. Die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken nahmen im Zusammenhang mit ihrer erhöhten Kreditgewährung in ausländischer Währung an Inländer zu, und außerdem verkauften die Banken Devisen per Kasse im Zusammenhang mit dem Ankauf von Termindevisen von der Exportwirtschaft. Die Reserven stiegen in den ersten drei Quartalen 1972 um 0,6 Mrd. Dollar an, gingen jedoch im letzten Vierteljahr um 0,2 Mrd. Dollar zurück, nachdem die Aufnahme von Auslandskrediten durch Inländer und die ausländischen Kapitaltransfers nach Österreich beschränkt worden waren. Eine erneute Reservenerhöhung von 0,1 Mrd. Dollar ergab sich im ersten Quartal 1973 parallel zu weiteren Zuflüssen über den Kreditapparat.

*Portugal.* Im Gegensatz zu der Entwicklung in den meisten anderen europäischen Ländern übertraf der Anstieg der portugiesischen Reserven im Jahr 1972 das Ergebnis des Vorjahres. Rund ein Fünftel der Zunahme um 0,4 Mrd. Dollar bei den zentralen Nettoreserven ist auf den erhöhten Dollarwert der Goldbestände zurückzuführen. Der übrige Zuwachs schlug sich bei den Devisenreserven nieder, die sich im ersten Quartal 1973 um weitere 0,2 Mrd. Dollar erhöhten.

*Schweden.* Im Zeitraum Ende 1971 bis April 1973 verdoppelten sich die schwedischen Währungsreserven von 1,1 Mrd. auf 2,2 Mrd. Dollar. Wie Portugal verzeichnete auch Schweden 1972 einen größeren Reservenzuwachs als im Vorjahr, und die ersten vier Monate des Jahres 1973 brachten ein weiteres Plus, das die gesamte im Jahr 1972 registrierte Zunahme sogar noch übertraf. Die Erhöhung der zentralen Nettoreserven betrug 1972 0,5 Mrd. Dollar, und da sich auch die aktive Nettoauslandsposition der Banken um 0,1 Mrd. Dollar verbesserte, ergab sich 1972 ein Gesamtüberschuß in der erweiterten Devisenbilanz von 0,6 Mrd. Dollar. Die im Zeitraum Januar–April 1973 eingetretenen Reservenzuflüsse hielten sich in der gleichen Größenordnung. Obwohl die Krisenmonate Februar und März den größten Zustrom brachten, dauerte das Wachstum der schwedischen Reserven auch im April an, wobei der Grund wahrscheinlich darin lag, daß Schweden die Dollarabwertung vom Februar teilweise mitgemacht hatte.

*Norwegen.* Die zentralen Nettoreserven stiegen 1972 in Norwegen um 0,2 Mrd. Dollar und damit nur ungefähr halb soviel wie im Jahr zuvor. Dieser Wandel hat seine Ursache in dem Ausbleiben der 1971 vorhandenen Zuflüsse über den Bankensektor. In den ersten Monaten 1973 ergab sich eine weitere Reservenzunahme von 0,1 Mrd. Dollar.

*Dänemark.* Der gesamte Zahlungsbilanzüberschuß belief sich 1972 auf 0,2 Mrd. Dollar und entsprach damit dem Ausmaß von 1971. Das Aktivum spiegelte sich in den zentralen Währungsreserven und in der Auslandsposition der Banken etwa zu gleichen Teilen wider. Im Laufe des Jahres schwankten die Reserven recht heftig, wobei in den ersten Monaten ein Anstieg zu verzeichnen war, dem ein scharfer Rückgang knapp vor der dänischen Entscheidung, der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft beizutreten, folgte — Norwegen hatte sich damals bereits gegen den Beitritt ausgesprochen.

Bis Jahresende trat dann wieder ein Zuwachs ein. Wie im Falle Schwedens wurde die Zunahme der Reserven anfangs 1973 ausgeprägter und belief sich im ersten Quartal auf 0,2 Mrd. Dollar. Im Gegensatz zu Schweden akzeptierte Dänemark jedoch die Dollarabwertung vom Februar 1973 in voller Höhe, und die im laufenden Jahr registrierte Stärke seiner Zahlungsbilanz dürfte mit dem Eintritt in die EWG im Zusammenhang stehen.

*Finnland.* Das im Jahr 1972 verzeichnete Aktivum von 0,2 Mrd. Dollar in der gesamten Zahlungsbilanz führte ungefähr zu gleichen Teilen zu einer Verbesserung der Auslandsposition der Banken und zu einem Zuwachs bei den Reserven. Nachdem sich diese in den ersten neun Monaten des Jahres um 0,2 Mrd. Dollar erhöht hatten, wurde im letzten Quartal wieder ein Rückgang verzeichnet, der sich auch im ersten Quartal 1973 fortsetzte.

*Italien.* Sieht man von Großbritannien ab, so war Italien 1972 das einzige europäische Land mit einer defizitären Zahlungsbilanz, und diese Entwicklung setzte sich in Italien auch 1973 fort. 1972 nahmen die zentralen Nettoreserven um 0,7 Mrd. Dollar ab (unter Einrechnung der SZR-Zuteilung von 0,1 Mrd. Dollar), doch wäre der Rückgang viel deutlicher gewesen, hätten die Behörden nicht abermals auf die Methode der Aufnahme von Auslandskrediten durch öffentliche Stellen und durch die Banken zur Finanzierung des Defizits zurückgegriffen.

Die Entwicklung im Berichtszeitraum kann in drei Phasen unterteilt werden. In der ersten, die den Zeitraum Januar–Mai 1972 umfaßte, verminderten sich die Reserven um 0,3 Mrd. Dollar, doch war dies im wesentlichen das Ergebnis vorzeitiger Tilgungen von Auslandsschulden, die öffentliche Stellen 1971 aufgenommen hatten, und es bestand keine Notwendigkeit zu einer Stützung der Lira am Devisenmarkt.

Die zweite Periode begann mit der Pfundkrise im Juni, die sofort zu einem starken Druck auf die Lira führte, der mehr oder weniger andauerte, bis auch der Wechselkurs der Lira im Februar 1973 freigegeben wurde. Von Anfang Juni 1972 bis zum 13. Februar 1973 verschlangen die amtlichen Marktinterventionen die enorme Summe von 5,2 Mrd. Dollar, was einem Betrag von fast vier Fünfteln der am Beginn dieser Phase verfügbaren Reserven Italiens gleichkommt. Der Rückgang der Nettoreserven belief sich in diesen achteinhalb Monaten aber nur auf 1,2 Mrd. Dollar, da für die Differenz von 4 Mrd. Dollar auf im Swap-Wege bei italienischen Banken früher untergebrachte Beträge in Höhe von 1,5 Mrd. Dollar zurückgegriffen werden konnte, 0,9 Mrd. Dollar zusätzlich im Swap-Wege aus Bankenbeständen hereingenommen wurden und öffentliche Stellen zum Zahlungsbilanzausgleich Auslandskredite in Höhe von 1,6 Mrd. Dollar aufnahmen.

Seit der Wechselkursfreigabe am 13. Februar waren gelegentlich weitere Interventionen erforderlich, um den Lira-Kurs nicht zu stark absinken zu lassen. Die hierfür erforderlichen Beträge konnten durch zusätzliche kompensatorische Kreditaufnahmen öffentlicher Stellen hereingebracht werden, so daß die Reserven bis Ende Mai per Saldo nicht weiter abnahmen.

*Schweiz.* Die erweiterte Devisenbilanz der Schweiz zeigte 1972 insgesamt keine große Veränderung. Auch wenn man die Nettauslandsforderungen des öffentlichen

Sektors und der privaten Banken gesondert betrachtet, waren im Jahresergebnis nur sehr kleine Bewegungen festzustellen. In diesen Veränderungen kommt der Betrag von 0,6 Mrd. Dollar, die die Schweizerische Nationalbank im Rahmen von Swap-Transaktionen über das Jahresende von den schweizerischen Banken hereinnahm und als Dollardepositen wieder bei ihnen unterbrachte, nicht zum Ausdruck, da hierdurch die Nettoauslandsforderungen weder im offiziellen Bereich noch bei den Banken beeinflußt wurden. Darüber hinaus übernahm die Notenbank aber zum Jahresende weitere 0,6 Mrd. Dollar von den Banken, die als Dollaranlagen bei Instituten außerhalb der Schweiz plziert wurden. Diese zweite Maßnahme bedeutete eine vorübergehende Übertragung von Auslandsaktiva der Geschäftsbanken an die Notenbank. Ohne sie hätte sich der Anstieg der Nettoauslandsforderungen der Banken 1972 auf 0,7 Mrd. Dollar erhöht, und die Nettoauslandsforderungen der zentralen Stellen wären um 0,6 Mrd. Dollar gesunken. Im Laufe des Jahres verringerte die Federal Reserve Bank of New York ihre Swap-Verbindlichkeiten gegenüber der Schweizerischen Nationalbank um 0,4 Mrd. Dollar.

Die Schwankungen in der Auslandsposition des zentralen Sektors und der Banken waren 1972 zum Teil beträchtlich. In den ersten fünf Monaten exportierten die Banken netto 1 Mrd. Dollar, während die zentralen Nettoguthaben um 0,6 Mrd. Dollar abnahmen. In den beiden folgenden Monaten währungspolitischer Unruhe flossen den Reserven 1,1 Mrd. Dollar zu, die ausschließlich über die Banken hereinkamen: in den ersten beiden Juliwochen allein nahmen die offiziellen Stellen insgesamt 1,3 Mrd. Dollar aus dem Markt. Im Juni stiegen die Bruttoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 0,8 Mrd. Dollar; und im Juli ergab sich, obwohl diese Verbindlichkeiten infolge verschärfter offizieller Maßnahmen gegen das Einströmen ausländischer Gelder um 1,8 Mrd. Dollar abnahmen, über die Banken dennoch per Saldo ein Nettozufluß von 0,9 Mrd., da sie eigene Auslandsanlagen in Höhe von 2,7 Mrd. Dollar repatriierten. Diese im Juni und Juli aufgetretenen Bewegungen kehrten sich jedoch in den restlichen Monaten des Jahres größtenteils wieder um, in denen — abgesehen von den Swap-Transaktionen zum Jahresende — die zentrale Reserveposition um 1 Mrd. Dollar abnahm und die Banken ihre Nettoauslandsguthaben im gleichen Ausmaß wiederaufbauten.

In den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres wies die erweiterte Devisenbilanz der Schweiz einen großen Überschuß von 1,7 Mrd. Dollar auf, wobei sich die Nettoauslandsforderungen der Banken abermals um 1 Mrd. Dollar und die zentralen Nettoreserven um 0,7 Mrd. Dollar erhöhten. Der Zuwachs bei den zentralen Nettoreserven ist vorwiegend auf den um 0,5 Mrd. Dollar erhöhten Dollarwert des Goldbestandes und der nichtmarktfähigen Frankenobligationen der US-Regierung zurückzuführen. Der März brachte einen Reservenzugang von weiteren 0,2 Mrd. Dollar, der jedoch im April wieder abgebaut wurde.

*Andere europäische Staaten.* In Griechenland haben sich die zentralen Nettoreserven in den fünfzehn Monaten bis März 1973 von 0,5 Mrd. auf 1,1 Mrd. Dollar mehr als verdoppelt, obwohl 1972 über die Banken ein kleiner Betrag abfloß. Der Zuwachs schlug sich vor allem in den Devisenreserven nieder. In der Türkei stiegen die zentralen Nettoreserven 1972 um 0,1 Mrd. Dollar, wobei der Zuwachs größtenteils für eine Verbesserung der IWF-Position verwendet wurde. Ein weiterer Reservenzuwachs von 0,2 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1973 zeigte sich vor allem in einer

Zunahme der Devisenbestände. In *Irland* war die Erhöhung der zentralen Nettowährungsreserven um 0,1 Mrd. Dollar im Jahr 1972 mit einem fast ebenso hohen Zufluß über die Banken verbunden; sie trat ausschließlich im letzten Quartal des Jahres ein. Im ersten Vierteljahr 1973 gingen die Reserven um fast den gleichen Betrag wieder zurück, um den sie 1972 zugenommen hatten, was zum Teil auf einen Abfluß über die Banken zurückzuführen ist. In *Island* schließlich war das Reservenwachstum von 5 Mio. Dollar in den fünfzehn Monaten bis März 1973 ausschließlich durch Zuflüsse über die Banken verursacht.

### Devisenmärkte

Ein allgemeiner Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten wurde, insoweit der US-Dollar und das internationale Währungssystem betroffen waren, bereits in Kapitel I gegeben. Im folgenden werden die einzelnen Bewegungen der maßgebenden Währungen ausführlicher dargestellt.

*Die Devisenmarktregelungen zwischen den Mitgliedern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft.* Am 24. April 1972 führten die EWG-Mitgliedstaaten ein Wechselkursystem ein, welches später allgemein unter der bildhaften Bezeichnung „die Schlange im Tunnel“ bekannt geworden ist. Im Rahmen dieser Regelung dürfen weder die Marktfluktuationen zwischen zwei Teilnehmerwährungen im Zeitverlauf noch der Abstand zwischen zwei solchen Währungen zu einem gegebenen Zeitpunkt größer sein als zwischen jeder einzelnen EWG-Währung und dem Dollar, nämlich  $4\frac{1}{2}$  bzw.  $2\frac{1}{4}$  Prozent (siehe Seite 148 des 42. Jahresberichts). Kurz nach Einführung des Systems schlossen sich ihm auch drei präsumtive EWG-Mitglieder — und zwar Großbritannien und Dänemark am 1. Mai und Norwegen am 23. Mai — an. Gleich zu Beginn erwies sich der französische Franken als die stärkste Währung in der Schlange, doch war der belgische Franken fast ebenso fest, während die Lira am schlechtesten lag. Die Schlange selber befand sich im oberen Tunnelbereich und stieß Anfang Juni an dessen Plafond. Bei Ausbruch der Spekulation um das Pfund Sterling zur Monatsmitte wurde erstmals von dem Interventionsmechanismus Gebrauch gemacht, wobei das Pfund durch alle übrigen Teilnehmerwährungen außer der dänischen Krone und der Lira gestützt wurde. Durch diese Interventionen konnte das Pfund in einem relativ großen Abstand oberhalb seines tiefsten Dollarpunktes gehalten werden, doch wurde dabei die Schlange im Tunnel herabgedrückt. Nachdem das britische Pfund aus der Schlange ausgeschieden und sein Kurs freigegeben war, wurde mit Italien eine temporäre Ausnahmeregelung getroffen, wonach die Lira durch Interventionen in Dollar im Schlangensbereich gehalten werden durfte, wobei es unerheblich war, ob sie sich an ihrer Untergrenze gegenüber dem Dollar befand oder nicht. Gleichzeitig zog sich Dänemark aus dem System zurück.

Bei der Wiedereröffnung der Devisenmärkte am 28. Juni kehrten die in der Schlange verbliebenen Währungen mit Ausnahme der Lira rasch wieder an ihre Obergrenze gegenüber dem Dollar zurück und verharren auf oder nahe diesem Niveau bis zur zweiten Julihälfte. In der dritten Juliwoche verließen einzelne Währungen ihren Plafond, doch erst gegen Ende September setzte sich die Schlange selbst vom Dach des Tunnels deutlich ab. Am 11. Oktober schloß sich Dänemark dem System wieder an, behielt sich aber vor, jederzeit auch innerhalb der Breite des Gemeinschaftsbandes zu intervenieren und diese Interventionen in Dollar durchzuführen.



Vorbedingung für das ordentliche Funktionieren des Systems und für die Multilateralisierung der Positionen der Zentralbanken der EWG-Länder und für den innergemeinschaftlichen Saldenausgleich ist, liegt nun bei dem neugeschaffenen Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit, welcher im April dieses Jahres gegründet wurde und seine Operationen am 1. Juni aufgenommen hat (siehe Kapitel VII).

Die Verhältnisse während der ersten acht Wochen des Block-Floatings waren im allgemeinen ruhig, wobei das Gemeinschaftsniveau gegenüber dem Dollar zunächst bis Ende April um über 1 Prozent zurückging, dann aber in den beiden ersten Maiwochen etwa die Hälfte des verlorenen Terrains wieder aufholte. Die Deutsche Mark und der holländische Gulden lösten einander als schwächste der teilnehmenden Währungen ab und mußten gelegentlich gestützt werden. Mitte Mai wandelte sich das Bild allerdings abrupt, und der Dollar geriet wieder unter Druck. Die Schlange verließ den Bereich ihres früheren Tunnels. Am 1. Juni lag der Gulden als schwächste der teilnehmenden Währungen etwa 4½ Prozent und die schwedische Krone als stärkste Währung fast 7 Prozent über ihren nominellen Leitkursen gegenüber dem Dollar.

*Pfund Sterling.* In den ersten Monaten von 1972 befestigte sich der Pfundkurs gegenüber dem Dollar fühlbar von rund 2 Prozent unterhalb des Mittelkurses am Jahresende auf etwas oberhalb dieser Marke Mitte April. Am 14. Juni, als die Vertrauenskrise um das Pfund Sterling einsetzte, die zu der am 23. Juni getroffenen Entscheidung über die Wechselkursfreigabe führen sollte, notierte das Pfund noch leicht über pari. Auslösendes Moment der Krise war die Möglichkeit eines unmittelbar bevorstehenden allgemeinen Hafentarbeiterstreiks; dahinter standen jedoch Befürchtungen über einen zunehmenden Arbeitsunfrieden und schwindende Hoffnungen, daß die eingeschlagene Politik der Regierung die Inflation unter Kontrolle werde bringen können. Dies führte zu einem wachsenden Unbehagen hinsichtlich der künftigen Zahlungsbilanzentwicklung, obwohl die Leistungsbilanz im zweiten Vierteljahr 1972 immer noch einen Überschuß auf Jahresbasis von über 1 Mrd. Dollar verzeichnet hatte.

Am Ende der Krisenwoche befand sich der Pfundkurs dank den Stützungen seitens der EWG-Staaten in Höhe von 2,6 Mrd. Dollar noch immer um 1 Prozent über seiner Untergrenze zum Dollar; der Deport des Dreimonatsterminkurses hatte sich allerdings auf über 8 Prozent p.a. erhöht. Nach der Kursfreigabe fiel auch der Kassakurs Anfang Juli umgehend auf rund 7 Prozent unter pari zurück. Anschließend kam es für etwa zwei Monate zu einer Stabilisierung bei ungefähr 6 Prozent Abschlag, wobei bis weit in den September hinein die Deckungskäufe für in der Junikrise auf Dreimonatstermin verkaufte Pfundbeträge stützend wirkten.

Gerade zu dem Zeitpunkt, als diese Rückdeckung abgeschlossen war, begannen im Markt Gerüchte umzulaufen, daß für das Pfund möglicherweise wieder ein fester Kurs eingeführt werden würde. Der Kassakurs begann daraufhin in der letzten Septemberwoche abermals abzugleiten, und in der zweiten Oktoberhälfte beschleunigte sich diese Entwicklung, als deutlich wurde, daß die Bemühungen der Regierung um eine freiwillige Preis- und Lohnabsprache zwischen den Sozialpartnern gescheitert

waren. Am 30. Oktober wurde der tiefste Punkt bei etwa 2,33 Dollar registriert, was um 10 ½ Prozent unterhalb des Mittelkurses vom Dezember 1971 lag. Die Ankündigung eines Preis- und Lohnstopps brachte jedoch den Kurssturz zum Stehen, und der Pfundkurs verzeichnete eine leichte Erholung, wobei der Abschlag gegenüber dem Mittelkurs bis Jahresende ziemlich nahe um 10 Prozent pendelte.

Seit Beginn des Jahres 1973 holte das Pfund Sterling jedoch das meiste gegenüber dem Dollar im Vorjahr verlorene Terrain wieder auf. In beträchtlichem Ausmaß war dies natürlich eine Folge der Dollarschwäche und ging nicht auf eine besondere Stärke des Pfundes zurück, welches gegenüber der Mehrzahl der europäischen Währungen und dem Yen weiter Boden verloren hat und selbst gegenüber den Währungen der anderen EWG-Staaten noch immer keine festen Kursgrenzen besitzt. Die Erholung des Pfundes gegenüber dem Dollar begann Anfang Januar, und am 9. Februar, knapp vor der Dollarabwertung, lag der Kassakurs etwa 8 ½ Prozent unter seinem Mittelkurs vom Dezember 1971. Bei Wiedereröffnung der Märkte nach der Abwertung hatte sich der Abstand auf weniger als 6 ½ Prozent verringert, und als die Märkte am 2. März neuerdings schlossen, war der Kurs bis auf etwas über 3 ½ Prozent an den Mittelkurs herangerückt. Bei Wiedereröffnung der Märkte nach der zweiten Krise am 19. März notierte das Pfund Sterling etwa 5 ½ Prozent unter seinem Leitkurs vom Dezember 1971, doch setzte bald eine Befestigung ein, und Anfang Mai hatte sich der Abstand auf 4 ½ Prozent verkleinert. Die erneute Flucht aus dem Dollar führte Anfang Juni zu einer recht kräftigen Verbesserung des Pfundes auf rund 1 Prozent unterhalb des im Dezember 1971 zum Dollar festgesetzten Mittelkurses.

Wechselkurse für den US-Dollar 1971-1973

Währung	Parität am 5. Mai 1971	Veränderung			Kumulative Veränderung vom 5. Mai 1971 bis zum 1. Juni 1973	Schlußkurs auf dem Markt am 1. Juni 1973
		vom 5. Mai 1971 bis zum Realignement	vom Realignement bis zum 19. März <sup>1</sup> 1973	vom 19. März <sup>1</sup> 1973 bis zum 1. Juni 1973		
	Währungseinheiten für 1 US-Dollar	Aufwertung (+) bzw. Abwertung (-) gegenüber dem US-Dollar in Prozent			Währungseinheiten für 1 US-Dollar	
Deutsche Mark . . . .	3,66	+ 13,6	+ 14,4	+ 5,2	+ 36,8	2,6755
Französischer Franken <sup>2</sup>	5,55419	+ 8,6	+ 11,1	+ 6,4	+ 28,3	4,3275
Belgischer Franken <sup>2</sup> . .	50	+ 11,6	+ 11,1	+ 6,1	+ 31,6	37,999
Holländischer Gulden . .	3,62	+ 11,6	+ 11,1	+ 4,5	+ 29,6	2,7925
Dänische Krone . . . .	7,5	+ 7,4	+ 11,1	+ 5,5	+ 25,9	5,9550
Norwegische Krone . . .	7,14286	+ 7,5	+ 11,1	+ 6,6	+ 27,2	5,615
Schwedische Krone . . .	5,17321	+ 7,5	+ 5,5	+ 6,9	+ 21,3	4,2650
Österreichischer Schilling . . . . .	26	+ 11,6	+ 13,6	+ 4,9	+ 33,0	19,545
Pfund Sterling . . . . .	2,40 <sup>3</sup>	+ 8,6	- 5,6	+ 4,6	+ 7,3	2,5745 <sup>4</sup>
Italienische Lira <sup>4</sup> . . . .	625	+ 7,5	+ 1,7	- 1,1	+ 8,1	578,225
Schweizer Franken . . .	4,372825	+ 13,9	+ 18,1	+ 5,6	+ 42,1	3,07625
Japanischer Yen . . . .	360	+ 16,9	+ 16,7	- 0,3	+ 36,0	264,70

<sup>1</sup> Nominelle Leit- bzw. Mittelkurse bei den ersten acht aufgeführten Währungen; Schlußkurse auf dem Markt für die letzten vier Währungen (Lira: 20. März). <sup>2</sup> Handelsfranken. <sup>3</sup> US-Dollar für 1 Pfund. <sup>4</sup> Handelslira.

In der ersten Hälfte des Jahres 1972 notierte der Dollar bis zur Freigabe des Pfundkurses auf dem Londoner Investmentdevisenmarkt — auf dem Deviseninländer ausländische Währungen für Portfolio- und, falls über den offiziellen Markt nicht gestattet, Direktinvestitionen außerhalb des Sterlingraums erwerben können und auf dem sie bis zu 75 Prozent ihrer Erlöse aus dem Verkauf solcher Anlagen veräußern dürfen — zwischen 18 und 35 Prozent über dem Kurs im amtlichen Devisenmarkt, wobei am 22. Juni der Aufschlag 30 Prozent betrug. Die am nächsten Tag erlassenen Devisenbestimmungen verwiesen auch die Portfoliotransaktionen mit Ländern innerhalb des Sterlingraums auf den Investmentdevisenmarkt. In der nächsten Woche fiel daher das Agio für Investmentdollar auf nur 13 Prozent über den mittlerweile beträchtlich ermäßigten Kurs im amtlichen Devisenmarkt, was sicherlich teilweise dadurch bedingt war, daß sich Inhaber von Wertpapieren des überseeischen Sterlingraums zu Gewinnmitnahmen entschlossen. Bis zum Jahresende war der Aufschlag des Investmentdollars wieder auf rund 25 Prozent gestiegen. In den ersten Monaten des laufenden Jahres verringerte sich der Abstand zwischen den beiden Kursen abermals, worin die Schwäche der maßgebenden Effektenbörsen im Ausland und einige Gewinnmitnahmen nach der Aufwertung des australischen Dollars Ende 1972 zum Ausdruck kamen. Im Mai 1973 lag das Aufgeld zwischen 10 und 15 Prozent, und der Pfundpreis des Investmentdollars erreichte seinen tiefsten längerfristigen Stand seit der Pfundabwertung von 1967.

*Deutsche Mark.* Im Verlaufe des Jahres 1972 und zu Beginn von 1973 spiegelte die Kursentwicklung der Deutschen Mark an den Devisenmärkten in beträchtlichem Ausmaß die wandelnden Geschicke des US-Dollars mit umgekehrtem Vorzeichen wider. Anfang 1972 nahm die Deutsche Mark unmittelbar unter dem Eindruck des Realignment noch ein Kursniveau am Kassamarkt von rund  $1\frac{1}{2}$  Prozent unterhalb des Leitkurses gegenüber dem Dollar ein; Mitte Januar stieg sie über den Leitkurs, und während der Flucht aus dem Dollar im Februar und März war sie außerordentlich stark gefragt. Obwohl der Kurs in dieser Periode nicht ganz die obere Grenze erreichte, nahmen die Währungsbehörden recht ansehnliche Dollarbeträge herein. Später beruhigte sich der Kurs zwischen 1 und  $1\frac{1}{2}$  Prozent über dem Leitkurs, bis der Kursverfall des Pfund Sterling in der dritten Juniwoche auch die Deutsche Mark gegenüber dem Dollar absinken ließ. Als das Pfund Sterling aus der Schlange ausschied, stieg die Deutsche Mark sofort wieder auf ihren Plafond gegen den Dollar. Der Kurs klebte an diesem Niveau, bis im Gefolge der Konferenz der EWG-Finanzminister am 17. und 18. Juli und der Wiederaufnahme von Devisentransaktionen in Deutschen Mark durch das Federal Reserve System am 19. Juli klar wurde, daß keine unmittelbare Änderung des Wechselkurses bevorstand.

Ab diesem Zeitpunkt bis Anfang 1973 tendierte die Deutsche Mark gleich anderen europäischen Währungen gegenüber dem Dollar etwas schwächer. Ab Mitte August 1972 lag sie selten mehr als 1 Prozent über ihrem Leitkurs vom Dezember 1971, und im Oktober und dann nochmals im Januar 1973 ging sie fast auf ihr Leitkursniveau zurück. In der Währungskrise vom Februar-März 1973 war die Deutsche Mark das Hauptziel der Flucht aus dem Dollar. Der Kassakurs lag vom 1. bis 9. Februar an seiner Obergrenze, und der Terminkurs für Dreimonatsmark erreichte einen Report von 8 Prozent p.a. Nach der Dollarabwertung ging der Kassakurs der Deutschen Mark zunächst auf die neue Untergrenze zurück; als aber die Krise in ihr zweites

Stadium trat, kletterte er am 1. März auf seinen neuen Plafond gegenüber dem Dollar und einen Tag später, knapp vor Schließung der Devisenbörsen, auf einen Stand von mehr als  $4\frac{1}{2}$  Prozent über dem neuen Leitkurs.

Vor Wiedereröffnung der Märkte am 19. März wurde die Deutsche Mark um 3 Prozent aufgewertet. Es kann nicht überraschen, daß die Deutsche Mark nach den riesigen Zuflüssen, die die Bundesrepublik im Februar und Anfang März überschwemmt hatten, zunächst die schwächste der gemeinsam schwankenden Währungen war; Anfang April notierte sie mehr als  $1\frac{1}{2}$  Prozent unter ihrer rechnerischen Parität zum Dollar, was zu Stützungen seitens der anderen Teilnehmer im EWG-Floating führte. Im Termindevisenmarkt erwies sich die Deutsche Mark im Verhältnis zum Dollar jedoch als weiter fest. Im Kassahandel reagierte die Deutsche Mark auf die neuerliche Dollarschwäche im Mai mit einer Befestigung, die am 1. Juni den Kurs von fast 1 Prozent unterhalb der rechnerischen Parität auf  $5\frac{1}{4}$  Prozent darüber steigen ließ.

*Französischer Franken.* Nach dem Realignment stieg der französische Handelsfranken Anfang Februar über seinen Mittelkurs zum Dollar und erreichte während der März-Krise seine Obergrenze. Anschließend schwächte er sich zwar wieder etwas ab, doch wurde er zu Beginn des Monats Mai wieder sehr fest und hielt sich ab Monatsmitte in der Nähe seines Plafonds, bis die Pfundkrise in der dritten Juniwoche den Kurs abermals drückte. In der Zwischenzeit hatte der Finanzfranken infolge beträchtlicher Käufe von französischen Wertpapieren durch Ausländer knapp vor Ausbruch der Pfundkrise gegenüber dem Handelsfranken ein Agio von über 6 Prozent entwickelt.

Nach der Entscheidung Großbritanniens, den Pfundkurs freizugeben, stieg der Handelsfranken wieder an seine Obergrenze, von der er sich erst als letzte der europäischen Währungen löste. Ende September stand er noch immer weniger als  $\frac{1}{2}$  Prozent von seinem oberen Limit entfernt; das Agio des Finanzfrankens betrug rund  $2\frac{1}{2}$  Prozent. Im letzten Vierteljahr 1972 änderten sich die Verhältnisse abrupt. Der Handelsfranken gab nach, anfänglich zwar nur langsam, im Dezember jedoch zunehmend rascher, und sank am Jahresende gegenüber dem Dollar auf knapp unter pari. Der Kurs des Finanzfrankens rutschte im November unter den Handelsfranken ab, doch war der Abstand nie groß. Der Dreimonatsterminkurs, der seit Anfang Juni einen kleinen Report zum Kassa-Handelsfranken aufgewiesen hatte, bekam im Oktober einen Deport, der im Dezember 2 Prozent p. a. erreichte. Die Schwäche des Frankens wurde unter anderem durch den Kursverfall des Pfund Sterling im Oktober, die Unsicherheiten über den Ausgang der französischen Wahlen vom März 1973 und durch Besorgnis über die inflationäre Entwicklung verursacht.

Zu Beginn des Jahres 1973 befestigte sich der Franken wieder. Vor der Dollarabwertung lag er knapp unter seiner Obergrenze vom Dezember 1971, und am 1. März erreichte er auch seinen neuen Plafond. In diesem Zeitraum hielt sich der Kurs des Finanzfrankens nicht weit vom Handelsfranken entfernt, während der Dreimonatsterminkurs ab Ende Februar wieder mit einem Report notierte. Kurz nachdem die Wahlen die bestehenden politischen Verhältnisse bestätigt hatten, begann das Block-Floating, und der Handelsfranken fand sich in der oberen Schlangenhälfte. Anfang Mai wurde der Franken vorübergehend die stärkste der teilnehmenden Währungen;

der Handelsfranken lag rund 1 Prozent über seiner rechnerischen Parität zum Dollar, und der Finanzfranken hielt sich ganz in seiner Nähe. Anfang Juni notierte der Handelsfranken etwa  $6\frac{1}{2}$  Prozent über seinem rechnerischen Leitkurs zum Dollar und  $\frac{3}{4}$  Prozent über dem Finanzfranken.

*Belgischer Franken und holländischer Gulden.* Nach dem Realignement vom Dezember 1971 hielten sich der belgische Handelsfranken und der holländische Gulden über einen längeren Zeitraum bequem innerhalb ihrer im August 1971 vereinbarten gegenseitigen Schwankungsbreite von  $\pm 1\frac{1}{2}$  Prozent. Unmittelbar nach der Washingtoner Währungskonferenz vom Dezember 1971 erwies sich der belgische Franken als die festeste der europäischen Währungen, doch auch der holländische Gulden stand ihm nur wenig nach. Beide Währungen erreichten im Februar und Anfang März 1972 zeitweise ihre Obergrenze gegenüber dem Dollar, bröckelten jedoch dann ab, bis der Franken unmittelbar vor der Pfundkrise erneut fast seine Obergrenze erreichte und der Gulden um  $\frac{3}{4}$  Prozent darunter lag. Nachdem beide Währungen in der dritten Juniwoche nachgegeben hatten, stiegen sie nach Freigabe des Pfundkurses sofort wieder auf ihre Obergrenzen zum Dollar an.

Ab diesem Zeitpunkt entwickelten sich die beiden Währungen nicht mehr gleichförmig. Der Gulden entfernte sich in der zweiten Julihälfte von seinem Plafond, gab dann kontinuierlich bis in die Nähe seines Leitkurses nach, wo er im Oktober die längste Zeit verharrte, und bis Ende des Jahres stieg er nur selten auf mehr als  $\frac{1}{2}$  Prozent darüber. Der Franken dagegen verließ seine Obergrenze zum Dollar erst Mitte August — damals verkaufte das Federal Reserve System Frankenbeträge am Markt — und gab auch später nicht im gleichen Ausmaß wie der Gulden nach. Im allgemeinen hielt er sich bis Jahresende bei etwa 1 Prozent über seiner Parität zum Gulden oder knapp darüber. Gelegentlich war der Abstand allerdings größer, und im September und Oktober wurde von den Benelux-Interventionsvereinbarungen Gebrauch gemacht, wobei sich die Niederlande gegenüber Belgien verschuldeten. Die damals verhältnismäßig feste Haltung der belgischen Währung geht auf die starke Leistungsbilanzposition und die dämpfenden Maßnahmen der Währungspolitik in Belgien zurück, wogegen in den Niederlanden eine gewisse Gegenbewegung zu den früher zugunsten der Zahlungsbilanz wirkenden Leads and lags eingetreten war.

Anfang Januar 1973 gaben im Gefolge der Liraschwäche sowohl der Franken als auch der Gulden gegenüber dem Dollar nach. Zu Beginn des Februars stiegen beide Währungen wieder an ihre Dollarlimits und erreichten Anfang März auch ihre neuen Obergrenzen, wobei der Gulden am 1. März sogar fast  $2\frac{1}{2}$  Prozent oberhalb seines neuen Leitkurses zum Dollar notierte.

Als das Block-Floating begann, war der holländische Gulden die zweitschwächste Teilnehmerwährung, wogegen der belgische Franken zu den stärksten zählte. In den folgenden sechs Wochen verloren beide beträchtlich an Boden, und zwar sowohl im Verhältnis zu den andern Teilnehmern als auch gegenüber dem Dollar. Seit Anfang April war der Gulden zumeist die schwächste Währung in der Schlange, und die wechselseitige Benelux-Kursintervention mußte erneut angewendet werden. Im Mai befestigten sich jedoch der belgische Handelsfranken und der Gulden gegenüber dem Dollar, und am 1. Juni lagen sie um 6 bzw.  $4\frac{1}{2}$  Prozent über ihren rechnerischen Leitkursen zum Dollar.

Am freien (finanziellen) Devisenmarkt hielt sich der belgische Franken 1972 — von zwei Zeitabschnitten März–Anfang April und Juli–Anfang August abgesehen — innerhalb eines Abstandes von  $\frac{1}{2}$  Prozent zu den Notierungen am regulierten Markt. In beiden Phasen der Währungskrise von Februar–März 1973 entstand ein Agio, das am 1. März rund 2 Prozent erreichte, Ende April jedoch wieder verschwunden war.

*Lira.* Nach dem Realignment blieb die Lira mehrere Monate unterhalb ihres neuen Leitkurses, wenn man von einer kurzen Zeitspanne Anfang März 1972 absieht. Zu Beginn des Juni hatte sie den Leitkurs um  $\frac{1}{2}$  Prozent überschritten, bröckelte jedoch anschließend wieder ab. Im Gefolge der Sterlingkrise und der Kursfreigabe für das Pfund geriet die Lira unter starken Druck, und Italien erhielt, wie bereits erwähnt, die Erlaubnis, die Kursinterventionen zur Stützung der Lira in der Schlange vorübergehend in Dollar durchzuführen. Bis Ende 1972 mußte die Lira meist in sehr beträchtlichem Ausmaß gestützt werden; sie lag ständig im oder nahe ihrem größtmöglichen Abstand zu den übrigen Teilnehmerwährungen. Da diese ziemlich hoch im oberen Teil des gegenüber dem Dollar bestehenden Kursbandes notierten, wurde die Lira gleichfalls beträchtlich über ihrem unteren Dollarpunkt gehalten.

Nachdem sich Italien am 1. Januar 1973 wieder den Interventionsbestimmungen der EWG-Devisenmarktregelungen unterworfen hatte, mußte die Lira zunächst gegen den belgischen Franken und die dänische Krone gestützt werden. Dadurch kam es zu einem Absinken des EWG-Bandes gegenüber dem Dollar, und die Lira glitt im Zeitraum von Ende Dezember bis zum 19. Januar von einem Stand knapp unterhalb des Leitkurses auf 1 Prozent darunter ab. Am 22. Januar gaben die Behörden die Einführung eines gespaltenen Devisenmarktes bekannt. Kommerzielle Geschäfte waren weiterhin über den amtlichen Markt abzuwickeln, wobei allerdings Maßnahmen zur Beschränkung der Leads and lags ergriffen wurden; die Finanztransaktionen hingegen wurden an einen besonderen Markt verwiesen, in dem sich der Lirakurs frei nach Angebot und Nachfrage zu bilden hatte. Nach der Spaltung des Devisenmarktes wurde die Handelslira fester und lag unmittelbar vor der Dollarabwertung knapp über ihrem Leitkurs, während die Finanzlira, die anfänglich einen Abschlag von 8 Prozent hatte hinnehmen müssen, wieder bis auf weniger als 4 Prozent an den Leitkurs herangekommen war.

Nach der Dollarabwertung beschloß Italien, den Wechselkurs der Handelslira freizugeben, und zog sich damit aus dem EWG-Wechselkurssystem zurück. Beide Lira-Kurse waren nach Wiedereröffnung der Märkte am 14. Februar gefestigt und verbesserten sich in der zweiten Phase der Währungskrise abermals. Ab Mitte März gab die Lira jedoch wieder nach, und Anfang Mai lagen Handels- und Finanzkurs um rund  $1\frac{3}{4}$  bzw.  $3\frac{1}{4}$  Prozent unterhalb des Leitkurses vom Dezember 1971. Als sich der Dollar erneut abschwächte, kletterte die Handelslira jedoch bis Anfang Juni auf  $\frac{1}{2}$  Prozent über ihren Leitkurs vom Dezember 1971, während die Finanzlira etwa  $2\frac{1}{2}$  Prozent darunter blieb.

Seit der Spaltung des Devisenmarktes in Italien ist der Abschlag auf Lirenoten beträchtlich zurückgegangen, der sich im Ausland als Folge des im Juni 1972 ergangenen Verbots, den Gegenwert eingesandter Lirenoten ausländischen Konten bei italienischen Banken gutzuschreiben, herausgebildet hatte. Anfang Januar hatte der Abschlag zur Handelslira noch 9 Prozent betragen; am 1. Juni lag er bei 5 Prozent.

*Schweizer Franken.* Der Schweizer Franken verzeichnete im Berichtszeitraum gegenüber dem Dollar den größten Aufwertungseffekt aller Währungen, besonders seit der Wechselkursfreigabe gegen Ende Januar 1973. Die im laufenden Jahr gegebene Festigkeit hebt sich deutlich von der verhältnismäßigen Schwäche im ersten Halbjahr 1972 ab. Der Schweizer Franken hatte — außer an einigen Tagen Anfang März — nach dem Realignment vom Dezember 1971 bis Anfang Juni ständig unter seinem neuen Mittelkurs zum Dollar gelegen. Mit der Freigabe des Pfundkurses stieg der Franken jedoch an seine Obergrenze; die Behörden zogen sich hierauf vom Markt zurück, und der Kurs kletterte noch etwas weiter auf rund 3 Prozent oberhalb des Mittelkurses.

Die Währungsbehörden nahmen am 3. Juli ihre Interventionen wieder auf, und bis zur Mitte des Monats hatten sie, obwohl neue Vorschriften zur Abwehr von Geldzuflüssen erlassen wurden, 1,3 Mrd. Dollar an der oberen Grenze aus dem Markt nehmen müssen. Gemeinsam mit einigen anderen europäischen Währungen gab der Franken ab Mitte Juli gegenüber dem Dollar nach und lag Anfang Oktober bei etwas weniger als 1 Prozent über dem Mittelkurs. Die Behörden alimentierten an diesem Punkt den Markt mit Dollarbeträgen, wobei man auch eine Abschöpfung von Inlandsliquidität beabsichtigte, und der Kurs ging nicht mehr weiter zurück.

Ab Mitte November befestigte sich der Franken wieder, wozu vor allem die verschärfte Geldpolitik beitrug. Mitte Januar 1973 stand der Kurs praktisch wieder an der Obergrenze zum Dollar, und die bald danach folgende Spaltung des italienischen Devisenmarktes verursachte eine überaus starke Frankennachfrage, die die Behörden, nachdem sie ziemlich hohe Beträge aus dem Markt hatten nehmen müssen, veranlaßte, den Kurs des Frankens am 23. Januar freizugeben, um die Binnenliquidität vor weiteren massiven Zuflüssen abzuschirmen.

Am Ende der ersten Phase der anschließenden Währungskrise, am 9. Februar, hatte sich der Franken auf über 9 Prozent oberhalb seines früheren Mittelkurses zum Dollar verteuert; nach der Dollarabwertung schnellte der Kurs am 2. März sogar noch steiler als vorher auf 23 Prozent über den Mittelkurs vom Dezember 1971 hinauf, was einer Werterhöhung von fast 11 Prozent zusätzlich zur zweiten Dollarabwertung entspricht. Von dieser Spitze fiel der Kurs aber nach Wiedereröffnung der Märkte am 19. März um 5 Prozent zurück und pendelte sodann gegenüber dem Dollar in verhältnismäßig engen Grenzen bis Mitte Mai, als der Franken sich neuerlich stark verteuerte, bis er am 1. Juni fast 25 Prozent über seinem Mittelkurs vom Dezember 1971 lag.

*Yen.* Der Yen näherte sich im Februar und März 1972 der Obergrenze seines im Dezember 1971 festgelegten Kursbandes zum Dollar, notierte aber in der Folge bis zur Währungskrise vom Juni und Juli zumeist in einem Bereich von 1 bis 1½ Prozent über dem Leitkurs. Als der Dollar nach der Freigabe des Pfundkurses unter Druck geriet, stieg der Kurs rasch auf seinen Plafond an und verharnte dort bis Ende des Jahres. Anfang 1973 rückte der Yen bis Ende Januar von seiner oberen Grenze wieder ab. Zu Beginn des Monats Februar hatte er sie jedoch wieder erreicht, und die Behörden nahmen bis zur Schließung des Devisenmarktes am 10. Februar 1,1 Mrd. Dollar herein. Auf die Dollarabwertung wurde eine vorübergehende Wechselkursfreigabe des Yen verfügt. Bei Wiedereröffnung des Marktes kletterte

der Kurs am 1. März auf etwa  $1\frac{1}{2}$  Prozent über den Leitkurs vom Dezember 1971 und verblieb seither die meiste Zeit auf diesem Niveau, wobei Japan seit Mitte März recht beachtliche Dollarbeträge am Devisenmarkt abstoßen konnte. Anfang Juni hatte sich der Yen jedoch gegenüber dem Dollar nochmals um 1 Prozent befestigt.

*Kanadischer Dollar.* Der kanadische Dollar schwankte im Berichtszeitraum in einem Bereich von 0,99–1,03 US-Dollar. Anfang 1972 lag der kanadische Dollar zum US-Dollar etwas unter pari. In den folgenden Monaten stieg er, durch die Stärke der Leistungsbilanz und das Niveau der kurzfristigen Zinssätze in Kanada begünstigt, auf eine Spitze von  $1,02\frac{3}{4}$  US-Dollar im Juni, während gleichzeitig durch offizielle Interventionen am Devisenmarkt ein recht beträchtlicher Zuwachs bei den Reserven eintrat. Im Juni unternahmen die Behörden Schritte zur Niedrighaltung der Zinssätze, und der Dollar gab auf etwas unter 1,02 US-Dollar nach. In den vier folgenden Monaten ergaben sich in der Kursentwicklung und bei den zentralen Reserven nur wenig Veränderungen. Ab Ende Oktober bis Mitte Dezember sank der kanadische Dollar recht stark, was vor allem auf eine Umkehrung des Gefälles der kurzfristigen Zinssätze zugunsten des US-Dollars zurückgeht, und im November wurden US-Dollar aus den offiziellen Reserven an den Devisenmarkt abgegeben. 1973 hat sich der kanadische Dollar zum US-Dollar bisher stets nahe um pari gehalten; die zentralen Reserven zeigten per Saldo kaum Veränderungen. Die kanadische Währung war durch die Ereignisse von Februar und März nicht übermäßig betroffen, nachdem von verantwortlicher Seite eindeutig klargestellt worden war, daß eine Aufwertung im Verhältnis zum Dollar unerwünscht sei. Vorübergehend befestigte sich der Kurs allerdings um rund 1 Prozent. Die Schwäche des US-Dollars im Mai übte auf die kanadische Währung gleichfalls einen nur unbedeutenden Einfluß aus.

*Österreichischer Schilling.* Der Schilling stieg im Januar 1972 über seinen Leitkurs vom Dezember 1971 und verblieb in den folgenden zwölf Monaten im oberen Bereich seines Kursbandes zum Dollar, ohne jedoch seinen Plafond zu erreichen. Knapp vor der Dollarabwertung im Februar 1973 stieg der Kurs auf die Obergrenze und am 1. März auch auf den neuen oberen Punkt an. Am 13. März wurde der Schilling um  $2\frac{1}{4}$  Prozent aufgewertet, und gegen Ende jenes Monats entschieden die Währungsbehörden, trotz Nichtteilnahme am europäischen Block-Floating die Kursintervention so zu gestalten, daß der Schilling innerhalb eines Bereiches von  $2\frac{1}{4}$  Prozent zu der errechneten Durchschnittsparität gegenüber den am Block-Floating teilnehmenden Währungen, gewogen nach den Außenhandelsanteilen der Haupthandelspartner, gehalten wird.

*Andere Währungen.* Nach dem Realignement vom Dezember 1971 stieg die schwedische Krone Mitte Januar über ihren neuen Leitkurs zum Dollar; etwa einen Monat später folgte die norwegische Krone, und ebenso die dänische Krone vorübergehend Anfang März und dann für längere Zeit im Mai. Im Juni schwächte sich die dänische Krone in Anlehnung an das Pfund Sterling fühlbar ab, erholte sich aber dann doch wieder auf ein über dem Leitkurs stehendes Niveau gegen Ende des Monats, wo sie bis Ende des Jahres blieb. Auch die norwegische und die schwedische Krone waren in diesem Zeitraum fest, wobei die erstere während einiger Zeit nach der Freigabe des Pfundkurses sehr nahe bei ihrer Obergrenze notierte, dann aber gegen Ende September

fast auf den Leitkurs zurückfiel — als sich nämlich Norwegen gegen einen EWG-Beitritt ausgesprochen hatte. Alle drei Währungen waren knapp vor der Dollarabwertung im Februar 1973 an ihrem Plafond. Der Leitkurs der schwedischen Krone wurde anschließend um 5 Prozent herabgesetzt, und sie stand bald wieder an ihrem oberen Punkt. Auch die dänische Krone erreichte im Gegensatz zur norwegischen Krone am 1. März ihre Obergrenze gegenüber dem Dollar. Später zählten dann alle drei skandinavischen Währungen zu den festesten im gemeinsamen europäischen Floating. Anfang Juni stand die schwedische Krone fast 7 Prozent über ihrem nominellen Leitkurs zum Dollar, während die dänische und die norwegische Krone ihren nominellen Leitkurs um  $5\frac{1}{2}$  bzw.  $6\frac{1}{2}$  Prozent überschritten hatten. Finnland setzte, dem schwedischen Beispiel folgend, den Leitkurs für seine Währung unmittelbar nach der Dollarabwertung im Februar 1973 um 5,4 Prozent herab.

Die spanische Peseta verharrte nach dem Realignment bis Mitte März 1972 auf ihrer Untergrenze. Anschließend stieg sie geringfügig, blieb jedoch unter ihrem Mittelkurs bis nach dem Ende der Pfundkrise im Juni. Von diesem Zeitpunkt an hielt sie sich zumeist rund  $1\frac{1}{2}$  Prozent über ihrem Mittelkurs bis zur Dollarabwertung im Februar 1973. Nach diesem Ereignis eröffnete die Peseta etwas unter ihrem neuen Leitkurs, stieg aber bald auf dieses Niveau, auf dem sie sich seither in etwa gehalten hat.

Der portugiesische Escudo überschritt im Februar 1972 seinen Leitkurs vom Dezember 1971 und verteuerte sich in der Folge noch etwas weiter, hielt sich jedoch im zweiten Halbjahr zumeist rund 1 Prozent über dem Leitkurs. Vor der Dollarabwertung zog er weiter an, doch wurde im Anschluß an diese sein Leitkurs um 3,8 Prozent herabgesetzt. Anfang Juni notierte der Escudo 6 Prozent über seinem nominellen Leitkurs zum Dollar.

### **Sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse**

Das wichtigste Ereignis devisenpolitischer Natur war im Berichtszeitraum unzweifelhaft die Abwertung des US-Dollars um 10 Prozent am 13. Februar 1973. Nach der Art ihrer Reaktionen können die anderen Länder der Welt anhand der vorliegenden Informationen in vier Gruppen eingeteilt werden. Eine Gruppe kann aus jenen Staaten gebildet werden, die ihre Paritäten oder Leitkurse zum Gold oder zu den SZR unverändert beibehielten. Hierunter fallen Ägypten, Algerien, Äthiopien, Australien, Bahrain, Belgien-Luxemburg, Botswana, die Bundesrepublik Deutschland, Burma, Burundi, Dänemark, Frankreich und die Länder der Frankenzonen, Ghana, Guinea, Hongkong, Irak, Iran, Jemen, Jordanien, Kuwait, Lesotho, Libyen, Malaysia, Marokko, Neuseeland, die Niederlande, Norwegen, Österreich, Pakistan, Qatar, Rumänien, Sambia, Saudi-Arabien, Singapur, die Sowjetunion, Spanien, Südafrika, Swasiland, Tunesien und Zypern. Eine andere Ländergruppe wertete mit dem Dollar ab; sie umfaßt folgende Staaten: Argentinien, Bolivien, Chile, Costa Rica, die Dominikanische Republik, Ecuador, El Salvador, Griechenland, Guatemala, Haiti, Honduras, Indonesien, Island, Israel, Jamaica, Jugoslawien, Kambodscha, Kenia, Kolumbien, Laos, Liberia, Mexiko, Nicaragua, Nigeria, Panama, Paraguay, Peru, die Philippinen, Rwanda, Sudan, Südkorea, Südvietnam, Surinam, Syrien, Tansania, Thailand, die Türkei, Uganda, Uruguay, Venezuela und Zaire. Eine dritte Gruppe wertete in einem geringeren Ausmaß als die Vereinigten Staaten ab, und zwar sind dies folgende Länder: Brasilien, Finnland, Nepal, Portugal, Schweden und Taiwan. Viertens gab es Länder,

die eine Wechselkursfreigabe gegenüber dem Dollar entweder fortsetzten oder neu begannen, und zwar: Bangladesch, Gambia, Großbritannien, Guyana, Indien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Malawi, Malta, Mauritius, Schweiz, Sierra Leone, Sri Lanka (Ceylon) sowie Trinidad und Tobago. Am 19. März kamen zu dieser Gruppe Belgien-Luxemburg, die Bundesrepublik Deutschland, Dänemark, Frankreich, die Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal und Schweden hinzu.

Abgesehen von den bereits dargelegten Kursentwicklungen ist der Berichtszeitraum devisenwirtschaftlich vor allem durch die verschiedenen administrativen Maßnahmen bemerkenswert, mit deren Hilfe man das Ungleichgewicht im internationalen Zahlungsverkehr innerhalb gewisser Grenzen zu halten suchte, um die Wechselkursstruktur des Washingtoner Währungsabkommens nicht zu gefährden. In der Praxis bedeutete dies, daß die Überschußländer bei jeder der nach Dezember 1971 aufgetretenen Dollarkrisen im Februar-März 1972, im Juni-Juli 1972 und Februar-März 1973 dem bereits vorhandenen, eindrucksvollen Instrumentarium gegen den Zustrom von Auslandsgeld zusätzliche Vorschriften hinzufügten und gelegentlich auch Schritte zur Förderung von Abflüssen von den betreffenden nationalen Märkten damit verbanden. Das an Komplexität ständig zunehmende Restriktionsgebäude konnte dennoch die sehr weitgehende Aufgabe fester Wechselkurse im März 1973 nicht verhindern. Dagegen haben die frei schwankenden Kurse bis jetzt allerdings kaum eine Rückkehr in Richtung einer größeren Liberalität mit sich gebracht.

In der *Bundesrepublik Deutschland* bestand die erste im Jahr 1972 gegen den Geldzufluß ergriffene bedeutende Maßnahme in der Aktivierung der Bardepotregelung am 1. März, die im wesentlichen auf die Kontrolle der Kreditaufnahmen deutscher Unternehmen im Ausland abzielt; der Depotsatz wurde auf 40 Prozent festgesetzt. Bestimmte Kategorien der Auslandsverschuldung waren von der Depotpflicht ausgenommen, und zwar Kreditaufnahmen im direkten Zusammenhang mit der handelsüblichen Abwicklung von Waren- und Dienstleistungstransaktionen, Kreditaufnahmen zur Refinanzierung oder Kurssicherung von Exportforderungen und zur Finanzierung von Direktinvestitionen im Ausland sowie allgemein Kreditaufnahmen bis zu 2 Mio. DM, doch waren Meldungen an die Behörden zu erstatten. Im Juli 1972 wurde der Depotsatz auf 50 Prozent erhöht und die Freigrenze auf 500 000 DM gesenkt, wobei letztere im Januar 1973 nochmals, auf 50 000 DM, reduziert wurde. Die Erhöhung des Bardepotsatzes im Juli erfolgte gemeinsam mit der Hinaufsetzung der Mindestreservesätze für den Bestand und für den nach November 1971 eingetretenen Zuwachs der Auslandsverbindlichkeiten der Banken. Durch diese Maßnahmen ist die Mindestreservspflicht für diese Verbindlichkeiten auf 90 bis 100 Prozent angehoben worden.

Eine Folge der Bardepotregelung war die Verlagerung der Zuflüsse auf andere Kanäle, vor allem über Effektenstransaktionen. Gegen Ende Juni 1972 unterstellte man daher Verkäufe inländischer festverzinslicher Wertpapiere an Ausländer generell einer Genehmigungspflicht, und in der Praxis wurden Genehmigungen nicht erteilt. Im September wurde diese Maßnahme modifiziert, um den deutschen Banken die Möglichkeit zu gewähren, Wertpapiere mit einer Laufzeit von über vier Jahren an einzelne Kunden abzugeben, vorausgesetzt, daß der Gesamtbestand an deutschen Rentenwerten in den Händen der ausländischen Kunden des betreffenden Instituts nicht zunahm.

Im Februar 1973 ergriff man weitere restriktive Maßnahmen. Die Beschränkungen für den Erwerb festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer wurden auf deutsche Aktien ausgedehnt, ausländische Beteiligungen an in Deutschland tätigen Unternehmen in Höhe von mehr als 500 000 DM einer Bewilligungspflicht unterworfen und die Aufnahme von Auslandsanleihen und -krediten durch Inländer in Höhe von mehr als 50 000 DM genehmigungspflichtig gemacht, wobei grundsätzlich feststand, daß im allgemeinen dem Bardepot unterliegende Kredite nicht genehmigt werden würden.

In *Belgien-Luxemburg* wurden im Berichtszeitraum drei neue administrative Maßnahmen zur Eindämmung der Zuflüsse getroffen. Zunächst erhielten die Banken im März 1972 die Weisung, ihre auf dem regulierten Kassamarkt bestehenden Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, ob in belgischen Franken oder in ausländischer Währung, nicht weiter zu erhöhen. Gleichzeitig wurden die Banken ersucht, keine größeren Gesamtnettopositionen gegenüber dem Ausland (per Kassa und per Termin zusammengenommen) auf dem regulierten Devisenmarkt einzugehen. Sodann beschränkte man am Höhepunkt der Währungskrise von Anfang März 1973 die Verwendung von konvertierbaren ausländischen Frankenguthaben vorübergehend auf die Bezahlung von Waren- und Dienstleistungsschulden an Inländer. Schließlich wurde bei der Wiedereröffnung der Devisenmärkte am 19. März 1973 ein Negativzins von 0,25 Prozent pro Woche auf die den Durchschnitt des vierten Quartals 1972 übersteigenden konvertierbaren Frankenguthaben von Ausländern eingeführt.

In den *Niederlanden* reagierten die Behörden auf den Zustrom von Auslandsgeldern im März 1972 mit einem Verbot der Verzinsung von ausländischen Sichteinlagen in Gulden und mit der Zurücknahme der allgemeinen Genehmigung für Ausländer, Gulden auf Terminkonten bei Banken in den Niederlanden anzulegen. Im Juli wurde dann Inländern untersagt, im Ausland Finanzkredite aufzunehmen, und gleichzeitig traf man Maßnahmen zur Beschränkung der Zahlungsfristen im niederländischen Import und Export auf die branchenweise üblichen Termine. Nach der Entscheidung vom März 1973, den Kurs des Guldens zum Dollar freizugeben, wurde zunächst eine 50prozentige Mindestreserve, die im April auf 80 Prozent angehoben wurde, auf jede passive, in Landeswährung bestehende Nettoauslandsposition der niederländischen Banken vorgeschrieben. Gleichzeitig ordnete man eine negative Zinsbelastung von 0,25 Prozent pro Woche auf jeden weiteren Zuwachs von ausländischen Guldenguthaben an. Diese letztere Verfügung wurde zwar Anfang Mai wieder aufgehoben, doch das Verzinsungsverbot für ausländische Guthaben bleibt in Kraft.

In *Japan* wurden 1972 und in den ersten Monaten von 1973 weitere Maßnahmen zur Beschränkung der Zuflüsse aus dem Ausland und zur Förderung der Abflüsse unternommen. Was die Beschränkungen der Zuflüsse betrifft, wurden als erster Schritt im Februar 1972 die Restriktionen hinsichtlich der Konversion von Vorauszahlungen für Exporte in Yen (welche kurz nach dem Realignement aufgehoben worden waren) wieder eingeführt. Zu gleicher Zeit untersagte man den in Japan tätigen ausländischen Banken die Konversion weiterer Dollarbeträge in Landeswährung. Im Juni wurde dann eine 25prozentige Pflichtreserve auf den Zuwachs an freien Yen-Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Ausländern vorgeschrieben. Im Juli folgte eine Erhöhung dieses Satzes auf 50 Prozent. Weitere Maßnahmen unmittelbar im Anschluß

an die Freigabe des Pfundkurses betrafen eine neuerliche Verschärfung der Konversionsbestimmungen bei Vorauszahlungen für Exporte und Beschränkungen bei vorzeitigen Konversionen von Devisen in Yen durch Ausländer zum Zwecke des Erwerbs japanischer Wertpapiere. Im Oktober wurde dann jede Erhöhung des Gesamtvolumens von im ausländischen Besitz befindlichen japanischen Wertpapieren verboten, was bedeutet, daß neue Ankäufe japanischer Wertpapiere durch Ausländer nur im Ausmaß vorher stattgefundener Verkäufe vorgenommen werden können.

Was die Förderung der Abflüsse nach dem Ausland betrifft, so wurde allen Inländern im Mai 1972 die Erlaubnis erteilt, Deviseneingänge aus dem Ausland für unbeschränkte Zeit in Originalwährung zu halten; bis zu diesem Zeitpunkt waren hierzu nur Banken, Transport-, Handels- und Versicherungsunternehmen ermächtigt gewesen. Außerdem wurde Inländern freigestellt, Fremdwährungskonten bei Banken zu unterhalten. Später in jenem Monat erleichterte man die Bestimmungen über die Anlage in ausländischen Wertpapieren, und im Juni wurden alle für Inländer bestehenden Beschränkungen bei Direktinvestitionen und Liegenschaftskäufen im Ausland aufgehoben. Im August verfügten die Behörden, daß bei der Begebung von auf Yen lautenden Obligationen durch Ausländer 90 Prozent des Anleiheerlöses unmittelbar nach der Auflegung in Fremdwährung zu konvertieren sind.

In der *Schweiz* wurde sofort nach der Freigabe des Pfundkurses eine Reihe neuer strenger Maßnahmen zur Abwehr von Geldzuflüssen getroffen. Die Anlage ausländischer Gelder in inländischen Wertpapieren, Hypotheken und inländischen Grundstücken wurde verboten, eine Kommissionsbelastung von 2 Prozent pro Vierteljahr auf den Zuwachs ausländischer Frankenguthaben über 50 000 Franken eingeführt, die Aufnahme von Auslandskrediten durch inländische Nichtbanken von mehr als 1 000 000 Franken einer Bewilligungspflicht unterworfen (die Grenze wurde im April 1973 auf 50 000 Franken herabgesetzt, wobei hiervon Kredite, die nicht in Franken konvertiert werden, ausgenommen bleiben) und die Banken verpflichtet, ihre gesamten Fremdwährungsverbindlichkeiten per Kassa und Termin täglich durch das Total der Fremdwährungsforderungen zu decken. Diese letzte Maßnahme wurde zwar im Oktober 1972 aufgehoben, jedoch im Januar 1973 wieder eingeführt.

Im Laufe des Jahres 1972 änderten die schweizerischen Behörden auch wiederholt die Vorschriften für die Konversion der Erlöse aus von Ausländern aufgenommenen Schweizer-Franken-Anleihen und -Krediten in eine Fremdwährung. Ab Mitte Februar mußten mindestens 25 Prozent des Anleihe- oder Krediterlöses bei der Schweizerischen Nationalbank zum amtlichen Verkaufspreis für den US-Dollar von 3,9265 Schweizer Franken in Dollar gewechselt werden. Im Mai erhöhte man die Konversionsquote auf 40 Prozent und setzte den Konversionskurs neu auf 3,88 Franken fest. Im Juli folgte eine weitere Neufixierung des Konversionskurses auf 3,80 Franken, und im September wurde die Konversionsquote für Laufzeiten bis zu fünf Jahren auf 50 Prozent und für längere Laufzeiten auf 60 Prozent erhöht. Die Aufhebung der Pflicht zur Konversion bei der Schweizerischen Nationalbank erfolgte im Januar 1973. Im Februar 1972 wurde zudem bestimmt, daß von privat plazierten mittelfristigen Schweizer-Franken-Notes höchstens 40 Prozent von Devisenausländern gezeichnet werden dürfen, wobei ausländischen Banken die Zeichnung überhaupt untersagt wurde. Im Juli wurde diese Erwerbsgrenze von 40 Prozent auf von Ausländern begebene Schweizer-Franken-Anleihen ausgedehnt.

In *Frankreich* hob man die meisten Kontrollen, welche in den Monaten August-Dezember 1971 hinsichtlich der Geldzuflüsse eingeführt worden waren, nach dem Realignment vom Dezember 1971 auf und lockerte außerdem eine Reihe von Beschränkungen betreffend die Überweisung von Beträgen in das Ausland (siehe Seite 160 des 42. Jahresberichtes). Weder in der Februar-März-Krise noch im Juni-Juli 1972 wurden zusätzliche Maßnahmen ergriffen. Mitte März 1973 erließ man jedoch im Gefolge des Beschlusses, am gemeinsamen europäischen Floating gegenüber dem Dollar teilzunehmen, neue Regelungen zur Abwehr möglicher künftiger Zuflüsse: ein Verzinsungsverbot für neueröffnete Ausländerkonten in Franken, ausgenommen solche mit einer festen Laufzeit von mehr als sechs Monaten; Verwendungsbeschränkungen bei ausländischen Guthaben in Finanzfranken, die — von kleinen Ausnahmen abgesehen — nicht mehr zum Erwerb von kurzfristigen Geldmarktpapieren oder zu Überträgen auf Sparkonten herangezogen werden dürfen; Mindestreserven in Höhe von 100 Prozent auf den Zuwachs der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken in Landeswährung über den Stand vom 4. Januar 1973 hinaus (im Juli waren die Mindestreserven der Banken für ihre gesamten Frankenverbindlichkeiten bei Sichteinlagen von 10 auf 12 Prozent und bei anderen Depositen von 4 auf 6 Prozent erhöht worden); ein Verbot des Abschlusses oder der Erneuerung von Swapgeschäften, in denen die Banken Ausländern Franken auf Termin — bei gleichzeitigem Kassakauf — verkaufen; sowie die Anweisung an die Banken, ihre aktiven Nettodevisenpositionen per Termin nicht über den Stand von Ende Februar aufzubauen. Anfang April wurden die noch geltenden Beschränkungen für Ankäufe von Termindevisen durch französische Importeure sowie das Verbot der Gewährung von Zahlungszielen von mehr als sechs Monaten durch Exporteure an ihre ausländischen Abnehmer aufgehoben.

In *Österreich* wurden im Berichtszeitraum gleichfalls weitere Schritte zur Abwehr von Geldzuflüssen unternommen. Ende November 1972 wurde der Erwerb von inländischen Wertpapieren und Liegenschaften durch Ausländer beschränkt und auch die Kreditaufnahme im Ausland durch Inländer zur Finanzierung von Importen und inländischen Investitionen sowie zur Refinanzierung von Exportforderungen wieder unter Kontrolle gestellt. Das Abkommen zwischen der Oesterreichischen Nationalbank und dem Kreditapparat über die Errichtung von unverzinslichen Einlagen bei der Notenbank in Höhe von 75 Prozent des Zuwachses an Schillingverpflichtungen der Banken gegenüber Ausländern über den Stand von Mitte August 1971 hinaus wurde beibehalten.

Die in *Spanien* im Berichtszeitraum getroffenen Maßnahmen zielten auf eine Beschränkung des Zuwachses ausländischer Pesetenguthaben ab. Schon im Oktober 1971 waren den Banken Mindestreserven in Höhe von 100 Prozent jedes weiteren Zuwachses der konvertierbaren Pesetenguthaben von Ausländern mit weniger als 90 Tagen Kündigungsfrist auferlegt worden; im Juli 1972 wurde für den weiteren Zuwachs bei konvertierbaren Pesetenguthaben von Ausländern mit Kündigungsfristen ab 90 Tagen ein Reserveverfordernis von 50 Prozent vorgeschrieben; im Februar 1973 wurde der Satz auf 100 Prozent erhöht. Mitte März ergänzte man diesen Schritt durch Bestimmungen, die den Rückkauf von Devisen durch Ausländer mittels Pesetenbeträgen, die ursprünglich durch Hingabe von Devisen erworben worden waren, ausschlossen, und gleichzeitig erging ein Verzinsungsverbot für ausländische Pesetenkonten.

In *Schweden* wurde die Devisenbewirtschaftung 1972 in einigen Punkten erleichtert. Zu erwähnen sind die Erhöhung der Höchstgrenze für die Devisenbestände der Banken, die Aufhebung von Beschränkungen beim Kapitalexport durch schwedische Auswanderer bis zu 100 000 Kronen und die Verlängerung der Höchstlaufzeit für Kurssicherungstransaktionen von Inländern im Zusammenhang mit Importen, Frachten und Chartersätzen von einem Jahr auf zwei Jahre. Im März 1973 traf man eine Reihe von Maßnahmen zur Abwehr der großen Geldzuflüsse nach Schweden. Für ausländische Kronenguthaben bei schwedischen Banken, die den Durchschnittsstand vom Januar 1973 überschritten, wurde ein Negativzins in Aussicht genommen; ferner wurde angeordnet, daß bis auf weiteres 10 Prozent des Erlöses aus Devisenverkäufen durch die Banken an die Notenbank bei dieser für sechs Monate auf einem unverzinslichen Konto gesperrt bleiben.

In *Dänemark* wurde Anfang 1973 das Verbot des Erwerbs dänischer Aktien durch Ausländer aufgehoben und die Beschränkung beim Erwerb dänischer Obligationen durch Ausländer gelockert. Eine weitere Liberalisierung der Devisenvorschriften erfolgte im März 1973. Sie umfaßte die völlige Liberalisierung der Gewährung von Zahlungszielen zwischen Inländern und Ausländern bis zu fünf Jahren wie auch eine größere Freizügigkeit bei Direktinvestitionen in beiden Richtungen und beim Liegenschaftserwerb durch Inländer im Ausland.

*Finnland* schaffte im Juni 1972 die im November 1970 eingeführte Vorschrift ab, wonach für gewisse Importe, die etwa ein Viertel der gesamten Einfuhren umfaßten, eine Barzahlung vor der Zollabfertigung in das Inland erfolgen mußte. Seit Anfang 1973 sind Inländer nicht mehr verpflichtet, Devisenerlöse vollständig abzuliefern; die Eingänge können jetzt auf Fremdwährungskonten bei Banken gehalten werden.

In *Italien* erfolgten, abgesehen von den Wechselkurspolitischen Maßnahmen, die auf Seite 160 dargelegt wurden, im Berichtszeitraum eine Reihe weiterer Schritte zur Eindämmung der Kapitalabflüsse und zur Förderung von Zuflüssen. Ende Juni 1972 erhielten die Banken die Erlaubnis, gegenüber dem Ausland Nettoschuldnerpositionen einzugehen, doch blieb das im September 1971 ergangene Verbot des Aufbaus von aktiven Nettositionen bestehen. Als Anreiz für die Kreditaufnahme im Ausland bot das italienische Devisenamt im Dezember 1972 den Banken die Möglichkeit zu Swap-Transaktionen zu pari von Dollarbeträgen gegen Lire mit dreimonatigen Laufzeiten.

Gegen Ende Januar 1973, parallel zur Spaltung des Devisenmarktes, versuchten die Behörden das Ausmaß der sich zuungunsten Italiens auswirkenden Leads and lags dadurch zu begrenzen, daß der erlaubte Zeitraum für Importvorauszahlungen von 90 auf 30 Tage und für Zahlungsziele im Export von einem Jahr auf 90 Tage herabgesetzt wurde. Auch die den Inländern zugestandene Höchstfrist für die Zurückbehaltung von am kommerziellen Markt zu handelnden Devisen wurde von 180 auf 30 Tage reduziert. In der zweiten Februarhälfte wurde die entsprechende Frist für Deviseneingänge, die am finanziellen Markt zu handeln sind, von 30 auf 7 Tage gekürzt. Anfang Februar 1973 setzte man den Reisefreibetrag für Inländer von 1 Mio. auf 500 000 Lire pro Auslandsreise herab.

In *Großbritannien* wurde die Freigabe des Pfundkurses im Juni 1972 von Maßnahmen flankiert, die die laufenden Zahlungen und den Kapitalabfluß nach Ländern des Sterlingraumes mit Ausnahme Irlands und später auch Gibraltars unter Kontrolle bringen sollten. Im Kapitalverkehr wurden Direktinvestitionen britischer Inländer in anderen Ländern des Sterlingraumes bewilligungspflichtig gemacht und Portfolioinvestitionen vom amtlichen Devisenmarkt auf den Investmentdollarmarkt verwiesen. Der Erlös aus der Veräußerung von Wertpapieren des Sterlingraumes darf jedoch gänzlich am Investmentdollarmarkt konvertiert werden, während bei Effekten des übrigen Auslands 25 Prozent des Verkaufserlöses nach wie vor über den amtlichen Devisenmarkt zu handeln sind. Im Mai 1973 wurde die im März 1972 erlassene Vorschrift, wonach inländische Unternehmen, die von in der EWG ansässigen Personen kontrolliert werden, ihren neuen Direktinvestitionsbedarf in Großbritannien durch Pfundkredite aus englischen Quellen finanzieren können, auf alle von Ausländern kontrollierten Inlandsgesellschaften ausgedehnt.

In *Kanada* modifizierte man mit Wirkung vom 1. April 1972 die Beschränkungen der Kapitalabflüsse in das Ausland mit Ausnahme derjenigen in die Vereinigten Staaten, die 1966 eingeführt und 1968 verlängert worden waren, um den Abfluß von Geldern aus den Vereinigten Staaten über Kanada in dritte Länder zu verhindern. Nunmehr sind die von Inländern neu gewährten Exportkredite sowie die an Regierungen oder Notenbanken der Entwicklungsländer gewährten bzw. von diesen garantierten Anleihen und Kredite von den obigen Vorschriften nicht mehr betroffen.

Die *Vereinigten Staaten* haben die verschiedenen Vorschriften zur Eindämmung von Kapitalabflüssen im Berichtszeitraum nicht geändert. Anlässlich der Dollarabwertung vom Februar 1973 ließen die Behörden jedoch ihre Absicht verlauten, alle Beschränkungen nach und nach bis Ende 1974 abzubauen.

Die Länder des *Sterlingraumes* können nach ihren Reaktionen auf die Freigabe des Pfundkurses in drei große Gruppen eingeteilt werden. In die erste Gruppe fallen jene Staaten, die ihren Wechselkurs bereits an den Dollar gebunden hatten und unverändert beibehielten. Es sind dies Australien, Ghana, Island, Jordanien, Kenia, Neuseeland, Nigeria, Pakistan, Sambia, Tansania, Uganda und Westsamoa. Eine zweite Gruppe, die sich bisher nach dem Pfund orientiert hatte, und zwar Hongkong, Kuwait, Malaysia, Oman, Singapur und Zypern, behielt das Verhältnis zum Dollar bei und entschloß sich damit für eine Bindung an den Dollar. Eine dritte Ländergruppe entschied sich für die weitere Aufrechterhaltung der festen Bindung zum Pfund und damit zur Teilnahme am Floating. Hierunter fallen Bangladesch, Barbados, Botswana, die Fidschiinseln, Gambia, Guyana, Indien, Irland, Jamaica, Lesotho, Malawi, Mauritius, Sierra Leone, Südafrika, Swasiland sowie Trinidad und Tobago. Hierzu kommen noch Sri Lanka (Ceylon), welches die Bindung an den Dollar wieder löste und durch eine solche an das Pfund ersetzte, und Malta, das sich für ein eigenständiges, gesteuertes Floating entschied. Der Irak schließlich hatte seine Währung bereits kurz vor der Wechselkursfreigabe an das Pfund Sterling gebunden, obwohl er nicht dem Sterlingraum angehört.

Darüber hinaus verdienen einige weitere Vorfälle innerhalb des Sterlingraumes während der Berichtsperiode Erwähnung. In *Australien* traf man gegen Ende September eine Reihe von Maßnahmen, um das Wachstum der zentralen Währungsreserven zu begrenzen und die zunehmende ausländische Einflußnahme auf inländische Unternehmen einzuschränken. Einerseits wurden die Bestimmungen über die Anlage in ausländischen Wertpapieren durch Inländer gelockert und die Leitlinien für die Kreditaufnahmen ausländischer Unternehmen in Australien aufgehoben. Andererseits zog die Reserve Bank of Australia ihre Genehmigung der Kreditaufnahme von Inländern im Ausland für alle Beträge von mehr als 100 000 australischen Dollar pro Jahr mit Fälligkeit oder Kündigungsmöglichkeit innerhalb von zwei Jahren zurück. Zur Verstärkung dieser Maßnahme hob man auch die bisher bestehenden Ausnahmen in den Devisenbestimmungen für Kreditaufnahmen in australischen Dollar im Sterlingraum auf. Ferner traf man gegen Ende Oktober eine vorläufige gesetzliche Regelung hinsichtlich der nicht im öffentlichen Interesse stehenden Übernahmen inländischer Unternehmen durch Ausländer. Hierunter fallen auch alle Auslandsbeteiligungen an australischen Unternehmen, die bei einer Einzelbeteiligung 15 Prozent und im Fall einer Gruppenbeteiligung zusammen 40 Prozent des stimmberechtigten Kapitals erreichen. Mit Wirkung vom 22. Dezember 1972 wurde der australische Dollar gegenüber dem Gold um 4,85 Prozent aufgewertet und die neue Parität auf 1,04360 Gramm Feingold festgesetzt. Zum Dollar betrug die Aufwertung 7½ Prozent (siehe 42. Jahresbericht Seite 164). Gleichzeitig verstärkte man die Abschirmung gegen Geldzuflüsse. Im besonderen wurde hierbei eine variabel gestaltete, unverzinsliche Pflichtreserve für Kreditaufnahmen im Ausland von mehr als 100 000 australischen Dollar innerhalb von zwölf Monaten mit Laufzeiten von über zwei Jahren eingeführt, jedoch mit Ausnahme der im Außenhandel gewährten Zahlungsziele. Der Reservesatz wurde anfänglich auf 25 Prozent festgelegt. Am 1. Februar 1973 dehnte man das Ausmaß der die Kapitalzuflüsse betreffenden Devisenbestimmungen auch auf den Zahlungsaufschub bei Importen und bestimmten Dienstleistungen aus, und auch die Vorauszahlungen im Export wurden beschränkt.

Nachdem *Südafrika* sich zunächst der Freigabe des Pfundkurses angeschlossen hatte, setzte es mit Wirkung vom 24. Oktober 1972 für den Rand eine neue Parität von 1,0455 Gramm Feingold fest und band den Wechselkurs erneut an den Dollar. Die Paritätsänderung kam einer Abwertung von 4,2 Prozent gleich, doch gegenüber dem Dollar ergab sich im Vergleich zu den letzten Marktkursen vor der Paritätsneufestsetzung eine Höherbewertung um rund 4 Prozent. Im Februar 1973 verteuerte sich der Rand gegenüber dem Dollar durch dessen Abwertung um 11,1 Prozent. Anfang Juni beschlossen die Behörden, den Dollarkurs nicht länger in der erlaubten Bandbreite beiderseits der Parität zu halten. Gleichzeitig wurden neue An- und Verkaufskurse für den Dollar verlaublich, die einen weiteren Aufwertungseffekt von rund 5 Prozent bedeuteten.

In *Island* wurde die Krone mit Wirkung vom 19. Dezember 1972 um 10,7 Prozent abgewertet, und im Februar 1973 folgte im Verein mit der Dollarabwertung eine neue Kursrücknahme um 10 Prozent. Im April wertete Island jedoch um 6 Prozent auf; der Leitkurs beträgt seither 92,98 isländische Kronen für 1 US-Dollar.

In *Pakistan* fand am 11. Mai 1972 eine umfassende Reform der Devisenbewirtschaftung statt, in deren Verlauf das multiple Kurssystem durch einen Einheitskurs ersetzt wurde, was mit einer Abwertung gegenüber dem Gold um 57 Prozent verbunden war. Die neue Parität der Rupie beträgt 0,0744103 Gramm Feingold.

Mit Wirkung vom 17. Januar 1973 wurde in *Jamaica* die Währung aus der Bindung zum Pfund Sterling gelöst, statt dessen an den US-Dollar gebunden und gleichzeitig gegenüber dem Gold um 15,6 Prozent abgewertet. Die neue Parität beträgt 0,900364 Gramm Feingold und der neue Wechselkurs gegenüber dem Dollar 0,91 Jamaica-Dollar für 1 US-Dollar.

Jene Länder des Sterlingraumes, die zum Zeitpunkt der Dollarabwertung im Februar 1973 noch immer dem Pfund-Floating folgten, setzten diese Politik fort. Von den Staaten, die sich nach dem Dollar orientiert hatten, machten einige dessen Abwertung nicht mit und verteuerten ihre Währung gegenüber dem Dollar um 11,1 Prozent. Andere Länder hingegen werteten mit dem Dollar ab, darunter Island, Jamaica, Kenia, Nigeria, Tansania und Uganda.

In Lateinamerika waren in den zwölf Monaten bis Ende Mai 1973 zwar bei einigen der wichtigeren Währungen stärkere Wechselkursänderungen gegenüber dem US-Dollar zu verzeichnen, aber die Zahl der konstant gebliebenen Kursrelationen war doch größer.

In *Argentinien* blieb der amtliche Devisenkurs von 5 Pesos für 1 US-Dollar im Berichtszeitraum unverändert, und am Finanzmarkt hielt sich der Kurs auf fast doppelter Höhe verhältnismäßig stabil. Im Juli und August 1972 wurde jedoch der Prozentsatz der Pflichtablieferung von Exporterlösen über den amtlichen Markt sowie der über den amtlichen Markt gestatteten Importzahlungen für lebensnotwendige Güter in zwei Etappen von 36 auf 26 Prozent reduziert, was einer Abwertung von fast 6 Prozent gleichkam. Für bestimmte Exporte wurde der Prozentsatz dann im Februar 1973 auf 10 Prozent nochmals gesenkt. Die übrigen Importe sind ausschließlich am Finanzmarkt abzuwickeln, und im Oktober wurden bestimmte nicht lebensnotwendige Importe für sechs Monate überhaupt untersagt. Inzwischen war im September die Steuer für Devisenankäufe am Freimarkt für Reisezwecke von 0,5 auf 2 Pesos je US-Dollar erhöht worden. Weitere Maßnahmen betrafen die Herabsetzung der Reisedevisenzuteilungen und die Erschwerung von Überweisungen und Tilgungszahlungen nach dem Ausland. Seit April 1973 müssen die Erlöse für Exporte nach Westeuropa, Kanada und Japan in der Währung des Bestimmungslandes eingehen; die wahlweise Dollarzahlung, die früher gestattet war, ist aufgehoben worden.

In *Brasilien* lag der Wechselkurs Ende Mai 1973 bei 606/610 Cruzeiros für 1 US-Dollar, was für die zwölf Monate bis zu diesem Zeitpunkt eine Abwertung von nur 3 Prozent im Verhältnis zum Dollar bedeutet. Im August 1972 fanden in *Chile* im gesamten Bereich des multiplen Wechselkurssystems Abwertungen von 37–69 Prozent statt. Der Rahmen der neuen Kurse spannte sich von 20 Escudos für 1 US-Dollar beim Import von lebenswichtigen Nahrungsmitteln und Erdöl sowie beim Export von Mineralien, ausgenommen Eisenerz, bis zu einem Kurs von 85 Escudos für 1 US-Dollar beim Kauf von Reisedevisen. Auf diesen letztgenannten Kurs wurde

außerdem ein Zuschlag von über 50 Prozent erhoben, und nach zwei weiteren Kursänderungen im März und April 1973 erreichte der tatsächliche Preis für Reisedevisen den Betrag von 325 Escudos für 1 US-Dollar, was dem Sechzehnfachen des Grundkurses entspricht.

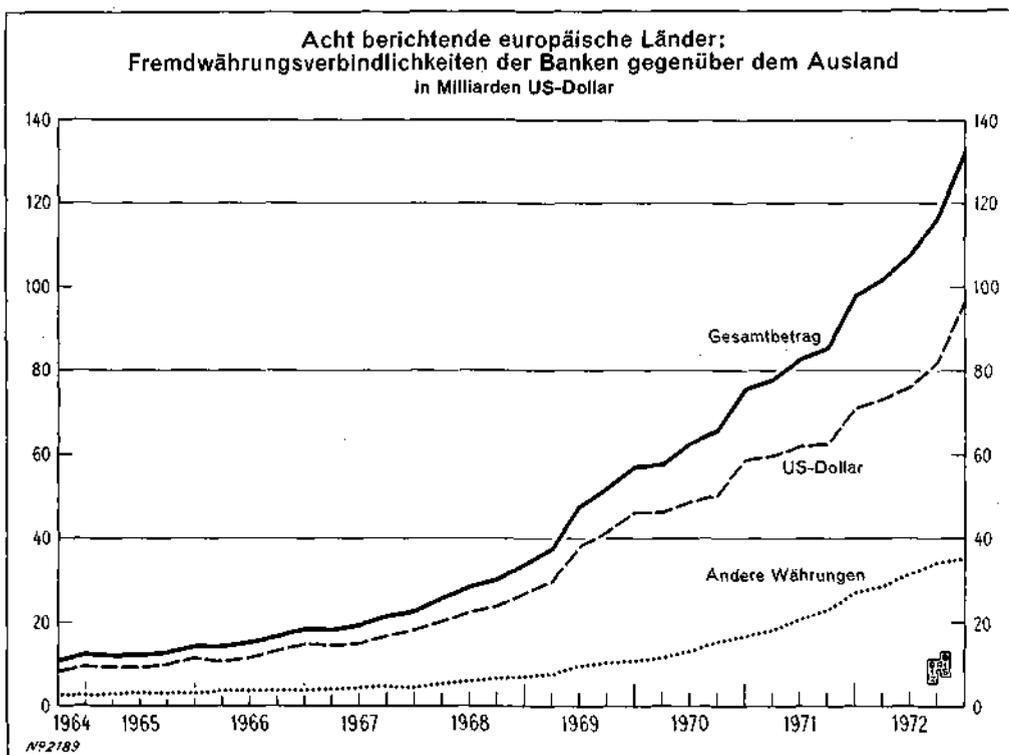
In *Venezuela* wurde nach der Dollarabwertung im Februar der Kurs des Bolívar zum US-Dollar um rund  $2\frac{1}{4}$  Prozent herabgesetzt. Der neue Wechselkurs für den US-Dollar beträgt 4,20 Bolívar bei Erdöl und anderen Bodenschätzen bzw. 4,30 Bolívar bei allen sonstigen Transaktionen. *Bolivien* erklärte dem IWF im Oktober eine neue Parität von 20 Pesos für 1 US-Dollar. Gegenüber dem seit 1959 angewandten Kurs stellt dies eine Abwertung von 40 Prozent dar. Der laufende Zahlungsverkehr und Kapitaltransaktionen unterliegen keinen Beschränkungen. In *Uruguay* wurde der Peso im amtlichen Markt in den zwölf Monaten bis Ende Mai 1973 zwölfmal um insgesamt 37 Prozent auf 862 Pesos für 1 US-Dollar abgewertet. Dadurch wurde der amtliche Kurs in etwa dem Freimarktkurs angepaßt, der sich in dieser Periode relativ stabil gehalten hatte. Im Dezember wurde das seit Mai 1971 geltende Verbot von Kapitalgüterimporten aufgehoben, doch sind diese vom Ausland zu finanzieren.

In *Costa Rica* waren die beiden Wechselkurse auf dem seit Februar 1972 gespaltenen Markt in den abgelaufenen zwölf Monaten stabil, doch verringerte man im Oktober erneut die Zahl der Importe, welche über den amtlichen Markt beglichen werden können. Gleichzeitig wurde die zum amtlichen Kurs abzuliefernde Erlösquote bei nicht traditionellen Exporten auf 50 Prozent reduziert. In *Guatemala* wurden alle Beschränkungen für laufende Zahlungen und im Kapitalverkehr Anfang 1973 aufgehoben, wodurch die völlige Konvertierbarkeit der Währung bei einem Verhältnis von 1 Quetzal = 1 US-Dollar wiederhergestellt wurde.

## V. DER EUROGELD- UND DER EUROANLEIHEMARKT

### Der Eurogeldmarkt

Der Eurogeldmarkt hat sich 1972 das fünfte Jahr hintereinander rasch ausgeweitet. Die von den Banken aus acht europäischen Ländern gemeldeten Fremdwährungsforderungen gegenüber dem Ausland erhöhten sich um 31,7 Mrd. Dollar auf 131,8 Mrd. Dollar und ihre entsprechenden Verbindlichkeiten um 34,2 Mrd. Dollar auf 131,9 Mrd. Dollar. Dies waren die größten Zunahmen, die jemals berichtet worden sind, wenngleich sie die prozentualen Zuwächse der Jahre 1968 und 1969, die 50 bzw. 60 Prozent betragen hatten, nicht erreichten. Werden bestimmte Doppelerfassungen eliminiert, andererseits aber die Positionen gegenüber Inländern hinzugerechnet, dann haben die von dieser Bankengruppe gewährten Fremdwährungskredite um schätzungsweise rund 20 Mrd. Dollar auf 91 Mrd. Dollar zugenommen, und der Dollaranteil ist um rund 16 Mrd. Dollar auf 70 Mrd. Dollar gestiegen.



Die Entwicklung im Jahr 1972 folgte dem üblichen saisonalen Rhythmus. Im ersten Quartal war die Expansion des Eurogeldmarktes relativ mäßig, im zweiten Quartal beschleunigte sie sich, und im vierten Quartal fand der gewohnte Jahresendspurt statt. Die Zinssätze tendierten im ersten Teil des Jahres nach unten und blieben trotz einem späteren Wiederanstieg deutlich unter ihren Höchstwerten von 1971.

Die Tatsache, daß die Eurogeldmarktsätze im Durchschnitt beträchtlich niedriger als im Jahr 1971 lagen, deutet darauf hin, daß das Wachstum des Marktes in erster Linie von der Angebotsseite ausging. Einen bedeutenden expansiven Einfluß stellte wie in den vorangegangenen Jahren das große Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten dar. Es trug einerseits zur Auflockerung der monetären Bedingungen außerhalb der Vereinigten Staaten bei, wodurch das Angebot privater Mittel stimuliert wurde, und trieb andererseits die Dollarbestände in den Händen von Währungsbehörden in die Höhe, wodurch der Strom von Zentralbankgeldern in den Eurogeldmarkt answoll. In diesem Zusammenhang war nicht nur der Umfang des amerikanischen Defizits von Bedeutung, sondern auch die geographische Verteilung der Überschüsse. 1971 hatten sich die Überschüsse weitgehend auf die Zehnergruppen-Länder konzentriert, die übereingekommen sind, ihre Plazierungen von Währungsreserven am Eurogeldmarkt nicht zu erhöhen. 1972 entfiel ein viel größerer Teil der gesamten Überschüsse, teilweise infolge des starken Anstiegs der Rohstoffpreise, auf Länder außerhalb der Zehnergruppe, welche einen beträchtlichen Teil der bei ihnen aufgelaufenen Dollarbestände am Eurogeldmarkt anzulegen pflegen.

Außerdem hatte die Schwäche des Dollars und des Pfundes zur Folge, daß die Zentralbanken eine Diversifizierung der amtlichen Reserven zugunsten anderer Währungen, wie der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens, vornahmen; und da die Kontrollen gegenüber der Anlage von Auslandsgeldern auf den Inlandsmärkten der betreffenden Länder weiter verschärft wurden, ist ein großer Teil des Reservenanstiegs am Eurogeldmarkt angelegt worden. Die gleichen Faktoren haben natürlich auch den Zufluß privater Nichtdollargelder zum Markt angeregt. Ein weiterer expansiver Einfluß auf der Angebotsseite des Marktes, vor allem während der ersten Hälfte von 1972, ging von der geldpolitischen Auflockerung in verschiedenen Industrieländern aus, die zur Überwindung der Konjunkturfaute vorgenommen wurde.

Neben diesen mehr allgemeinen Einflüssen gab es im vergangenen Jahr auch einige Sonderfaktoren, die sich bei der Ausdehnung des Angebots an Eurogeldern bemerkbar machten. Einer davon war das Rekordemissionsvolumen an Euroanleihen, das sich auf 6,5 Mrd. Dollar belief, wobei ein Teil der Anleiherlöse bis zur endgültigen Verwendung kurzfristig am Eurogeldmarkt angelegt wurde. Zweitens scheinen, weitgehend aus Vertrauensgründen, erhebliche Bewegungen privater Nichtbankengelder von Großbritannien und Italien zum Eurogeldmarkt stattgefunden zu haben.

Auf der Nachfrageseite bestand im vergangenen Jahr ein wichtiger Einfluß darin, daß sich die Bruttoforderungspositionen der Eurobanken gegenüber den Vereinigten Staaten um 6 Mrd. Dollar umkehrten. Während die amerikanischen Banken 1971 hohe Kreditrückzahlungen an ihre Auslandsniederlassungen im Euromarkt vorgenommen hatten, nahmen 1972 die Banken in den Vereinigten Staaten, insbesondere die Filialen und Niederlassungen ausländischer Banken, wieder einige Gelder auf.

Auf der anderen Seite haben die schleppende Investitionstätigkeit, die lockeren monetären Bedingungen im Inland sowie Beschränkungen der Aufnahme von Krediten im Ausland — wie etwa die Bardepotregelung in der Bundesrepublik — zu einem

merklichen Rückgang der Kreditnachfrage von europäischen Unternehmen im Ausland geführt. Darüber hinaus sind die Eurobanken in einer Reihe von Ländern durch entsprechende Vorschriften daran gehindert worden, am Eurogeldmarkt Mittel zur Verwendung im Inland aufzunehmen.

Angesichts des reichlichen Angebots neuer Gelder bei gleichzeitiger Schließung vieler der üblichen Anlagemöglichkeiten mußten die Eurobanken aktiv nach neuen Kreditnehmern Ausschau halten. Als Ergebnis zeigte sich eine starke Zunahme der Ausleihungen an Entwicklungsländer, meistens an öffentliche und halböffentliche Körperschaften, und auch an osteuropäische Länder. Ein beträchtlicher Teil dieser an Entwicklungsländer ausgeliehenen Mittel hatte jedoch die Tendenz, über die Anlage der offiziellen Währungsreserven an den Markt zurückzuffießen. Viele der Darlehen scheinen für die Finanzierung ziemlich langfristiger Projekte und damit auch zu eher längeren Fristen gegeben worden zu sein. In der Tat sind Warnungen laut geworden, daß die starke Konkurrenz zwischen den Banken um neue Geldnehmer manchmal Eurobanken zu einer übermäßigen Fristentransformation verleitet und die Gewinnspannen auf ein Niveau herabgedrückt hat, das für Risikoprämien nur wenig Raum läßt. Andererseits kann aber eine Verlagerung der Kreditgewährung zugunsten der Entwicklungsländer für sich als nützlich betrachtet werden.

Wie auf der Angebotsseite spielten auch auf der Nachfrageseite des Marktes eine Anzahl von Sonderfaktoren eine Rolle. So sind die italienischen öffentlichen und halböffentlichen Körperschaften sowie die italienischen Banken von den Behörden ermuntert worden, zum Ausgleich von Abflüssen privater Gelder aus dem Nichtbankensektor Mittel am Eurogeldmarkt aufzunehmen. Die japanischen Banken haben ebenfalls in großem Umfang Gelder am Markt aufgenommen. Britische Nichtbanken haben erheblich auf Eurogeldkredite zurückgegriffen und die Mittel weitgehend zur Finanzierung von Investitionen im Ausland verwendet. Zudem scheinen die Eurogeldaufnahmen zur Finanzierung von Großprojekten, wie etwa der Erschließung der Erdölvorkommen in der Nordsee, zugenommen zu haben.

Schließlich muß das rasche Wachstum der Fremdwährungsverbindlichkeiten und -forderungen der europäischen Banken, wovon der größte Teil auf die Zunahme der Interbankpositionen entfiel, auf dem Hintergrund einer beschleunigten Expansion der Inlandsbilanzen der Banken gesehen werden. Die Wachstumsraten der monetären Gesamtgrößen in vielen Industrieländern haben bei verstärkter Inflationierung 1972 Rekordhöhen erreicht. Angesichts der wachsenden Rolle des Eurogeldmarktes als Interbankmarkt haben diese Entwicklungen ohne Zweifel ebenfalls zur nochmaligen Beschleunigung der Expansion des Marktes im vergangenen Jahr beigetragen.

Während 1972 das Wachstum des Marktes und seine Zusammensetzung nach Währungen nicht sonderlich stark von der Entwicklung der Dollarkurse am Devisenmarkt beeinflußt worden sind, wurde die Eurogeldmarktlage im ersten Quartal 1973 weitgehend von der erneuten Dollarkrise beherrscht. Wenn auch die Eurogeldströme kein Hauptfaktor in der Krise gewesen zu sein scheinen, so trieb doch die Nachfrage nach Dollar zum Umtausch in stärkere Währungen die Eurodollarsinssätze in die Höhe und drückte die Eurogeldsätze für andere Währungen herunter. Allerdings war der Anstieg der Eurodollarsätze gemäßigt als im Sommer 1971, vor allem wenn man die gleichzeitige Erhöhung der amerikanischen Zinssätze berücksichtigt.

Zwar sind vollständige Eurogeldmarktstatistiken für das erste Quartal 1973 noch nicht verfügbar, aber vorläufige Angaben deuten darauf hin, daß der Markt sich im Gegensatz zum üblichen saisonalen Verlauf sehr rasch ausgedehnt hat. Dies galt erwartungsgemäß insbesondere für die Nichtdollarkomponente, aber im Gegensatz zum August 1971 setzte sich der Anstieg der Dollarverbindlichkeiten der Banken nachdrücklich fort, während die Zunahme ihrer Dollarforderungen viel geringer war. Alles in allem scheinen die Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken jeweils um rund 10–15 Mrd. Dollar expandiert zu haben, und nach Ausschaltung von Doppelerfassungen hat das Volumen der Eurowährungskredite Ende März 1973 wahrscheinlich dicht bei 100 Mrd. Dollar gelegen.

Angesichts eines großen Angebots an Termindollar von ihren Kunden haben sich die Banken anscheinend abgesichert, indem sie Dollarbeträge am Eurogeldmarkt aufnahmen und per Kasse verkauften. Die Abnahme der Nettodollarposition der Banken scheint im ersten Quartal 1973 tatsächlich viel größer gewesen zu sein als die im dritten Quartal 1971 registrierte. Darüber hinaus scheinen die an Nichtbanken gewährten neuen Eurodollarkredite eine gewisse Beschleunigung erfahren zu haben, was als Anzeichen dafür gelten könnte, daß der Eurogeldmarkt diesmal bei der Finanzierung von Leads and lags und anderen Arten von Kurssicherungs- und Spekulationsgeschäften eine gewisse Rolle spielte. Im Gegensatz dazu war die Gewährung neuer Dollarkredite an Nichtbanken im dritten Quartal 1971 zum Stillstand gekommen.

Es sollte jedoch festgehalten werden, daß die Dollarverkäufe am Devisenmarkt durch Eurobanken oder die Verwendung von Eurodollarkrediten für denselben Zweck durch Nichtbanken nur dann zum gesamten Druck auf den Dollarkurs beitragen, wenn die Mittel von Nettotransferierungen aus den Vereinigten Staaten herühren. Andernfalls stehen den Dollarverkäufen entsprechende Käufe gegenüber. Was als Ergebnis von Eurogeldströmen zwischen Ländern außerhalb der Vereinigten Staaten natürlich auftreten kann, ist, daß der Aufwärtsdruck gegenüber dem Dollar sich von einer Währung zu einer anderen verlagert und auf bestimmte Schlüsselwährungen konzentriert. Vorläufige Angaben lassen erkennen, daß während des ersten Quartals 1973 die Erhöhung der Dollarverbindlichkeiten der Eurobanken gegenüber amerikanischen Stellen eine Größenordnung von 1,5–2,0 Mrd. Dollar hatte, wobei diese Gesamtziffer eventuelle Nettotransferierungen in den Markt aus den Vereinigten Staaten durch ausländische private oder offizielle Dollarbesitzer nicht enthält.

*Gesamte Auslandspositionen.* Bei den Banken der acht berichtenden europäischen Länder sind im vergangenen Jahr die gesamten Auslandsforderungen um 33,1 Mrd. Dollar und die Auslandsverbindlichkeiten um 34,4 Mrd. Dollar gestiegen. Von diesem Zuwachs waren nur 1,4 bzw. 0,2 Mrd. Dollar in Landeswährung. Die gesamte Nettoschuldnerposition der berichtenden Banken in Landeswährung nahm um 1,3 Mrd. auf 11,9 Mrd. Dollar ab. Diese Veränderung ging hauptsächlich auf die Banken in drei Ländern zurück: die britischen und holländischen Banken verringerten ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten in Landeswährung um 1,1 Mrd. bzw. 0,6 Mrd. Dollar, und die Position der schweizerischen Banken aktivierte sich um 0,7 Mrd. Dollar von Nettoverbindlichkeiten zu Nettoforderungen. Im Falle der britischen Banken war die Kontraktion vor allem auf die Schwäche des Pfundes zurückzuführen; bei den holländischen und den schweizerischen Banken spiegelten die Veränderungen die von

**Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern**

	Ende	Verbindlichkeiten		Forderungen		Nettoposition		
		Landeswährung	Fremdwährungen	Landeswährung	Fremdwährungen	Landeswährung	Fremdwährungen	Insgesamt
Millionen US-Dollar								
Belgien-Luxemburg . . .	1971 Dezember	890	10 500	480	10 120	— 410	— 380	— 790
	1972 März	970	11 200	540	10 410	— 430	— 790	— 1 220
	Juni	1 130	12 410	640	11 560	— 490	— 850	— 1 340
	September	1 140	13 490	560	12 690	— 580	— 800	— 1 380
	Dezember	1 180	14 780	610	14 140	— 570	— 620	— 1 180
Deutschland (BR) . . .	1971 Dezember	6 050	3 120	2 160	2 790	— 3 890	— 330	— 4 220
	1972 März	5 180	3 060	3 260	2 880	— 1 920	— 180	— 2 100
	Juni	5 760	3 080	3 280	2 490	— 2 480	— 590	— 3 070
	September	5 540	3 130	2 940	2 440	— 2 600	— 690	— 3 290
	Dezember	5 830	3 950	1 870	3 180	— 3 960	— 770	— 4 730
Frankreich . . . . .	1971 Dezember	1 810	13 900	570	11 950	— 1 240	— 1 950	— 3 190
	1972 März	2 510	14 660	850	12 410	— 1 660	— 2 250	— 3 910
	Juni	2 960	15 900	1 090	13 390	— 1 870	— 2 510	— 4 380
	September	3 190	17 240	1 140	14 630	— 2 050	— 2 610	— 4 660
	Dezember	3 180	18 170	1 210	16 350	— 1 970	— 2 820	— 4 790
Großbritannien . . .	1971 Dezember	6 810	45 710	1 070	43 340	— 5 740	— 2 370	— 8 110
	1972 März	7 120	47 810	1 250	45 170	— 5 870	— 2 640	— 8 510
	Juni	6 130	50 270	1 470	48 010	— 4 660	— 2 260	— 6 920
	September	6 120	55 240	1 300	52 500	— 4 820	— 2 740	— 7 560
	Dezember	6 090	59 780	1 420	56 400	— 4 670	— 3 380	— 8 050
Italien . . . . .	1971 Dezember	890	12 410	230	12 550	— 660	140	— 520
	1972 März	1 020	11 750	260	12 010	— 760	260	— 500
	Juni	1 120	11 980	250	12 340	— 870	360	— 510
	September	1 020	13 080	310	13 400	— 710	320	— 390
	Dezember	1 540	18 780	840	18 510	— 700	— 270	— 970
Niederlande . . . . .	1971 Dezember	1 270	4 940	670	5 610	— 600	670	70
	1972 März	1 340	5 110	640	5 580	— 700	470	— 230
	Juni	1 140	5 430	720	6 890	— 420	460	40
	September	1 030	5 850	720	6 010	— 310	160	— 150
	Dezember	910	6 360	870	6 550	— 40	190	150
Schweden . . . . .	1971 Dezember	290	640	120	950	— 170	310	140
	1972 März	300	810	120	1 130	— 180	320	140
	Juni	350	730	160	1 110	— 190	380	190
	September	360	710	180	1 070	— 180	360	180
	Dezember	360	650	170	1 120	— 190	470	280
Schweiz* . . . . .	1971 Dezember	6 800	6 510	6 290	12 820	— 510	6 310	5 800
	1972 März	6 990	7 190	6 990	13 660	—	6 470	6 470
	Juni	6 830	7 520	7 100	14 310	270	6 790	7 060
	September	6 270	7 630	6 000	14 950	— 270	7 320	7 050
	Dezember	5 870	8 480	6 030	15 590	160	7 110	7 270
Zusammen . . . . .	1971 Dezember	24 810	97 730	11 590	100 130	— 13 220	2 400	— 10 820
	1972 März	25 430	101 590	13 910	103 250	— 11 520	1 660	— 9 860
	Juni	25 420	107 320	14 710	109 100	— 10 710	1 780	— 8 930
	September	24 670	116 370	13 150	117 690	— 11 520	1 320	— 10 200
	Dezember	24 960	131 930	13 020	131 840	— 11 940	— 90	— 12 030
Japan . . . . .	1971 Dezember	940	6 560	60	6 820	— 880	260	— 620
	1972 März	980	7 180	90	7 120	— 890	— 40	— 930
	Juni	1 010	6 600	90	7 900	— 920	1 300	380
	September	970	6 690	130	9 000	— 840	2 310	1 470
	Dezember	900	7 460	130	9 880	— 770	2 420	1 650
Kanada . . . . .	1971 Dezember	830	6 280	230	6 990	— 600	710	110
	1972 März	880	6 840	260	7 100	— 620	260	— 360
	Juni	890	7 760	260	7 500	— 630	— 260	— 890
	September	950	8 100	250	7 700	— 700	— 400	— 1 100
	Dezember	950	8 140	310	8 210	— 640	70	— 570

\* Einschließlich Eurodevisenforderungen und -verbindlichkeiten der BIZ.

den Behörden getroffenen Maßnahmen zur Abwehr von Geldzuflüssen aus dem Ausland wider. Ähnliche Restriktionen waren auch der Grund für die Stabilität der auf Deutsche Mark lautenden Auslandsverbindlichkeiten der deutschen Banken, die in früheren Jahren große Zunahmen aufgewiesen hatten. Auf der anderen Seite haben sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten der französischen Banken in Landeswährung um 0,7 Mrd. Dollar erhöht.

Von dem Anstieg der auf Fremdwährungen lautenden Auslandsforderungen (31,7 Mrd. Dollar) und Auslandsverbindlichkeiten (34,2 Mrd. Dollar) der berichtenden Banken entfielen allein auf Großbritannien über 40 Prozent. Hierin sind nicht die Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber Inländern enthalten. Tatsächlich haben die Forderungen der britischen Banken an inländische Nichtbanken um 1,8 Mrd. Dollar zugenommen, wobei die Geldnehmer diese Mittel zur Finanzierung von Investitionen im Ausland verwendeten.

Nach den britischen Banken verzeichneten die italienischen Banken den größten Anstieg der Fremdwährungspositionen; ihre Auslandsforderungen erhöhten sich um 6,0 Mrd. Dollar und die Verbindlichkeiten um 6,4 Mrd. Dollar. Gleichzeitig nahmen jedoch die italienischen Nichtbanken — hauptsächlich wegen der Unsicherheit über den Lirkurs — sehr große Rückzahlungen von Fremdwährungskrediten an italienische Banken vor und stockten ihre Fremdwährungseinlagen auf. Infolgedessen verringerten sich die Nettoforderungen italienischer Banken gegenüber Inländern von 2,1 Mrd. Dollar Ende 1971 auf praktisch Null. Die Tatsache, daß die italienischen Banken trotz diesem großen Zugang an Fremdwährungsbeträgen von Inländern ihre Nettoauslandsposition in Fremdwährungen um 0,4 Mrd. Dollar verminderten, ging darauf zurück, daß das italienische Devisenamt 2,4 Mrd. Dollar durch Umkehrung seiner Dollar-Swaps mit den Banken abschöpfte.

Die Fremdwährungsforderungen der französischen Banken gegenüber dem Ausland nahmen um 4,4 Mrd. Dollar und ihre Verbindlichkeiten um 5,3 Mrd. Dollar zu. Die daraus resultierende Erhöhung ihrer Nettoauslandsschuldnerposition um 0,9 Mrd. Dollar korrespondierte weitgehend mit dem Wachstum der Nettofremdwährungsforderungen gegenüber Inländern von praktisch Null auf 0,8 Mrd. Dollar. Die Banken Belgien-Luxemburgs, die mit ihrem Geschäftsvolumen in Nichtdollar-Eurowährungen hinter den britischen Banken an zweiter Stelle stehen, wiesen ebenfalls einen weiteren starken Anstieg ihrer Eurowährungspositionen auf, wobei sich die Auslandsforderungen um 4,0 Mrd. Dollar und die Auslandsverbindlichkeiten um 4,3 Mrd. Dollar erhöhten.

Unter den berichtenden Banken waren 1972 die schweizerischen Banken die einzigen, die in größerem Umfang Eurogelder per Saldo exportierten. Ihre Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten, die die Eurodevisenpositionen der BIZ einschließen, erhöhten sich um 2,8 Mrd. bzw. 2 Mrd. Dollar. Aus diesen Zahlen sind die Positionen aufgrund der Treuhandgeschäfte der Banken, die vergangenes Jahr abgenommen zu haben scheinen, weitgehend eliminiert (die Schätzungen auf Seite 188 enthalten sie jedoch). Auf der anderen Seite ist die Erhöhung der Nettofremdwährungsforderungen der Banken gegenüber dem Ausland um 0,8 Mrd. auf 7,1 Mrd. Dollar wegen der über das Jahresende hinausgehenden Swaps mit der Schweizerischen Nationalbank um 0,6 Mrd. Dollar zu niedrig ausgewiesen (siehe Seite 152).

Die holländischen Banken verminderten ihre Nettoforderungsposition um 0,5 Mrd. Dollar, und die deutschen Banken vergrößerten ihre Nettoschuldnerposition um einen ähnlichen Betrag.

Die Angaben für die kanadischen und japanischen Banken sind in den Gesamtzahlen, die in diesem Kapitel benutzt werden, nicht enthalten. Die Fremdwährungsforderungen der japanischen Banken gegenüber dem Ausland stiegen 1972 um 3,1 Mrd. Dollar und ihre entsprechenden Verbindlichkeiten um 0,9 Mrd. Dollar. Die Expansion ihrer Nettoforderungen reflektierte zum Teil Dollargelder, die sie von der Bank von Japan in Form von Einlagen und Swaps erhielten. Außerdem erhöhten die japanischen Banken ihre Nettoschuldnerposition gegenüber den Banken im europäischen Berichtsgebiet von 0,7 Mrd. auf 2,5 Mrd. Dollar. Die aus diesen zwei Quellen erhaltenen Mittel sind von den japanischen Banken dazu benutzt worden, ihre Nettoforderungsposition gegenüber den Vereinigten Staaten von Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 0,4 Mrd. Dollar in Nettoforderungen im Betrage von 3,2 Mrd. Dollar umzukehren, ihre Nettoforderungsposition gegenüber dem Rest der Welt um 0,3 Mrd. auf 1,7 Mrd. Dollar zu erhöhen und Inländern Kredite zu gewähren.

Die kanadischen Banken bauten ihre Nettoforderungen gegenüber den Vereinigten Staaten von 0,7 Mrd. auf 0,4 Mrd. Dollar ab und wurden gegenüber dem europäischen Berichtsgebiet von einem Nettogläubiger (0,5 Mrd. Dollar) zu einem Nettoschuldner (0,1 Mrd. Dollar). Von den Zuflüssen verwendeten die kanadischen Banken 0,2 Mrd. Dollar zur Reduzierung ihrer Nettoschuldnerposition gegenüber der übrigen Welt, und 0,7 Mrd. Dollar sind in Landeswährung umgewechselt worden.

*Zusammensetzung nach Währungen.* Von der gesamten Zunahme der Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken entfielen rund 80 Prozent auf US-Dollar. Das war beträchtlich mehr als in den beiden vorhergehenden Jahren, und der Anteil des Dollars an den gesamten Beständen, der von 82 Prozent Ende 1969 auf 72 Prozent Ende 1971 zurückgegangen war, stieg auf 74 Prozent. Somit hat sich der Eurogeldmarkt 1972 trotz der zeitweiligen Schwäche des Dollars auf dem Devisenmarkt offensichtlich nicht von dieser Währung weg bewegt. Das einzige Anzeichen, das als Verbindung zwischen Vertrauensfaktoren und der währungsmäßigen Zusammensetzung des Marktes interpretiert werden könnte, bestand darin, daß der Anteil des Dollars am Wachstum der Fremdwährungspositionen im vierten Quartal am größten war, als der Dollar am Devisenmarkt recht fest notierte. Im Gegensatz zur Veränderung ihrer Nettoposition in anderen Fremdwährungen erhöhten sich die Nettodollarforderungen der Banken um 0,5 Mrd. Dollar, und die Zunahme wäre ohne die Swap-Operationen der italienischen Banken mit dem italienischen Devisenamtsamt und ohne die Jahresend-Swaps der schweizerischen Banken mit der Schweizerischen Nationalbank noch beträchtlich größer gewesen. Etwas paradox mutet der Anstieg der Nettodollarforderungen um 0,7 Mrd. Dollar während des dritten Quartals an, als der Dollar am stärksten unter Druck stand, woraus geschlossen werden könnte, daß die Eurodollarbanken unter Umständen durch Käufe von Kassadollar per Saldo einen gewissen stabilisierenden Einfluß ausübten.

Die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Nichtdollar-Währungen nahmen um 5,2 Mrd. bzw. 8,2 Mrd. Dollar zu; das war erheblich weniger als 1971.

Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Dollar  
und anderen Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern

	Ende	US-Dollar			Alle anderen Fremdwährungen			
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition	
		Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg . . .	1971 Dezember	5 090	4 530	— 560	5 410	5 590	180	
	1972	März	5 530	4 860	— 670	5 670	5 550	— 120
		Juni	6 020	5 220	— 800	6 390	6 340	— 50
		September	6 410	5 760	— 650	7 080	6 930	— 150
		Dezember	7 430	7 190	— 240	7 330	6 950	— 380
Deutschland (BR)	1971 Dezember	2 680	2 200	— 480	440	590	150	
	1972	März	2 500	2 140	— 360	560	740	180
		Juni	2 550	1 880	— 670	530	610	80
		September	2 670	1 960	— 710	460	480	20
		Dezember	3 560	2 750	— 810	390	430	40
Frankreich . . . .	1971 Dezember	10 060	8 600	— 1 460	3 840	3 350	— 490	
	1972	März	10 420	8 960	— 1 460	4 240	3 450	— 790
		Juni	11 070	9 670	— 1 400	4 830	3 720	— 1 110
		September	12 010	10 720	— 1 290	5 230	3 910	— 1 320
		Dezember	13 660	11 910	— 1 750	5 510	4 440	— 1 070
Großbritannien . .	1971 Dezember	36 860	33 930	— 2 930	8 950	9 410	560	
	1972	März	38 590	35 320	— 3 270	9 220	9 850	630
		Juni	39 830	37 340	— 2 490	10 440	10 670	230
		September	44 010	41 150	— 2 860	11 230	11 350	120
		Dezember	48 230	45 620	— 2 620	11 550	10 790	— 760
Italien . . . . .	1971 Dezember	8 150	8 660	510	4 260	3 890	— 370	
	1972	März	7 570	8 170	600	4 180	3 840	— 340
		Juni	7 550	8 230	680	4 430	4 110	— 320
		September	8 540	9 390	850	4 540	4 010	— 530
		Dezember	13 950	13 970	20	4 830	4 540	— 290
Niederlande . . . .	1971 Dezember	2 450	3 170	720	2 490	2 440	— 50	
	1972	März	2 780	3 280	500	2 330	2 300	— 30
		Juni	2 940	3 570	630	2 490	2 320	— 170
		September	3 080	3 570	490	2 770	2 440	— 330
		Dezember	3 620	4 220	600	2 740	2 330	— 410
Schweden . . . . .	1971 Dezember	410	600	190	230	350	120	
	1972	März	510	750	240	300	380	80
		Juni	450	710	260	280	400	120
		September	460	770	310	250	300	50
		Dezember	420	800	380	230	320	90
Schweiz* . . . . .	1971 Dezember	5 050	9 810	4 760	1 460	3 010	1 550	
	1972	März	5 200	10 270	5 070	1 990	3 390	1 400
		Juni	5 520	10 570	5 050	2 000	3 740	1 740
		September	4 950	10 760	5 810	2 680	4 190	1 510
		Dezember	5 860	11 550	5 690	2 620	4 040	1 420
Zusammen . . . . .	1971 Dezember	70 750	71 500	750	26 980	28 630	1 650	
	1972	März	73 100	73 750	650	28 480	29 500	1 010
		Juni	75 930	77 190	1 260	31 390	31 910	520
		September	82 130	84 080	1 950	34 240	33 610	— 630
		Dezember	96 730	98 000	1 270	35 200	33 840	— 1 360
Japan . . . . .	1971 Dezember	6 320	6 220	— 100	240	600	360	
	1972	März	7 000	6 570	— 430	160	550	390
		Juni	6 400	7 300	900	200	600	400
		September	6 490	8 340	1 850	200	660	460
		Dezember	7 210	9 110	1 900	250	770	520
Kanada . . . . .	1971 Dezember	6 010	6 680	670	270	310	40	
	1972	März	6 570	6 760	190	270	340	70
		Juni	7 450	7 140	— 310	310	360	50
		September	7 740	7 280	— 460	360	420	60
		Dezember	7 820	7 830	10	320	380	60

\* Einschließlich Eurodevisenforderungen und -verbindlichkeiten der BIZ.

**Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken  
in Dollar und anderen Fremdwährungen**

Ende	US-Dollar		Andere Fremdwährungen						
	Ins- gesamt	darunter Nicht- banken	Ins- gesamt	darunter Nicht- banken	Deutsche Mark	Schwei- zer Franken	Pfund Sterling	Gulden	Alle sonsti- gen
Millionen US-Dollar									
Verbindlichkeiten									
1966 Dezember	14 770	4 130	3 700	510	970	1 220	710	70	730
1967 Dezember	18 120	4 680	4 330	470	1 670	1 400	800	100	360
1968 Dezember	26 970	6 240	6 890	1 040	3 010	2 290	800	250	540
1969 März	29 880	7 600	7 670	930	3 060	2 800	900	280	630
Juni	37 960	8 690	9 450	1 320	4 260	3 290	910	340	650
September	41 540	9 960	10 240	1 340	4 800	3 790	760	240	650
Dezember	46 200	10 460	10 640	1 320	4 640	4 030	810	350	810
1970 März	46 050	11 100	11 410	1 370	4 430	4 960	970	350	700
Juni	49 440	11 000	13 090	1 660	5 550	5 360	940	410	630
September	50 230	10 770	15 190	2 310	6 830	5 740	940	550	1 130
Dezember	58 700	11 240	16 590	2 450	8 090	5 720	940	550	1 300
1971 März	59 600	11 120	18 000	2 530	9 360	5 250	1 320	450	1 620
Juni	61 930	10 910	20 400	3 110	11 330	5 670	1 420	490	1 490
September	62 430	9 390	22 650	2 700	12 380	6 730	1 460	510	1 570
Dezember	70 750	9 980	26 980	2 750	14 630	7 760	2 110	860	1 620
1972 März	73 100	10 050	28 490	2 760	14 640	7 560	2 640	880	2 770
Juni	75 930	11 340	31 390	3 670	16 130	8 540	3 030	980	2 710
September	82 130	11 700	34 240	3 940	18 770	8 650	2 420	1 230	3 170
Dezember	96 730	11 810	35 200	3 620	19 540	8 810	2 210	1 360	3 280
Forderungen									
1966 Dezember	16 070	2 100	4 180	690	1 420	930	800	170	860
1967 Dezember	19 890	3 430	4 960	850	2 060	1 110	870	230	890
1968 Dezember	30 430	5 150	7 400	1 500	3 920	1 820	610	290	760
1969 März	33 650	5 230	7 430	1 670	4 020	1 850	590	250	720
Juni	42 280	5 940	9 180	2 030	5 380	2 010	670	310	810
September	44 820	6 110	10 820	2 520	6 980	2 240	630	240	730
Dezember	47 630	6 090	10 700	2 160	5 990	2 980	580	370	780
1970 März	46 970	6 760	11 770	2 470	6 270	3 490	880	340	790
Juni	52 030	8 560	13 100	2 980	6 850	3 930	710	470	1 140
September	52 930	9 890	15 470	3 940	8 140	4 540	640	550	1 600
Dezember	60 370	11 850	17 880	4 670	10 110	5 080	610	560	1 520
1971 März	62 460	13 380	19 220	5 590	11 440	4 500	930	490	1 860
Juni	65 080	14 040	20 750	5 960	12 450	5 000	950	510	1 840
September	63 440	13 830	23 910	6 350	13 680	6 420	1 200	480	2 130
Dezember	71 500	14 360	28 630	6 750	16 220	8 180	1 620	700	1 910
1972 März	73 750	13 650	29 500	6 770	16 480	8 150	1 620	630	2 620
Juni	77 190	15 030	31 910	7 410	18 130	9 040	1 790	640	2 310
September	84 080	16 290	33 610	8 350	20 240	8 200	1 920	660	2 590
Dezember	98 000	18 340	33 840	8 000	20 400	7 780	2 180	720	2 760
Nettoposition									
1966 Dezember	1 300	-2 030	480	180	450	- 290	90	100	130
1967 Dezember	1 770	-1 250	630	380	390	- 290	70	130	330
1968 Dezember	3 580	-1 090	510	460	910	- 470	- 190	40	220
1969 März	3 770	-2 370	- 240	740	960	- 950	- 310	- 30	90
Juni	4 320	-2 750	- 270	710	1 120	-1 280	- 240	- 30	160
September	3 280	-3 850	580	1 180	2 180	-1 550	- 130	-	80
Dezember	1 430	-4 370	60	840	1 350	-1 050	- 230	20	- 30
1970 März	920	-4 340	360	1 100	1 640	-1 470	- 90	- 10	90
Juni	2 590	-2 440	10	1 320	1 300	-1 430	- 230	60	310
September	2 700	- 880	280	1 630	1 310	-1 200	- 300	-	470
Dezember	1 670	610	1 290	2 220	2 030	- 640	- 330	10	220
1971 März	2 860	2 260	1 220	3 060	2 080	- 750	- 390	40	240
Juni	3 150	3 130	350	2 850	1 120	- 670	- 470	20	350
September	1 010	4 450	1 260	3 650	1 300	- 310	- 260	- 30	560
Dezember	750	4 380	1 650	4 000	1 590	420	- 490	- 160	290
1972 März	650	3 600	1 010	4 010	1 840	590	-1 020	- 250	- 150
Juni	1 260	3 690	620	3 740	2 000	500	-1 240	- 340	- 400
September	1 950	4 590	- 630	4 410	1 470	- 450	- 500	- 570	- 580
Dezember	1 270	6 530	-1 360	4 380	860	-1 030	- 30	- 640	- 520

Von diesem Zuwachs entfielen allein 4,2 Mrd. bzw. 4,9 Mrd. Dollar auf Deutsche Mark. Diese Währung hat damit ihren Marktanteil von ungefähr 15 Prozent gehalten und ihre Position als wichtigste Eurowahrung nach dem Dollar gestärkt. Die Abnahme der auf Deutsche Mark lautenden Nettoforderungen um 0,7 Mrd. Dollar hing mit der Verschärfung der deutschen Abwehrmaßnahmen gegen Geldzuflüsse aus dem Ausland zusammen. Ähnlich hat sich die Nettoposition der Banken in Schweizer Franken wegen der Kapitalkontrollen der Schweiz und der Schwierigkeiten, außerhalb der Schweiz Kreditnehmer für Schweizer-Franken-Gelder zu finden, von 0,4 Mrd. Dollar Forderungen zu 1,0 Mrd. Dollar Verbindlichkeiten verändert. Der Marktanteil des Schweizer Frankens ging von 8 Prozent (Ende 1971) auf 6 Prozent zurück. Der Anteil des britischen Pfundes, der 1971 nach mehrjährigem Rückgang von der Festigung des Pfundes profitiert hatte, wies abermals eine rückläufige Tendenz auf. Die Bruttopfundverbindlichkeiten erhöheten sich im ersten Halbjahr um 0,9 Mrd. auf 3,0 Mrd. Dollar, sanken aber in der zweiten Jahreshälfte — teilweise als Ergebnis von Bewertungsänderungen — um 0,8 Mrd. Dollar. Die auf französische Franken und holländische Gulden lautenden Verbindlichkeiten der Banken haben zwar prozentual ziemlich kräftige Zuwächse verzeichnet, aber der Anteil dieser Währungen an den Gesamtpositionen der Eurobanken ist gering geblieben.

*Kreditnehmer und Kreditgeber.* Ein herausragendes Merkmal beim Wachstum des Eurogeldmarktes im Jahr 1972 war abermals das große Gewicht der Interbankpositionen. In der Tat entfiel auf der Verwendungsseite fast die Gesamtheit der im Vergleich zu 1971 größeren Ausdehnung des Marktes auf Interbankforderungen. Die Kredite an Nichtbanken erhöheten sich um 5,2 Mrd. Dollar (nur 0,6 Mrd. mehr als 1971); die Forderungen gegenüber Banken stiegen um 26,5 Mrd. Dollar, verglichen mit 17,3 Mrd. Dollar 1971. Drei Viertel des Forderungszuwachses gegenüber Nichtbanken lauteten auf Dollar; ebenso wie 1971 gab es jedoch auch im vergangenen Jahr keine Anhaltspunkte für ins Gewicht fallende Eurodollarausleihungen zur Finanzierung von Leads and lags, von Kurssicherungsgeschaften oder von direkten Spekulationstransaktionen gegen den Dollar. Im Gegenteil: im ersten Quartal, als der Dollar noch schwach war, nahmen die Kredite an Nichtbanken ab; zwar erhöheten sie sich im dritten Quartal um 1,3 Mrd. Dollar, aber diese Zunahme war geringer als im zweiten und vierten Quartal, als der Dollar relativ fest notierte.

Auf der Herkunftsseite war die Rolle, die direkte Positionen gegenüber Nichtbanken spielten, sogar noch begrenzter. Die Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken erhöheten sich um 2,7 Mrd. Dollar; dies war zwar erheblich mehr als in den beiden vorangegangenen Jahren (obwohl die in den Statistiken für 1971 ausgewiesene Abnahme auf Änderungen des Meldeverfahrens der schweizerischen Banken zurückging, ohne die eine mäßige Zunahme aufgetreten wäre), aber sehr wenig im Vergleich zum Wachstum der Interbankverbindlichkeiten um 31,5 Mrd. Dollar. Die Dollarverbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken, die 1969 sehr stark gestiegen waren, sich von Ende 1969 bis Ende 1971 aber nur um rund 1 Mrd. Dollar erhöhet hatten (nach Vornahme einer ungefähren Korrektur für die oben erwähnte Änderung des Meldeverfahrens), nahmen 1972 um 1,8 Mrd. Dollar auf insgesamt 11,8 Mrd. Dollar zu. Die auf Deutsche Mark lautenden Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken stiegen in den ersten neun Monaten des Jahres von 1,7 Mrd. auf 2,1 Mrd. Dollar,

gingen aber im vierten Quartal trotz einem starken Wiederanstieg der Euro-DM-Zinssätze auf 1,7 Mrd. Dollar zurück.

Angesichts des Übergewichts der Interbankpositionen beim raschen Wachstum der Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken erhebt sich die Frage der währungspolitischen Bedeutung dieser Ausdehnung. Was zunächst gesagt werden muß, ist, daß die Zahlen die Rolle der Geschäftsbanken als Anbieter und Benutzer von Eurogeldern überzeichnen. Dafür gibt es verschiedene Gründe:

a) Die Zahlenangaben für Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Banken enthalten auch die Positionen gegenüber amtlichen Währungsbehörden, obwohl deren Bedeutung eine andere ist als diejenige der Positionen gegenüber Geschäftsbanken. Die Beträge, die die berichtenden Banken von Währungsbehörden erhalten haben, beliefen sich Ende 1972 schätzungsweise auf rund 20 Mrd. Dollar. Die einzige verfügbare direkte Angabe über den Anstieg der Einlagen von Behörden im Laufe des Jahres 1972 ist die, daß die Auslandsniederlassungen der amerikanischen Banken von offiziellen Stellen 3 Mrd. Dollar erhalten haben, wovon 2,5 Mrd. auf Dollar lauteten. Bei einem Anteil der amerikanischen Banken an derartigen Geschäften von schätzungsweise 35 bis 50 Prozent dürfte die Zunahme für alle Banken 1972 zwischen 6 Mrd. und 8,5 Mrd. Dollar gelegen haben.

b) In den von den schweizerischen Banken gemeldeten Zahlen sind die von Nichtbanken erhaltenen Treuhandgelder überwiegend nicht enthalten. Sofern diese Mittel von den schweizerischen Banken bei anderen Banken des Berichtsgebietes angelegt werden, treten sie als Interbankverbindlichkeiten in der Statistik in Erscheinung; in der Tabelle über den Nettoumfang des Marktes auf Seite 188 sind diese Gelder auf der Basis grober Schätzungen bei den Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken berücksichtigt. Die betreffenden Beträge sind recht groß, wenngleich sie sich 1972 vermindert zu haben scheinen.

c) Die Positionen gegenüber Banken enthalten Fremdwährungsgelder, die ursprünglich von Nichtbanken stammen, in den Euromarkt aber über Banken außerhalb des europäischen Berichtsgebietes eingeschleust wurden, oder Fremdwährungsmittel, die von außerhalb des europäischen Berichtsgebietes domizilierten Banken am Euromarkt aufgenommen und an Nichtbanken ausgeliehen worden sind.

d) Die Statistiken enthalten keine Fremdwährungspositionen gegenüber inländischen Nichtbanken, da hierfür keine vollständigen Zahlen verfügbar sind (obgleich die Tabelle auf Seite 188 für diese Positionen Schätzungen enthält). Das verfügbare Zahlenmaterial deutet darauf hin, daß diese Positionen in einigen Fällen recht groß sind.

Aber auch wenn diese statistischen Unvollkommenheiten berücksichtigt werden, bleibt das Faktum, daß die größte Einzelercheinung des Eurogeldmarktes die Transaktionen zwischen Geschäftsbanken sind. Mit anderen Worten: die wichtigste Funktion des Eurogeldmarktes ist die eines Interbankgeldmarktes. Diese Rolle des Marktes hat verschiedene Aspekte.

Erstens benutzen die Banken bestimmter Länder, als Gruppe gesehen, den Markt entweder als Anlagemöglichkeit für überschüssige inländische Liquidität oder als

Geldquelle im Falle knapper Inlandsliquidität. In dieser Hinsicht fungiert der Eurogeldmarkt als Kanal für die Bewegung von Geldern aus Ländern mit relativ niedrigen Zinssätzen zu Ländern mit verhältnismäßig hohen Sätzen, wobei die Bankensysteme der einzelnen Länder eine ähnliche Rolle spielen wie die einzelnen Banken in den nationalen Geldmärkten. Diese Gelder stammen natürlich ebenfalls ursprünglich von Nichtbanken und werden letztlich auch an Nichtbanken ausgeliehen. Da aber die entsprechenden Verbindlichkeiten und Forderungen gegenüber Nichtbanken üblicherweise auf Landeswährung lauten (und normalerweise auch gegenüber Inländern bestehen), treten sie in den Eurogeldmarktstatistiken nicht in Erscheinung, so daß die Banken selber gewissermaßen als ursprüngliche Anbieter und Benutzer der Fremdwährungsmittel betrachtet werden müssen.

Zweitens fungiert der Eurogeldmarkt als Interbankmarkt, der den Banken in bestimmten Ländern eine bessere Nutzung eines gegebenen Gesamtvolumens an inländischer Liquidität erlaubt, als es sonst möglich wäre. Die Banken in ein und demselben Land haben somit gleichzeitig Aktiv- und Passivpositionen im Markt, und dasselbe trifft in der Regel auch für einzelne Banken zu, die auf den Markt zurückgreifen, um die Fälligkeitsstruktur ihrer Forderungen und Verbindlichkeiten auszugleichen. In dieser Hinsicht wird der Eurogeldmarkt von den Banken in ziemlich genau derselben Weise genutzt, wie dies die amerikanischen Banken mit dem New Yorker Geldmarkt tun. Auf dieser Art von Aktivität beruht weitgehend die Differenz zwischen den hohen Bruttopositionen und den ziemlich geringen Nettopositionen der Geschäftsbankensysteme verschiedener kontinentaleuropäischer Länder im Eurogeldmarkt.

Schließlich entstehen im Eurogeldmarkt Interbankpositionen dadurch, daß Gelder auf dem Weg von den ursprünglichen Anbietern zu den endgültigen Benutzern über verschiedene Banken im Markt geleitet werden. Derartige Wiederanlagen unter Banken treten aus einer Reihe von Gründen auf. Einer davon ist, daß die Banken herkömmlicherweise die Kreditbeträge an bestimmte Kreditnehmer und in bestimmten Märkten begrenzen. Ein anderer besteht darin, daß viele Banken hinsichtlich ihres Geschäfts spezialisiert sind, und zwar entweder in regionaler oder in funktionaler Hinsicht. Diese Wiederanlage zwischen Banken führt zu Doppelerfassungen, denn wenn dieselben Mittel durch mehrere Banken im Berichtsgebiet geleitet werden, wird die daraus resultierende Kreditkette mehr als einmal in den gemeldeten Forderungen und Verbindlichkeiten in Erscheinung treten. Es ist hauptsächlich diese Art der Doppelerfassung, deren Eliminierung in der Tabelle über das Nettovolumen des Marktes auf Seite 188 versucht wird. Hingegen ist in den Schätzungen die Rolle des Marktes als Interbankgeldmarkt mit den in den beiden vorstehenden Absätzen genannten Funktionen bis zu einem gewissen Grad berücksichtigt.

*Regionale Aufgliederung.* Die Tabellen auf den Seiten 185 und 188 zeigen die regionale Herkunft und Verwendung der über die Eurobanken laufenden Gelder. Die Unterschiede im Konzept und in der statistischen Erfassung dieser beiden Tabellen sind in früheren Jahresberichten dargestellt worden.

Ein hervorstechendes Merkmal der Entwicklung im Jahr 1972 war das rasche Wachstum der Positionen gegenüber Ländern außerhalb des europäischen Berichtsgebietes und außerhalb der Vereinigten Staaten. Die Verbindlichkeiten der berichtenden

Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken  
gegenüber Devisenausländern

Positionen gegenüber folgenden Ländern bzw. Ländergruppen:	Dezember 1971			Juni 1972			Dezember 1972		
	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt
Millionen US-Dollar									
Verbindlichkeiten									
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa . . .	4 940	2 400	7 340	5 440	3 400	8 840	7 340	4 530	11 870
Osteuropa . . . . .	1 230	1 070	2 300	1 640	1 310	2 950	1 860	1 540	3 400
Kanada . . . . .	3 090	390	4 380	3 690	300	4 190	4 780	270	5 050
Japan . . . . .	870	30	900	980	50	1 030	1 440	40	1 480
Lateinamerika . . . . .	4 050	760	4 810	4 460	700	5 160	6 860	880	7 740
Naher Osten . . . . .	3 920	1 170	5 090	4 720	1 900	6 620	6 900	2 070	7 970
Sonstige Länder . . . . .	5 260	1 380	6 640	6 370	2 350	8 720	7 360	3 070	10 430
Zusammen . . . . .	24 260	7 200	31 460	27 500	10 010	37 510	35 540	12 400	47 940
Vereinigte Staaten . . . . .	6 470	340	6 810	6 830	450	7 280	7 050	550	7 600
<i>Außerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</i>	<b>30 730</b>	<b>7 540</b>	<b>38 270</b>	<b>34 330</b>	<b>10 460</b>	<b>44 790</b>	<b>42 590</b>	<b>12 950</b>	<b>55 540</b>
<i>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien . . . . .	2 240	1 470	3 710	2 240	1 750	3 990	3 640	2 190	5 830
Deutschland (BR) . . . . .	1 450	1 980	3 430	1 270	2 100	3 370	1 740	1 750	3 490
Frankreich . . . . .	5 950	1 400	7 350	6 200	1 880	8 080	8 060	2 750	10 810
Großbritannien . . . . .	8 590	2 460	11 050	9 710	3 270	12 980	11 870	3 190	15 060
Italien . . . . .	6 340	2 140	8 480	5 920	2 480	8 400	9 870	2 980	12 850
Niederlande . . . . .	2 660	1 670	4 330	2 890	1 510	4 400	3 350	1 850	5 200
Schweden . . . . .	400	150	550	560	160	720	580	160	740
Schweiz . . . . .	11 570	7 810	19 380	11 860	7 370	19 230	13 560	6 810	20 370
<i>Innerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</i>	<b>39 200</b>	<b>19 080</b>	<b>58 280</b>	<b>40 650</b>	<b>20 520</b>	<b>61 170</b>	<b>52 670</b>	<b>21 660</b>	<b>74 330</b>
Nicht aufteilbar . . . . .	820	360	1 180	950	410	1 360	1 470	590	2 060
<i>Insgesamt . . . . .</i>	<b>70 750</b>	<b>26 980</b>	<b>97 730</b>	<b>75 980</b>	<b>31 390</b>	<b>107 320</b>	<b>96 730</b>	<b>35 200</b>	<b>131 930</b>
Forderungen									
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa . . .	3 960	1 680	5 640	4 160	2 200	6 360	5 100	2 650	7 750
Osteuropa . . . . .	2 350	1 120	3 470	3 030	1 570	4 600	3 890	1 340	5 230
Kanada . . . . .	1 790	400	2 190	2 860	270	3 130	2 920	330	3 250
Japan . . . . .	3 060	420	3 480	4 010	270	4 280	4 510	250	4 760
Lateinamerika . . . . .	4 000	650	4 650	4 300	580	4 880	6 260	680	6 940
Naher Osten . . . . .	1 160	200	1 360	960	380	1 340	1 440	200	1 640
Sonstige Länder . . . . .	6 830	1 290	8 120	8 950	1 480	10 330	11 730	1 820	13 550
Zusammen . . . . .	23 150	5 760	28 910	28 170	6 750	34 920	35 850	7 270	43 120
Vereinigte Staaten . . . . .	9 200	350	9 550	9 640	390	10 030	10 440	480	10 920
<i>Außerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</i>	<b>32 350</b>	<b>6 110</b>	<b>38 460</b>	<b>37 810</b>	<b>7 140</b>	<b>44 950</b>	<b>46 290</b>	<b>7 750</b>	<b>54 040</b>
<i>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien . . . . .	3 170	2 360	5 530	3 240	2 740	5 980	4 380	3 320	7 700
Deutschland (BR) . . . . .	2 630	8 390	11 020	2 330	9 120	11 450	2 970	8 130	11 100
Frankreich . . . . .	6 710	1 940	8 650	6 580	2 310	8 890	9 000	2 790	11 790
Großbritannien . . . . .	12 990	3 730	16 720	15 340	4 150	19 490	17 380	4 540	21 920
Italien . . . . .	6 920	1 930	8 850	5 760	2 210	7 970	10 660	2 860	13 520
Niederlande . . . . .	1 790	1 120	2 910	2 030	1 370	3 400	2 660	1 750	4 410
Schweden . . . . .	570	430	1 000	580	490	1 070	470	550	1 020
Schweiz . . . . .	3 720	2 190	5 910	3 520	1 920	5 440	4 190	1 700	5 890
<i>Innerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</i>	<b>38 500</b>	<b>22 090</b>	<b>60 590</b>	<b>39 380</b>	<b>24 310</b>	<b>63 690</b>	<b>51 710</b>	<b>25 640</b>	<b>77 350</b>
Nicht aufteilbar . . . . .	650	430	1 080	—	460	460	—	450	450
<i>Insgesamt . . . . .</i>	<b>71 500</b>	<b>28 630</b>	<b>100 130</b>	<b>77 190</b>	<b>31 910</b>	<b>109 100</b>	<b>98 000</b>	<b>33 840</b>	<b>131 840</b>

Banken gegenüber diesen Ländern erhöhten sich um 16,5 Mrd. Dollar und ihre Forderungen um 14,2 Mrd. Dollar oder um jeweils rund 50 Prozent. Bei den Verbindlichkeiten dürfte fast die Hälfte des gesamten Zuwachses auf Einlagen amtlicher Stellen entfallen sein, während bei der Erhöhung der Forderungen die Kreditgewährung an Entwicklungsländer ein wichtiges Element war. Tatsächlich wuchsen die Forderungen der Banken am stärksten gegenüber den „sonstigen Ländern“ (+ 5,4 Mrd. Dollar), die beispielsweise den Fernen Osten (ohne Japan) und Afrika einschließen, sowie gegenüber Lateinamerika (+ 2,3 Mrd. Dollar). Aber auch die Ausleihungen an das „übrige Westeuropa“ (+ 2,1 Mrd. Dollar), Osteuropa (+ 1,8 Mrd. Dollar) und Japan (+ 1,3 Mrd. Dollar) haben recht kräftig zugenommen. Per Saldo waren der Nahe Osten (2,6 Mrd. Dollar), das „übrige Westeuropa“ (2,4 Mrd. Dollar) und Lateinamerika (0,6 Mrd. Dollar) Anbieter neuer Gelder an die Eurobanken und die „sonstigen Länder“ (1,6), Osteuropa (0,7) und Japan (0,7) Nettogeldnehmer. Hieraus sowie aus dem auf Seite 179 Gesagten ist zu ersehen, daß entgegen häufigen Behauptungen, der Eurogeldmarkt sei 1972 durch Gelder aus Japan überflutet worden, japanische Stellen und insbesondere japanische Banken per Saldo in beträchtlichem Umfang Eurogelder aufgenommen haben.

Die Forderungen der berichtenden europäischen Banken an die Vereinigten Staaten erhöhten sich um 1,4 Mrd. Dollar, nachdem sie 1971 um 4,7 Mrd. Dollar abgenommen hatten. Der Anstieg ging weitgehend auf die Aufnahme kurzfristiger Kredite durch amerikanische Banken am Eurogeldmarkt sowie auf die Geldaufnahme von in den USA ansässigen Niederlassungen europäischer Banken bei ihren Zentralen zurück. Die Verbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten stiegen um 0,8 Mrd. Dollar oder nur halb soviel wie 1971. Dieser Zuwachs fand im ersten und dritten Quartal statt, als der Dollar auf den Devisenmärkten schwach notierte und der Aufschlag der Eurodollarsätze gegenüber den amerikanischen Geldmarktsätzen infolgedessen ziemlich groß war.

Am schwierigsten sind die Positionen der berichtenden Banken innerhalb des Berichtsgebietes zu interpretieren. Aus den Zahlen in der Tabelle auf Seite 185, die allerdings durch Doppelerfassungen stark überhöht sind, kann eine Zunahme der Forderungen um 16,8 Mrd. Dollar — das ist ungefähr derselbe Betrag wie 1971 — und eine Ausdehnung der Verbindlichkeiten um 16,1 Mrd. Dollar errechnet werden.

Das größte Wachstum bei den Fremdwährungspositionen der berichtenden Banken gegenüber Devisenausländern wiesen wie üblich diejenigen gegenüber Großbritannien auf, wobei die Forderungen um 5,2 Mrd. Dollar und die Verbindlichkeiten um 4,0 Mrd. Dollar zunahmen. Der Anstieg der Nettoforderungen um 1,2 Mrd. Dollar gegenüber Großbritannien war hauptsächlich das Ergebnis von Nettozuflüssen von anderen berichtenden europäischen Banken zu britischen Banken, die die Gelder an britische Deviseninländer weiterließen. Die vom Zuwachs der Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten gegenüber Großbritannien verbleibenden 4,0 Mrd. Dollar spiegelten weitgehend die Rolle der britischen Banken als Eurogeldmarktmittler wider.

Ein besonderes Merkmal des Marktes im Jahr 1972 war, daß die an Kreditnehmer in der Bundesrepublik gewährten Kredite, die in den letzten Jahren eine der Hauptkräfte der Marktexpansion gewesen waren, fast nicht mehr zunahmen. Dies beruhte auf der Bardepotregelung für bestimmte Kreditaufnahmen deutscher Unternehmen im

Ausland und für nichtmindestreservepflichtige Auslandsverbindlichkeiten deutscher Banken; diese Regelung wurde im März 1972 eingeführt, hatte aber schon vorher, nachdem sie angekündigt worden war, eine gewisse Wirkung. Der Bardepotsatz wurde ursprünglich auf 40 Prozent festgesetzt, aber im Juli 1972 auf 50 Prozent erhöht. Bei dieser Höhe wird das Bardepot natürlich nur so lange Kreditaufnahmen im Ausland abschrecken, wie die Zinssätze für Euro-DM-Kredite mehr als die Hälfte der Kosten für inländische Kredite in der Bundesrepublik betragen. Als im dritten Quartal 1972 die Euro-DM-Sätze für einige Laufzeiten bis dicht an Null sanken, wurden Eurokredite abermals billiger als Inlandskredite in der Bundesrepublik, und die Eurobanken verzeichneten eine Zunahme ihrer Forderungen gegenüber Deutschland um 0,8 Mrd. Dollar. Im vierten Quartal begannen die deutschen Firmen jedoch angesichts des starken Anstiegs der Euro-DM-Sätze mit Rückzahlungen, so daß die Forderungen gegenüber der Bundesrepublik trotz umfangreichen Geldaufnahmen deutscher Banken für ihre Jahresendispositionen um 1,2 Mrd. Dollar zurückgingen.

Die Bruttoverbindlichkeiten gegenüber der Schweiz, die auf der Angebotsseite des Marktes eine noch wichtigere Rolle als Deutschland auf der Verwendungsseite spielt, nahmen nur um 1,0 Mrd. auf 20,4 Mrd. Dollar zu, nachdem sie 1970 und 1971 um 5,1 Mrd. bzw. 2,9 Mrd. Dollar gestiegen waren. Das relativ mäßige Wachstum im vergangenen Jahr spiegelt hauptsächlich eine Abnahme des Volumens an Treuhandgeldern wider, die durch schweizerische Banken in den Markt geleitet wurden.

Die Erhöhung der regional nicht aufteilbaren Verbindlichkeiten um 0,9 Mrd. auf insgesamt 2,1 Mrd. Dollar hing mit der Expansion der von Londoner Banken emittierten Dollardepositenzertifikate zusammen.

Die Schätzungen in der Tabelle auf Seite 188, die Doppelerfassungen infolge Wiederanlagen von Mitteln zwischen den Banken zu eliminieren suchen, aber die Positionen gegenüber Deviseninländern einbeziehen, lassen erkennen, daß das Angebot neuer Eurogelder von innerhalb des Berichtsgebietes nur um 1,8 Mrd. Dollar stieg und daß sich die Absorption von Euromitteln innerhalb des europäischen Berichtsgebietes um 5,1 Mrd. Dollar erhöhte. Das war erheblich weniger als im Jahr 1971, als die Zuwächse bei 4,7 bzw. 8,8 Mrd. Dollar lagen. Auf der Herkunftsseite wurde die Verlangsamung ausschließlich durch die Banken verursacht. Dabei war ein wichtiges Element die Umkehrung der Swap-Politik der italienischen Währungsbehörden, wodurch sich die gesamte Nettofremdwährungsposition der italienischen Banken gegenüber Inländern und Ausländern von 2,2 Mrd. Dollar Forderungen in 0,2 Mrd. Dollar Verbindlichkeiten drehte. Auch bei den meisten anderen Ländern wies die Netto-position der Banken 1972 eine Abnahme auf. Darüber hinaus gingen die auf Schweizer Franken und Deutsche Mark lautenden Gelder, die von schweizerischen und deutschen Banken anderen Banken im Berichtsgebiet zur Verfügung gestellt wurden, stark zurück. Wäre die Funktion des Marktes als Interbankgeldmarkt unberücksichtigt geblieben, so hätte sich für das Mittelangebot der Banken selber eine Abnahme ergeben.

Auf der Verwendungsseite trat die Verlangsamung vor allem bei der Kreditgewährung an Nichtbanken auf. Am meisten trugen hierzu die Abschwächung der Kreditgewährung an deutsche Wirtschaftsunternehmen sowie ein Rückgang der Fremdwährungsforderungen der italienischen Banken gegenüber inländischen Nichtbanken

Volumen des Eurogeldmarktes (Schätzung)  
(ausstehender Betrag der über die berichtenden europäischen Banken laufenden Fremdwährungskredite)

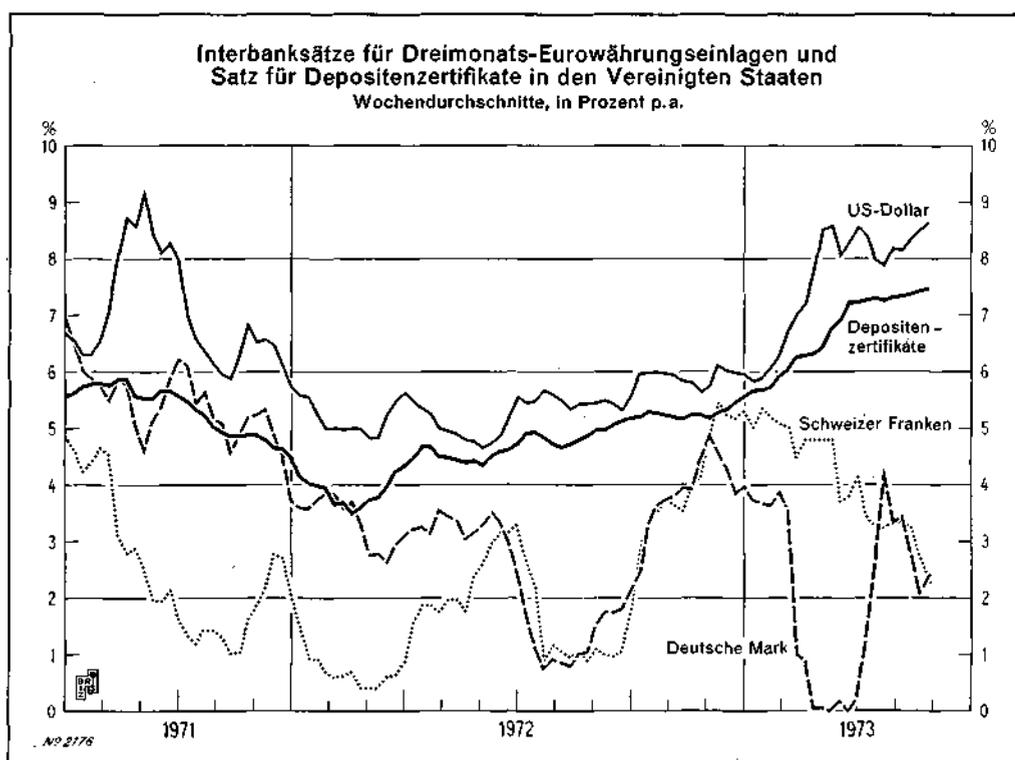
	Europäisches Berichtsgebiet			Vereinigte Staaten	Übrige Welt	Nicht aufteilbar	Ins-gesamt
	Ins-gesamt	Banken <sup>1</sup>	Nicht-banken				
Milliarden US-Dollar							
<b>Verwendung</b>							
Ende 1969 . . . . .	15,0	7,0	8,0	16,8	12,0	0,2	44,0
Ende 1970 . . . . .	24,0	9,0	15,0	13,1	19,0	0,9	57,0
Ende 1971 . . . . .	32,8	13,7	19,1	8,3	28,9	1,0	71,0
Ende 1972 . . . . .	37,9	17,1	20,8	9,6	43,1	0,4	91,0
<b>Herkunft</b>							
Ende 1969 . . . . .	21,7	9,5	12,2 <sup>2</sup>	4,1	17,6	0,6	44,0
Ende 1970 . . . . .	27,7	13,5	14,2 <sup>2</sup>	4,5	24,0	0,8	57,0
Ende 1971 . . . . .	32,4	16,4	16,0 <sup>2</sup>	6,1	31,4	1,1	71,0
Ende 1972 . . . . .	34,2	16,4	17,8 <sup>2</sup>	6,9	47,9	2,0	91,0
<b>Nettoposition<sup>3</sup></b>							
Ende 1969 . . . . .	- 6,7	- 2,5	- 4,2	+ 12,7	- 5,6	- 0,4	-
Ende 1970 . . . . .	- 3,7	- 4,5	+ 0,8	+ 8,6	- 5,0	+ 0,1	-
Ende 1971 . . . . .	+ 0,4	- 2,7	+ 3,1	+ 2,2	- 2,5	- 0,1	-
Ende 1972 . . . . .	+ 3,7	+ 0,7	+ 3,0	+ 2,7	- 4,8	- 1,6	-

<sup>1</sup> a) „Verwendung“: Auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Geschäftsbanken im Ausgabeland der betreffenden Währung durch die berichtenden Banken zur Verfügung gestellten Fremdwährungsgelder (z. B. DM-Einlagen bei deutschen Banken); b) „Herkunft“: Auch Einlagen von Währungsbehörden des Berichtsgebietes, Umtausch von Landes- in Fremdwährung durch Banken sowie die von den berichtenden Banken bei Banken im Ausgabeland der betreffenden Währung aufgenommenen Fremdwährungsgelder (z. B. DM-Gelder von deutschen Banken). <sup>2</sup> Auch Treuhänder, insoweit sie von den schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsgebietes weitergegeben werden und insoweit sie nicht von den schweizerischen Banken selber als Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken außerhalb des Berichtsgebietes gemeldet werden. <sup>3</sup> Minuszeichen: Das betreffende Land oder Gebiet hat per Saldo Eurogeldmittel bereitgestellt. Pluszeichen: Das betreffende Land oder Gebiet hat per Saldo Eurogeldmittel erhalten.

von 2,3 Mrd. auf 0,6 Mrd. Dollar bei. Andererseits haben sich die Deviseninländern gewährten Fremdwährungskredite der britischen und französischen Banken beträchtlich erhöht.

Per Saldo nahmen das europäische Berichtsgebiet und die Vereinigten Staaten neue Mittel im Betrag von 3,3 Mrd. bzw. 0,5 Mrd. Dollar auf, während die übrige Welt per Saldo Gelder in Höhe von 2,3 Mrd. Dollar bereitstellte. Außerdem erhöhte sich das statistisch nicht aufteilbare Mittelangebot um 1,5 Mrd. Dollar.

*Zinsentwicklung.* Im Jahr 1972 ist, wie in den vorangegangenen Jahren, der grundlegende Trend der Zinsentwicklung am Eurogeldmarkt weitgehend durch die Zinsbewegungen in den Vereinigten Staaten bestimmt worden, wobei die Fluktuationen um den Trend auf saisonale Faktoren, das Auf und Ab des Dollarkurses an den Devisenmärkten und auf die monetären Geschehnisse außerhalb der Vereinigten Staaten zurückzuführen waren. Der Eurodollarsinssatz für Dreimonatsgeld beispielsweise wies, als der Dollar an den Devisenmärkten schwach war, tendenziell einen verhältnismäßig großen Aufschlag gegenüber den Marktsätzen für Depositenzertifikate amerikanischer Banken auf, während eine Festigung des Dollars gewöhnlich von einem prompten Rückgang des Aufschlags begleitet war. Im großen und ganzen erwiesen sich die Eurodollarsätze im Jahr 1972 jedoch als relativ stabil; auch die Zinssätze für sehr kurzfristige Gelder, die 1971 zeitweise auf ziemlich extravagante Höhen geklettert waren, kamen nie in die Nähe von 10 Prozent.



Ganz anders war die Situation im Falle der Eurogeldmarktsätze für andere Währungen, wie etwa die Deutsche Mark und den Schweizer Franken, die 1972 starke Fluktuationen aufwiesen. Der Zinssatz für Anlagen in Euro-Schweizer-Franken zum Beispiel sank in der zweiten Februarhälfte auf unter  $\frac{1}{2}$  Prozent, zog in der zweiten Junihälfte auf  $3\frac{3}{4}$  Prozent an, fiel im Juli abermals auf unter 1 Prozent zurück und betrug zum Jahresende rund 5 Prozent. Der Grund für die Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Eurodollarsätze und der Sätze für andere Eurogelder besteht darin, daß insbesondere in Zeiten schwacher Dollarkurse und angesichts der Maßnahmen, die von Ländern mit starken Währungen gegen Kapitalzuflüsse ergriffen wurden, die Märkte für die Anlage von Geldern in diesen Währungen viel enger sind als der Markt für Eurodollardepositen. Sofern die Zinssätze für Kredite in starken Währungen nicht so weit heruntergehen, daß dadurch deren Terminreport gegenüber dem Dollar ausgeglichen wird, ist es daher für Eurobanken sehr schwierig, für derartige Nichtdollargelder Kreditnehmer zu finden. Tatsächlich werden in Zeiten der Wechselkursunruhe die Zinssätze für Gelder in Nichtdollarwährungen weitgehend durch die Veränderung der Terminreports bzw. -deports dieser Währungen gegenüber dem Dollar bestimmt.

Obwohl die Eurodollarsätze von 7 Prozent Ende November 1971 auf 5 Prozent Ende Januar 1972 absanken, blieben sie doch in den ersten Monaten von 1972 recht beträchtlich über den vergleichbaren Zinssätzen am amerikanischen Geldmarkt. Massgebend dafür war die ausgeprägte Lockerung auf den amerikanischen Finanzmärkten für kurzfristige Gelder und die damit zusammenhängende fortgesetzte Unsicherheit an den Devisenmärkten, die sich auch in den sehr niedrigen Zinssätzen für Euro-Schweizer-Franken widerspiegelte (Einmonatsgeld:  $\frac{1}{8}$  Prozent). Während des

ganzen ersten Quartals übertraf der Satz für Dreimonats-Eurodollar den entsprechenden Satz für Depositenzertifikate in den Vereinigten Staaten um gut einen Prozentpunkt und übte damit auf amerikanische und auf andere private und offizielle Anleger eine starke Anziehungskraft aus.

Nach der üblichen Verknappung am Quartalsende, die durch ein Anziehen der Zinssätze in den Vereinigten Staaten akzentuiert wurde, reagierten die Eurogeldmarktsätze im April und Mai auf die zeitweilige Klimabesserung am Devisenmarkt und auf die niedrigeren Zinssätze in verschiedenen europäischen Zentren recht kräftig. Der Aufschlag des Satzes für Dreimonats-Eurodollar gegenüber den Sätzen für amerikanische Depositenzertifikate ermäßigte sich auf unter  $\frac{1}{2}$  Prozent, und der Satz für Eurodollar-Tagesgeld fiel unter den Satz für amerikanische Zentralbankguthaben.

Nachdem der Dreimonatsgeldsatz Ende Mai einen Tiefpunkt von  $4\frac{1}{2}$  Prozent erreicht hatte, sprang er gegen Ende Juni, als die das Pfund bedrängenden Schwierigkeiten auf den Dollar überzugreifen begonnen hatten, auf eine Spitze von knapp 6 Prozent und bewegte sich während des dritten Quartals um  $5\frac{1}{2}$  Prozent herum. Dieser Anstieg war nicht gänzlich auf die Unruhe an den Devisenmärkten zurückzuführen, sondern teilweise die Folge eines erneuten Aufwärtstrends der Zinssätze in den Vereinigten Staaten. Gleichwohl vergrößerte sich der Aufschlag gegenüber den Sätzen für amerikanische Depositenzertifikate, der Anfang Juni auf  $\frac{1}{4}$  Prozent abgenommen hatte, auf rund  $\frac{3}{4}$  Prozent. Die Unruhe an den Devisenmärkten kam hauptsächlich in den Zinssätzen für Euro-Deutsche-Mark und Euro-Schweizer-Franken zum Ausdruck, die bei Dreimonatsgeld, infolge des ansteigenden Terminabschlags für den Dollar, von über 3 Prozent im Juni auf rund 1 Prozent im Juli und August sanken, während die Sätze bei kürzeren Laufzeiten an bestimmten Tagen sogar Null erreichten.

In der zweiten Augushälfte und im September führte die allmähliche Beruhigung an den Devisenmärkten zu einem Rückgang des Aufschlags der Eurodollarsätze gegenüber den amerikanischen Geldmarktsätzen. Die Eurodollarsätze für Tagesgeld sanken unter diejenigen für amerikanische Zentralbankguthaben und blieben dort bis Ende des Jahres. Anfang Oktober ließen die saisonal übliche starke Nachfrage sowie die in verschiedenen europäischen Zentren kräftig erhöhten Zinssätze den Dreimonatsatz bis auf 6 Prozent steigen. Das verbesserte Klima an den Devisenmärkten und der daraus resultierende Wiederanstieg der Terminkurse des Dollars spiegelte sich abermals hauptsächlich in der Entwicklung der Eurogeldsätze für Nichtdollarwährungen wider. Die Dreimonatsgeldsätze für Euro-Deutsche-Mark und Euro-Schweizer-Franken lagen im Dezember nach einem steilen Anstieg in den vorhergehenden drei Monaten vier- bis fünfmal höher als im August. Der Wiederanstieg dieser Zinssätze war einer der Faktoren, die einen größeren Spielraum für eine Verknappung der in der Bundesrepublik und der Schweiz herrschenden monetären Bedingungen schufen, die trotz den Kapitalabwehrmaßnahmen unter dem Einfluß der sehr niedrigen Eurogeldmarktsätze geblieben waren.

Aufgrund des Anziehens der kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten ist der Aufschlag der Eurodollarsätze gegenüber den Sätzen für amerikanische Depositenzertifikate Anfang 1973 auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau von  $\frac{1}{8}$  Prozent gesunken. Das Aufkommen erneuter Unruhe an den Devisenmärkten führte jedoch bald wieder zu einer Ausweitung des Gefälles, und Ende Februar/Anfang März, am

Höhepunkt der Krise, erreichte es eine Spitze von 2 Prozentpunkten, was den Eurodollarmarkt natürlich für Dollarbesitzer sehr attraktiv machte. Der Dreimonatsgeldsatz schnellte von leicht unter 6 Prozent (Anfang Januar) auf eine Höhe von  $9\frac{1}{4}$  Prozent am 2. März empor und bewegte sich dann bis Mitte Mai um  $8\frac{1}{4}$  Prozent herum.

Die Sätze für Eurodollar-Tagesgeld lagen während der Krise an einigen Tagen merklich über 10 Prozent, aber die spektakulärste Reaktion auf die Devisenunruhen zeigte die Euro-Deutsche-Mark, bei der die Zinssätze für Gelder aller Laufzeiten bis zu drei Monaten in der Zeit von Mitte Februar bis zum 23. März an den meisten Tagen bei Null lagen. Die Sätze für Euro-Einlagen in Schweizer Franken tendierten in dieser Zeit ebenfalls nach unten, doch wurde der Rückgang durch das Floating des Schweizer Frankens gedämpft, das den Kursanpassungsprozeß vom Termin- auf den Kassamarkt verlagerte, was den Spielraum für kursgesicherte Arbitrageoperationen aus Eurodollar- in Euro-Schweizer-Franken-Anlagen einengte. Ähnlich trug das Floating der Deutschen Mark gegenüber den Währungen außerhalb der Vereinbarung über eine verengte EWG-Bandbreite und der daraus folgende Rückgang des Reports für die Deutsche Mark am Terminmarkt bis Mitte April zu einem Wiederanstieg des Zinssatzes für Euro-Deutsche-Mark-Einlagen auf etwa  $3\frac{1}{2}$  Prozent bei.

Während die starke Erhöhung der Eurodollarsätze im Februar hauptsächlich der Währungskrise zuzuschreiben war, ging die Tatsache, daß sie die folgenden drei Monate deutlich über ihrem Niveau von Anfang Januar blieben, in hohem Maße auf die ausgeprägte Aufwärtsbewegung der Zinssätze in den Vereinigten Staaten zurück. Außerdem trugen einige andere Faktoren tendenziell zur Aufrechterhaltung eines hohen Eurodollarzinsniveaus bei. So haben öffentliche Stellen Großbritanniens und Italiens in großem Umfang Eurodollarkredite aufgenommen; zudem gab es Berichte über umfassende Kreditarrangements zugunsten der Sowjetunion; und schließlich erleichterten die amerikanischen Behörden im Mai die Kreditaufnahme der Banken am Eurodollarmarkt dadurch, daß sie die Mindestreserveanforderungen für solche Verbindlichkeiten von 20 auf 8 Prozent reduzierten — das ist der gleiche Satz, der von da an auf die Zuwächse an Inlandsverbindlichkeiten aus der Ausgabe von Depositenzertifikaten angewendet wurde. Darüber hinaus geriet der Markt ab Mitte Mai abermals unter den Einfluß der Nervosität auf den Devisenmärkten, und Anfang Juni näherte sich der Satz für Dreimonats-Eurodollar 9 Prozent.

### **Der Euroanleihemarkt**

Der Euroanleihemarkt bot im vergangenen Jahr ein sehr ähnliches Bild wie der Eurogeldmarkt. Das Volumen der neu über den Markt begebenen Mittel war mit 6,5 Mrd. Dollar um 73 Prozent höher als 1971 und bei weitem das bisher höchste Ergebnis. Trotz der Instabilität der Devisenmärkte war die Emissionstätigkeit das ganze Jahr 1972 hindurch kräftig, wobei die Emissionen in den letzten vier Monaten des Jahres besonders groß waren. Ebenso wie im Falle des Eurogeldmarktes fand das starke Wachstum des Neugeschäfts zu Zinssätzen statt, die viel niedriger und stabiler waren als 1971, was auf das Vorhandensein eines beträchtlichen Angebots neuer Mittel hindeutete.

Internationale Anleihen und konventionelle Auslandsanleihen  
(öffentlich und nichtöffentlich begebene Emissionen)<sup>1</sup>

Anleihschuldner	Jahr	Internationale Anleihen							Auslandsanleihen an nationalen Märkten <sup>2</sup>
		US-Dollar	Sonstige Währungen				Ins-gesamt	darunter: Wandelanleihen <sup>3</sup>	
			Ins-gesamt	Deutsche Mark <sup>4</sup>	Holländische Gulden	Französische Franken			
Millionen US-Dollar									
Westeuropa . . . . .	1970	911	629	415	194	—	1 540	68	215
	1971	853	866	392	173	29	1 719	35	596
	1972	1 203	1 307	506	245	308	2 510	131	535
Kanada . . . . .	1970	130	12	—	—	—	142	—	918
	1971	100	115	115	—	—	215	—	645
	1972	20	347	273	—	59	367	—	1 019
Vereinigte Staaten .	1970	825	145	55	83	—	771	180	108
	1971	1 003	104	87	17	—	1 106	200	275
	1972	1 774	254	93	75	4	2 028	1 067	244
Sonstige Industrieländer <sup>4</sup>	1970	130	158	126	—	—	288	70	49
	1971	165	344	236	47	—	509	45	51
	1972	218	383	264	68	15	600	—	69
Übrige Länder <sup>5</sup> . . .	1970	105	6	6	—	—	111	—	217
	1971	50	30	30	—	—	80	15	300
	1972	425	117	87	—	—	542	20	253
Internationale Institutionen . . . .	1970	60	83	—	33	—	143	—	783
	1971	70	57	—	21	20	127	—	1 485
	1972	225	221	10	86	105	446	—	1 796
Insgesamt begebene Anleihen . . . . .	1970	1 961	1 032	601	310	—	2 994	317	2 280
	1971	2 241	1 515	860	268	49	3 756	295	3 352
	1972	3 864	2 628	1 232	473	490	6 491	1 218	3 906

<sup>1</sup> Anleihen mit ursprünglichen Laufzeiten von fünf Jahren und darüber, aber ohne Bankkredite, Kreditlinien und Anlagemöglichkeiten. <sup>2</sup> Einschließlich der privat platzierten nichtmarktfähigen Schuldscheindarlehen. <sup>3</sup> Einschließlich Anleihen mit Optionsscheinen zur Aktienzeichnung. <sup>4</sup> Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika. <sup>5</sup> Einschließlich geringer von osteuropäischen Ländern begebener Beträge.

Es gibt eine Reihe von Faktoren, die das reichliche Kapitalangebot im Jahr 1972 erklären helfen: die lockeren Bedingungen auf den Finanzmärkten und/oder das rasche Wachstum der monetären Gesamtgrößen in Europa und Japan; die Beschränkungen von Auslandskäufen inländischer Wertpapiere in Ländern wie der Bundesrepublik; die kräftige Zunahme der zentralen Währungsreserven auch in Ländern außerhalb der Zehnergruppe, wovon ein Teil am Euroanleihemarkt angelegt worden zu sein scheint; die Liberalisierung des Kapitalexports in Japan, die sich in einer starken Erhöhung der Käufe von Euroanleihen durch Japaner widerspiegelte; das günstige Klima auf dem amerikanischen Aktienmarkt, das zu einer kräftigen Wiederbelebung der Nachfrage nach Wandelschuldverschreibungen führte; und in den letzten vier Monaten von 1972 das gestärkte Vertrauen in den Dollar.

Auf der Nachfrageseite waren die niedrigen Anleihekosten der wichtigste Grund dafür, daß das Volumen neu begebener Euroanleihen um 2,7 Mrd. Dollar wuchs. Beispielsweise sind 1972 die Neuemissionen durch Entwicklungsländer von 0,05 Mrd.

auf 0,5 Mrd. Dollar kräftig gestiegen. Die Emissionen internationaler Institutionen erhöhten sich von 0,1 Mrd. auf 0,4 Mrd. Dollar, wobei vom Zugang 0,1 Mrd. Dollar auf die Weltbank und 0,2 Mrd. Dollar auf europäische Institutionen wie die Europäische Investitionsbank entfielen. Die Anleihebegebungen anderer westeuropäischer Kapitalnehmer erhöhten sich von 1,7 Mrd. auf 2,5 Mrd. Dollar. Der größere Teil des Zuwachses betraf britische und skandinavische Anleiheschuldner. Die Emissionen von Anleihen durch Großbritannien erhöhten sich von 0,5 Mrd. auf 0,8 Mrd. Dollar; das lag hauptsächlich daran, daß Inlandskredite teuer waren und eine starke Nachfrage nach Kapital für Auslandsinvestitionen britischer Firmen im Vorgriff auf den Beitritt Großbritanniens zur EWG bestand, während gleichzeitig der Kapitalabfluß durch behördliche Maßnahmen beschränkt war. Der Rückgriff skandinavischer Kreditnehmer auf den Markt, der aus Zahlungsbilanzgründen von den Behörden gefördert wurde, nahm von 0,4 Mrd. auf 0,8 Mrd. Dollar zu.

Die Euroanleiheemissionen durch amerikanische Kapitalnehmer, die eine direkte Folge des amerikanischen Zahlungsbilanzbeschränkungsprogramms sind, dehnten sich von 1,1 Mrd. auf 2,0 Mrd. Dollar aus, obwohl das gesamte Volumen der amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland gemäß den amerikanischen Zahlungsbilanzstatistiken erheblich zurückgegangen ist. Der Rückgriff von US-Gesellschaften auf den Markt wurde dadurch gefördert, daß sich die Differenz zwischen den Sätzen für Anleihen von US-Gesellschaften in den Vereinigten Staaten und denen auf dem Markt für internationale Dollarleihen verringerte und die Nachfrage nach Wandelschuldverschreibungen wieder lebhafter wurde. In der Tat stiegen die insgesamt begebenen Wandelanleihen von 0,3 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf 1,2 Mrd. Dollar, wobei praktisch die gesamte Zunahme auf US-Gesellschaften entfiel.

Was die Aufgliederung der Neuemissionen nach Währungen anbelangt, so blieb der Anteil der Dollarleihen weiter bei rund 60 Prozent, wenngleich er im Verlauf des Jahres je nach der Position des Dollars auf den Devisenmärkten ziemlich stark schwankte. Im Juli-August, als die meisten Dollaremissionen faktisch in Form von Wandelanleihen stattfanden, war der Anteil nur 36 Prozent, während er sich in den letzten vier Monaten des Jahres auf 73 Prozent belief. In absoluten Zahlen gerechnet, erhöhten sich die monatsdurchschnittlichen Dollaremissionen von rund 0,15 Mrd. Dollar in den Monaten Juli-August auf 0,45 Mrd. Dollar in den Monaten September-Dezember.

Der Anteil der internationalen DM-Anleihen verminderte sich von 23 auf 19 Prozent, was auf die starke Erhöhung der Renditendifferenz zwischen deutschen Inlandsanleihen und DM-Auslandsanleihen zurückzuführen war, die deutsche Wertpapierbesitzer veranlaßte, DM-Auslandsanleihen im Betrag von 1,3 Mrd. Dollar zu verkaufen und statt dessen Inlandsanleihen zu kaufen. Tatsächlich sind die gesamten Käufe von internationalen DM-Anleihen durch Ausländer, unter Einschluß der in Deutschland begebenen DM-Auslandsanleihen, von 1,4 Mrd. Dollar im Jahr 1971 auf 3,0 Mrd. Dollar 1972 oder um ungefähr den gleichen Betrag wie die Begebung von Eurodollarleihen gestiegen. Außerdem erhöhten sich die auf französische Franken lautenden Emissionen kräftig von 0,05 Mrd. 1971 auf 0,5 Mrd. Dollar; das entsprach einer Zunahme des Anteils an den Gesamtemissionen von 1 auf 7 Prozent. Die auf holländische Gulden lautenden Auslandsanleihen behielten ihren Marktanteil

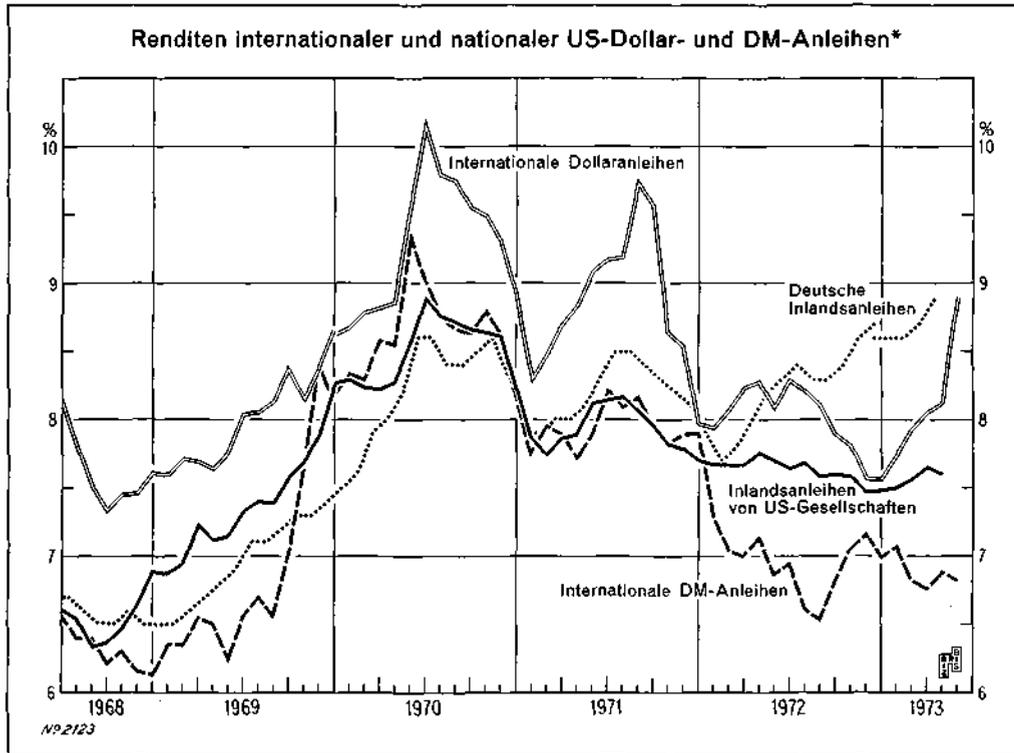
von rund 7 Prozent bei. Darüber hinaus wurde eine Reihe weiterer Anleihen in Währungen wie luxemburgischen Franken, dänischen Kronen und australischen Dollar begeben; davon entfiel der größte Teil auf das dritte Quartal, als das Vertrauen in den US-Dollar einen gewissen Tiefpunkt erreicht hatte. Der Anteil der auf Rechnungseinheiten lautenden Anleihen sank von 7 Prozent im Jahr 1971 auf weniger als 0,5 Prozent.

Erwähnenswert ist, daß die Begebung konventioneller Auslandsanleihen auf nationalen Märkten 1972 mit 3,9 Mrd. Dollar ebenfalls ein Rekordvolumen erreichte. Die Zunahme von 0,6 Mrd. Dollar gegenüber 1971 war das Ergebnis erhöhter Kapitalnachfrage aus Kanada (meistens durch kanadische Provinzen und deren Körperschaften) und von internationalen Institutionen wie der Weltbank, während andere Schuldner weniger als 1971 aufnahmen. Die wachsende ausländische Nachfrage nach Auslandsanleihemitteln wurde hauptsächlich durch Japan, Deutschland und die Schweiz befriedigt, wo ausländische Kreditaufnahmen am inländischen Markt aus Zahlungsbilanzgründen willkommen waren. Wie bereits im vorhergehenden Absatz erwähnt, ist jedoch der gesamte Betrag der in der Bundesrepublik neu begebenen DM-Auslandsanleihen (0,4 Mrd. Dollar) von Ausländern gekauft worden. Die Auslandsemissionen auf dem amerikanischen Markt haben sich nur wenig verändert: die Erhöhung der kanadischen Anleiheemissionen um 0,2 Mrd. Dollar wurde durch einen Rückgang der von internationalen Institutionen aufgenommenen Beträge weitgehend ausgeglichen.

Was die Entwicklung im ersten Teil des Jahres 1973 betrifft, so begann der Euroanleihemarkt das Jahr stark wie ein Löwe, wurde aber bald schwach wie ein Lamm, als die Währungskrise erneut ausbrach und der amerikanische Aktienmarkt eine Flaute erlebte. Im Januar erreichten die Neuemissionen 1,0 Mrd. Dollar und damit das bisher bei weitem höchste Monatsergebnis; davon waren 73 Prozent Dollaranleihen. Im Februar fielen die Anleiheemissionen auf 0,3 Mrd. Dollar zurück und blieben bis April etwa auf diesem Niveau, und im Mai scheint das Volumen infolge der weiteren Erosion des Vertrauens in den Dollar unter 0,2 Mrd. Dollar gesunken zu sein. Da die Kapitalnehmer nicht bereit waren, sich in starken Währungen zu verschulden, blieb der Anteil der Dollaranleihen an den gesamten Neuemissionen zunächst ziemlich hoch; bis Mai war er dann jedoch auf rund 30 Prozent gesunken. Während sich im Januar 1973 die Begebung von Wandelanleihen auf 0,25 Mrd. Dollar belief, fanden im Februar, April und Mai keine derartigen Emissionen statt.

Was die Zinsentwicklung betrifft, so sind die Renditen von internationalen Dollaranleihen nach einem kräftigen Rückgang in den letzten vier Monaten von 1971 in der Zeit von Februar bis Juni 1972 wieder etwas angestiegen; während der restlichen Jahreszeit verminderten sie sich jedoch von  $8\frac{1}{4}$  auf  $7\frac{1}{2}$  Prozent, und zwar hauptsächlich infolge der Erholung des Dollars auf den Devisenmärkten. Der Aufschlag, den die Renditen der Eurodollaranleihen im Vergleich zu den Renditen der Inlandsanleihen von US-Gesellschaften aufwiesen und der 1971 durchschnittlich fast 1 Prozent betragen hatte, machte von Februar bis August rund  $\frac{1}{2}$  Prozent aus, verminderte sich aber bis zum Jahresende auf unter  $\frac{1}{8}$  Prozent und damit auf seinen bisher niedrigsten Wert.

Wie beim Eurogeldmarkt zeitigten die Wechselfälle des Dollarkurses besonders starke Auswirkungen auf die Nichtdollarzinssätze. Trotz dem Aufwärtstrend der



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

Renditen bei deutschen Inlandsanleihen sackten diejenigen von Euro-DM-Anleihen in den ersten acht Monaten des Jahres von  $7\frac{7}{8}$  auf  $6\frac{1}{2}$  Prozent ab und lagen damit  $1\frac{5}{8}$  Prozentpunkte niedriger als die Rendite für Eurodollaranleihen und fast 2 Prozent unter derjenigen für deutsche Inlandsanleihen. Mit der zeitweiligen Rückkehr des Optimismus hinsichtlich des Dollars und der anhaltenden Aufwärtsbewegung der Anleiherenditen in der Bundesrepublik erhöhte sich anschließend die Effektivverzinsung für Euro-DM-Anleihen von Ende August bis Ende Januar 1973 von  $6\frac{1}{2}$  auf über 7 Prozent, und die negative Renditedifferenz gegenüber Eurodollaranleihen schrumpfte auf weniger als  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte zusammen. Die Währungsunruhe im Februar und März 1973 leitete einen erneuten Anstieg der Zinsen für Eurodollaranleihen und einen Rückgang derjenigen für Euro-DM-Anleihen ein; die Differenz erhöhte sich daher wieder, aber verglichen mit den Veränderungen während der Krise im August 1971 war die Reaktion zunächst recht mäßig. Im Mai trieb jedoch eine weitere Welle des Pessimismus die Rendite der Eurodollaranleihen bis dicht an 9 Prozent hinauf; das waren über  $1\frac{1}{4}$  Prozentpunkte mehr als Ende 1972.

## VI. DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSABKOMMEN

### Überprüfung und Beendigung des Abkommens

Im Jahr 1971 wurde das Abkommen, da eine allgemeine Untersuchung über seine Arbeitsweise und seine Zukunft noch nicht abgeschlossen war, um ein weiteres Jahr bis zum 31. Dezember 1972 verlängert. Im März 1972 errichtete der Rat der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) im Anschluß an einen Zwischenbericht des EWA-Direktoriums einen Ad-hoc-Ausschuß für das Europäische Währungsabkommen, der alle Mitglieder der Organisation umfaßte und vom Vorsitzenden des Direktoriums geleitet wurde. Dieser Ausschuß hatte die erforderlichen Vorkehrungen für die Liquidation des Europäischen Fonds und die Möglichkeiten für eine Weiterführung der Währungsgarantie in der einen oder anderen Form zwischen den Zentralbanken der daran interessierten OECD-Länder zu prüfen. Im Juli 1972 billigte der Rat das im Bericht des Ad-hoc-Ausschusses vorgeschlagene Verfahren zur Liquidation des Europäischen Fonds am 31. Dezember 1972 und die wesentlichen Züge eines neuen Währungsgarantieabkommens von ähnlicher Art, wie es in Teil II des EWA enthalten war.

In bezug auf die Liquidation des Europäischen Fonds wurde unter anderem vorgesehen, das sogenannte Restkapital zur Verfügung der Regierung der Vereinigten Staaten zu stellen. Das Restkapital war der Teil des Fondskapitals, der ursprünglich von der amerikanischen Regierung für die Europäische Zahlungsunion bereitgestellt und bei deren Beendigung und der Errichtung des Fonds im Januar 1959 auf diesen übertragen worden war. Dieses Kapital mußte somit, samt dem ihm zuzurechnenden Anteil am Einnahmenüberschuß, der amerikanischen Regierung zurückgegeben werden. Ferner wurde vorgesehen, die gegenüber der Türkei bestehenden Kreditforderungen zu konsolidieren und der amerikanischen Regierung als Teilrückzahlung des Restkapitals zu übereignen. Vertreter der beiden Länder hatten sich in der Zwischenzeit über die Bedingungen des konsolidierten Kredits geeinigt, und der Rat nahm ihre Vorschläge zur gleichen Zeit wie die Empfehlungen des Ad-hoc-Ausschusses an.

Die Texte der entsprechenden Durchführungsbeschlüsse wurden dann vom EWA-Direktorium und vom Ad-hoc-Ausschuß ausgearbeitet und vom Rat im Dezember 1972 angenommen.

### Die Geschäfte im Rahmen des Abkommens

*Europäischer Fonds.* Ende März 1972 betrug die Summe der ausstehenden Kredite 127,4 Mio. RE\*<sup>1</sup>; es handelte sich ausschließlich um Kredite an die Türkei.

\* Gemäß Artikel 24 des Abkommens wurden die Konten des Europäischen Fonds in einer Rechnungseinheit (RE) von 0,888 670 88 Gramm Feingold geführt. Dies ist der Goldwert, den der US-Dollar vor der mit Wirkung vom 8. Mai 1972 dem IWF bekanntgegebenen Erhöhung des offiziellen Goldpreises von 35 auf 38 US-Dollar je Feinunze hatte. Bis zu diesem Datum hatte in der Rechnungsführung des Europäischen Fonds ein US-Dollar gleich einer Rechnungseinheit gegolten. Von diesem Datum an war für die Bewertung der Dollarforderungen und -verbindlichkeiten ein Verhältnis von 38/35 US-Dollar je RE zugrunde gelegt worden. Der an jenem Tage eingetretene entsprechende Kursverlust bei den Dollarbeständen des Fonds wird auf Seite 200 dieses Berichts, der bei der Liquidation erzielte Kursgewinn auf Kapitalkonto auf Seite 201 behandelt.

Am 31. Mai 1972 nahm die Türkei den 16. Kredit — 25 Mio. RE — in Anspruch. Gleichzeitig zahlte sie 35 Mio. RE zurück: 15 Mio. RE zur Resttilgung des 7. Kredits, 5 Mio. RE zur Zahlung der zweiten Tilgungsrate des 11. Kredits, 10 Mio. RE zur Tilgung des gesamten 13. Kredits und 5 Mio. RE zur Tilgung des gesamten 14. Kredits. Am 30. Juni 1972 zahlte die Türkei die dritte Tilgungsrate — 5 Mio. RE — des 11. Kredits und tilgte den gesamten 15. Kredit — 7,4 Mio. RE. Damit waren die türkischen Kreditverbindlichkeiten auf jenen Betrag von 105 Mio. RE gesunken, der laut Ratsbeschluß im Zusammenhang mit der bevorstehenden Liquidation des Europäischen Fonds konsolidiert werden sollte. Um nicht die vereinbarten Bedingungen für die langfristige Konsolidierung der Kreditforderungen an die Türkei zu präjudizieren, beschloß der Rat auf Empfehlung des Direktoriums im September 1972, die am 30. September und 31. Dezember 1972 fälligen Rückzahlungen von je 5 Mio. RE auszusetzen.

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 Kreditgewährung), für das Ende jedes der Jahre 1959–1970 sowie danach bis Juni 1972 für jeden Monat, in dem Transaktionen stattfanden — jeweils am Wertstellungstag für den multilateralen Zahlungsausgleich des betreffenden Monats (fünfter Werktag des folgenden Monats).

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 Dezember .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968 Dezember .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969 Dezember .	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
1970 Dezember .	—	15,0	—	—	—	—	—	115,0	—	130,0	130,0
1971 Januar . . .	—	—	—	—	—	—	—	115,0	—	115,0	115,0
Februar . . .	—	—	—	—	—	—	—	130,0	—	130,0	130,0
Oktober . . .	—	—	—	—	—	—	—	125,0	—	125,0	125,0
Dezember . . .	—	—	—	—	—	—	—	127,4	—	127,4	127,4
1972 Mai . . . .	—	—	—	—	—	—	—	117,4	—	117,4	117,4
Juni . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0

Von Juni 1959 (dem Monat der ersten Kreditanspruchnahme) bis zur Beendigung des Abkommens wurden in dreiundvierzig Ziehungen insgesamt 566,9 Mio. RE beansprucht. Hiervon sind 461,9 Mio. zurückgezahlt worden.

*Multilateraler Zahlungsausgleich.* Wie im letzten Jahresbericht auf Seite 188 beschrieben, hatten Ende Dezember 1971 alle Mitgliedsländer neue obere und untere Interventionspunkte mitgeteilt. Mit Ausnahme Griechenlands, Islands und der Türkei hatten alle Mitgliedsländer eine Bandbreite von rund 2,25 Prozent zu beiden Seiten des Leitkurses bzw. der Parität gewählt.

EWA: Multilateraler Zahlungsausgleich

Mitgliedsländer	Zahlungen aus dem (+) und an den (-) Fonds						Saldo
	1959-64	1967	1968	1969	1972	Summe 1959-72	
	Tausend US-Dollar						
Belgien . . . . .	-	+ 633	-	+ 129	+ 124	+ 886	+ 886
Dänemark . . . . .	+ 240 - 150	+ 1 830 - 2 434	+ 9	+ 171	+ 1 783	+ 4 033 - 2 584	+ 1 449
Deutschland (BR) . . . . .	-	+ 3 444	-	+ 285	+ 4 470	+ 8 199	+ 8 199
Frankreich . . . . .	-	+ 1 383	-	-	+ 2 471	+ 3 854	-
Griechenland . . . . .	+ 689 - 28 762	+ 1 210	-	+ 116	+ 1 121	+ 3 135 - 28 762	- 25 627
Großbritannien . . . . .	-	+ 624 - 17 368	-	+ 696	-	+ 1 320 - 29 286	- 27 966
Island . . . . .	- 24	+ 306 - 9	- 9	+ 5	-	+ 312 - 42	+ 270
Italien . . . . .	+ 243	+ 1 047	-	+ 514	+ 1 936	+ 3 739	+ 3 739
Niederlande . . . . .	+ 1 400 - 1 378	+ 1 604	-	+ 21	-	+ 3 025 - 1 378	+ 1 647
Norwegen . . . . .	+ 889 - 2 505	+ 12	-	+ 4	-	+ 906 - 2 505	- 1 600
Österreich . . . . .	+ 25 083	+ 623	-	+ 30	-	+ 25 936	+ 25 936
Portugal . . . . .	-	+ 1 926	-	+ 20 813	-	+ 22 739	+ 22 739
Schweden . . . . .	- 243	+ 2 447	-	+ 28	-	+ 2 475 - 243	+ 2 232
Schweiz . . . . .	-	+ 2 338	-	+ 212	-	+ 2 550	+ 2 550
Spanien . . . . .	-	+ 53	-	+ 1 237	+ 13	+ 1 303	+ 1 303
Türkei . . . . .	+ 9 212 - 4 694	+ 132	-	+ 734	-	+ 10 078 - 4 694	+ 5 384
Insgesamt . . . . .	37 756	19 812	9	24 995	11 918	94 489	-

Am 23. Juni 1972 setzte Großbritannien seine Interventionspunkte für den US-Dollar außer Kraft. Aufgrund der Währungsgarantie wurden daher für die unmittelbar vor der Außerkraftsetzung bestehenden Pfundguthaben Sonderabrechnungen angesetzt. Am 6. Juli 1972 wurden sieben Guthaben im Gegenwert von 11,9 Mio. US-Dollar abgerechnet.

Die Währungsgarantie des Abkommens wurde letztmals aktuell, als Island am 20. Dezember 1972 die Krone abwertete und eine neue Bandbreite von 2,25 Prozent beiderseits ihres neuen Leitkurses festsetzte. Jedoch wurden keine Guthaben in dieser Währung in den multilateralen Zahlungsausgleich eingebracht.

Das Gesamtvolumen des multilateralen Zahlungsausgleichs für die ganze Abkommensdauer betrug 94,5 Mio. US-Dollar (vgl. die nebenstehende Tabelle).

### Ausweis des Europäischen Fonds

Die nachstehende Tabelle zeigt die Position des Fonds am Ende jedes der Rechnungsjahre 1959–1971 und danach an jedem Monatsende bis zum Wertstellungstag für November 1972, dem letzten Monatsabrechnungstag vor der Liquidation.

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 Forden- gen		Kapital	Ein- nahmen- und Ausgaben- konto
Millionen Rechnungseinheiten							
der 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 Dezember . . . . .	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 Dezember . . . . .	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 Dezember . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
1971 Dezember . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,7	607,5	67,2
1972 Januar . . . . .	119,1	123,5	297,9	133,7	674,3	607,5	66,8
Februar . . . . .	118,4	123,5	297,9	133,7	674,5	607,5	67,0
März . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,6	607,5	67,1
April . . . . .	114,5	113,8	297,9	133,7	659,9	597,7	62,2
Mai . . . . .	125,2	113,8	297,9	123,7	660,6	597,7	62,8
Juni . . . . .	139,6	113,8	297,9	111,3	662,6	597,7	64,9
Juli . . . . .	139,3	113,8	297,9	111,3	662,3	597,7	64,6
August . . . . .	139,6	113,8	297,9	111,3	662,6	597,7	64,9
September . . . . .	140,0	113,8	297,9	111,3	663,0	597,7	65,2
Oktober . . . . .	140,2	113,8	297,9	111,3	663,2	597,7	65,4
November . . . . .	140,5	113,8	297,9	111,3	663,5	597,7	65,8

Am 8. Mai 1972, dem Wertstellungstag für die Geschäfte vom April, mußte der Fonds wegen des neuen RE-Dollar-Verhältnisses von 38/35 US-Dollar je RE seine in den liquiden Vermögenswerten enthaltenen Dollarbestände um 5,2 Mio. RE niedriger bewerten. Der Verlust wurde auf dem Einnahmen- und Ausgabenkonto verbucht; er war durch den frei verfügbaren Teil des Einnahmenüberschusses voll gedeckt. Im übrigen wurde er, wie weiter unten dargelegt wird, durch einen noch größeren Kursgewinn bei der Liquidation kompensiert. Ferner verringerte die Dollarabwertung sowohl den RE-Wert des Guthabens beim US-Schatzamt als auch den entsprechenden Betrag des Kapitals um je 9,8 Mio. RE. Die beiden Vorgänge glichen einander in ihrer Wirkung auf das Einnahmen- und Ausgabenkonto aus, hatten jedoch eine Herabsetzung des Kapitals des Fonds von 607,5 auf 597,7 Mio. RE zur Folge.

An Krediten und Forderungen stand Ende März 1972 ein Betrag von 133,7 Mio. RE aus. Davon waren 127,4 Mio. RE Kredite an die Türkei und 6,3 Mio. RE die verbliebenen langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei. Durch die beiden erwähnten türkischen Rückzahlungen von Mai und Juni 1972 verringerte sich der Betrag auf 111,3 Mio. RE. Im Dezember 1972 sank er nochmals um 6,3 Mio. RE, da Norwegen und die Türkei von ihren langfristigen Verbindlichkeiten die 12. Annuität und gleichzeitig — wozu sich diese Länder im Zusammenhang mit der Liquidation des Europäischen Fonds bereit erklärt hatten — auch die gesamte Restschuld zahlten. Dadurch ergab sich Ende Dezember, unmittelbar vor Beginn der Liquidation, ein Kreditvolumen von 105 Mio. RE, das aus den noch nicht getilgten Krediten an die Türkei bestand.

### **Die Liquidation des Europäischen Fonds**

Am 31. Dezember 1972 wurden infolge Beendigung des Europäischen Währungsabkommens die nachstehenden Forderungen annulliert, die dem nichtaufgerufenen Kapital des Fonds entsprachen:

a) 297,9 Mio. RE nichtaufgerufene Beiträge von Mitgliedsländern;

b) 113,8 Mio. RE gleich dem nichtbeanspruchten Guthaben von 123,5 Mio. US-Dollar beim US-Schatzamt. Dieses Guthaben war bei der Liquidation der Europäischen Zahlungsunion aus deren Kapital übernommen worden. Es bildete den ersten Teil des Restkapitals von 271,6 Mio. US-Dollar, das bei der Liquidation wiederhergestellt und der amerikanischen Regierung zurückerstattet werden mußte.

Am selben Tag wurden die noch offenen Kreditforderungen an die Türkei, insgesamt 105 Mio. RE, in einen einzigen konsolidierten Kredit von 114,0 Mio. US-Dollar umgewandelt und auf die amerikanische Regierung übertragen. Für diesen Kredit waren folgende Bedingungen vereinbart worden: Rückzahlung in US-Dollar in 50 gleichen Halbjahresraten in den 25 Jahren 1978–2002; Verzinsung in US-Dollar zu 2 Prozent p.a. in den 5 Jahren 1973–1977 und zu 3 Prozent p.a. in den 25 Jahren 1978–2002.

Alle anderen Liquidationsoperationen, die hauptsächlich die Verwendung der liquiden Vermögenswerte des Fonds betrafen, wurden am 10. Januar 1973, dem

Wertstellungstag für die letzte monatliche Abrechnungsperiode des Abkommens — Dezember 1972 —, vorgenommen.

Unmittelbar vor Abschluß der Liquidation wurde auf dem Kapitalkonto ein Kursgewinn von 11,7 Mio. RE erzielt. Dieser Gewinn beruhte darauf, daß der zweite Teil des von der Europäischen Zahlungsunion übertragenen Restkapitals 148,0 Mio. RE betragen hatte (113,0 Mio. RE liquide Vermögenswerte und 35,0 Mio. RE langfristige Forderungen gegen Norwegen und die Türkei), während bei der Liquidation nur 148,0 Mio. US-Dollar (jetzt 136,3 Mio. RE) aufgebracht werden mußten, um den vollen Betrag des Restkapitals von 271,6 Mio. US-Dollar zu erreichen.

Durch diesen Gewinn erhöhte sich der bei der Liquidation zur Verfügung stehende Saldo des Einnahmen- und Ausgabenkontos auf 80,7 Mio. RE. Die folgende Tabelle zeigt in zusammengefaßter Form die Annullierung der dem nichtaufgerufenen Kapital entsprechenden Forderungen und die Verwendung der übrigen Vermögenswerte (Rückerstattung des aufgerufenen Kapitals und Verteilung des aufgelaufenen Einnahmenüberschusses).

EWA: Übersicht über die Liquidation des Europäischen Fonds

Empfänger	Einheit	Nichtauf- gerufenes Kapital: annulliert	Aufgerufenes Kapital: zurückerstattet		Kapital insgesamt (annulliert bzw. zurück- erstattet)	Einnahmen- überschuß; in liquiden Werten verteilt	Insgesamt in liquiden Werten gezahlt
			durch Kredit- über- tragung	in liquiden Werten			
Millionen der jeweiligen Einheit							
Vereinigte Staaten (Restkapital)	US-\$	123,5	114,0	34,0	271,6	84,0	118,1
	RE	113,8	105,0	31,3	250,1	77,4	108,7
Mitgliedsländer . . . . .	RE	297,9	—	38,0	335,9	3,3	41,3
Zusammen . . . . .	RE	411,7	105,0	69,3	586,1*	80,7*	150,0

\* Der bei der Kapitalrückzahlung infolge der Dollarabwertung erzielte Kursgewinn von 11,7 Mio. RE wurde vom Kapitalkonto auf das Einnahmen- und Ausgabenkonto übertragen.

Die Zahlungen an die amerikanische Regierung wurden in US-Dollar, diejenigen an die Mitgliedsländer in Gold geleistet. Die Mitgliedsländer haben, über den bei der Liquidation an sie gezahlten Anteil von 3,3 Mio. RE am Einnahmenüberschuß hinaus, während der Dauer des Bestehens des Fonds für ihre Kapitalbeiträge halbjährliche Zinszahlungen von insgesamt 12,8 Mio. RE erhalten. Die letzte solche Zinszahlung — 0,5 Mio. RE — wurde im Juli 1972 für die erste Jahreshälfte geleistet. Die folgende Tabelle zeigt für jedes Mitgliedsland den annullierten nichtaufgerufenen Kapitalbeitrag, den zurückerstatteten aufgerufenen Kapitalbeitrag, die Summe der in früheren Perioden erhaltenen Beitragszinsen und den bei der Liquidation ausgezahlten verbliebenen Anteil am gesamten kumulativen Einnahmenüberschuß des Fonds.

**EWA: Rückerstattung der Kapitalbeiträge und Verteilung des Einnahmenüberschusses an die einzelnen Mitgliedsländer**

Mitgliedsländer	Nicht-aufgegrufener Kapitalbeitrag annulliert	Aufgegrufener Kapitalbeitrag zurückerstattet	Anteil am Einnahmenüberschuß des Fonds		
			Zinszahlungen früherer Perioden	Restzahlung bei der Liquidation	Anteil insgesamt
Tausend Rechnungseinheiten					
Belgien . . . . .	26 188	3 812	1 293	331	1 624
Dänemark* . . . . .	15 000	—	—	—	—
Deutschland (BR) . . . . .	43 647	6 353	2 142	549	2 691
Frankreich . . . . .	43 647	6 353	2 142	549	2 691
Griechenland* . . . . .	2 850	—	—	—	—
Großbritannien . . . . .	52 878	7 697	2 650	677	3 327
Island* . . . . .	1 000	—	—	—	—
Italien . . . . .	21 824	3 176	1 061	273	1 334
Niederlande . . . . .	26 188	3 812	1 293	331	1 624
Norwegen* . . . . .	15 000	—	—	—	—
Österreich . . . . .	4 365	635	215	55	271
Portugal . . . . .	4 365	635	215	55	271
Schweden . . . . .	13 094	1 906	646	166	812
Schweiz . . . . .	18 332	2 668	905	232	1 136
Spanien . . . . .	6 547	953	242	66	308
Türkei* . . . . .	3 000	—	—	—	—
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>297 925</b>	<b>38 000</b>	<b>12 804</b>	<b>3 283</b>	<b>16 087</b>

\* Infolge Aufschubgewährung ist kein Kapitalbeitrag aufgerufen worden.

**Die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens**

Im Berichtszeitraum war das Direktorium weiterhin damit befaßt, die Durchführung der EWA-Geschäfte zu überwachen und zuhanden des Rates der OECD zu allen diesbezüglichen Fragen Stellung zu nehmen. Insbesondere arbeitete es gemäß dem Auftrag des OECD-Rates an der Vorbereitung der Beendigung des Europäischen Währungsabkommens, an der Formulierung der Durchführungsbeschlüsse und an der Fertigstellung eines neuen Währungsgarantieabkommens. Bei diesen Arbeiten wurde es vom Ad-hoc-Ausschuß für das Europäische Währungsabkommen unterstützt, in dem alle OECD-Mitglieder vertreten waren.

Das Direktorium trat 1972 sechsmal zusammen; am 6. Februar 1973 hielt es seine Schlußsitzung ab. Der Ad-hoc-Ausschuß tagte fünfmal. Im Dezember 1971 hatte der Rat Herrn Hay, Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, auf ein weiteres Jahr zum Vorsitzenden des EWA-Direktoriums ernannt. Herr Hay leitete auch die Zusammenkünfte des Ad-hoc-Ausschusses für das Europäische Währungsabkommen.

Wie in den Vorjahren hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich als Agent monatlich über die im Rahmen des Abkommens durchgeführten Geschäfte berichtet. Der Dezember-Bericht orientierte auch über die Geschäfte zur Liquidation des Europäischen Fonds. Ferner stellte die Bank zuhanden des Direktoriums Statistiken über die internationalen Gold- und Devisenmärkte und die Währungspositionen der OECD-Länder zusammen, um ihm den Überblick über die internationale Finanzentwicklung zu erleichtern; diese Statistiken wurden von dem Vertreter der Bank in den Sitzungen des Direktoriums regelmäßig kommentiert.

Mit der Beendigung des Europäischen Währungsabkommens endete auch der der Bank im Jahr 1963 erteilte Auftrag, vertrauliche Mitteilungen über den Abschluß und die Inanspruchnahme von koordinierten bilateralen Vereinbarungen zur Stützung der Währung eines Mitgliedslandes an die beteiligten Zentralbanken weiterzuleiten.

### **Das neue Währungsgarantieabkommen**

Bei Beendigung des Europäischen Währungsabkommens am 31. Dezember 1972 trat ein neues Währungsgarantieabkommen in Kraft, das die ähnliche Ziele verfolgende Regelung von Teil II des Europäischen Währungsabkommens ersetzte. Teilnehmer des neuen Abkommens sind die Zentralbanken der Mitgliedsländer des ehemaligen EWA (siehe die nebenstehende Tabelle) sowie Australiens und Finnlands. Die Bank von England, obwohl Teilnehmer, hat sich außerstande erklärt, die Bestimmungen über die Währungsgarantie vor Festsetzung von Interventionspunkten für das Pfund Sterling anzuwenden.

Trägerin des neuen Abkommens, das zunächst für drei Jahre gilt, ist die OECD. Ein Währungs- und Devisenausschuß ist gebildet und mit der Aufgabe betraut worden, die Durchführung des Abkommens zu überwachen. Die Garantie erstreckt sich auf die Beträge, die eine Zentralbank in der Währung einer anderen Zentralbank bei dieser für den laufenden internen Zahlungsverkehr unterhält.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wurde ersucht, sich für die Durchführung des Abkommens als Agent zur Verfügung zu stellen. Der Verwaltungsrat der Bank hat sich in seiner Sitzung vom 8. Januar 1973 damit einverstanden erklärt, daß sie diese neue Aufgabe übernimmt. Vertreter der Bank werden in den Sitzungen des Währungs- und Devisenausschusses zugegen sein, der auch ein allen OECD-Mitgliedern zugängliches Forum für die Prüfung von Fragen der währungspolitischen Zusammenarbeit sein soll, insbesondere soweit sie die Devisenmärkte betreffen.

## VII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

### 1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf monetärem Gebiet

Auch im vergangenen Jahr blieb die Bank aktiv an der Förderung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken beteiligt. Die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppen-Länder und der Schweiz sowie die Mitglieder des Verwaltungsrates sind zu ihren regelmäßigen Sitzungen nach Basel gekommen. Ferner gab es in der Bank periodisch Arbeitssitzungen von Zentralbankexperten über Fragen der Gold-, Devisen- und Eurogeldmärkte. Darüber hinaus standen weitere die Zentralbanken interessierende Themenkreise wirtschaftlicher, monetärer, technischer und juristischer Natur auf dem Programm von Arbeits- und Informationssitzungen, die die Bank durchgeführt hat.

Die Bank wurde als Beobachter zu den Arbeiten des im September 1972 errichteten Ausschusses des Gouverneursrates des Internationalen Währungsfonds für die Reform des internationalen Währungssystems und damit zusammenhängende Fragen (Zwanziger-Ausschuß) eingeladen. Sie ist in den Minister- und Stellvertreter-Sitzungen dieses Ausschusses vertreten und an der Tätigkeit einer vom Ausschuß eingesetzten Studiengruppe für destabilisierende Kapitalbewegungen beteiligt.

Die Bank stellt auch das Sekretariat für den Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft sowie für seine Arbeitsgruppen und Unterausschüsse, die ihre Sitzungen gewöhnlich in Basel abhalten. Im vergangenen Jahr hat sich die Zahl dieser Treffen und der Kreis der behandelten Themen wesentlich erweitert, besonders im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der Maßnahmen zur Verringerung der Wechselkurs-Bandbreiten zwischen den EWG-Währungen. Der Verwaltungsrat des neu errichteten Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit hat das Sekretariat des Präsidentenausschusses beauftragt, vorübergehend für ihn ähnliche Funktionen wahrzunehmen.

Seit August 1964 erfüllt die Bank den von den Ministern der Zehnergruppe erteilten Auftrag, die Finanzierung von Zahlungsbilanzüberschüssen und -defiziten der Zehnergruppen-Länder statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer der Gruppe sowie den Zahlungsbilanzausschuß (Arbeitsgruppe 3) der OECD entsprechend zu informieren. Ferner hat sie wie in den Vorjahren als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die Eurogeldmarktstatistik geführt sowie auch an anderen Arbeiten der Zehnergruppe und der OECD mitgewirkt.

### 2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1973 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken\* erstellt.

---

\* „Franken“ (abgekürzt: Fr.) ohne nähere Angaben bedeutet in diesem Kapitel stets Goldfranken (zu 0,290 322 58 ... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten). Die Umrechnung der bilanzierten Währungsposten in Goldfranken erfolgte über die Parität bzw. den Leitkurs, außer wenn diese sich wesentlich vom Marktkurs unterschieden; in diesen Fällen erfolgte die Umrechnung über den mittleren Marktkurs gegenüber dem US-Dollar am 28. März 1973 und den Goldpreis von 42,22 US-Dollar je Unze.

Die Bilanzsumme vom 31. März 1973 betrug	Fr. 25 249 615 031.
Die Vorjahressumme war	Fr. 29 362 151 157.
Somit hat sich eine Verringerung um	Fr. 4 112 536 126

oder 14 Prozent ergeben, verglichen mit einer Erhöhung um 23 Prozent im vorangehenden Geschäftsjahr.

Hierzu ist zweierlei zu bemerken:

- Die Bilanzsumme des Geschäftsjahres 1971/72 hatte sich, wie im Vorjahresbericht dargelegt, wesentlich durch eine sehr kurzfristige, jedoch in das neue Geschäftsjahr 1972/73 hineinreichende Einlage erhöht. Dessen Bilanzsumme wurde dann umgekehrt durch die Rückzahlung dieser Einlage beeinflusst.
- Per Saldo sind die Aktiv- und Passivpositionen der Bilanz im Geschäftsjahr 1972/73 durch die verschiedenen in diesem Zeitraum eingetretenen Wechselkursänderungen vermindert worden, besonders durch die Abwertung des US-Dollars um 10 Prozent im Februar 1973, die nur zum Teil durch die Aufwertung der Deutschen Mark um 3 Prozent im März 1973 und durch die De-facto-Aufwertungen anderer Währungen ausgeglichen wurde.

Ohne diese Sondereinflüsse, deren Wirkung aus den nachstehenden Zahlen ersichtlich wird, hätte sich die Bilanzsumme um etwa 3,1 Mrd. Franken erhöht.

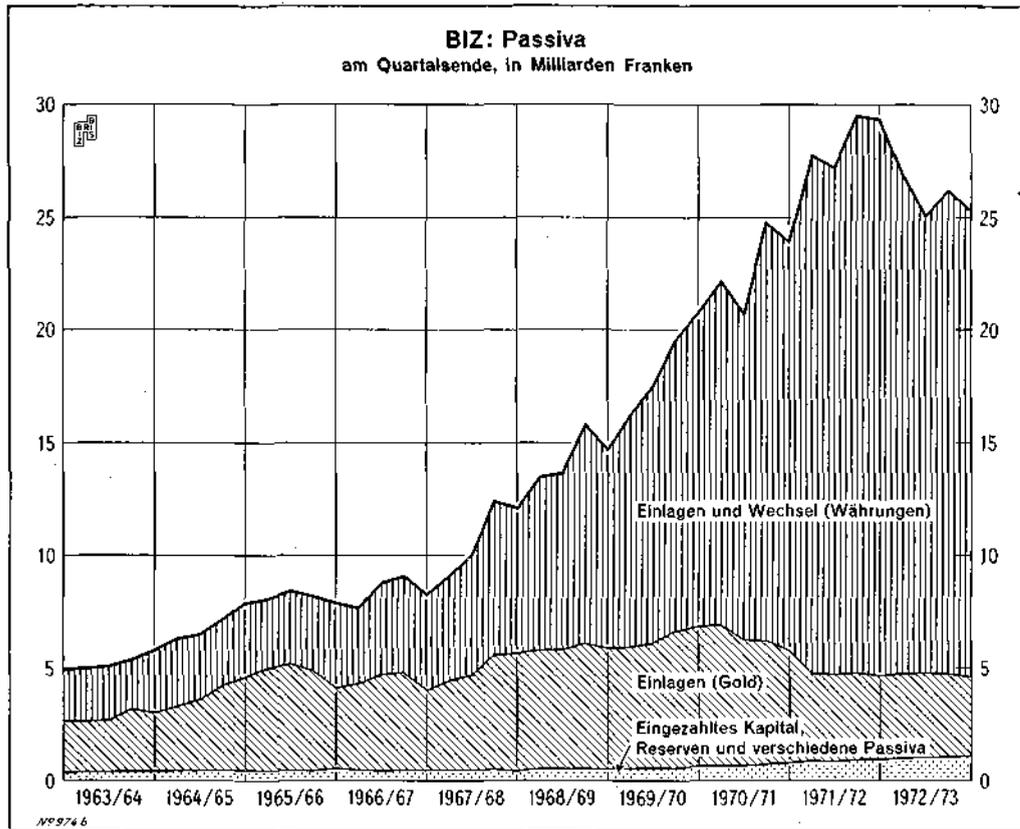
**BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren**

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent
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
1970	20 699	+ 6 056	+ 41
1971	23 856	+ 3 157	+ 15
1972	29 362	+ 5 506	+ 23
1973	25 250	- 4 112	- 14

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Deponenten verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- die Werte (Bankguthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere), die die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen verwaltet oder verwahrt;
- das für Rechnung Dritter verwahrte Gold: am Ende des Geschäftsjahres 931 Mio. Franken, verglichen mit 969 Mio. Franken an seinem Beginn.

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)



**BIZ: Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren**

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital und Reserven	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
1964	150	5 370	258	5 778
1965	151	7 417	282	7 850
1966	151	7 449	282	7 882
1967	151	7 764	317	8 232
1968	170	11 548	323	12 041
1969	200	14 133	310	14 643
1970	463	20 060	176	20 699
1971	539	23 086	231	23 856
1972	754	28 401	207	29 362
1973*	849	24 179	222	25 250

\* Nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr.

A. Stammkapital, Reserven, Rückstellungen und verschiedene Passiva

a) Eingezahltes Kapital Fr. 300 703 125.

Das Kapital ist unverändert geblieben; es besteht aus 481 125 Aktien, die zu 25 Prozent eingezahlt sind.

b) Reserven

1. *Gesetzlicher Reservefonds* Fr. 30 070 313.

Dieser Fonds ist genauso hoch wie im Vorjahr, da er den in den Statuten festgelegten Höchstbetrag von 10 Prozent des eingezahlten Kapitals erreicht hat.

2. *Allgemeiner Reservefonds*

– vor Verwendung des Reingewinns von 1972/73 Fr. 205 133 210,

verglichen mit 144,1 Mio. Franken am 31. März 1972; die Erhöhung um 61 Mio. Franken beruht auf einer Zuweisung aus dem Reingewinn von 1971/72;

– nach der vorgeschlagenen Zuführung von 47,5 Mio. Franken aus dem Reingewinn von 1972/73 Fr. 252 633 210.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

– vor Verwendung des Reingewinns von 1972/73 Fr. 61 207 964,

verglichen mit 36,8 Mio. Franken am 31. März 1972, zu denen dann 24,4 Mio. Franken aus dem Reingewinn von 1971/72 kamen;

– nach der vorgeschlagenen Zuführung von 14 Mio. Franken aus dem Reingewinn von 1972/73 Fr. 75 175 781,

womit dieser Fonds seinen gemäß Artikel 51 Ziffer 5 der Statuten höchstmöglichen Betrag von einem Viertel des eingezahlten Kapitals erreichen würde.

4. *Freier Reservefonds*

– vor Verwendung des Reingewinns von 1972/73 Fr. 156 800 000,

verglichen mit 120,2 Mio. Franken am 31. März 1972, zu denen dann 36,6 Mio. Franken aus dem Reingewinn von 1971/72 kamen;

– nach der vorgeschlagenen Zuführung von 33,5 Mio. Franken aus dem Reingewinn von 1972/73 Fr. 190 332 183.

Für die gesamten Reserven der Bank ergeben sich somit folgende Beträge:

– vor Verwendung des Reingewinns von 1972/73 Fr. 453 211 487,

verglichen mit 331,2 Mio. Franken am 31. März 1972; das ist eine Erhöhung um 122 Mio. Franken;

– nach Verwendung des Reingewinns von 1972/73 Fr. 548 211 487;

das wäre eine weitere Erhöhung um 95 Mio. Franken.

c) Die Position „Verschiedenes“ beträgt Fr. 101 705 551,  
 verglichen mit 98,4 Mio. Franken; das ist eine Erhöhung um 3,3 Mio. Franken.

d) Rückstellung für Bauvorhaben Fr. 92 939 483,  
 verglichen mit 82,1 Mio. Franken. Der Zuwachs beträgt somit 10,8 Mio. Franken:  
 5,4 Mio. Franken infolge einer Kursdifferenz, dazu 10 Mio. Franken durch Dotation  
 gemäß Verwaltungsratsbeschuß, abzüglich 4,6 Mio. Franken für Aufwendungen.

e) Gewinn- und Verlustrechnung Fr. 122 063 281.

Diese Zahl ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1972/73. Er bleibt um 26,7 Mio. Franken hinter dem Reingewinn des Vorjahres zurück, der 148,8 Mio. Franken betrug. Die vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns von 1972/73 wird in Abschnitt 7 dieses Kapitels ausführlich behandelt. Einzelne Punkte sind bereits im Zusammenhang mit den Reserven erwähnt worden. Zur Zahlung der Dividende am 1. Juli 1973 sollen gemäß den Empfehlungen 27 063 281 Franken verwendet werden.

## B. Fremde Mittel

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

BIZ: Herkunft der Fremdmittel

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1972	1973	
Millionen Franken			
Einlagen von Zentralbanken . . . . .	27 125	23 086	- 4 039
Einlagen von anderen Einlegern . . . . .	792	578	- 214
Wechsel . . . . .	484	515	+ 31
Zusammen . . . . .	28 401	24 179	- 4 222

Die Einlagen von Zentralbanken haben sich um gut 4 000 Mio. Franken verringert (- 14,9 Prozent), da die Rückzahlung der am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres bestehenden kurzfristigen Einlage nur zum Teil durch die — an sich beträchtlichen — Neuzugänge ausgeglichen wurde. Die Einlagen von anderen Einlegern haben sich prozentual ebenfalls spürbar vermindert (- 27 Prozent), vor allem im Zusammenhang mit der Liquidation des Europäischen Fonds (EWA). Der Betrag der Wechsel hat sich um 6,4 Prozent erhöht, hauptsächlich wegen der De-facto-Aufwertung des Schweizer Frankens.

Die Quote jeder dieser drei Kategorien an den gesamten Fremdmitteln war am Ende des Geschäftsjahres praktisch dieselbe wie an dessen Beginn; der allergrößte Teil der Fremdmittel bestand nach wie vor aus Einlagen von Zentralbanken.

BIZ: Laufzeit und Sachkategorien 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
	1972	1973		1972	1973		1972	1973	
Millionen Franken									
Auf Sicht . . . . .	3 219	3 270	+ 51	69	384	+ 315	—	—	—
Bis zu 3 Monaten . . . . .	112	239	+ 127	21 767	17 202	- 4 565	—	—	—
Mehr als 3 Monate . . . . .	369	17	- 352	2 381	2 552	+ 171	484	515	+ 31
Zusammen . . . . .	3 700	3 526	- 174	24 217	20 138	- 4 079	484	515	+ 31

a) Goldeinlagen

Fr. 3 526 438 223,

verglichen mit 3 700 Mio. Franken am 31. März 1972. Die Verringerung beträgt somit 174 Mio. Franken oder 4,7 Prozent. Sie beruht auf zwei gegenläufigen Bewegungen: Die Goldeinlagen von mehr als drei Monaten schrumpften, während die Bestände der kurzfristigen Kategorien in geringerem Umfang wuchsen. Damit hat sich der Vorjahrestrend fortgesetzt, der damit zusammenhing, daß die Bank immer weniger Möglichkeiten hatte, Gold ertragbringend zu verwenden. Die Nettoabnahme der Goldeinlagen war im wesentlichen die Folge von Abzügen im Anschluß an die Liquidation des Europäischen Fonds (EWA).

b) Währungseinlagen

Fr. 20 138 027 139,

verglichen mit 24 217 Mio. Franken am 31. März 1972. Die Verringerung beträgt somit 4 079 Mio. Franken oder 16,8 Prozent. Sie beruhte, wie bereits erwähnt, vor allem auf der Rückzahlung der am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres bestehenden kurzfristigen Einlage. Die Neuzugänge haben bei den Währungseinlagen bis zu drei Monaten die aus dem eben genannten Geschäft resultierende Verringerung abgeschwächt und die Währungseinlagen von mehr als drei Monaten um 7,2 Prozent wachsen lassen.

c) Wechsel

Fr. 514 526 742,

verglichen mit 484 Mio. Franken am 31. März 1972.

Am Beginn des Geschäftsjahres bestanden die gesamten Fremdmittel zu 13 Prozent aus Goldeinlagen, zu 85 Prozent aus Währungseinlagen und zu 2 Prozent aus Wechseln. Am 31. März 1973 waren die entsprechenden Anteile praktisch unverändert; sie betragen 15 bzw. 83 und 2 Prozent.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

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

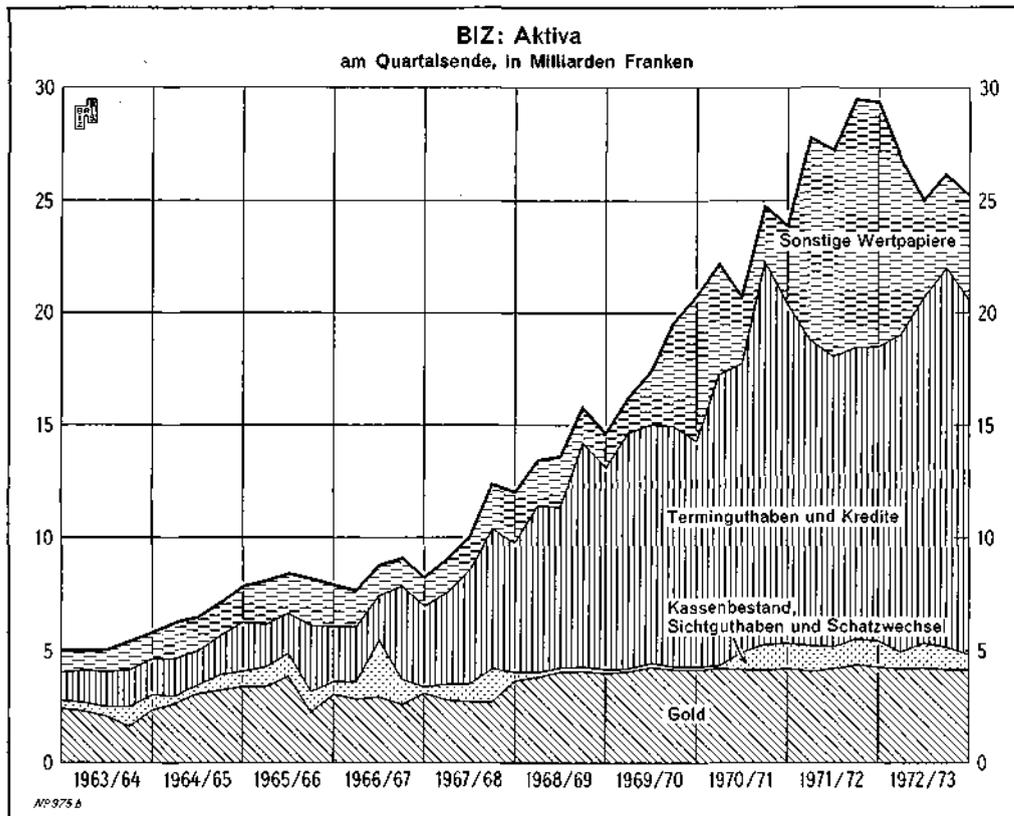
**BIZ: Struktur der wichtigsten Aktiva**

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	
	1972	1973	Millionen Franken	
<b>Kassenmittel</b>				
Gold . . . . .	4 253	4 128	-	127
Währungen . . . . .	75	84	+ 9	- 118
<b>Schatzwechsel</b>				
Währungen . . . . .	1 117	596	- 521	- 521
<b>Terminguthaben und Kredite</b>				
Gold . . . . .	252	2	-	250
Währungen . . . . .	12 780	15 742	+ 2 962	+ 2 712
<b>Sonstige Wertpapiere</b>				
Gold . . . . .	279	-	-	279
Währungen . . . . .	10 605	4 638	- 5 967	- 6 246
<b>Zusammen</b>				
Gold . . . . .	4 784	4 128	-	656
Währungen . . . . .	24 577	21 060	- 3 517	- 4 173

a) Gold

Fr. 4 125 844 150.

Der Goldbestand, der ausschließlich aus Goldbarren besteht, hat sich durch Rückzahlung fälliger Einlagen um 127 Mio. Franken verringert.



b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 84 352 631.

Der Zuwachs beträgt 9 Mio. Franken.

c) Schatzwechsel Fr. 595 538 145.

Dieses Portefeuille hat um 521 Mio. Franken abgenommen, da ein wesentlicher Teil fällig geworden ist und nicht in gleicher Form verlängert werden konnte.

Die drei vorstehenden Positionen zusammengenommen, also die gesamten Sichtanlagen und jederzeit mobilisierbaren Anlagen der Bank, betragen am Beginn des Geschäftsjahres 5 445 Mio. Franken oder 18,5 Prozent der Bilanzsumme und an seinem Ende 4 806 Mio. Franken oder 19 Prozent. Parallel hierzu sind auf der Passivseite die Sichteinlagen von 3 288 Mio. Franken oder 11,2 Prozent der Bilanzsumme auf 3 654 Mio. Franken oder 14,5 Prozent gestiegen.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 15 744 438 963,

verglichen mit 13 032 Mio. Franken am 31. März 1972. Das ist eine Erhöhung um 2 712 Mio. Franken. Die auf Gold lautenden Anlagen dieser Kategorie sind aus den genannten Gründen von 252 Mio. auf 2 Mio. Franken gesunken, die auf Währungen lautenden hingegen kräftig von 12 780 Mio. auf 15 742 Mio. Franken gestiegen, da die Bank ihre Devisenanlagen auf den Märkten — einschließlich des amerikanischen — ausgedehnt hat.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 4 637 469 962,

verglichen mit 10 884 Mio. Franken am 31. März 1972. Das ist eine erhebliche Verringerung um 6 246 Mio. Franken. Hierfür waren die folgenden Vorgänge bestimmend: 1. Die Unterposition „Sonstige Wertpapiere — Gold“ hat zu bestehen aufgehört, da Anlagen in auf Goldgewicht lautenden Schatzwechseln für 279 Mio. Franken fällig geworden sind. 2. Die Unterposition „Sonstige Wertpapiere — Währungen“ hat sich um 5 967 Mio. Franken vermindert. Dies beruhte auf der Abwicklung der weiter oben genannten Sondertransaktion, die auf der Aktivseite die Form eines Pensionsgeschäfts mit US-Dollar-Papieren hatte, sowie auf einem allerdings sehr viel kleineren Abbau der Anlagen in auf europäische Währungen lautenden Papieren. Diese beiden Veränderungen wurden durch eine erneute Vergrößerung der Anlagen in Depositenzertifikaten amerikanischer Banken teilweise ausgeglichen.

In der folgenden Tabelle sind die „Terminguthaben und Kredite“ und die „Sonstigen Wertpapiere“ nach der *Laufzeit* zusammengestellt.

**BIZ: Laufzeit der „Terminguthaben und Kredite“  
und der „Sonstigen Wertpapiere“**

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1972	1973	
	Millionen Franken		
Bis zu 3 Monaten . . . . .	18 141	15 063	— 3 078
Mehr als 3 Monate . . . . .	5 775	5 319	— 456
Zusammen . . . . .	23 916	20 382	— 3 534

### Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen positiven Saldo (zu erhaltendes Gold) von Fr. 95 424 432,

verglichen mit einem negativen Saldo von 393 Mio. Franken zu Beginn des Geschäftsjahres. Die Veränderung beträgt somit 488 Mio. Franken. Sie beruht darauf, daß Swaps, durch die Gold per Termin gegen Devisen verkauft worden war, fällig geworden und Swaps, durch die Gold gegen Devisen per Kasse verkauft und per Termin zurückgekauft wurde, neu abgeschlossen worden sind.

\* \* \*

Das Geschäftsvolumen der Bank erreichte 1972/73 mit 265 Mrd. Franken ungefähr den Umfang von 1970/71 (250 Mrd. Franken), womit es deutlich hinter dem Rekordergebnis von 1971/72 (433 Mrd. Franken) zurückblieb.

Das Geschäftsvolumen hat sich damit wesentlich stärker reduziert als die Bilanzsumme und der Gewinn der Bank; dies erklärt sich im wesentlichen durch den sehr bedeutenden Umfang der von der Bank im vorangegangenen Geschäftsjahr durchgeführten Sondertransaktionen. Die normale Geschäftstätigkeit der Bank ist im Geschäftsjahr 1972/73 nicht wirklich zurückgegangen und hatte nach wie vor einen befriedigenden Umfang.

### 3. Die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

In Übereinstimmung mit den bestehenden Vereinbarungen war die Bank im Berichtsjahr weiterhin als Treuhänder für die neuen Schuldverschreibungen der Deutschen Äußeren Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) sowie der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig, die die Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegeben hat.

Die in Ausführung des Londoner Abkommens ausgegebenen Schuldverschreibungen der Dawes-Anleihe sind jetzt alle getilgt: die ausstehenden Konversionsschuldverschreibungen seit 15. Oktober 1969, die letzten ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen seit 15. Oktober 1972 (vgl. hierzu die folgende Tabelle).

**Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe)**  
Fundierungsschuldverschreibungen

Ausgabe	Währung	Nennwert		
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf für die Finanzjahre 1958/59 bis 1971/72	Tilgung bei Fälligkeit am 15. Oktober 1972
Amerikanische . . .	\$	8 211 000	3 472 000	4 739 000
Belgische . . . . .	£	157 800	70 400	87 400
Britische . . . . .	£	2 232 700	989 300	1 243 400
Französische . . . .	£	499 100	224 200	274 900
Niederländische . .	£	291 700	120 900	170 800
Schweizerische . . .	£	115 100	50 500	64 600
Schweizerische . . .	sfr	416 000	164 000	254 000

Für die Young-Anleihe ging das Finanzjahr 1972/73 am 1. Juni 1973 zu Ende. Die Zinsen für das Finanzjahr erreichten den Gegenwert von rund 28,7 Mio. Franken; sie wurden ordnungsgemäß an die Bank gezahlt und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Die Tilgung von Konversionsschuldverschreibungen für das Finanzjahr 1972/73 erfolgte ausschließlich durch Käufe am Markt. Alle ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen wurden bei Fälligkeit am 1. Dezember 1972 getilgt. Die Endfälligkeit für die Konversionsschuldverschreibungen ist der 1. Juni 1980.

Die Frage, ob die im Londoner Abkommen enthaltene Währungsgarantie für die Young-Anleihe im Falle der Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969 anwendbar ist, wurde im Mai 1971 dem im Abkommen vorgesehenen Schiedsgerichtshof unterbreitet; das Schiedsverfahren läuft. Die später entstandene Frage, ob die Währungsgarantie im Falle der Freigabe des Wechselkurses verschiedener Emissionswährungen und der Einführung von Leitkursen für bestimmte dieser Währungen anwendbar ist, wurde von der Bank den Regierungen der Länder unterbreitet, in denen Schuldverschreibungen ausgegeben worden sind.

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

#### Konversionsschuldverschreibungen

Ausgabe	Währung	Nennwert*			Verbleibende Schuld
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		
			1958/59 bis 1971/72	1972/73	
Amerikanische . . .	\$	60 292 000	11 973 000	1 217 000	47 102 000
Belgische . . . . .	bfr	202 858 000	39 358 000	3 929 000	159 571 000
Britische . . . . .	£	20 664 900	3 996 600	396 800	16 271 500
Deutsche . . . . .	DM	14 505 000	2 757 000	270 000	11 478 000
Französische . . . .	ffr	501 782 000	97 529 000	9 709 000	394 544 000
Niederländische . .	hfl	52 677 000	9 987 000	1 007 000	41 583 000
Schwedische . . . .	skr	92 780 000	17 969 000	1 777 000	73 034 000
Schweizerische . . .	sfr	58 392 000	11 223 000	1 093 000	46 076 000

#### Fundierungsschuldverschreibungen

Ausgabe	Währung	Nennwert*		
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf für die Finanzjahre 1958/59 bis 1971/72	Tilgung bei Fälligkeit am 1. Dezember 1972
Amerikanische . . . .	\$	9 788 000	2 888 000	6 900 000
Belgische . . . . .	bfr	45 683 000	12 970 000	32 713 000
Britische . . . . .	£	4 930 600	1 515 700	3 414 900
Deutsche . . . . .	DM	416 000	263 000	153 000
Französische . . . . .	ffr	110 508 000	21 279 000	89 229 000
Niederländische . . .	hfl	8 500 000	2 284 000	6 216 000
Schwedische . . . . .	skr	6 014 000	1 608 000	4 406 000
Schweizerische . . . .	sfr	1 405 000	489 000	916 000

\* Nennwert am 1. Mai 1973, berechnet gemäß den Bestimmungen des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953, jedoch ohne Berücksichtigung der Aufwertungen der Deutschen Mark, der Freigabe des Wechselkurses verschiedener Emissionswährungen, der Einführung von Leitkursen für bestimmte dieser Währungen sowie der von den Behörden der Vereinigten Staaten am 12. Februar 1973 bekanntgegebenen Abwertung des US-Dollars.

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 Anleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959 bis 1971	1972	
Amerikanische . . . . .	\$	1 667 000	1 002 000	93 000	572 000
Britisch-niederländische	£	856 600	498 100	45 800	312 700
Schweizerische . . . . .	sfr	7 102 000	3 580 000	363 000	3 159 000

#### 4. Die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen)

Die Tätigkeit der Bank als Agent für die Durchführung der EWA-Geschäfte im Rahmen der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) wurde am 31. Dezember 1972 beendet; hierüber unterrichtet Kapitel VI des vorliegenden Berichts. Der Bank wurden im Zusammenhang mit dieser Tätigkeit für die Zeit vom 1. April bis zum 31. Dezember 1972 375 000 Schweizer Franken als Verwaltungskostenbeitrag gezahlt und die Auslagen ersetzt. Diese Beträge wurden den „Verwaltungskosten“ in der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank gutgeschrieben.

#### 5. Die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

In der folgenden Tabelle sind die noch ausstehenden Beträge der von der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl in den Jahren 1954-1961 ausgegebenen gesicherten Anleihen zusammengestellt, für die die Bank gemäß dem von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft abgeschlossenen Pfandvertrag als Pfandhalter fungiert.

Im Geschäftsjahr 1972/73 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund 14 Mio. Franken für Zinsen und von rund 37 Mio. Franken als Tilgungsbeträge entgegengenommen. Am Ende des Geschäftsjahres stand insgesamt noch ein Betrag im Gegenwert von rund 253 Mio. Franken aus.

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 1973 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten	Regierung der Vereinigten Staaten	\$ 100 000 000	41 300 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	102 200 000	3%	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf und Münster <sup>1</sup>	DM 50 000 000	19 894 800	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	10 220 000	3%	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	lfr 5 000 000	—	3%	1961
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 <sup>1</sup>	967 671	4%	1977
7	1957	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	8 750 000	4%	1974
8			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	4 100 000	5%	1975
9			Verschiedene Banken	\$ 7 000 000	—	5	1962
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 3 000 000	—	5	1962
11	1958	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	lfr 100 000 000	61 112 259	5%	1982
12			Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	14 300 000	5	1978
13			Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4%	1963
14	1960	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	13 450 000	5%	1980
			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1963
			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1964
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 3 400 000	—	5	1965
	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	lfr 100 000 000	73 772 396	5%	1986
16			Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	29 900 000	4%	1981

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Diese in französischen Franken abgeschlossene Anleihe ist im Jahre 1959 auf Deutsche Mark umgestellt worden. Der ursprüngliche Betrag war 350 000 000 alte französische Franken.

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

Als Beitrag zur schrittweisen Verwirklichung einer europäischen Wirtschafts- und Währungsunion haben die Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft am 6. April 1973 einen Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit errichtet. Dieses neue Organ soll im ersten Stadium seiner Tätigkeit folgendes gewährleisten:

1. die zum guten Funktionieren des Devisensystems der Gemeinschaft (Verringerung der Bandbreiten zwischen den Währungen der EWG-Länder) erforderliche Konzertierung;
2. die Multilateralisierung der aus den Interventionen der Zentralbanken in Gemeinschaftswährungen entstehenden Salden und die Multilateralisierung des innergemeinschaftlichen Saldenausgleichs;
3. die Verwaltung der beiden Systeme kurzfristiger Kreditgewährung, die die EWG-Zentralbanken durch die Abkommen vom 9. Februar 1970 (die BIZ ist bereits Agent des durch dieses Abkommen geschaffenen Beistandssystems) und vom 10. April 1972 vereinbart haben.

Der Verwaltungsrat des Fonds, der sich aus den Präsidenten der EWG-Zentralbanken sowie je einem Vertreter Luxemburgs und der Kommission der Europäischen Gemeinschaften zusammensetzt, hat seine erste Sitzung am 14. Mai 1973 in Basel abgehalten; er hat beschlossen, die BIZ ab 1. Juni 1973 als Agent mit der Durchführung der technischen Aspekte der Tätigkeit des Fonds zu betrauen. Die entsprechenden Aufgaben sind im wesentlichen buchungstechnischer Art. Sie bestehen darin, die Bücher des Fonds über die verschiedenen in Erfüllung der oben unter Punkt 2 und 3 genannten Funktionen durchgeführten Geschäfte zu führen und eine glatte Abwicklung der Tätigkeit des Fonds zu gewährleisten.

## 7. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1973 abgelaufene dreiundvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von 136 048 276 Franken (1971/72: 156 364 072 Franken; 1970/71: 133 049 026 Franken). Der Rückgang gegenüber dem Vorjahresergebnis beruhte hauptsächlich auf der beträchtlichen Verringerung der Gewinnspanne der Bank für ihre Geschäftstätigkeit als Ganzes.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, 3 984 995 Franken der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 10 000 000 Franken der Rückstellung für Bauvorhaben zuzuweisen. Nach Durchführung dieser Beschlüsse verblieb ein Reingewinn von 122 063 281 Franken (1971/72: 148 832 656 Franken; 1970/71: 99 448 906 Franken). Dessen Verwendung wird durch Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von 122 063 281 Franken wie folgt zu verwenden:

1. 18 042 187 Franken zur Zahlung der Vorrangdividende von 6 Prozent p.a., was eine Dividende von 37,50 Franken je Aktie ergibt;
2. vom verbleibenden Reingewinn einen — innerhalb des statutarischen Rahmens von 20 Prozent bleibenden — Betrag von 9 021 094 Franken zur Zahlung der höchstzulässigen Zusatzdividende von 3 Prozent p.a., was eine Dividende von 18,75 Franken je Aktie ergibt;
3. 47 500 000 Franken zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
4. 13 967 817 Franken zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds auf 75 175 781 Franken — das statutarisch zulässige Maximum von einem Viertel des eingezahlten Kapitals —, was ungefähr dem Betrag entspricht, mit dem vier Jahre lang die Vorrangdividende gezahlt werden könnte;
5. den Rest des verfügbaren Reingewinns, also 33 532 183 Franken, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Wenn diese Vorschläge angenommen werden, wird die Gesamtdividende 56,25 Franken je Aktie betragen. Sie wird am 1. Juli 1973 in Schweizer Franken an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1973 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung und eine Übersicht über die Veränderung der Rückstellung für Bauvorhaben während des Geschäftsjahres stehen am Schluß dieses Berichts. Die Bücher der Bank wurden von der Firma Price Waterhouse & Co.,

Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1973 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr sind. Der Bericht der Firma Price Waterhouse & Co. ist der Bilanz angefügt.

### **8. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion**

Baron Ansiaux, dessen Verwaltungsratsmandat am 7. August 1972 abließ, wurde im Juli 1972 gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Robert Vandeputte, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, für eine weitere Amtsperiode als Verwaltungsratsmitglied bestätigt.

Herr Dr. Donato Menichella, dessen Verwaltungsratsmandat bis zum 7. November 1972 lief, wurde im September 1972 gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Dr. Guido Carli, Gouverneur der Banca d'Italia, erneut in den Verwaltungsrat berufen.

Herr Dr. Leonhard Gleske wurde, bevor sein Verwaltungsratsmandat am 31. Dezember 1972 abließ, im Dezember 1972 gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Dr. Karl Klasen, Präsident der Deutschen Bundesbank, erneut zum Mitglied des Verwaltungsrates bestellt.

Das Mandat von Herrn Dr. Jelle Zijlstra, der gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten in den Verwaltungsrat gewählt worden war, lief am 31. März 1973 ab. In der Sitzung vom 12. März 1973 wurde er erneut in den Verwaltungsrat gewählt.

In der Sitzung vom 13. November 1972 teilte der Vorsitzende dem Verwaltungsrat mit, daß Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Gouverneur der Bank of England, Herrn C. W. McMahon zu seinem Stellvertreter bestimmt hatte. Herr McMahon übernahm dieses Amt von Herrn C. J. Morse, der zum Vorsitzenden der Stellvertreter im Zwanziger-Ausschuß des IWF berufen worden war. Der Vorsitzende sprach Herrn Morse den Dank der Bank für seine während mehr als sechs Jahren geleisteten wertvollen Dienste aus.

In der Verwaltungsratssitzung vom 9. April 1973 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Olivier Wormser, Gouverneur der Banque de France, Herrn André de Lattre zu seinem Stellvertreter ernannt hatte. Herr de Lattre wurde in dieser Position Nachfolger von Herrn Bernard Clappier, der zum Präsidenten und Generaldirektor des Crédit National berufen worden war. Der Vorsitzende dankte Herrn Clappier für seine während mehr als neun Jahren geleistete wertvolle Arbeit für die Bank.

Herr Dr. Hans Mandel, der von der Bank deutscher Länder im Jahr 1954 zur BIZ gekommen war und seit 1962 deren Bankabteilung geleitet hatte, trat Ende September 1972 in den Ruhestand. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. September 1972 drückte der Vorsitzende Herrn Dr. Mandel den aufrichtigen Dank aller Verwaltungsratsmitglieder für die fähige Art aus, in der er seine bedeutenden Funktionen in einer Zeit wahrgenommen hatte, die durch eine bemerkenswerte Ausdehnung der Tätigkeit der Bank gekennzeichnet war.

In seiner Sitzung vom 12. Juni 1972 berief der Verwaltungsrat Herrn D. H. Macdonald zum Chef der Bankabteilung und Herrn R. T. P. Hall zum Direktor in der Bank. Die Berufung von Herrn Macdonald trat am 1. Oktober 1972, diejenige von Herrn Hall am 16. Oktober 1972 in Kraft.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Noch in jeder Flaute oder Rezession der Nachkriegszeit hat sich gezeigt, daß durch den Einsatz fiskal- und geldpolitischer Anregungen ein neuer Aufschwung in Gang gebracht wurde. Dieser Keynes'sche Zusammenhang war auch im jetzigen Zyklus wieder ersichtlich. In den Jahren 1969–1971 hatte ein Industriestaat nach dem anderen die Konjunkturbremse angezogen, um sich den inflatorischen Kräften entgegenzustellen. Als es dann von 1970 bis Ende 1971 mehr und mehr darum ging, die unbefriedigende Auslastung der Produktivkräfte zu überwinden, wurden die Hebel der Konjunkturpolitik wieder auf vorwärts gestellt. Im Berichtszeitraum hat sich der erneute Aufschwung in allen Ländern bestätigt.

In diesem Konjunkturablauf waren die Vereinigten Staaten um etwa ein bis anderthalb Jahre voraus. Die Erholung begann dort, nach ungewöhnlich langem Zögern, in der zweiten Hälfte des Jahres 1971 und gewann sehr bald an Tempo und Kraft. Der Zuwachs, den die Gesamtproduktion 1972 zu verzeichnen hatte, war außerordentlich groß, und auch in der ersten Hälfte dieses Jahres ist die Wachstumsrate hoch geblieben. Bereits gegen Ende 1972 wurde deutlich, daß der Aufschwung nicht in diesem Tempo weitergehen konnte, ohne sich binnen kurzem zu überhitzen. Deshalb gestalteten die Behörden ihre Haushalts- und Kreditpolitik allmählich wieder restriktiver, um das Wachstum auf das längerfristige Potential der Wirtschaft zu begrenzen. Wann immer diese Politik zu greifen beginnen mag — fest scheint jedenfalls zu stehen, daß sich das Jahr 1973 wiederum als ein Jahr außerordentlichen Wachstums erweisen wird.

In Westeuropa und Japan hatte sich der Aufschwung Mitte 1972 allgemein durchgesetzt. Zudem war er ungewöhnlich stark. Insbesondere in Deutschland und in Japan wurde im Zeitraum von etwa sechs Monaten aus einer partiellen Stagnation ein regelrechter Boom. In beiden Ländern mußten die Behörden die Schalthebel ihrer Politik auf Restriktion stellen. In Japan geschah dies bisher mit nur geringem Nachdruck; dagegen wurden in Deutschland einschneidende geld- und fiskalpolitische Maßnahmen ergriffen. Großbritannien erlebte im Anschluß an den stark expansiv orientierten Haushaltsvoranschlag von 1972 gleichfalls eine rasche Expansion. Noch stehen, wenngleich die Arbeitslosigkeit im Berichtszeitraum beträchtlich gesunken ist, Produktionsreserven zur Verfügung. In jüngster Zeit hat jedoch die Zahl der offenen Stellen deutlich zugenommen, und in manchen Regionen ist der Arbeitsmarkt bereits weitgehend ausgetrocknet. Im kommenden Jahr könnten die Behörden zwischen einer weiteren kräftigen Entfaltung der Konjunktur und der Notwendigkeit zu wählen haben, eine Überhitzung zu verhindern.

In Frankreich wuchs die Produktion gleichmäßiger als anderswo. Zwar hat sich die Inflation in den letzten Monaten des vergangenen Jahres verschärft, doch bemühten sich die Behörden, ihr mit Maßnahmen beizukommen, die die Konjunktur nicht beeinträchtigen sollten. Nicht in das allgemeine Konjunkturbild paßte die Entwicklung in Italien. Dort blieb das Produktionsergebnis 1971 wie 1972 mäßig. In

letzter Zeit freilich hat sich die Lage in einigen Branchen gebessert. Bei dem gestörten Verhältnis zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern und der stagnierenden Bautätigkeit besteht jedoch noch keine Gewähr, daß es zu einem dauerhaften Aufschwung kommen wird.

Gegen die wirtschaftspolitischen Erfolge an der Produktionsfront ist indessen ein weiteres Jahr der Mißerfolge an der Inflationsfront aufzurechnen. Die Flaute hatte dem Preis- und Lohnauftrieb nicht viel anzuhaben vermocht, und etwa seit Ende letzten Sommers beschleunigt er sich. Die Lebenshaltung hat sich meist im Bereich von 6–10 Prozent verteuert, und die Löhne sind in der Regel um etwa 10 Prozent gestiegen — in Einzelfällen noch bedeutend mehr. Neu hinzugekommen ist im Berichtszeitraum eine außergewöhnlich kräftige Erhöhung der Weltmarktpreise, die sich in starkem Maße auf die Großhandelspreise übertrug.

Diese Beschleunigung der Inflation ist das Ergebnis einer Reihe von Faktoren. Den Kern bildet das sich unablässig drehende Karussell überhöhter Lohnaufbesserungen mit ihrer Kostenwirkung auf die Preise. In der Landwirtschaft sind die Einkommen ebenfalls auf dem Wege der Preiserhöhung angehoben worden. Seit ungefähr einem Dreivierteljahr übt ferner die rasche Ausweitung der Nachfrage einen Einfluß aus. Zweifellos waren beim Angebot verschiedener Welthandelsgüter, die sich stark verteuert haben, auch unglückliche Umstände im Spiel, doch hat man in den letzten Jahren die Erfahrung machen müssen, daß es bei Preisen nur unglückliche und niemals glückliche Umstände zu geben scheint.

Ein besonderes Merkmal der jüngsten Inflation ist das hohe Tempo, mit dem sie sich von einem Land zum andern überträgt. Mehrere Ursachen sind hier zu nennen: die Wechselwirkung von Export- und Importpreiserhöhungen, die Internationalisierung der Arbeitsmärkte und die allgemeine weltwirtschaftliche Integration. Einen zusätzlichen Einfluß hatten in einer Reihe von Ländern die Bestrebungen der Zentralbanken, den Wechselkurs zu halten, auch wenn ein großes Angebot an Dollar übernommen und dadurch neues Inlandsgeld geschaffen werden mußte. Das Geld- und Kreditvolumen hat sich jedenfalls überall stark ausgeweitet — oft eine Folge der Inflation, doch zweifellos auch eine ihrer Ursachen.

Die nur bedingte Tauglichkeit der Nachfragesteuerung als Instrument der Inflationsbekämpfung hat zu bedeutend stärkerer Zuhilfenahme direkter Kontrollen geführt. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Großbritannien sahen sich die Behörden gezwungen, entgegen ihrer ursprünglichen wirtschaftspolitischen Grundeinstellung zunächst Löhne und Preise einzufrieren und sodann ein System gesetzlicher Kontrollen zu errichten, um die der Inflation innewohnende Eigendynamik zu brechen. Sie hatten damit zweifellos Erfolg, da die Lohninflation in beiden Ländern verlangsamt werden konnte. In den Vereinigten Staaten leitete die Regierung dann allerdings zu Anfang dieses Jahres ihr Antiinflationprogramm in eine dritte Phase mit einem Element der Freiwilligkeit über, und der Preisauftrieb verstärkte sich erneut. Ob der Übergang zu dieser Phase nun ideologische Gründe hatte oder dadurch bedingt war, daß die Regierung ihre Befugnisse nicht überspannen wollte — man muß zur Kenntnis nehmen, daß mit diesem Experiment kein dauerhafter Durchbruch zur Bewältigung des Inflationsproblems gelang. In Großbritannien lassen die der Lohnentwicklung gesetzten großzügigen Grenzen ebensowohl die Schwierigkeit des Problems erkennen, wie sie es zu lösen versprechen.

Tatsache ist, daß sich fast alle Länder in der Praxis mit höheren Inflationsraten abgefunden haben. Jener Grad von Geldwertstabilität, der etwa in den Vereinigten Staaten in der ersten Hälfte der sechziger Jahre oder in Deutschland und der Schweiz bestanden hatte, wird heute nicht mehr als erreichbar betrachtet. Nicht, daß man seine umfassenden gesellschaftlichen und politischen Vorteile verkennen würde — aber er geht über das hinaus, was einer Regierung in der Welt von heute mit ihren Spannungen und ständigen Veränderungen möglich ist. Mit Rücksicht auf die öffentliche Meinung müssen die Regierungen zuerst für Vollbeschäftigung und Wirtschaftswachstum sorgen; andere Ziele können dann nur noch teilweise und mit Unterbrechungen verfolgt werden.

Trotz immer schärferer Beschränkung der internationalen Geldbewegungen gelangten im Februar so große Dollarbeträge an den Markt, daß die Verteidigung der Wechselkurse vom Dezember 1971 aufgegeben werden mußte. Die Vereinigten Staaten versuchten dann, die Rückkehr zu festen Wechselkursen dadurch zu ermöglichen, daß sie den Dollar erneut — diesmal um 10 Prozent — abwerteten. Doch war der Markt bereits so skeptisch, daß auch die neuen Leitkurse nicht lange gehalten werden konnten. Die anhaltende Vertrauenslücke hing nicht damit zusammen, daß die von der neuen im Verein mit der vorangegangenen Abwertung im Endeffekt erwartete Verbesserung der amerikanischen Zahlungsposition als auf die Dauer unzureichend angesehen worden wäre. Von Einfluß war vielmehr die Absicht der amerikanischen Behörden, von Interventionen am Markt zugunsten des Dollars Abstand zu nehmen, die Beschränkungen des Kapitalexports nach und nach auslaufen zu lassen und die Entwicklung der Nachfrage nur mäßig zu dämpfen. An jenem Punkt blieb gar keine andere Wahl, als die Garantie der neuen Leitkurse allgemein zu beenden. Sechs EWG-Staaten taten sich jedoch zusammen, um die Kurse ihrer Währungen untereinander innerhalb einer Bandbreite von  $2\frac{1}{4}$  Prozent zu halten, und mehrere andere Länder schlossen sich dieser Insel fester Wechselkurse an.

Der Lauf der Ereignisse hat die Vertreter der Länder im Zwanziger-Ausschuß für die Reform des internationalen Währungssystems vor eine ganz andere Lage gestellt, als sie zu der Zeit bestand, in der sie ihren Auftrag erhielten. Die Marktkräfte haben ja bereits ihre eigenen Reformen herbeigeführt. Der Dollar, das Pfund, der Yen, der Schweizer Franken, die Lira und der Block der anderen EWG-Währungen sind alle untereinander flexibel, und nichts deutet darauf hin, daß dies in nächster Zeit anders werden könnte. Viele Beobachter sehen darin eine wirkliche Reform und Verbesserung gegenüber dem früheren Zustand, als die Länder krampfhaft am Ungleichgewicht festgehalten hatten. Da das allgemeine Floating tiefgreifende psychologische Wirkungen in der privaten Wirtschaft und Bankwelt hinterlassen hat und einige Länder eine feste Parität offenbar als Last empfinden, die sie nur ungern wieder auf sich nehmen würden, ist die weitere Entwicklung schwer vorauszusehen.

Erklärtermaßen geht es in der Reform noch immer darum, wieder ein System von Paritäten zu errichten, die verteidigt werden müssen, sofern nicht die Wahrung des fundamentalen Gleichgewichts eine Änderung verlangt. Nach der neuen Sprachregelung ist das Ziel jedoch „ein System, das auf stabilen, wenn auch anpassungsfähigen Wechselkursen beruht“. Diesen Worten allein ist nicht zu entnehmen, ob es mehr auf die Stabilität oder mehr auf die Anpassungsfähigkeit ankommen soll. Und

wenn die Stabilitätsverpflichtung verschwommen bleibt, ist zu bezweifeln, ob die Marktkräfte bei künftigen unvermeidlichen Erschütterungen im Zaum gehalten werden können. Die Erfahrung der letzten Zeit hat klar gezeigt, daß häufige Wechselkursänderungen die Verteidigung neuer Paritäten sehr erschweren.

Es ist ohne weiteres zu sehen, wie schwierig es ist, ein neues System zu schaffen, in dessen Rahmen Kursstabilität, ein wirksamer Anpassungsprozeß und eine ausgewogenere Lastenverteilung zwischen dem Dollar und anderen Währungen auf internationaler Basis verwirklicht werden sollen. Zur Verbesserung des Anpassungsprozesses wurde die Heranziehung eines objektiven Indikators für Ungleichgewichte vorgeschlagen, der signalisieren würde, wann Konsultationen einzuberufen wären, die binnen angemessener Zeit zu obligatorischen Anpassungsmaßnahmen führen müßten. Wenn die Indikatoren aber so objektiv sind, ist anzunehmen, daß der Markt die Lage ebenso früh wie die offiziellen Stellen erkennen und in einen Krisenzustand geraten würde, bevor der bürokratische Apparat mit seinen Konsultationen bis zur Entscheidungsfähigkeit gelangt wäre.

Gleichzeitig liegt auf der Hand, daß die Stabilität der Wechselkurse, vor allem des Kurses für den Dollar selber, die Konvertibilität voraussetzt. Diese aber kann nur aufrechterhalten werden, wenn dafür gesorgt wird, daß die begrenzten Reserven der Währungsbehörde nicht wegen eines Ungleichgewichts dahinschmelzen, dessen rechtzeitige Beseitigung man aufgrund optimistischer Prognosen und mit nur halbherzigen Maßnahmen versäumt. Gewiß haben die Vereinigten Staaten sich bereit gezeigt, an jeder erforderlichen Anpassung in vollem Umfang mitzuwirken; aber offen ist geblieben, welche konkrete Auslegung sie ihrem eigenen objektiven Indikator geben würden oder welche konkreten Maßnahmen zur Steuerung ihrer Zahlungsbilanz zu treffen sie willens wären. Viele andere Länder haben den Eindruck, daß in der Praxis sie selbst die Last der Anpassung zu tragen hätten, und sind dagegen, daß Wechselkursänderungen, ob bei ihnen oder in den Vereinigten Staaten, das erste Instrument zur Verteidigung der Zahlungsbilanz sein sollen. Ganz besonders stört sie die Aussicht, durch Aufwertung Platz für größere amerikanische Kapitalausfuhren zu schaffen. Ob die Schuld an der verzögerten Anpassung nun eher auf dieser oder jener Seite liegen mag — in keinem Fall könnte von den Vereinigten Staaten erwartet werden, sich zur Konvertibilität zu verpflichten, wenn der Freiheit der Überschußländer, Dollar zu kaufen, keine Grenze gesetzt würde.

Wie stehen die Figuren im neuen Währungsspiel? Jedes der hauptsächlichen Reservemedien hat seine Befürworter, doch am meisten Anklang findet offenbar die Formel, die SZR an die erste Stelle zu setzen, dem Gold eine kleiner werdende Rolle zuzuweisen und die weitere Ansammlung von Dollarreserven mehr oder minder streng zu begrenzen. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob auf dieser theoretischen Konfiguration ein System stabiler Kurse errichtet werden kann, besonders jetzt, da sich wieder einmal das Greshamsche Gesetz bestätigt hat. Unterdessen ruht das Gold in den Tresoren, ungenutzt — doch nicht ungeliebt.

RENÉ LARRE  
Generaldirektor

**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1973**

**BILANZ VOM**

(vor und nach Verwendung)

## AKTIVA

	<u>Goldfranken</u>
<b>Gold</b> ... ..	4 125 844 150
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ...	84 352 631
<b>Schatzwechsel</b> ... ..	595 538 145
<b>Terminguthaben und Kredite</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	11 587 662 185
von mehr als 3 Monaten ... ..	4 155 053 699
" " " " " (Gold) ... ..	<u>1 723 079</u>
	15 744 438 963
<b>Sonstige Wertpapiere</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	3 475 089 689
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>1 162 380 273</u>
	4 637 469 962
<b>Verschiedenes</b> ... ..	61 971 179
<b>Land, Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	<u>1</u>
	<u><u>25 249 615 031</u></u>

Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58 ... Gramm Feingold - Artikel 4 der Statuten.

Anmerkung 2: Zu erhaltendes Gold auf Grund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1973: 95 424 432 Goldfranken.

**31. MÄRZ 1973**

des Reingewinns)

PASSIVA

	<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
	<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
<b>Stammkapital</b>		
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken ...	<u>1 500 000 000</u>	
Begeben: 481 125 Aktien ... ..	<u>1 202 812 500</u>	
mit 25%iger Einzahlung ... ..	300 703 125	300 703 125
<b>Reserven</b>		
Gesetzlicher Reservefonds ... ..	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds ... ..	205 133 210	252 633 210
Besonderer Dividenden-Reservefonds ... ..	61 207 864	75 175 781
Freier Reservefonds ... ..	<u>156 800 000</u>	<u>190 332 183</u>
	453 211 487	548 211 487
<b>Einlagen (Gold)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... ..	3 236 803 843	
bis zu 3 Monaten ... ..	239 291 786	
von mehr als 3 Monaten ... ..	17 259 809	
Andere Einleger		
auf Sicht ... ..	<u>33 082 685</u>	
	3 526 438 223	3 526 438 223
<b>Einlagen (Währungen)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... ..	372 351 963	
bis zu 3 Monaten ... ..	16 763 640 170	
von mehr als 3 Monaten ... ..	2 456 915 569	
Andere Einleger		
auf Sicht ... ..	11 832 628	
bis zu 3 Monaten ... ..	438 175 065	
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>95 111 744</u>	
	20 138 027 139	20 138 027 139
<b>Wechsel</b>		
von mehr als 3 Monaten ... ..	514 526 742	514 526 742
<b>Verschiedenes</b> ... ..		
	101 705 551	101 705 551
<b>Rückstellung für Bauvorhaben</b> ... ..		
	92 939 483	92 939 483
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> ... ..		
	122 063 281	—
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1973</i> ... ..	—	27 063 281
	<u>25 249 615 031</u>	<u>25 249 615 031</u>

**BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH, BASEL**

Nach unserer Ansicht sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1973 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, den 26. April 1973

PRICE WATERHOUSE & CO.

# GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1973 abgeschlossene Geschäftsjahr

	Goldfranken
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... .. .	154 388 073
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... .. .	262 358
Direktion und Personal ... .. .	13 623 098
Geschäfts- und Bürokosten ... .. .	4 454 341
	19 339 797
Geschäftsertrag ... .. .	136 048 276
Abzüglich: Zuweisung an	
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ... .. .	3 984 995
Rückstellung für Bauvorhaben ... .. .	10 000 000
	13 984 995
Reingewinn für das am 31. März 1973 abgeschlossene Geschäftsjahr ... .. .	122 063 281

Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:

Dividende von 6% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
37,50 Goldfranken je Aktie ... .. .	18 042 187
	104 021 094
Zusatzdividende (statutarisches Maximum) von 3% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
18,75 Goldfranken je Aktie ... .. .	9 021 094
	95 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... .. .	47 500 000
	47 500 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds (der dadurch sein statutarisches Maximum erreicht) ... .. .	13 967 817
	33 532 183
Zuweisung an den Freien Reservefonds ... .. .	33 532 183
	—
	—

## Veränderung der Rückstellung für Bauvorhaben in dem am 31. März 1973 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	Goldfranken
Stand am 1. April 1972 ... .. .	82 065 109
Dazu: Kursdifferenz ... .. .	5 465 630
Zuweisung von der Gewinn- und Verlustrechnung ... .. .	10 000 000
	97 530 739
Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen ... .. .	4 591 256
Stand am 31. März 1973 gemäß Bilanz ... .. .	92 939 483

## VERWALTUNGSRAT

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

Baron Ansiaux, Brüssel  
M. J. Babington Smith, London  
Dr. Guido Carli, Rom  
Dr. Leonhard Gleske, Bremen  
Dr. Karl Klasen, Frankfurt a. M.  
Dr. Donato Menichella, Rom  
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, London  
Dr. Edwin Stopper, Zürich  
Robert Vandeputte, Brüssel  
Olivier Wormser, Paris  
Per Åsbrink, Stockholm

### Stellvertreter

Dr. Paolo Baffi, Rom, oder  
Prof. Francesco Maserà, Rom  
Dr. Otmar Emminger, Frankfurt a. M., oder  
Johannes Tüngeler, Frankfurt a. M.  
Georges Janson, Brüssel  
André de Lattre, Paris, oder  
Marcel Théron, Paris  
Christopher W. McMahon, London, oder  
M. J. Balfour, London

## DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Milton Gilbert	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Antonio d'Aroma	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
D. H. Macdonald	Chef der Bankabteilung
Henri Guisan	Rechtsberater
Dr. Antonio Rainoni	Direktor
Maurice Toussaint	Direktor
R. T. P. Hall	Direktor

---

D. H. Stapleton	Stellvertretender Generalsekretär
Prof. Dr. F. E. Klein	Stellvertretender Rechtsberater
A. N. Barltrop	Beigeordneter Direktor
Dr. Warren D. McClam	Beigeordneter Direktor
M. G. Dealtry	Beigeordneter Direktor
Robert Chaptinel	Beigeordneter Direktor