

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

FÜNFUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1974 — 31. MÄRZ 1975

BASEL

9. Juni 1975

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	I
I. Wirtschaftslage und Wirtschaftspolitik 1974-1975	2
Die konjunkturelle Entwicklung (S. 2); die Preis- und Lohninflation (S. 9); Geldpolitik und Zinsen (S. 15); die Erdölhaushalte und die internationalen Zahlungungleichgewichte (S. 21); die Entwicklung der Wechselkurse und das internationale Währungssystem (S. 27)	
II. Entwicklungen und Maßnahmen in einzelnen Ländern	32
<i>Vereinigte Staaten (S. 32), Bundesrepublik Deutschland (S. 36), Japan (S. 40), Großbritannien (S. 42), Kanada (S. 47), Frankreich (S. 49), Italien (S. 52), Belgien (S. 54), Niederlande (S. 56), Schweiz (S. 59), Österreich (S. 60), Dänemark (S. 62), Norwegen (S. 63), Schweden (S. 64), Finnland (S. 67), Spanien (S. 68), Jugoslawien (S. 69), Ungarn (S. 70), Tschechoslowakei (S. 71), Deutsche Demokratische Republik (S. 71), Polen (S. 72), Rumänien (S. 73), Bulgarien (S. 73), Sowjetunion (S. 74), Südafrika (S. 75), Australien (S. 76), Neuseeland (S. 77)</i>	
III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr	79
Welthandel (S. 79); die Entwicklung der Dienstleistungen und Übertragungen (S. 83); internationaler Zahlungsverkehr (S. 87); die Entwicklung in den einzelnen Ländern: <i>Vereinigte Staaten (S. 89), Kanada (S. 91), Japan (S. 92), Großbritannien (S. 93), Bundesrepublik Deutschland (S. 95), Frankreich (S. 96), Italien (S. 98), belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion (S. 99), Niederlande (S. 100), Dänemark (S. 101), Irland (S. 101); sonstige europäische Länder: Österreich (S. 102), Schweiz (S. 103), Finnland (S. 104), Island (S. 104), Norwegen (S. 104), Schweden (S. 105), Portugal (S. 106), Spanien (S. 106), Griechenland (S. 107), Jugoslawien (S. 108), Türkei (S. 108)</i>	
IV. Gold, Reserven und Devisen	109
Gold: Produktion, Märkte und Reserven (S. 109); die Entwicklung der Weltwährungsreserven (S. 112); Devisenbilanzen: <i>Vereinigte Staaten (S. 116), Großbritannien (S. 118), Frankreich (S. 119), Italien (S. 120), Bundesrepublik Deutschland (S. 120), Schweiz (S. 121), Belgien-Luxemburg (S. 123), Niederlande (S. 123), Schweden (S. 124), Österreich (S. 124), Dänemark (S. 124), Finnland (S. 124), Norwegen (S. 124), Spanien (S. 125), Portugal (S. 125), andere europäische Länder (S. 125), Kanada (S. 125), Japan (S. 125); Internationaler Währungsfonds (S. 126); das Gemeinschaftsfloating einiger europäischer Währungen (S. 128); sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse (S. 129): <i>Regelung und Überwachung der Devisengeschäfte der Banken (S. 130), Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs (S. 131)</i></i>	

V. Der Eurogeld- und der Euroanleihemarkt 136

Der Eurogeldmarkt (S. 136); die hauptsächlichen Bestimmungsfaktoren (S. 137), die Struktur des Marktes (S. 141), Herkunft und Verwendung der Mittel (S. 146), die Zinsentwicklung (S. 150); der Euroanleihemarkt (S. 152)

VI. Die Tätigkeit der Bank 156

Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 156); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 158); Passiva (Mittelaufkommen) (S. 159), Aktiva (Mittelverwendung) (S. 162); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 164); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 166); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungs-politische Zusammenarbeit (S. 167); Änderung von Artikel 51 und 52 der Statuten der Bank (S. 167); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 169); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 170)

Schlußbemerkungen 172

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1975

VERZEICHNIS DER GRAPHIKEN(+) UND TABELLEN

	Seite
I. Wirtschaftslage und Wirtschaftspolitik 1974-1975	
Vereinigte Staaten: die Konjunkturzyklen der Nachkriegszeit +	2
Industrieproduktion +	4
Angebot und Nachfrage	7
Weltmarktpreise (Economist-Index) +	10
Preise und Löhne +	13
Kurzfristige und langfristige Zinssätze +	17
Die Geldmenge	19
Zehnergruppenländer und Schweiz: Handelsbilanz 1973 und 1974 und Bestimmungsgründe ihrer Veränderung	22
OECD-Länder: Handelsbilanz 1974-1975	23
Zehnergruppenländer und Schweiz: Schätzwerte der effektiven Wechselkursveränderungen	27
II. Entwicklungen und Maßnahmen in einzelnen Ländern	
Vereinigte Staaten: Mittelnachfrage und -angebot an den Kreditmärkten	35
Bundesrepublik Deutschland: die Vermögensbildung und ihre Finanzierung	39
Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung	41
Großbritannien:	
Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung	44
Inländische Kreditexpansion	46
Kanada: Gesamte Mittelaufnahme nach Sektoren	49
Frankreich: Kreditangebot und -verwendung	51
Niederlande: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung	58
Schweden: Nettokreditgewährung	66
Osteuropäische Volkswirtschaften: Erzeugung nach Sektoren und produziertes Nationaleinkommen	72
III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr	
Welthandel	79
Terms of trade, effektive Wechselkurse und relative Preise +	81
Export- und Importvolumen, relative Durchschnittspreise im Export von Industriewaren (auf Dollarbasis) und Inlandsnachfrage	82
Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen	85

Zahlungsbilanzen:	
Industrialisierte Gebiete	87
Vereinigte Staaten	90
Kanada	91
Japan	92
Großbritannien	94
Bundesrepublik Deutschland	95
Frankreich	97
Italien	98
Übrige EWG-Länder	100
Österreich und Schweiz	103
Nordische Länder	105
Portugal und Spanien	106
Mittelmeerländer	107

IV. Gold, Reserven und Devisen

Weltgoldderzeugung	109
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte) 1970-1974	110
Goldmarktpreise ♦	111
Veränderung der Weltwährungsreserven	114
Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz	117
Großbritannien: Erweiterte Devisenbilanz	118
Europäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition	122
Gruppenfloating europäischer Währungen gegenüber dem US-Dollar ♦	128

V. Der Eurogeld- und der Euroanleihemarkt

Acht berichtende europäische Länder: Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken gegenüber dem Ausland ♦	136
Auslandsposition der berichtenden europäischen Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen	142
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern	144
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern	145
Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber Devisenausländern	147
Volumen des Eurogeldmarkts	149
Interbanksätze für Dreimonats-Eurowährungseinlagen und Satz für Depositenzertifikate in den Vereinigten Staaten ♦	150
Dollarzinssätze am Eurogeld- und -anleihemarkt ♦	152
Internationale Anleihen und konventionelle Auslandsanleihen	153
Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ♦	155

VI. Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren	158
Passiva ♦	159
Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren	159
Fremdmittel:	
Herkunft	161
Laufzeit und Sachkategorien	161
Aktiva ♦	162
Aktiva nach Sachkategorien	163
Laufzeit der „Terminguthaben und Kredite“ und der „Sonstigen Wertpapiere“ . .	164
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)	165
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930	165
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl	166

FÜNFUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS-AUSGLEICH

am 9. Juni 1975 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 45. Geschäftsjahr (1. April 1974–31. März 1975) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 5 559 195 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr 1974/75 ein Reingewinn von 182 063 281 Goldfranken (im Vorjahr: 145 063 281 Goldfranken; im 45. Geschäftsjahr: 122 063 281 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 18 042 187 Goldfranken als Vorrangdividende von 6% p. a. = 37,50 Goldfranken je Aktie und vom restlichen Reingewinn einen innerhalb des statutarischen Rahmens von 20% bleibenden Betrag von 9 021 094 Goldfranken als höchstzulässige Zusatzdividende von 3% p. a. = 18,75 Goldfranken je Aktie auszuschütten.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 62 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den Rest von 93 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen beläuft sich die Dividende für das Geschäftsjahr 1974/75 auf insgesamt 56,25 Goldfranken je Aktie, die den Aktionären am 1. Juli 1975 im Betrag von 75,05 Schweizer Franken je Aktie gezahlt werden.

Das erste Kapitel dieses Berichts gibt einen Überblick über die wirtschaftlichen Ereignisse und Maßnahmen im Zeitraum 1974–1975, die im Zeichen weltweiter Teuerung und gleichzeitiger schwerer Konjunkturerbrüche standen — eine Kombination, durch die sich der gegenwärtige Konjunkturzyklus von den vorangegangenen Nachkriegszyklen unterscheidet; besondere Beachtung finden die Geldpolitik und die Zinsentwicklung, die Auswirkungen der Erdölhaushalte auf die Zahlungsbilanzen und die Veränderungen der Wechselkurse der führenden Währungen. Das zweite Kapitel enthält Länderanalysen im Bereich der Produktion, der Preise, der Geld- und der Fiskalpolitik. Die zwei anschließenden Kapitel haben die letztjährige Entwicklung des Außenhandels und der Zahlungsbilanzen, der Goldproduktion, der Währungsreserven und der Devisenmärkte zum Inhalt. Das fünfte Kapitel unterrichtet über den Eurogeld- und den Euroanleihemarkt und das sechste über die Tätigkeit der Bank im Geschäftsjahr, die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse.

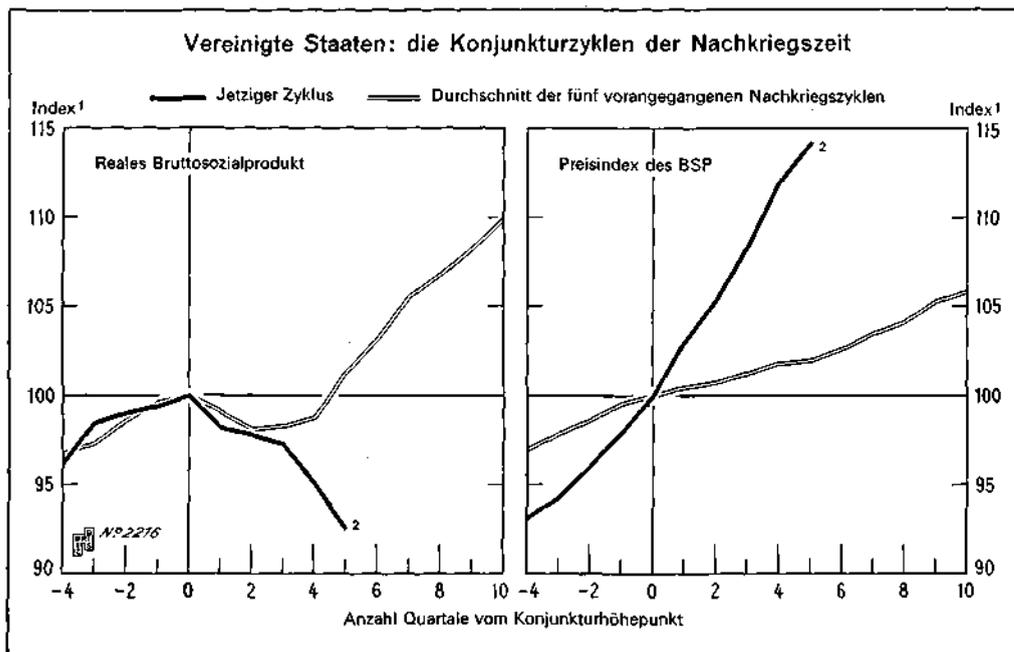
I. WIRTSCHAFTSLAGE UND WIRTSCHAFTSPOLITIK

1974—1975

Die konjunkturelle Entwicklung

Die konjunkturelle Entwicklung im Berichtszeitraum wird eindrücklich durch die nachstehende Graphik veranschaulicht, die das jetzige amerikanische Konjunkturtief dem Durchschnitt der fünf vorangegangenen Nachkriegszyklen gegenüberstellt. Vor allem die starke Inflation und die Erschütterungen durch die enorme Erdölhausse haben die Industrieländer in die schwerste und umfassendste Rezession seit dem Kriege getrieben. Angeführt wurde die Talfahrt von drei großen Ländern: Deutschland, Japan und den Vereinigten Staaten, die alle drei seit 1973 hart gegen die Inflation angekämpft hatten. In Großbritannien, das im Herbst 1973 aus Zahlungsbilanzgründen ebenfalls restriktive Maßnahmen hatte ergreifen müssen, setzte der Abschwung genauso früh ein, doch war er weniger ausgeprägt. Diese ungewöhnliche Gleichzeitigkeit der Konjunkturwendepunkte löste eine Verlangsamung des Welthandels aus und trug dazu bei, daß die kontraktiven Einflüsse auf die meisten anderen Länder übergriffen.

Etwa Mitte 1973, bereits Monate vor der Ölkrise, hatten in vielen Ländern Versorgungs- und Kapazitätsengpässe das Wachstum zu dämpfen begonnen. In den USA waren bezeichnenderweise die Kapazitäten zur Herstellung von Vorprodukten außergewöhnlich stark ausgelastet — ganz erheblich über dem Durchschnitt in der Güterproduktion überhaupt. Etwas später kamen als weiteres dämpfendes Element



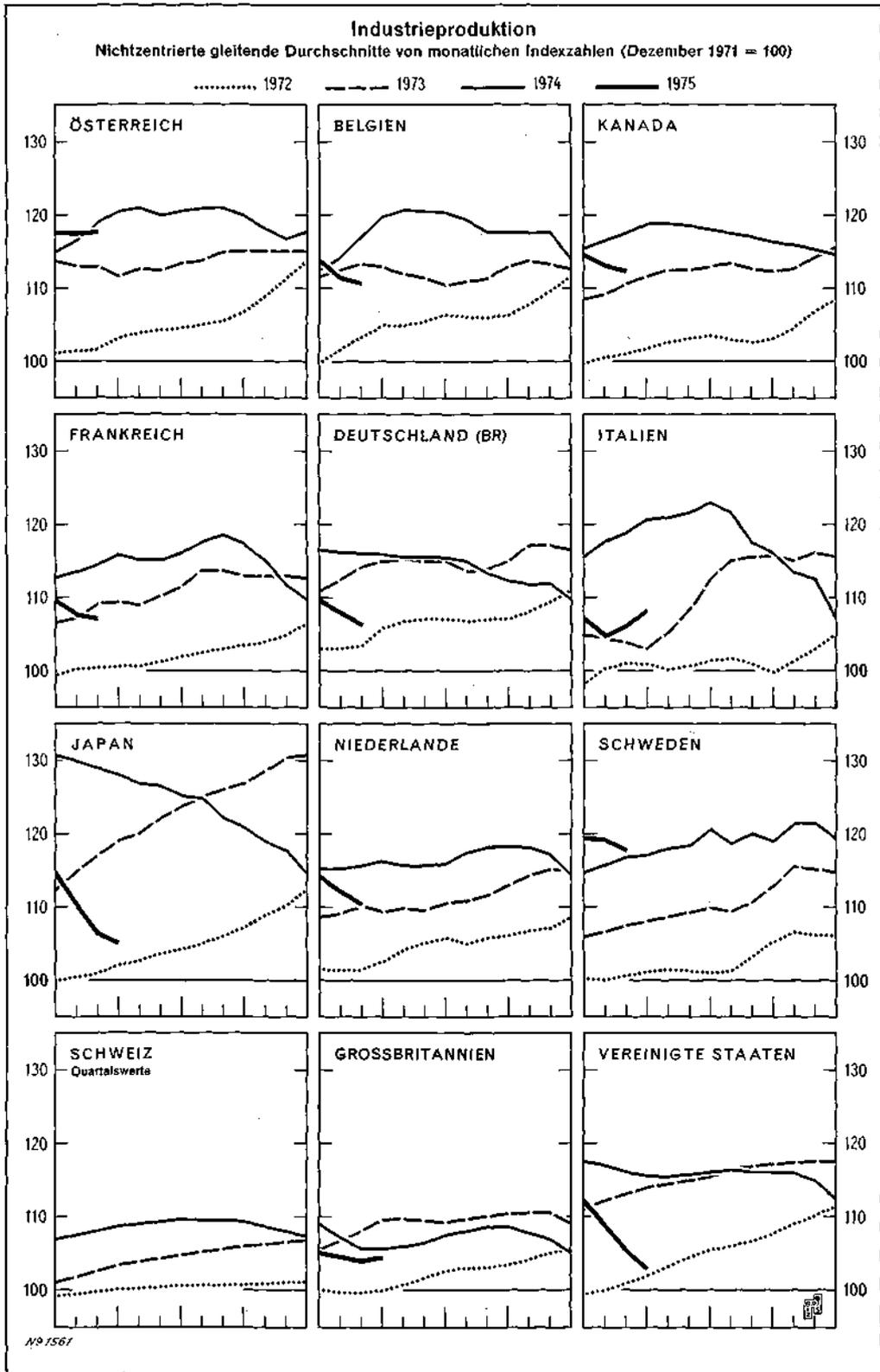
immer restriktivere Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation hinzu. Die ersten Anzeichen einer tatsächlichen Produktionsabschwächung zeigten sich Ende 1973 in den größeren Ländern. Allerdings war nicht zu erkennen, inwieweit es sich hierbei um einen längerdauernden konjunkturellen Vorgang oder um eine bloß vorübergehende Reaktion auf die Sperrung der arabischen Öllieferungen in die USA sowie auf den Bergarbeiterstreik und die Dreitagewoche in Großbritannien handelte. Nach dem Ende des Ölembargos und des Bergarbeiterstreiks schloß in beiden Ländern die industrielle Erzeugung im zweiten Quartal 1974 wieder etwas besser ab. In vielen anderen Staaten begann sich das Wachstum der Güterproduktion zwar beträchtlich abzuschwächen, doch mit Ausnahme Japans war nichts von einem ernsthaften Einbruch zu bemerken. Mitte 1974 reichte das internationale Spektrum der Konjunkturaussichten im wesentlichen von langsamem Wachstum über zeitweilige Stagnation bis schlimmstenfalls zu einer mäßigen Schrumpfung.

In der zweiten Jahreshälfte ging es jedoch deutlich bergab. Die industrielle Erzeugung verringerte sich in Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Kanada, Österreich und der Schweiz, ferner erneut und verstärkt in den Vereinigten Staaten und Großbritannien sowie in Fortsetzung des bereits gegebenen Trends in Japan. In ein besonderes Tief gerieten die Autoindustrie und die Bauwirtschaft. 1975 schrumpfte die Produktion weiter, und im Spätfrühjahr steckten die meisten Länder in einer ziemlich schweren Rezession.

Noch nie war es in so vielen Staaten gleichzeitig abwärts gegangen. In Deutschland, Kanada, Dänemark, Frankreich, den Niederlanden und Belgien hatte die Arbeitslosigkeit etwa das Ausmaß früherer Rezessionen erreicht oder sogar überschritten. Am meisten stieg sie in den Vereinigten Staaten (Stand im April 1975: 8,9%). Kein Land konnte sich der Anpassungswelle, die über die industrialisierte Welt hinwegrollte, ganz entziehen; einigermaßen gut hielten sich aber Schweden nach vorangegangenen fiskalischen Spritzen und vor allem Norwegen, dem die Nordseeöl-Konjunktur zugute kam.

Ihr besonderes Ausmaß erhielt die Rezession sowohl durch die Reaktionen der Stabilisierungspolitik und des Kaufverhaltens im privaten Bereich auf die außerordentlich starke Inflation als auch durch die beispiellosen Auswirkungen der plötzlichen Vervierfachung des Erdölpreises. Noch nie zuvor waren in den großen Industrieländern so schwere Depressionsfaktoren zusammengetroffen. Verschärfend kam hinzu, daß zuerst die Verbraucher und dann die Investoren eine abwartende Haltung einzunehmen begannen.

Die heftige Inflation der letzten zwei Jahre beeinträchtigte den Unternehmensbereich mittelbar durch die harten Maßnahmen, die zu ihrer Bekämpfung ergriffen bzw. weitergeführt wurden, und unmittelbar, weil sie letztlich die reale Nachfrage beschnitt. Die meisten größeren Länder hatten 1973 begonnen, die Nachfrage zu beschränken; in den kleineren war die Konjunkturpolitik im allgemeinen weniger restriktiv. Die hartnäckige Intensität der Inflation, in einigen Ländern zudem in Verbindung mit ernsthaften Zahlungsdefiziten, zwang die Konjunkturpolitik auch dann noch zu verhältnismäßig starker Drosselung, als kein Zweifel mehr bestand, daß das reale Wachstum nachgelassen hatte. Daneben litt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage unter der Inflation insofern, als diese vermehrte Unsicherheit schuf, einigen



auf verhältnismäßig wenig inflationäre Verhältnisse abgestellten Steuersystemen einen konfiskatorischen Zug verlieh und die Kaufkraft aushöhlte.

Das konjunkturpolitische Dilemma, gleichzeitig gegen die Rezession und die Inflation angehen zu sollen, wurde durch den Sprung des Weltpreises für Erdöl um die Jahreswende 1973/1974 drastisch verschärft. Es war sofort ersichtlich, daß die Verteuerung des Erdöls auf die Inlandsnachfrage der Importstaaten ähnlich wirken mußte wie die Einführung einer hohen Verbrauchssteuer. In diesen Ländern ging reale Binnennachfrage verloren, soweit die Ölexportstaaten das an sie übertragene Einkommen nicht rasch wieder für ausländische Güter und Leistungen ausgaben. Die relative Verteuerung der Energie änderte zudem die Nachfragestruktur und verschlimmerte die Arbeitslosigkeit, weil spezialisierte Arbeitskräfte und Produktionsmittel nicht immer kurzfristig umdisponiert werden konnten. Und da der Anstieg des Erdölpreises die Inflation verstärkte und eine ganze Reihe von Zahlungsbilanzen passivierte, waren viele Regierungen noch weniger geneigt, den durch ihn bedingten kontraktiven Druck durch stimulierende Konjunkturmaßnahmen auszugleichen.

Bei der Beurteilung der depressiven Wirkung der Erdölhausse ist zu beachten, daß der Rezessionsgrad eines Landes nur lose mit dem Grad seiner Abhängigkeit von Öleinfuhren zusammenhing. Wohl schrumpfte in Japan, das weitgehend auf Importöl angewiesen ist, die Produktion besonders stark. Im übrigen war es aber so, daß der vergleichsweise größeren Importöldependenz Europas eine vergleichsweise stärkere Rezession in den Vereinigten Staaten gegenüberstand. Die Ölimportabhängigkeit an sich reicht selbstverständlich als Indikator für die deflatorische Wirkung der Erdölverteuerung nicht aus. Von Bedeutung war daneben das wirtschaftliche Gewicht der stark energiebezogenen Branchen, deren Produktion unmittelbar von den höheren relativen Energiepreisen beeinflußt wurde; beispielsweise hielten sich viele kleinere europäische Volkswirtschaften dank ihrer viel geringeren Abhängigkeit von einer eigenen Autoindustrie konjunkturell besser als die meisten größeren Industrieländer. Ferner spielte eine Rolle, ob die wirtschaftspolitische Priorität der Zahlungsbilanz, der Inflation oder der Arbeitslosigkeit galt.

Unter den wichtigsten Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ging der Wohnungsbau im allgemeinen am stärksten zurück. Zum Teil war das eine Reaktion auf die sehr rege Bautätigkeit der Vorjahre. Die restriktive Geldpolitik und die sehr hohen Zinssätze waren aber insofern beteiligt, als sie die unmittelbare Bereitschaft zum Hauserwerb und die Verfügbarkeit von Hypothekargeldern zur Befriedigung auch nur des verringerten Bedarfs reduzierten. Ferner schwächten die erhöhten Ölkosten die Nachfrage nach Wohnraum, der nicht im Einzugsbereich öffentlicher Verkehrsmittel lag. In den Vereinigten Staaten erlebte der Wohnungsbau trotz behördlicher Bemühung, einlagenschwachen Sparinstituten Mittel zuzuführen, seinen schärfsten Rückschlag seit dem Kriege; in Kanada und Japan nahm er, nachdem er 1973 die Expansion der Gesamtnachfrage stark vorangetrieben hatte, nicht mehr wesentlich zu bzw. kräftig ab, und auch in Großbritannien, Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und der Mehrzahl der nordeuropäischen Länder, wo bereits 1973 erste Schwächetendenzen aufgetreten waren, gab es 1974–1975 erhebliche Rückschläge. In mehreren kontinentaleuropäischen Ländern scheint sich der Wohnungsbau nicht nur konjunkturell, sondern nach langjährigen Bestrebungen zur Behebung der Wohnungsnot auch strukturell anzupassen.

Die Entwicklung der Verbrauchsausgaben hatte im Abschwung ein größeres Gewicht als gewöhnlich. Zu den Bestimmungsgründen der konjunkturpolitischen Nachfragedämpfung, der Preisinflation und der wohnungsbaubedingten Einbußen beim Absatz von Gebrauchsgütern gesellten sich ganz neue Einflüsse aus der Verteuerung des Erdöls. Insbesondere der Absatz von Kraftfahrzeugen wurde durch die steigenden Treibstoffkosten gebremst. Außerdem beanspruchte die Energienachfrage der Verbraucher, da sie kurzfristig nicht sehr preiselastisch ist, einen größeren Teil der Haushaltsbudgets, so daß weniger Kaufkraft für andere Ausgaben blieb. Der reale Verbrauch verlangsamte sein Wachstum in Frankreich, Italien, der Schweiz, Kanada, Japan und Belgien, stagnierte in Deutschland und Großbritannien und schrumpfte erheblich in den Vereinigten Staaten und Dänemark, während er in Spanien etwa im früheren Ausmaß und in Norwegen und Schweden, wo fiskalische Maßnahmen das verfügbare Realeinkommen alimentierten, sogar beschleunigt weiterwuchs. Ein ziemlich beunruhigender Aspekt des Konsumbildes insgesamt ist die in einer ganzen Reihe von Meinungsumfragen bei den Verbrauchern festgestellte außerordentlich pessimistische Haltung, die sich sowohl aus der Arbeitsplatzunsicherheit wie aus dem Verlauf der Preisinflation erklärt.

Die Produktivinvestitionen erwiesen sich in den ersten Monaten von 1974, in denen nur eine milde Konjunkturabschwächung erwartet wurde, vielfach noch als ein ziemlich widerstandsfähiges Nachfrageelement. Der Kostenanstieg war ein Anlaß für rege weitere Investitionstätigkeit. Im späteren Verlauf des Jahres allerdings, als Verbrauch und Wohnungsbau in die Flaute gerieten und die Konjunkturaussichten generell schlechter wurden, ließ die Investitionstätigkeit beträchtlich nach. In Frankreich, Italien und den Vereinigten Staaten wuchsen die produktiven Anlageinvestitionen stark verlangsamt, in Großbritannien und den Niederlanden begannen sie zu schrumpfen, und in Deutschland, der Schweiz und Japan erreichte der Rückgang ein erhebliches Ausmaß. Daß die restriktive Stabilisierungspolitik und der damit verbundene Zinsauftrieb die Investitionstätigkeit beeinträchtigen würden, war natürlich zu erwarten gewesen. Indessen verengte sich der Finanzierungsspielraum der Unternehmen in einigen Ländern, so in den Vereinigten Staaten und Großbritannien, in einem außerordentlichen Maße, das nicht nur auf die Politik des knappen Geldes zurückgeführt werden konnte. Da die Löhne im allgemeinen das Anstiegstempo der Lebenshaltungskosten mithielten und die Erdölproduzenten vom Einkommen aus Preisanhebungen einen wachsenden Anteil für sich abzweigten, wurde das Nettoeinkommen der Unternehmen entsprechend beeinträchtigt. Zum Teil hatte die in vielen Ländern festzustellende Verschlechterung der Finanzierungsposition der Unternehmen steuerliche Gründe, weil die Gewinne auf der Basis der effektiven Beschaffungskosten anstelle der inflationierten Wiederbeschaffungspreise von Vorräten und Anlagen besteuert wurden. In Großbritannien drückte auch die Preiskontrolle erheblich auf die Gewinne.

Der hohe Ölpreis stimulierte in manchen Gebieten die Erschließung neuer Energiequellen. Diesbezügliche Investitionen in der Nordsee sicherten Norwegen ein verhältnismäßig gutes reales Wachstum und bewahrten Großbritannien vor einem Ergebnis, das sonst noch schlechter ausgefallen wäre. Alles in allem brachte die Energiesuche weniger neue Investitionen, als andere Bereiche dadurch einbüßten, daß die Kapazitätsauslastung mit der rückläufigen Nachfrage erheblich sank. Eine baldige

Angebot und Nachfrage

	Zeitraum	Elemente der Nachfrage					Angebot		
		Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Ausfuhr von Gütern und Leistungen	Einfuhr von Gütern und Leistungen	Brutto-sozialprodukt
		Privat	Öffentlich	Ins-gesamt	Pro-duktiv-investi-tionen	Woh-nungs-bau			
Jahresdurchschnittliche bzw. jährliche reale Veränderung in Prozent									
Belgien	1963-72	4,2	5,7	4,3	4,7	3,0	9,1	8,6	4,8
	1973	6,6	5,2	5,2	2,3	16,9	15,7	20,4	5,3
	1974	2,8	6,7	7,4	5,1	13,9	7,5	8,5	4,0
Dänemark	1963-72	3,9	6,8	5,8	5,3	6,4	7,6	6,7	4,6
	1973	4,3	4,7	10,9	.	.	9,2	18,3	3,8
	1974	- 3,0	.	.	.	.	.	.	2,0
Deutschland (BR)	1963-72	4,7	3,8	4,7	5,1	3,6	9,4	9,9	4,5
	1973	2,9	4,0	1,1	1,0	1,7	16,2	9,8	5,3
	1974	0,2	4,4	- 7,9	- 6,0	-14,7	13,4	4,9	0,4
Finnland	1963-72	4,5	5,4	3,9	3,4	5,2	7,5	6,9	4,9
	1973	6,6	4,7	5,8	6,0	5,2	6,4	11,0	6,0
	1974	3,5	3,7	4,1	3,5	6,2	- 0,6	6,5	3,7
Frankreich	1963-72	5,5	3,5	7,9	7,8	8,3	11,1	11,3	5,7
	1973	6,0	3,4	8,0	7,0	5,8	12,6	14,1	6,0
	1974	4,3	2,3	4,6	.	.	12,4	9,7	4,1
Großbritannien	1963-72	2,6	2,2	4,0	4,1	3,9	5,2	5,2	2,7
	1973	4,7	3,7	4,1	4,8	1,2	11,6	11,2	6,0
	1974	- 0,1	2,0	- 2,6	- 1,3	- 8,3	4,1	1,5	0,0
Italien	1963-72	5,4	3,8	2,4	2,5	2,2	10,8	9,9	4,6
	1973	5,6	2,7	8,2	9,3	5,6	5,4	10,2	6,3
	1974	2,3	1,8	4,2	4,0	4,7	10,8	2,3	3,4
Japan	1963-72	8,9	6,8	12,8	12,4	14,6	15,2	13,1	10,4
	1973	8,1	7,0	14,3	14,6	13,5	7,3	23,0	10,2
	1974	1,6	3,2	-10,8	-11,8	- 7,2	21,2	12,2	- 1,8
Kanada	1963-72	5,2	5,8	5,6	5,5	6,3	9,3	9,0	5,4
	1973	6,0	4,1	10,4	9,8	12,7	8,3	12,4	6,8
	1974	4,3	8,9	7,4	9,3	0,8	- 1,1	9,4	3,7
Niederlande	1963-72	5,8	3,2	6,1	5,2	9,4	9,8	9,6	5,4
	1973	2,1	0,7	6,5	7,4	3,9	13,0	12,2	4,6
	1974	3,0	3,0	- 6,5	- 4,0	-13,0	4,5	1,5	1,9
Norwegen	1963-72	4,2	5,1	5,1	4,6	7,6	7,7	6,9	4,7
	1973	2,7	4,5	15,3	18,3	2,9	8,7	14,4	4,1
	1974	3,2	4,0	6,8	8,7	- 1,3	1,2	5,6	3,6
Österreich	1963-72	4,7	3,4	7,4	.	.	8,9	9,3	5,2
	1973	4,1	3,8	2,8	.	.	8,3	12,4	5,8
	1974	3,7	4,0	1,2	.	.	8,6	8,0	4,4
Schweden	1963-72	3,2	4,7	4,1	4,3	3,4	7,3	6,9	3,7
	1973	1,9	2,2	0,0	0,0	- 1,5	15,7	6,7	3,1
	1974	4,4	3,7	1,5	5,0	-10,0	3,7	14,7	4,2
Schweiz	1963-72	4,4	3,2	4,8	4,8	4,9	7,3	7,3	4,1
	1973	3,9	4,1	- 0,2	- 1,4	3,2	7,1	5,6	3,5
	1974	2,0	1,8	- 9,3	- 7,5	-14,4	2,4	- 1,0	- 0,8
Spanien	1963-72	6,1	5,9	8,6	10,5	1,1	12,5	11,8	6,6
	1973	6,7	6,0	15,5	.	.	12,8	17,2	7,9
	1974	5,0	4,5	5,5	.	.	2,4	7,0	5,0
Vereinigte Staaten	1963-72	4,5	3,4	4,9	5,6	3,0	6,3	8,4	4,2
	1973	4,7	1,3	6,4	8,6	- 4,0	19,6	5,5	5,9
	1974	- 2,3	0,7	- 5,7	2,3	-26,6	8,0	1,5	- 2,1

kräftige Wiederbelebung der Investitionstätigkeit ist somit, wie die letzten Investitions-umfragen bestätigen, in vielen Ländern unwahrscheinlich.

Die Einfuhr von Gütern und Leistungen hat 1974, entsprechend der allgemeinen konjunkturellen Abschwächung, die realen Wachstumsergebnisse des Vorjahres bei weitem nicht mehr erreicht. Die trotz schrumpfenden Importmengen gewaltige Ausgabensteigerung in der Erdölbilanz der Industrieländer führte zu Zahlungsdefiziten, die einige Länder mit Stabilisierungsmaßnahmen zur Beschränkung der Nicht-ölimporte beantworteten. Die Gesamteinfuhren waren in der Schweiz rückläufig und wuchsen sehr wenig in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Italien und den Niederlanden sowie stark verlangsamt auch in anderen Ländern; nur in Schweden war die Expansionsrate etwas größer als 1973.

Die reale Ausfuhr von Gütern und Leistungen wuchs 1974 in den meisten Ländern im Durchschnitt viel schwächer und, um die hauptsächlichsten Ausnahmen zu nennen, nur in Österreich, Deutschland und Frankreich etwa im Vorjahresausmaß sowie in Japan und Italien kräftig verstärkt. Nachdem der Güterexport in den ersten Monaten des Jahres noch ein tragendes Element der Nachfrage gewesen war, dehnte er sich in der zweiten Hälfte von 1974 wesentlich weniger aus, und im Ergebnis des gesamten Jahres schloß der Handel der Industrieländer untereinander mit dem geringsten Wachstum seit vielen Jahren. Andererseits wurde erheblich mehr als früher in Entwicklungsländer, besonders Ölstaaten, exportiert. Nachdem die kurzfristige Aufnahmekraft der OPEC-Länder zur Zeit der ursprünglichen Ölpreisanhebungen vielleicht etwas unterschätzt worden war, können sie jetzt als recht interessanter Markt für die nächste Zukunft gelten. Hingegen dürfte es kaum möglich sein, die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer im bisherigen Umfang weiter mit Industriegütern zu beliefern, da sie diese nach der in letzter Zeit eingetretenen Verschlechterung ihrer Terms of trade kaum bezahlen könnten. Nach guten Ergebnissen im ersten Halbjahr 1974 stellte der Export sein Wachstum in der zweiten Jahreshälfte in Deutschland, Frankreich und den Vereinigten Staaten plötzlich vollständig und in Großbritannien weitgehend ein. In Kanada war die Exportentwicklung in den ersten Monaten von 1974 noch schwach positiv, im gesamten Jahresergebnis aber negativ. In Italien wuchsen die Exporte 1974 nach der vorangegangenen kräftigen Zunahme weiter, und auch in den Anfangsmonaten von 1975 hielten sie sich recht gut. Eine bemerkenswerte Ausnahme vom allgemeinen Trend bildete Japan, dessen Ausfuhren bis zum Frühjahr 1975 äußerst expansiv blieben. Doch in vielen Ländern entwickelte sich der Export auch noch in den Anfangsmonaten dieses Jahres ziemlich schwach.

Von den öffentlichen Ausgaben wurde die gesamtwirtschaftliche Nachfrage trotz ihrer geschilderten Abschwächung vielfach nur wenig stimuliert; die Behörden konzentrierten ihre Aufmerksamkeit auf die Inflation und auf Probleme der Zahlungsbilanz. Hinzu kam, daß die nominellen Ausgaben besonders der nichtzentralen öffentlichen Haushalte durch die unerwartet starke Inflation oft einen bedeutend geringeren Realeffekt hatten. Der öffentliche Verbrauch wuchs preisbereinigt in den Vereinigten Staaten im gleichen niedrigen Tempo wie 1973, in Großbritannien, Frankreich, Norwegen, Spanien, der Schweiz, Japan und Italien leicht verlangsamt, in Belgien, Deutschland und Schweden etwas beschleunigt und in Kanada bedeutend rascher als 1973. Mehrere Regierungen senkten die Steuern, um der Unangemessenheit hoher Steuer-

lasten in einer Zeit der Konjunkturabschwächung Rechnung zu tragen. Einige Länder, vor allem nordeuropäische, koordinierten die Fiskalpolitik mit der Einkommenspolitik in einem „pluralistischen“ Ansatz zur Mäßigung der Lohn-Preis-Inflation.

Die Rezession der letzten 6–9 Monate wurde stark von der Entwicklung der Vorräte beeinflusst. In den meisten größeren Industrieländern hatten Lieferschwierigkeiten während der Hochkonjunktur nicht immer eine ausreichende Lagerhaltung zugelassen, und da die konjunkturelle Abflachung weithin als vorübergehende Anpassung an die Energielage gedeutet wurde, kam es in den Anfangsmonaten von 1974 zu einer harten Vorratsbildungskonkurrenz, zu der auch spekulative Käufe beigetragen haben dürften. Im weiteren Verlauf ließen die freiwilligen Lagerinvestitionen dann aber mit der schwächer werdenden Konjunktur nach. Allerdings sorgten jetzt Absatzschwierigkeiten für wachsende unfreiwillige Lagerhaltung von Fertigprodukten. Die in verschiedenen Ländern nunmehr hohe Relation zwischen Vorräten und realem Umsatz zeigte an, wie wenig der Abschwung vorhergesehen worden war. Ein spürbarer Abbau des Vorratsüberhangs wurde zu einer Vorbedingung der konjunkturellen Erholung, doch ging in einer Anzahl von Ländern in den beiden Quartalen um die Jahreswende 1974/1975 von gezielten Lagerauflösungen ein vorübergehender depressiver Einfluß aus.

Wie noch darzulegen sein wird, hatte die Verschärfung der Rezession gewisse konjunkturpolitische Akzentverschiebungen zur Folge. Die Geldpolitik wurde im allgemeinen gelockert — am kräftigsten in Deutschland und den Vereinigten Staaten. Mehrere kleinere Länder, vor allem die Niederlande und Schweden, entschlossen sich im vergangenen Jahr schon relativ früh zu einigen fiskalpolitischen Spritzen, und im Laufe des Jahres wurden die Staatshaushalte von Kanada und Großbritannien expansiver. Anfang 1975 stellten die deutschen Behörden die Weichen der Fiskalpolitik ziemlich energisch auf Expansion, und die Vereinigten Staaten beschlossen im März eine erhebliche Steuersenkung. Viele Länder mußten sich allerdings wegen der weiterbestehenden Probleme der Inflation und der Zahlungsbilanz Zurückhaltung auferlegen.

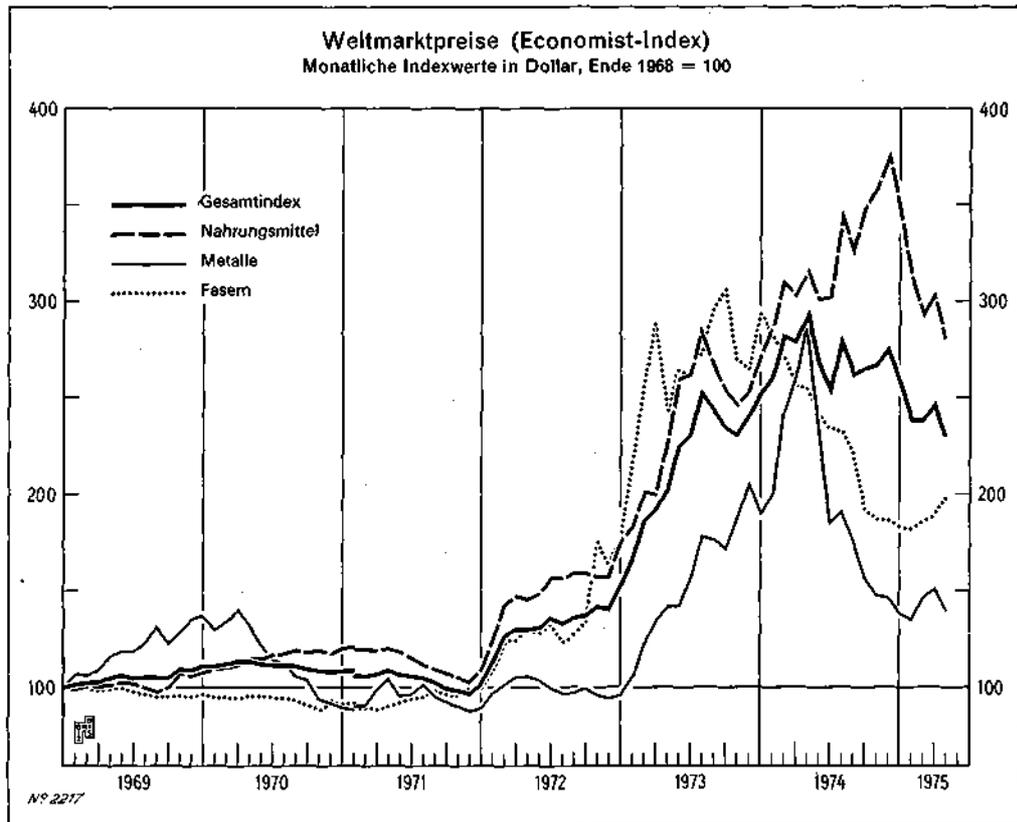
So ist der Ausblick kurz vor der Jahresmitte 1975 recht uneinheitlich. In Deutschland wird die Wende überwiegend für die nächste Zeit, in den USA meist für einen etwas späteren Zeitpunkt in der zweiten Jahreshälfte erwartet. Ein Aufschwung in diesen beiden wichtigen Ländern würde das Konjunkturklima natürlich auch in anderen Ländern verbessern. Allerdings muß man sich darüber im klaren sein, daß die Erholung etliche Zeit beanspruchen dürfte — nicht nur wegen der Strukturprobleme in wichtigen Bereichen (Wohnungsbau, Autoindustrie, Energiewirtschaft), sondern auch wegen der immer noch übermäßigen Inflation, mit der die Behörden fertigwerden müssen und deren eventuelle erneute Verschärfung sie bei allen ihren Entscheidungen zu bedenken haben.

Die Preis- und Lohninflation

Einen großen Teil des Jahres 1974 hindurch gewann der Preisauftrieb weiter an Schwung, obwohl die Konjunktur bereits nachließ. Die Großhandelspreise zogen etwa ab dem Frühjahr, als die Weltmarktpreise nachhaltig zu sinken begannen, in

den meisten Ländern langsamer an, doch schlugen immer noch die früheren Steigerungen auf die Verbraucherstufe durch. Auf der anderen Seite wurden die Tariflöhne wesentlich stärker als früher angehoben, was zusammen mit der konjunkturellen Abschwächung der Arbeitsproduktivität die Lohnkosten kräftig in die Höhe trieb. Anfang 1975, ein Jahr nach dem Erdölpreissprung und bei bereits ausgeprägter Rezession, schwächte sich die Inflation jedoch weithin ab. In einigen Fällen, vor allem in Großbritannien und Italien, blieb der Anstieg der Verbraucherpreise allerdings sehr stark.

Den ersten Bremsimpuls erhielt die Inflation durch den Zusammenbruch des längsten, steilsten und umfassendsten Rohstoffbooms seit Menschengedenken. Die Weltmarktpreise der gewerblichen Rohstoffe erreichten im allgemeinen etwa um den Monat April 1974 ihren höchsten Stand. Nach dem Economist-Index, der auf Dollarbasis veröffentlicht wird und das Erdöl unberücksichtigt läßt, waren sie damals um 180% — die Metalle um 220%, die Fasern um über 150% — höher als im Dezember 1971. Die anschließende Baisse, die durch den Abbau von Vorräten und das Auslaufen spekulativer Exzesse verschärft wurde, war ebenfalls eindrucklich. Von April 1974 bis April 1975 sank der Economist-Index der gewerblichen Rohstoffe um 36%; insbesondere der Kupferpreis bildete sich auf zwei Fünftel seines Höchststandes von 1974 zurück, der Kautschukpreis halbierte sich, und auch Blei, Zink, Wolle und Baumwolle wurden wesentlich billiger. Da der Dollar in diesem Zeitraum an Wert verlor, war der Rückgang in den meisten übrigen Währungen gemessen noch größer.



Auf der anderen Seite zogen die Transaktionspreise einiger Produkte wie Eisenerz und Aluminium — im allgemeinen entsprechend den Gewinnungskosten — noch an.

Die Weltmarkt-Kassapreise der Nahrungsmittel blieben bis gegen Ende 1974 meist auf einem ziemlich hohen Stand bzw. auf steigendem Trend; von da an gingen sie zurück. Die Getreidepreise erzielten aus ihrem Sommer-Tief heraus im Herbst wieder einen Höhenrekord, auf den, nachdem die Ernteaussichten besser geworden waren und die Vereinigten Staaten die Lieferungen nach der Sowjetunion einzuschränken begonnen hatten, eine nochmalige Baisse folgte, die freilich durch die Ungewißheiten im Zusammenhang mit dem geringen Umfang der Weltvorräte gedämpft wurde. An den hochempfindlichen Märkten für Kaffee und Kakao kam es im Herbst, als das spekulative Fieber nachließ, zu einem plötzlichen Preisverfall. Die Zuckerpreise verzeichneten im November einen neuen Kletter- und Höhenrekord und danach einen jähen Sturz. Fleisch, das sich verhältnismäßig wenig verteuert hatte, wurde fast während des ganzen Jahres 1974 billiger.

Das vergangene Jahr hat wiederum gezeigt, daß die Preise vieler Rohstoffe noch immer auf die Nachfragesituation reagieren und nicht nur steigen, sondern auch sinken können. Daß das Angebot nicht wesentlich zurückging, als die Nachfrage schrumpfte, hatte mehrere Gründe. Einmal lagen die Preise immer noch über den in der außerordentlich kapitalintensiven Produktion vieler Rohstoffe niedrigen variablen Kosten. Weitere Faktoren waren die langen Planungsperioden in der Landwirtschaft, Schwierigkeiten bei der Finanzierung von Marktregulierungsbeständen und der dringende Devisenbedarf einiger Lieferländer. Die meisten Rohstoffe sind bei weitem nicht mehr so billig wie vor dem Boom, so daß die Produktion allmählich wieder zunehmen könnte. Die erhebliche Verteuerung auch der Industriegüter, die weit über die Hausse während des Booms in den ersten fünfziger Jahren hinausging, hat allerdings die Rohstoffproduktion kostspieliger gemacht und dürfte bei vielen Welthandelsgütern einen im längerfristigen Durchschnitt höheren Angebotspreis bewirken.

Auf den anderen Stufen des Produktionsprozesses reagierten die Preise nur langsam auf die Verbilligung der Rohstoffe, da die Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage anfangs durch Lageraufbau und Produktionseinschränkungen aufgefangen wurde. Die Großhandelspreise stiegen 1974 zunächst stark, doch vom Spätfrühjahr an im allgemeinen langsamer. In einen erneuten kräftigen Auftrieb gerieten sie in der zweiten Jahreshälfte 1974 in Kanada und den Vereinigten Staaten, wo die Erhöhung der Erdölpreise schrittweise in die Wirtschaft eingeschleust wurde und die Nahrungsmittelpreise bis zum Herbst weiter stiegen. Die Preisindizes der einzelnen Produktionsstufen lassen erkennen, wie der Rohstoffkostenhöcker in gemäßigter Form von Stufe zu Stufe weiterwanderte. Um die Jahreswende 1974/1975, als Erzeuger und Verteiler Vorratsüberhänge abzubauen versuchten, gingen die Gesamtindizes der Großhandelspreise in zahlreichen Ländern zurück.

Einen schlagenden Beweis für die Schärfe der in den Industrieländern im vergangenen Jahr wütenden Inflation lieferte die außerordentliche Verteuerung der Fertigwaren. Die Großhandels- oder Erzeugerpreise von Industrieprodukten waren im Herbst 1974 in allen bedeutenden Industrieländern um über 20% (nur in Deutschland um rund 11%) höher als ein Jahr vorher; in Italien und Großbritannien lag die Rate näher bei 30%. In den Monaten um die Jahreswende 1974/1975 stiegen diese Preise

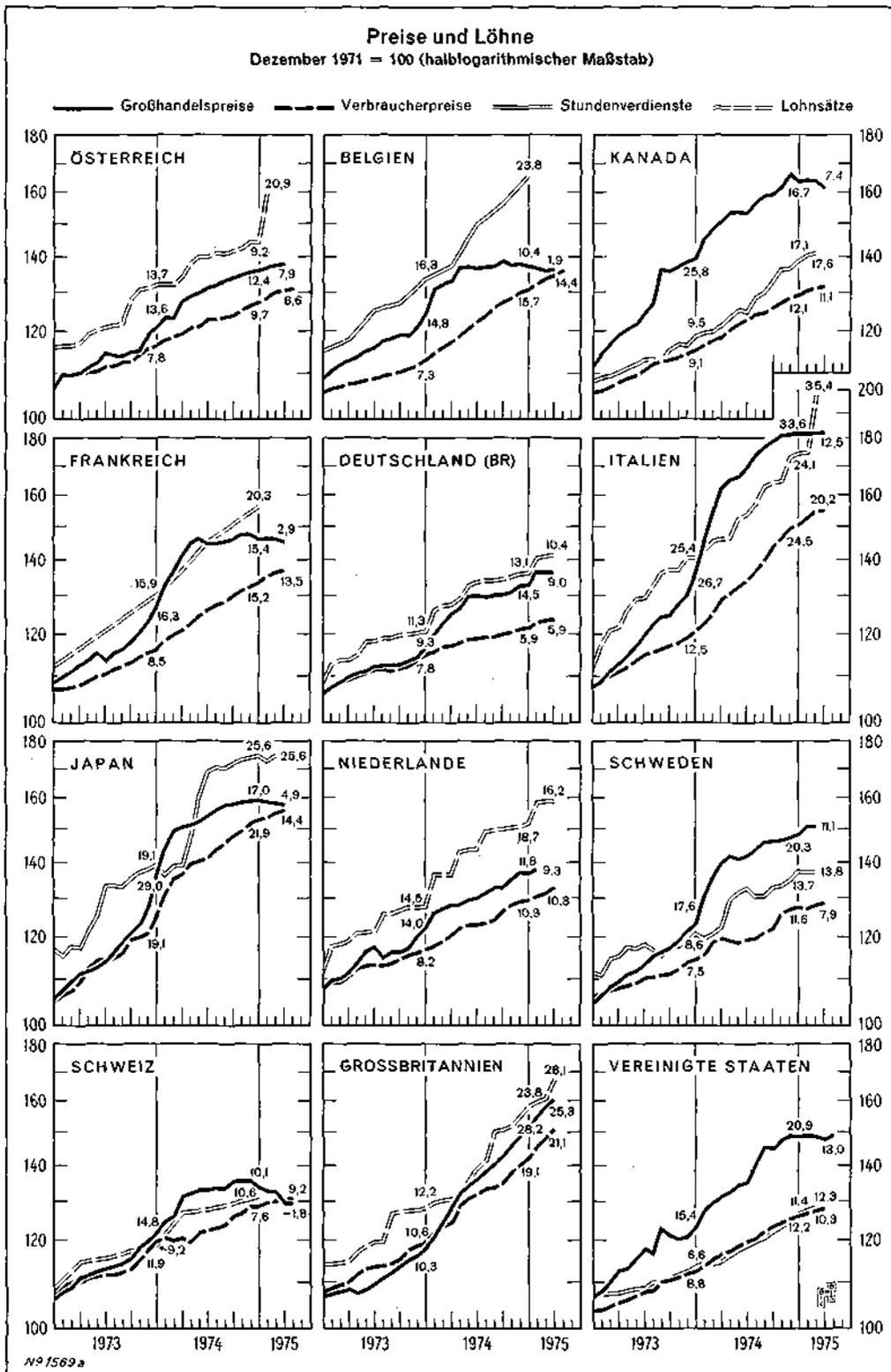
in den Vereinigten Staaten, Deutschland und Italien langsamer, während sie in Frankreich und Japan sogar sanken. Dagegen schienen sie in Kanada und Großbritannien mit unverminderter Kraft weiter nach oben zu drängen.

Die Verbraucherpreise setzten ihren steilen Anstieg fast das ganze Jahr 1974 hindurch fort; erst um die Jahreswende zeichnete sich vielfach eine Verlangsamung ab. In Westeuropa und Japan war ein Teuerungsschub zu Jahresbeginn größtenteils durch die Erdölhaushalte bedingt, die in den Vereinigten Staaten und Kanada zurückgedämmt wurde. Im weiteren Verlauf des Jahres übernahmen die Fertigwarenpreise die Führung. Weniger als andere Güter verteuerten sich dagegen im vergangenen Jahr die Nahrungsmittel überall außer in Italien, Japan (in diesen beiden Ländern zogen die Preisfreigaben im Herbst einen kräftigen Auftrieb nach sich) und Kanada. Die — in vielen Ländern kontrollierten — Mieten erhöhten sich zumindest bis zur Jahreswende fast überall sehr wenig. Die Preise der anderen Dienstleistungen waren in Italien und Großbritannien ebenfalls ein stabilisierendes Element — zum Teil dank künstlich niedrig gehaltenen Tarifen der öffentlichen Versorgungsbetriebe —, während sie in den meisten übrigen Ländern mit der immer mehr umsichgreifenden Lohninflation beschleunigt stiegen. Maßnahmen im Bereich der indirekten Steuern und der Nahrungsmittelsubventionen beeinflussten den zeitlichen Verlauf der Teuerung wesentlich vor allem in Italien, Schweden und Großbritannien.

Auffällig waren wiederum die erheblichen Unterschiede zwischen den Inflationsraten der einzelnen Länder. Im Frühjahr 1975 betrug der Jahresanstieg der Verbraucherpreise rund 6% in Deutschland, hingegen rund 20% in Italien, Irland und Großbritannien. Dazwischen lagen Österreich, Kanada, die Niederlande, Schweden, die Schweiz und die USA mit Raten von 8–11% sowie Belgien, Dänemark, Frankreich und — nach einer ausgeprägten Verlangsamung — Japan mit 13–15%.

Die Unterschiedlichkeit der Inflationsraten hatte mehrere Bestimmungsfaktoren: die jeweilige Abhängigkeit von Rohstoff- und Erdölimporten, den Restriktionsgrad der Konjunkturpolitik, die Härte der Rezession und das Ausmaß des Lohnauftriebs. Die relative Position Japans, die 1973 wesentlich schlechter geworden war, hat sich in letzter Zeit deutlich gebessert, und auch Italien erzielte günstigere Resultate. Daß die Auffächerung der Teuerungsraten mit der Freigabe der Wechselkurse zusammenfiel, ist kein Zufall. Das Floating hat die internationale Inflationsdependenz vermindert und zugleich die Preiswirkung monetärer oder kostenseitiger Inflationsimpulse im Land ihrer Entstehung verstärkt. In vielen Staaten werden die Verbraucherpreise außerdem stark von den Einfuhrpreisen beeinflusst und sind dann ihrerseits wieder ein wesentlicher Faktor der Lohnentwicklung und somit auch der Wettbewerbsfähigkeit im Export.

Kräftige Lohnsteigerungen haben erheblich dazu beigetragen, die Inflation zu verlängern und häufig auch zu verschlimmern. Vom Frühjahr 1974 an beschleunigte sich der Lohnauftrieb in allen Ländern, wenn auch verschieden rasch. Am Jahresende waren die Tariflöhne und die Stundenverdienste in den Vereinigten Staaten, Deutschland, Schweden und der Schweiz um 10–14% und am anderen Ende der Skala in Italien, Japan und Großbritannien um rund 25% höher als ein Jahr vorher. Dazwischen lagen die anderen westeuropäischen Länder und Kanada mit Raten von meist 15–20%.



Die Zahlen geben den prozentualen Anstieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand an.

Auch wenn der Lohnauftrieb eine beschleunigte Teuerung begleitete, ging er doch wiederum in den meisten Ländern über diese hinaus. Nur in den Vereinigten Staaten bildeten sich die Reallöhne zurück: die Tariflöhne stiegen im vergangenen Jahr nach ihrer Freigabe zwar verstärkt; dennoch vermochten sie, wie auch schon im Vorjahr, nicht mit den Verbraucherpreisen Schritt zu halten.

Aus mehreren Gründen scheinen die Löhne weniger restriktionsreagibel geworden zu sein. Die Lohnforderungen werden so bemessen, daß sie regelmäßige Realloohnerhöhungen bereits als selbstverständliche Voraussetzung enthalten und manchmal zudem einen Ausgleich für erwartete Preissteigerungen sowie für Einkommensverluste durch inflationsbedingte kalte Steuerprogression bieten sollen. Ebenso haben die gelegentlichen Versuche, die unteren Einkommensklassen relativ besserzustellen, eine Lohndrift bei den höher bezahlten Arbeitskräften ausgelöst.

Neben dem Lohnanstieg trieb im vergangenen Jahr auch die konjunkturelle Produktivitätsabschwächung die Lohnkosten je Produkteinheit kräftig in die Höhe — vor allem in Deutschland, Japan und den USA. In Belgien, Frankreich und den Niederlanden, wo die Rezession sich langsamer entwickelte, glich die Produktivitätsverbesserung die Kostenwirkung des ziemlich kräftigen Lohnanstiegs zum Teil aus. So rasch sich die Preise von Industrieerzeugnissen während des Jahres auch erhöhten, so wurden sie — besonders, wo es Kontrollen gab — gewöhnlich doch von den Löhnen überholt, so daß die Gewinne in fast allen Ländern mehr oder weniger in Mitleidenschaft gezogen wurden. Gleichzeitig schwächte die Besteuerung unrealisierter Vorratswertsteigerungen die Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen, die sich somit zu sehr viel höheren Zinsen vermehrt verschulden mußten. Allmählich ließ unter dem Einfluß der immer pessimistischeren Preis- und Einkommenserwartungen bei der gegebenen Kostendynamik die Investitions- und Produktionstätigkeit deutlich nach.

Die schwächere Verfassung der Arbeitsmärkte seit Ende 1974 hat — allerdings um einen hohen Preis bei Produktion und Beschäftigung — zusammen mit der sich abzeichnenden Verminderung des Teuerungsdrucks zu einer Mäßigung der Lohnforderungen beigetragen. Bei den durchschnittlichen Verdiensten gab es auch Einbußen dadurch, daß weniger Überstunden geleistet wurden. Im Frühjahr 1975 schienen die meisten Länder ihren größten Lohnauftrieb hinter sich zu haben, mit Kanada, Italien und Großbritannien als wesentlichen Ausnahmen. In Großbritannien waren die Lohnsätze im März infolge einiger äußerst großzügiger Lohnabkommen im öffentlichen Sektor um 32,5 % höher als ein Jahr vorher. Demgegenüber hielten sich typische Tariflohnhebungen in Deutschland Anfang 1975 im Bereich von 6–7%. In Japan erreichten die in der Lohnrunde vom Frühjahr 1975 vereinbarten Mehrzahlungen durchschnittlich rund 15 %, verglichen mit 32 % ein Jahr vorher.

Die Dynamik der Inflation setzte die Preis- und Einkommenspolitik einer schweren Belastungsprobe aus. Die gesetzlichen Lohnbeschränkungen wurden in den Vereinigten Staaten und Großbritannien abgeschafft; in den Niederlanden blieben sie noch bis zum Jahresende in Kraft. Lediglich Dänemark und Spanien haben in diesem Jahr Lohnleitlinien festgesetzt. Dagegen war eine wachsende Anzahl von Regierungen — vor allem Deutschland, Kanada, die Niederlande und Schweden — bestrebt, die Lohnverhandlungen effektiv durch Senkung von direkten Steuern zu beeinflussen. Generell wurden in mehreren Ländern, vor allem in den nordeuro-

päischen, die Bemühungen fortgesetzt, den Lohnbildungsprozeß in eine globale Stabilisierungsstrategie einzubeziehen. Integrierende Bestandteile nationaler Lohnvereinbarungen waren beispielsweise Einkommensteueränderungen, Sozialversicherungsbeiträge, Nahrungsmittelsubventionen und Steuern oder befristete Abgaben auf Unternehmensgewinne. Konzeptionen dieser Art versprechen dort am ehesten Erfolg, wo die entscheidenden Tarifverhandlungen zentralisiert sind und weithin Übereinstimmung über die nationalen Wirtschaftsziele besteht. In Deutschland und Japan wird die Tatsache, daß die Behörden sich auf eine restriktive Geldpolitik festgelegt haben, als ein Faktor angesehen, der zur Mäßigung der Lohnforderungen beigetragen hat. In Großbritannien hat sich der Gewerkschaftsbund verpflichtet, die Tarifabschlüsse auf den Anstieg der Lebenshaltungskosten zu begrenzen. In der Praxis wurden allerdings die auf dieser Basis gestellten neuen Forderungen den als Hinterlassenschaft der vorangegangenen Kontrollphase weiterlaufenden Indexanpassungen aufgepfropft. In anderen Ländern beschränkten sich die Eingriffe hauptsächlich auf die Preis-, Gewinn- und Mietenüberwachung. Vielfach wurde der Preisanstieg auch dadurch bekämpft, daß man Nahrungsmittel subventionierte, die Mehrwertsteuer änderte und Tarifierhöhungen im öffentlichen Sektor zurückstellte. Soweit Kontrollregelungen die Preise niedrig zu halten vermochten, drückten sie auf die Gewinne und mußten vielfach gelockert oder abgeschafft werden. In Japan blieb allerdings die Bewilligungspflicht für Preiserhöhungen von März bis September 1974 in Kraft — lange genug, um die Preisentwicklung zu retardieren, bis die geldpolitische Restriktion griff.

Nachdem es bereits seit langem keine Spur von Übernachfrage mehr gibt und der Wettbewerb an enger gewordenen Märkten die Unternehmen zu einer vorsichtigen Preispolitik zwingt, ist der Lohnauftrieb nunmehr der Hauptfaktor der anhaltenden Inflation.

Geldpolitik und Zinsen

Die Ereignisse seit dem Frühjahr 1974 haben der Wirtschaftspolitik die Hoffnung zerstört, die Inflation ohne größere Produktionseinbuße und Verschlimmerung der Arbeitslosigkeit wesentlich dämpfen zu können. Vielmehr bestätigten sie die Befürchtung, der zählebigen und heftigen Inflation werde eine tiefgreifende und längerdauernde Anpassung folgen. Nach den Auswüchsen des inflatorischen Booms von 1973/1974 und den Erschütterungen durch die enorme Energieverteuerung mußte fast damit gerechnet werden, daß eine Rezession den üblichen Rahmen sprengen würde. Spekulative Vorratsüberhänge, Kapazitätshalden im Wohnungsbau, erhebliche Ertrags- und Liquiditätsprobleme, geschwächte Aktien- und Obligationenmärkte — dies alles waren Vorzeichen dafür, daß die Reaktion schärfer als in früheren Konsolidierungsphasen ausfallen würde.

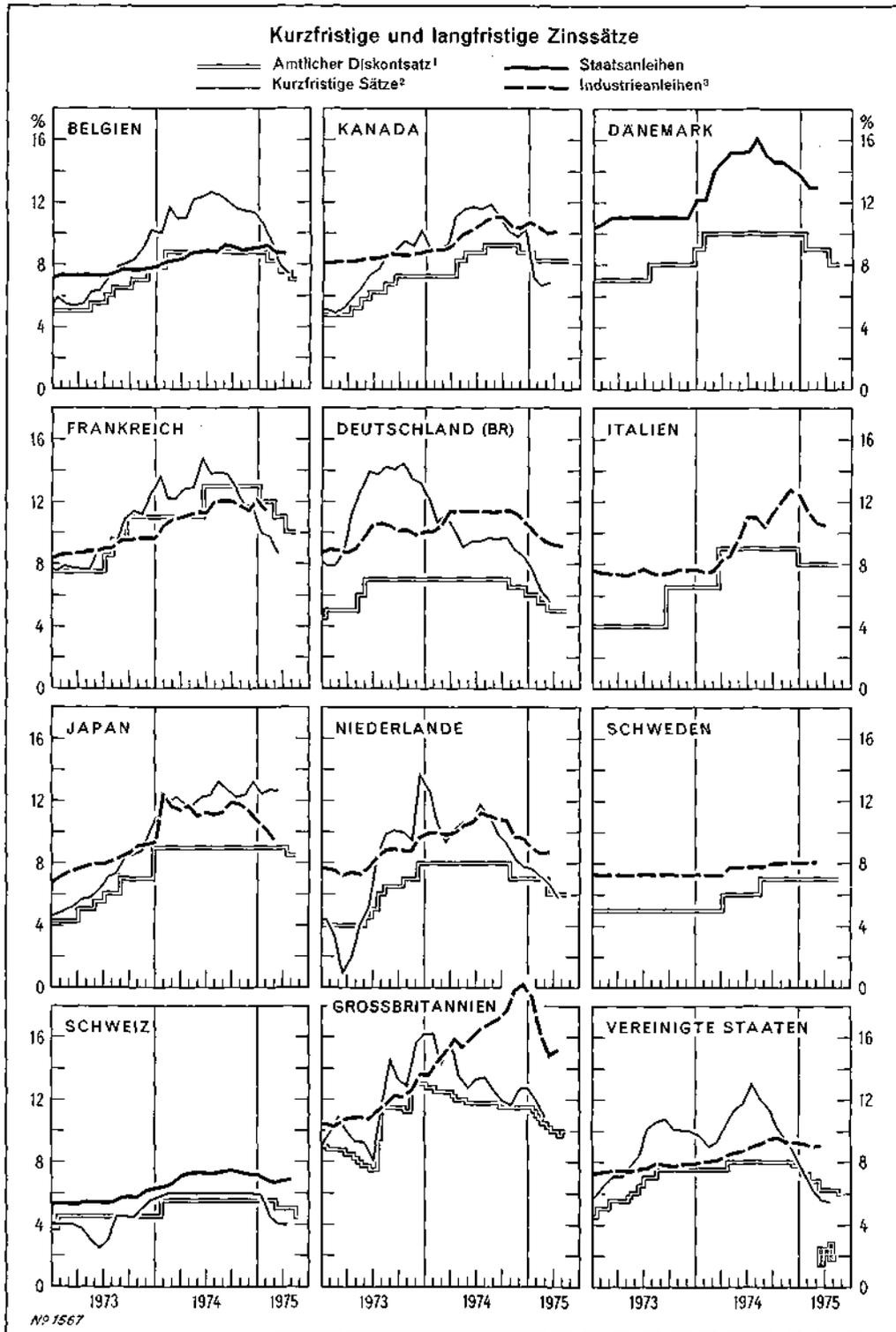
Ob die nationalen Behörden Anfang 1974 die Depressionsrisiken einer forcierten Beschränkungspolitik in vollem Umfang erkannten, ist eine offene Frage. Sicherlich sahen sie sich aber in dem akuten Dilemma, entweder die beunruhigend rasch fortschreitende Inflation zu bekämpfen oder aber gegen die beginnende Rezession anzugehen. Weithin herrschte allerdings Einigkeit, daß der Inflationbekämpfung der Vorrang einzuräumen sei und rezessive Tendenzen nach Maßgabe ihres Auftretens, vorzugsweise durch selektive Impulse statt durch generelle Reflation, abgewendet

werden sollten. In der Außenwirtschaftspolitik ging man davon aus, daß Staaten, die bereits außerhalb ihrer Erdölbilanz hohe Fehlbeträge hatten, besonders nachhaltig anpassen müßten. Und schließlich hoffte man, die einzelnen Regierungen würden bei ihren wirtschaftspolitischen Entscheidungen gebührend auf das wünschenswerte Ziel Rücksicht nehmen, die Last der Öldefizite auf eine größere Anzahl von Ländern zu verteilen und für ausreichende Stabilität an den Devisenmärkten zu sorgen.

Unter solchen Umständen setzten die Zinsen ihren Anstieg im Frühjahr und Frühsommer 1974 auf breiter Front fort. In dieser Phase bestimmten das Tempo weitgehend die Vereinigten Staaten, die, nachdem sie die Zügel zu Beginn der Ölkrise vorübergehend gelockert hatten, das Wachstum der monetären Gesamtgrößen erneut zu drosseln begannen und dabei auch den Diskontsatz auf einen Rekordstand von 8% brachten. Von da an wuchsen die monetären Gesamtgrößen wieder langsamer, doch als die Zinshausse im Hochsommer auslief, wurden Federal funds zu nicht weniger als 13½% verzinst, Depositenzertifikate brachten rund 12½%, und die Prime rate der Banken hatte nur mit Schwierigkeiten auf 12% begrenzt werden können.

Angesichts der einmalig hohen Zinsen wurde die Frage laut, ob die geldpolitische Restriktion nicht zu weit getrieben werde. Die Hochzinsen hatten natürlich beträchtliche Nebenwirkungen gehabt, nicht zuletzt insofern, als sie den Mittelefluß von den Sparinstituten und vom Aktienmarkt weg leiteten und eine wachsende Kostenbelastung bedeuteten. Außerdem befand sich der nach Abzug der für die Zukunft erwarteten Inflationsraten verbleibende «reale» Zins — im Gegensatz zu den allerdings recht niedrigen Sätzen, die sich nach Einrechnung der tatsächlich eingetretenen Inflationsraten ergaben — auf einem im Verhältnis zu den nominellen Sätzen steigenden Trend, da sich die Inflationserwartungen angesichts der bevorstehenden Konjunkturwende vermutlich abschwächten. In jedem Fall war geplant, den Zinsen eine wichtigere Rolle als in vorangegangenen Restriktionsphasen zuzuweisen. Nach der bereits früher erfolgten Aufhebung der Zinsgrenzen in Regulation Q für befristete Großeinlagen vermochten sich die Geschäftsbanken mit günstigen Konditionen am Einlagenwettbewerb zu beteiligen, so daß es ihnen im großen und ganzen nicht schwerfiel, die für die Ausweitung ihres Aktivgeschäfts benötigten Kreditmarktmittel an sich zu ziehen. In die Höhe getrieben wurden die Zinssätze auch durch Kreditaufnahmen von Bundesstellen zur Stützung von Nichtbanken-Finanzinstituten, die im Einlagenwettbewerb nicht mithalten konnten.

Anfänglich scheint die amerikanische Zinshausse andere Länder nicht sehr oder gar nicht gestört zu haben. Vielmehr wurde die außerhalb der Vereinigten Staaten daraus resultierende Zinsanstiegstendenz allgemein akzeptiert und gelegentlich sogar verstärkt. In diesen Ländern wütete ja ebenfalls die Inflation, oft noch mehr als in den Vereinigten Staaten, und einige — Frankreich, Großbritannien, Italien und Japan — hatten für eine restriktive Geldpolitik einen weiteren Grund in Gestalt riesiger Leistungsbilanzdefizite, die finanziert und verringert werden mußten. In Großbritannien, wo die Sonderdepositenpflicht das Wachstum der zu verzinsenden Bankenverbindlichkeiten hemmte, sahen sich die Behörden sogar in der Lage, die kurzfristigen Sätze zu senken, doch der Kapitalzins stieg weiter. In Deutschland vermochte die Bundesbank ebenfalls auf ein weiteres Sinken der kurzfristigen Sätze von ihrem ursprünglich hohen Stand hinzuwirken; doch hielt sie die Bankliquidität knapp, und die langfristigen Sätze stiegen auf rund 11%.



¹ Kanada: Bankrate; Großbritannien: Leitkurs. ² Satz für Dreimonats-Interbankeinlagen, mit folgenden Ausnahmen: Kanada: Geldmarktpapiere mit 90tägiger Laufzeit; Frankreich: Einmonats-Privatwechsel; Japan: Tagesgeld; Vereinigte Staaten: Federal funds. ³ Italien: Anleihen der Industriekreditinstitute; Japan: Anleihen der Telefon- und Telegraphengesellschaften; Niederlande: Privatanleihen.

In Belgien und Frankreich wurden die Geldmarktsätze angehoben und die Zuwachsplafonds für Bankkredite gesenkt. In Italien zielten die Maßnahmen, die vorwiegend aus Zahlungsbilanzgründen ergriffen werden mußten, weitgehend in dieselbe Richtung, und sowohl die kurzfristigen wie die langfristigen Zinssätze zogen kräftig an. Japan stellte in seiner Politik ebenfalls stark auf eine Zuwachsbegrenzung des Bankkredits ab, ebenso die Schweiz, diese allerdings in geringerem Umfang und ausschließlich zur Bekämpfung der Inflation. In Kanada stiegen die Zinsen im Frühjahr analog zur Entwicklung in den Vereinigten Staaten, doch gegen Ende Mai gingen die Behörden daran, den Auftrieb zu bremsen. Unter den Ländern mit starker Zahlungsbilanz griffen die Schweiz und die Niederlande zeitweise ein, um Anspannungen der Bankenliquidität und des Wechselkurses zu mildern.

In den Vereinigten Staaten begannen die kurzfristigen Zinsen im Sommer etwas nachzugeben. Als im Herbst deutlich wurde, daß die Nachfrage sich abschwächte und das monetäre Wachstum langsamer geworden war, ging das Federal Reserve System dazu über, mehr Liquidität durch Offenmarktgeschäfte bereitzustellen und die Pflichtreserven zu senken. Um die Jahreswende beschleunigte sich der Zinsrückgang — nicht zuletzt durch Ermäßigung des Diskontsatzes —, und gegen Ende Februar waren die Geldmarktsätze, bei stark verringerter Nachfrage nach Bankkrediten, auf etwa $5\frac{1}{2}$ –6% gesunken. Die Anleiherenditen blieben bis Oktober stabil, gaben dann aber bis Anfang 1975 um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt oder mehr nach. Die rückläufige Zinstendenz weitete das Volumen der Anleiheemissionen kräftig aus, während die Ausgabe von Dividendenwerten auf einen unbedeutenden Umfang schrumpfte.

Auf der anderen Seite war die Grundhaltung der amerikanischen Fiskalpolitik das ganze Jahr 1974 hindurch und ebenso noch eine Zeitlang 1975 restriktiv, wozu auch die inflationsbedingten Steuermehreinnahmen und das verlangsamte Ausgabenwachstum beitrugen. Im Herbst, als die Wirtschaft schon am Rande eines plötzlichen Konjunkturreinbruchs stand, empfahl die Regierung außerdem einen — durch eine erhöhte Investitionssteuergutschrift gemilderten — Einkommensteuerzuschlag. Auch wenn die Fiskalpolitik bald auf neuen Kurs gebracht werden sollte — immer weitere Kreise sprachen sich für steuerliche Anregungsmaßnahmen aus —, waren vom Haushalt bis weit in das Jahr 1975 hinein keine großen Konjunkturimpulse zu erwarten.

Außerhalb der Vereinigten Staaten bestand zunächst nicht viel Neigung, die Zinssätze an den Abwärtstrend auf dem amerikanischen und dem Eurodollar-Markt anzupassen. Sogar in Deutschland, wo die Zinsrückbildung ausreichte, um per Saldo umfangreiche Gelder abfließen zu lassen, orientierte sich die Geldpolitik an der Erwartung eines wachsenden Defizits im öffentlichen Sektor und an dem Ziel, die Zunahme der Zentralbankgeldmenge 1975 auf 8% zu begrenzen. In Großbritannien, wo die Inflation mit unverminderter Heftigkeit wütete und die prekäre Finanzlage der Unternehmen ein November-Budget erforderlich machte, wurde ein Gefälle der kurzfristigen Zinsen zugunsten des Pfundes aufrechterhalten.

Auch in den meisten anderen europäischen Staaten und in Kanada ließen die Behörden, obgleich die Geldmarktsätze zu sinken begannen, bis fast zum Jahresende keine wesentliche Auflockerung zu, und hier und da wurde die Geldpolitik partiell sogar noch verschärft. Die Niederlande schränkten die Bankenliquidität ein und erhöhten das Reservesoll, um die Ausweitung der Geldmenge zu verlangsamen.

In den ersten Monaten von 1975 waren die meisten Staaten jedoch dabei, die geldpolitische Restriktion mehr oder minder zu lockern. In Belgien, Frankreich und der Schweiz wurden die Kreditplafonds der Banken erhöht oder aufgehoben und die Reserveverpflichtungen gemildert. Belgien und Deutschland erleichterten den Banken die Refinanzierung. Frankreich, Italien und Japan gewährten bedürftigen Sektoren besondere Kredithilfen. Die italienischen Behörden hoben im beginnenden Frühjahr die Verpflichtung zur Leistung eines Importdepots von 50% und die Kreditwachsgrenzen auf. Großbritannien konnte angesichts der Abschwächung der Kreditnachfrage die Einforderung von Sonderdepositen für den Zuwachs an verzinslichen Bankenverbindlichkeiten suspendieren. Ganz allgemein schlossen sich zahlreiche Zentralbanken im Dezember 1974 und in den Anfangsmonaten 1975 der vom amerikanischen Federal Reserve System eingeleiteten Diskontsenkungsrunde an. Die Geldmarktsätze bildeten sich — vielfach vor allem unter außenwirtschaftlichem Einfluß, jedoch in wachsender Übereinstimmung mit den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen — rasch zurück, und in vielen Ländern wurden auch die Bankkreditzinsen gesenkt. Nur Japan beließ die Geldpolitik im wesentlichen auf restriktivem Kurs. In den meisten anderen Ländern ist in letzter Zeit auch die Fiskalpolitik gelockert worden, was — in Verbindung mit rezessionsbedingten Einnahmемinderungen — den öffentlichen Haushalten 1975 große Defizite einbringen wird.

Die monetäre Expansion hat sich in den meisten bedeutenden Ländern im vergangenen Jahr, nach außerordentlichen Zuwachsraten in den beiden Vorjahren,

Die Geldmenge

		1970	1971	1972	1973		1974		1975
		Dez.	Dez.	Dez.	Juni	Dez.	Juni	Dez.	März
Prozentuale Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand									
Vereinigte Staaten	M 1	6,1	6,3	8,7	8,7	6,1	5,4	4,7	4,2
	M 2	8,4	11,2	11,1	10,2	8,8	8,6	7,4	7,1
Kanada	M 1	5,0	19,9	11,8	15,8	12,9	9,4	3,6	17,1
	M 2	10,3	16,4	14,5	12,1	19,1	19,5	16,3	19,5
Japan	M 1	16,8	29,7	24,7	29,9	16,7	15,7	11,5	11,6 ¹
	M 2	16,9	24,3	24,7	24,7	16,8	13,3	11,5	11,6 ¹
Belgien	M 1	8,3	11,1	14,0	12,6	8,8	6,7	8,8	7,3 ¹
	M 2	8,2	13,1	16,1	15,9	13,5	10,5	9,0	10,5 ¹
Deutschland (BR)	M 1	8,6	11,9	14,0	5,8	1,8	5,2	11,7	12,4
	M 2	10,4	14,4	16,7	18,3	13,9	8,3	5,1	1,7
Frankreich	M 1	10,9	11,2	14,3	11,0	9,0	11,2	16,8	10,9 ¹
	M 2	15,0	19,7	18,4	14,2	15,0	16,6	17,6	16,6 ¹
Großbritannien	M 1	9,7	15,3	13,8	12,3	5,8	0,0	10,8	13,2
	M 2	9,5	13,4	25,5	24,0	28,0	21,5	12,5	10,1
Italien	M 1	27,2	18,8	24,6	22,2	24,1	18,6	10,1	7,0
	M 2	13,6	17,1	22,2	20,7	23,3	21,3	15,3	16,8
Niederlande	M 1	11,8	15,0	17,7	9,4	0,0	1,8	12,2	10,8 ¹
	M 2	8,3	9,0	11,9	14,9	21,9	25,9	20,0	16,3 ¹
Schweden	M 1	.	9,3	6,9	8,0	13,2	15,5	13,8	16,9
	M 2	.	9,9	12,3	12,5	13,8	13,4	9,4	9,4
Schweiz	M 1	6,9	39,7	4,6	2,3	2,1 ²	-0,7 ²	0,7 ²	4,3 ²
	M 2	8,7	26,6	2,4	2,4	5,0	10,2	6,6	.

M 1 = Bargeld und Sichteinlagen, verschieden ist.

M 2 = M 1 + Quasigeld nach jeweiliger Definition, die von Land zu Land
¹ Februar. ² Neue Reihe.

stark verringert. In den Vereinigten Staaten vergrößerte sich M₁ letztes Jahr lediglich um 4½%, M₂ um 7½%. Auch in anderen Ländern war die Ausdehnung des Geldvolumens im weiteren Sinne Ende März 1975 bedeutend geringer als ein Jahr vorher; sie betrug in Deutschland 1,7%, in Belgien, Japan und Großbritannien 9–11% und in Italien 17%. Die kräftige Wachstumsverlangsamung von M₂ in Großbritannien war zum Teil auf die Umkehrung von Sondereinflüssen zurückzuführen, die 1973 beschleunigend gewirkt hatten. In Italien spielte die Importdepotpflicht eine bedeutende Rolle. In allen diesen Ländern blieb die Expansionsrate von M₂ im vergangenen Jahr — manchmal beträchtlich — hinter dem Anstieg der Verbraucherpreise zurück, während sie in Kanada, Frankreich und den Niederlanden (mit 16–20%) darüber lag. M₁ wuchs, da die bessere Verzinsung von Spar- und Termineinlagen zur Umwandlung von Sichteinlagen führte, 1974 in allen Ländern viel schwächer als M₂, außer in Deutschland, wo das Publikum nach der Herstatt-Krise wesentlich höhere Bargeldbestände hielt. Gegen Ende 1974 beschleunigte sich allerdings die M₁-Expansion, vor allem in Großbritannien, Kanada, den Niederlanden und Dänemark, vermutlich sowohl im Zuge der monetären Auflockerung als auch bedingt durch Vorsorgereaktionen angesichts der sich verschlechternden Konjunktur.

Das Volumen der Bankkredite an den privaten Sektor expandierte bis zum Sommer in den meisten Ländern recht kräftig weiter; dies war im allgemeinen die Hauptquelle der Geldschöpfung. Bei Sollzinsen, die hinter den Geldmarktsätzen zurückblieben, bestand unter inflationären Verhältnissen oft ein Anreiz, Vorrats- oder Anlageinvestitionen mit Bankkrediten zu finanzieren. Selbst Länder mit Kreditbegrenzung hatten gewöhnlich Ausnahmeregelungen, die eine ziemlich rasche Ausweitung des Gesamtvolumens der Bankausleihungen ermöglichten. Zwar wurde das Investitionsklima bald durch Ungewißheiten verschlechtert, doch gab es eine Zeitlang noch unfreiwillige Lagerbildung, und die Inflation schmälerte den Unternehmen Ertrag und Liquidität. Da der Effektenmarkt nicht viel hergab, mußte die Wirtschaft unerläßlichen Kreditbedarf bei den Banken decken. Vom Herbst an weitete sich aber das Volumen der Bankforderungen an Unternehmen fast überall — mit Kanada und den Niederlanden als wesentlichen Ausnahmen — langsamer aus.

Die Anleiherenditen zogen in den ersten Monaten von 1974 mäßig an, doch waren sie im Verhältnis zu den kurzfristigen Zinssätzen einen Großteil des Jahres hindurch ziemlich niedrig. Im allgemeinen kamen sie nicht einmal an die jeweiligen Inflationsraten heran, mit Deutschland als bemerkenswerter Ausnahme. Bei dem mangelnden Anlageinteresse schrumpfte das Emissionsvolumen in den meisten Ländern erheblich. Bis zum Oktober blieben die Anleiherenditen allgemein fest, falls sie nicht sogar weiter stiegen; dann glitten sie aber in den Vereinigten Staaten, Deutschland und den Niederlanden mit der Konjunktur ab. In Belgien, Frankreich, Japan und der Schweiz blieben sie hingegen bis zum Jahresende mehr oder weniger stabil und in Italien und Großbritannien auf steigendem Trend. In den ersten Monaten von 1975, in denen die Rezession sich verstärkte und die Geldpolitik zunehmend gelockert wurde, bildeten sich die Renditen in den meisten dieser Staaten zurück, besonders stark in Großbritannien. In den übrigen Ländern sank der Kapitalzins erheblich weniger als die Geldmarktsätze, so daß die Zinsstruktur sich etwas normalisierte. Bei den rückläufigen Renditen nahm die Emissionstätigkeit im allgemeinen wieder zu —

unter wesentlicher Beteiligung des öffentlichen Sektors, obwohl auch private Emittenten die Lage nutzten und zu längeren Laufzeiten übergingen.

Mit den jüngsten Änderungen im „policy mix“ ist die monetäre Lage international ausgeglichener geworden. In den USA haben die kräftige Steuersenkung und der wachsende staatliche Kreditbedarf den Zinsabstieg gebremst. Andere Länder blieben bis zu einem gewissen Grade bei ihrer Politik der vorwiegend fiskalischen Stimulierung — oft selektiver Natur —, und in den meisten von ihnen scheint sich der Spielraum für einen weiteren Zinsabbau zu verkleinern. In bestimmten Ländern spielten die außenwirtschaftlichen Belange weiterhin eine wichtige Rolle. Und in ihnen allen wie auch in Staaten mit starker Außenwirtschaftsposition sprach der Wunsch, die Inflation unter Kontrolle zu bringen und die Zinssätze auf einem Stand zu halten, bei dem den Kapitalmärkten genügend Sparmittel zugeführt werden, gegen eine allzu kräftige Lockerung der Geldpolitik. Manche dieser Länder hätten die Zinssätze bedeutend weniger gesenkt, wenn sie nicht durch Kapitalzufüsse dazu veranlaßt worden wären.

Die Erdölhaushalte und die internationalen Zahlungungleichgewichte

Die Erdölhaushalte hat im Berichtszeitraum nicht nur die Konjunktur verschlechtert und die allgemeine Teuerung angeheizt, sondern auch das Zahlungsbilanzbild der Welt verändert. Der Durchschnittspreis des von den OPEC-Ländern ausgeführten Rohöls stieg von rund \$ 20 je Tonne im Jahr 1973 auf \$ 77 im Jahr darauf. Trotz der durch den Preisanstieg und die Konjunkturschwäche bewirkten leichten Verringerung der Liefermengen erhöhte sich der Wert der OPEC-Ölexporte in den beiden Jahren schätzungsweise von rund \$ 32 auf 115 Mrd. Der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder vergrößerte sich — obgleich der Wert ihrer Einfuhren mengen- und preisbedingt erheblich wuchs — von weniger als \$ 5 Mrd. 1973 auf rund \$ 70 Mrd. im Jahr darauf. Der Überschuß der effektiven Deviseneinnahmen stellte sich 1974 wegen der üblichen Gewährung von Zahlungsfristen auf rund \$ 55 Mrd.

Zum größeren Teil lastete der OPEC-Überschuß natürlich auf den Industrieländern. In der Leistungsbilanz des OECD-Bereichs wich der Aktivsaldo des Jahres 1973, der bereits wegen der Verteuerung anderer Welthandelsgüter bloß \$ 2 Mrd. erreicht hatte, im Jahr darauf einem Fehlbetrag von rund \$ 33 Mrd. — bei einer Zunahme der Öleinfuhren dieser Staaten um \$ 60 Mrd. und einer Verschlechterung ihrer OPEC-Handelsbilanz um rund \$ 45 Mrd. Die Entwicklungsländer außerhalb der OPEC hatten eine zwar zahlenmäßig geringere, für sie aber natürlich dennoch viel schwerer wiegende Vergrößerung ihres Leistungsbilanzdefizits — von schätzungsweise rund \$ 8 Mrd. auf vermutlich über \$ 25 Mrd. — hinzunehmen.

Innerhalb des OECD-Bereichs haben sich die schon vorher vorhandenen Ungleichgewichte besonders unter den großen Industriestaaten eher noch verschärft, wobei nicht nur die Ölmehrbelastung von Land zu Land außerordentlich verschieden ausfiel, sondern auch die Ergebnisse des übrigen Außenhandels weit zwischen Verbesserung und Verschlechterung gestreut waren je nachdem, ob die Exportpreise mehr oder weniger als im Ausland stiegen, wie sehr die Einfuhren von der Abschwächung der Binnenkonjunktur beeinflußt wurden, in welcher Weise sich die Wechselkurse zueinander veränderten und nicht zuletzt, ob große Exportanstrengungen unternommen wurden oder nicht.

Zehnergruppenländer und Schweiz: Handelsbilanz 1973 und 1974
und Bestimmungsgründe ihrer Veränderung

	Saldo der Handelsbilanz*		Saldoveränderung 1973-1974				
	1973	1974	insgesamt	davon:			
				in der Erdölbilanz	außerhalb der Erdölbilanz		
					insgesamt	mengen- bedingt	preis- bedingt
Milliarden US-Dollar							
Belgien	0,5	- 1,5	- 2,0	- 1,7	- 0,3	- 0,2	- 0,1
Deutschland (BR)	12,9	19,7	+ 6,8	- 6,3	+ 13,1	+ 8,4	+ 4,7
Frankreich	- 1,4	- 6,9	- 5,5	- 6,4	+ 0,9	+ 1,8	- 0,9
Großbritannien	- 8,3	- 15,5	- 7,2	- 5,7	- 1,5	+ 1,1	- 2,6
Italien	- 5,6	- 10,7	- 5,1	- 5,6	+ 0,5	+ 3,2	- 2,7
Japan	- 1,4	- 6,8	- 5,4	- 14,2	+ 8,8	+ 5,6	+ 3,2
Kanada	1,9	0,5	- 1,4	+ 0,4	- 1,8	- 2,1	+ 0,3
Niederlande	0,3	- 1,6	- 1,9	- 0,9	- 1,0	+ 1,3	- 2,3
Schweden	1,5	0,1	- 1,4	- 1,4	0,0	- 0,8	+ 0,8
Schweiz	- 2,1	- 2,5	- 0,4	- 0,5	+ 0,1	+ 0,5	- 0,4
Vereinigte Staaten	1,3	- 2,3	- 3,6	- 16,3	+ 12,7	+ 7,0	+ 5,7

* Einfuhr cif.

Diese Entwicklung zeigt sich am deutlichsten am Beispiel der sechs größten Industrieländer dieses Bereichs — Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan und USA. Die Verteuerung des Erdöls traf sie dem absoluten Betrag nach am stärksten: ihre Mehrbelastung durch Ölimporte reichte von rund \$ 5 ½ Mrd. in Italien und Großbritannien bis über \$ 16 Mrd. in den USA. Am besten meisterte diese Situation Deutschland. Es fing 1974 nicht nur seine Ölmehrkosten von \$ 6,3 Mrd. vollständig auf, sondern vergrößerte seinen Ausfuhrüberschuß sogar noch von \$ 12,9 auf 19,7 Mrd.: außerhalb der Erdölbilanz ließ die schlechte Binnenkonjunktur das Importvolumen stagnieren und, im Verein mit großzügig gewährten Exportkrediten, das Ausfuhrvolumen weiter um 12% wachsen, während sich zugleich auch die preislichen Austauschverhältnisse erheblich verbesserten, weil die Deutsche Mark an den Devisenmärkten nach wie vor anzog, die Exportpreise von Fertigwaren stiegen und die Importpreise von Rohstoffen sanken. Am anderen Ende der Skala ging in Großbritannien eine Erhöhung des Erdöldefizits um \$ 5,7 Mrd. in eine Zunahme des Handelsbilanz-Gesamtdefizits um \$ 7,2 Mrd. ein. Außerhalb der Erdölbilanz waren hier die bestimmenden Faktoren die Verschlechterung der Terms of trade wegen der — größtenteils bereits 1973 eingetretenen — Pfundentwertung und eine verhältnismäßig bescheidene Erweiterung des Exportvolumens um rund 5%.

Unter den vier anderen größten Industrieländern erzielten im vergangenen Jahr den weitaus besten Außenhandelsabschluß die Vereinigten Staaten. Ihr Saldo passivierte sich um weniger als ein Viertel des Betrags, um den ihr Erdöldefizit wuchs. Genau wie in Deutschland waren die Mengenveränderungen außerordentlich günstig: die Einfuhren erreichten nicht ganz das Vorjahresergebnis, während die Ausfuhren um

8 ½% zunahmen — sicherlich auch dank dem Wettbewerbsvorteil aus der Verringerung des Dollar-Außenwerts seit 1971. Daneben verbesserten sich in den Vereinigten Staaten 1974 außerhalb der Erdölbilanz auch die Terms of trade (trotz der weiteren Dollarentwertung): die Importpreise profitierten vom Ende des Rohstoffbooms, und die Exportpreise amerikanischer Agrargüter zogen kräftig an.

Japan glich ebenfalls mehr als die Hälfte seiner Ölmehrkosten durch ein besseres Ergebnis der übrigen Handelsbilanz aus. Der Dollarwert der Gesamtausfuhren stieg — dank einem Mengenzuwachs von der Größe des deutschen bei gleichzeitigen kräftigen Exportpreissteigerungen — um über 50%. Frankreich, dessen Terms of trade außerhalb der Erdölbilanz sich 1974 gegenüber dem Vorjahr leicht verschlechtert zu haben scheinen, brachte fast ein Drittel seiner Ölmehrkosten durch bessere Mengenresultate im übrigen Außenhandel wieder herein, wobei die Exporte ebenso kräftig zunahmen wie in Deutschland und Japan. In Italien entsprach die Passivierung des Außenhandels auf einen Fehlbetrag von über \$ 10 Mrd. ungefähr den Ölmehrkosten; außerhalb der Erdölbilanz bewirkten trotz verschlechterten Terms of trade die Mengenveränderungen — weniger Importe, mehr Exporte — eine kleine Verbesserung.

Seit Mitte 1974 hat sich das Bild, das die Zahlen für das ganze Jahr vermitteln in mehrfacher Hinsicht gewandelt. Die OPEC-Länder haben die Rohölproduktion gedrosselt; sie fördern derzeit etwa 20% weniger als im Mai 1974, dem Rekordmonat der Nachembargozeit. Seit dem milden Winter fahren die Tanker auf der Route vom Nahen Osten nach Europa langsamer als gewöhnlich, weil die Ladung am Bestimmungsort mangels ausreichenden freien Lagerraums nicht immer gleich gelöscht werden kann. Auch gab es Beispiele von kleineren Senkungen der Abgabepreise entweder unmittelbar oder durch Gewährung längerer Zahlungsziele, Verringerung der Preisstufen für verschiedene Ölqualitäten und ähnliche Zugeständnisse. Demgegenüber nahmen die Warenbezüge der OPEC-Länder weiter zu. Der OPEC-Leistungsbilanzüberschuß vergrößerte sich noch bis Ende 1974 — von schätzungsweise \$ 15,5 Mrd. im zweiten Quartal, in dem die Preiserhöhungen vom Dezember 1973 erstmals durchschlugen, auf \$ 17,4 Mrd. im vierten Quartal —, doch das Ergebnis des ersten Quartals

OECD-Länder: Handelsbilanz 1974–1975

	1974		1975
	1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Quartal
	Milliarden US-Dollar (saisonbereinigt, auf Jahresbasis)		
Deutschland	20,4	18,6	19,5
Frankreich ¹	— 3,6	— 3,1	1,8
Großbritannien ¹	— 12,5	— 11,6	— 6,5
Italien	— 12,5	— 9,1	— 3,4
Japan	— 9,2	— 4,5	0,5
Vereinigte Staaten	— 0,1	— 4,5	8,3
Sonstige OECD-Länder	— 35,3 ²	— 28,0 ²	— 30,0 ²
OECD-Länder insgesamt	— 52,8 ²	— 42,2 ²	— 9,8 ²

¹ Einfuhr fob. ² Nicht saisonbereinigt.

1975 war nach den bisher vorliegenden Anhaltspunkten um mehr als ein Drittel niedriger. Die Verringerung der Ölnachfrage hängt natürlich mit der Rezession in der industrialisierten Welt und mit den Auswirkungen des höheren Ölpreises zusammen.

Auf der Seite der Industrieländer zeichnet sich deutlich eine günstigere Entwicklung der Leistungsbilanz ab. Fast alle sind tiefer in die Rezession geraten, mit gleichbleibenden oder schrumpfenden Importen; ihre Terms of trade haben sich verbessert, da Erdöl nicht teurer, andere Rohstoffe billiger wurden und die eigenen Exportpreise weiter stiegen; ihre Lieferungen in OPEC-Länder, deren Betrag sich 1974 um 75% vergrößerte, expandieren nach wie vor; und die Verkäufe an die außerhalb der OPEC stehenden Entwicklungsländer hielten sich gut, wenn man deren verschlechterte Terms of trade bedenkt. Von den fünf Industriestaaten mit den im Jahresgesamtergebnis 1974 höchsten Außenhandelsdefiziten verzeichneten im ersten Quartal 1975 nur noch Großbritannien und Italien einen beträchtlichen, wenngleich gegenüber dem Durchschnitt vom Vorjahr erheblich verkleinerten Passivsaldo. Frankreich, Japan und die Vereinigten Staaten hatten im ersten Quartal alle einen Überschuß — die Vereinigten Staaten einen sehr hohen. Ebenso hat sich der Aktivsaldo Deutschlands, so groß er immer noch ist, etwas reduziert.

Auch wenn sich die Zahlungsungleichgewichte in den letzten Monaten verringert haben, bleibt zweifellos noch viel zu tun. Bei der OPEC und ebenfalls in so wichtigen Einzelländern wie Deutschland und Großbritannien sind sie nach wie vor überdimensioniert. Außerdem war die jüngste Verbesserung wesentlich durch Faktoren mitbedingt, die schwerlich von sehr langer Dauer sein können, nämlich durch die verhältnismäßig schlechte Weltkonjunktur und ein nicht nur hohes, sondern sogar zunehmendes Zahlungsdefizit der Entwicklungsländer außerhalb des Erdölblocks.

Die Finanzierung des im letzten Jahr in Erscheinung getretenen Ungleichgewichts stellte im allgemeinen keine unlösbaren Probleme. Dies galt sowohl für die Anlage der Überschußmittel von Ölstaaten als auch für die Deckung des Finanzierungsbedarfs der Defizitländer. Hingegen entstanden im Sommer 1974 unvorhergesehene finanzielle Schwierigkeiten mit zeitweise ziemlich schweren Anspannungen im internationalen Bankbereich.

Erwartungsgemäß legten die Ölstaaten ihre Überschußmittel 1974 größtenteils kurzfristig an — \$28 Mrd. bei Banken, vorwiegend am Euromarkt. Bei den fast das ganze Jahr hindurch hohen kurzfristigen Zinsen war das nicht überraschend. Als sich die monetäre Situation entspannte, verringerte sich der auf diese Weise investierte Teil des Gesamtüberschusses, nachdem er in den ersten sechs Monaten des Jahres fast zwei Drittel betragen hatte, auf rund ein Drittel im Schlußquartal. Geographische UmDispositionen angelegter Gelder gab es nicht; während der Vertrauenskrise am Eurogeldmarkt um die Jahresmitte nahm aber bei den Neuanlagen der Anteil der dem amerikanischen Markt zugeführten Mittel vorübergehend zu. Ferner scheinen bei der starken Wertsteigerung des Schweizer Frankens in den Monaten um die Jahreswende 1974/1975 Ölgelder eine Rolle gespielt zu haben.

Seit den Anfangsmonaten von 1974 haben sich die Akzente im wesentlichen in allgemein als wünschenswert anerkannten Richtungen verlagert: erstens, wie erwähnt,

zu etwas längerfristigen Anlagen; und zweitens zu bilateralen Hilfsabkommen zugunsten von Entwicklungsländern, in Verbindung mit Kreditgewährung über den Internationalen Währungsfonds und sonstige internationale Stellen. Im Schlußquartal von 1974 scheint der auf diesen und anderen Wegen außerhalb des Marktes längerfristig verwendete Teil des Überschusses bereits etwa zwei Fünftel betragen zu haben.

Für die Öleinfuhrländer erwiesen sich die Finanzierungsprobleme als nicht so schwierig, wie befürchtet worden war. Die gesamten Bruttoreserven dieser Länder nahmen 1974 sogar leicht zu; die 1974er Ölfazilität des IWF von \$ 3 ½ Mrd., die formell Ende Februar 1975 auslief, wurde nicht voll ausgenutzt; und auch umfassende Importbeschränkungen und Abwertungswettläufe blieben der Weltwirtschaft erspart.

Bei der Finanzierung der Defizite war Italien das einzige größere Industrieland, das 1974 umfangreichen internationalen Beistand in Anspruch nahm — nämlich insgesamt \$ 5,5 Mrd. vom Internationalen Währungsfonds, von der EWG und bilateral von Deutschland. In Großbritannien erfolgte die Defizitdeckung größtenteils durch den Anstieg der Pfundreserven der Ölstaaten und ergänzend durch Verschuldung des öffentlichen Sektors am Euromarkt, in Japan durch Gelder, die die Geschäftsbanken am US- und Eurodollar-Markt aufnahmen, und in Frankreich durch Handelskredite sowie durch Verschuldung am Euromarkt, ohne daß die Regierung von dem im letzten Frühjahr vereinbarten Eurokredit von \$ 1,5 Mrd. Gebrauch machte. Die gesamten Reserven der OECD-Länder, die sich im ersten Halbjahr 1974 um \$ 2,3 Mrd. verringert hatten, wuchsen in der zweiten Jahreshälfte um \$ 5 Mrd.

In der nichtindustrialisierten Welt wurde letztes Jahr ebenfalls ein überraschend großer Teil der erhöhten Zahlungsdefizite über die Märkte gedeckt. Die Entwicklungsländer außerhalb des Erdölblocks nahmen 1974 am Eurogeldmarkt \$ 6,6 Mrd. auf (1973: \$ 5 Mrd.), allerdings größtenteils in der ersten Jahreshälfte; und ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber amerikanischen Banken erhöhten sich auf rund \$ 5 ½ Mrd. (1973: rund \$ 1 ½ Mrd.).

Daneben haben diese Länder schätzungsweise etwa \$ 2 ½ Mrd. an Krediten und unentgeltlichen Leistungen unmittelbar von einzelnen Ölstaaten bezogen. Von den internationalen Stellen erhielten sie ebenfalls vermehrten Beistand. Nachdem sie in ihrer Gesamtheit dem IWF 1973 per Saldo eine kleine Rückzahlung geleistet hatten, nahmen im Jahr darauf 51 Entwicklungsländer, die keine eigene Erdölproduktion haben, beim Fonds insgesamt \$ 1 ½ Mrd. auf. Diese Zahl war nur ein geringer Bruchteil ihres gesamten Finanzierungsbedarfs; doch wurden mehr als drei Viertel in der zweiten Jahreshälfte gezogen, in der dann ihre Gesamtreserven dennoch um \$ 1 Mrd. schrumpften.

Was die weitere Entwicklung betrifft, so sind die offiziellen Finanzierungsfazilitäten in diesem Jahr durch mehrere wichtige Beschlüsse wesentlich erweitert worden. Im Januar kam der neue Interimsausschuß des Internationalen Währungsfonds überein, den Gesamtbetrag der IWF-Quoten um rund ein Drittel auf SZR 39 Mrd. zu erhöhen und die Ölfazilität des Fonds im Jahr 1975 weiterzuführen, und zwar mit SZR 5 Mrd. als Limit der aufzunehmenden Darlehen; zusätzlich soll der ungenutzte

Teil der 1974er Ölfazilität verfügbar gemacht werden. Die Verteilung des Quotenerhöhungsbetrags auf die einzelnen Länder ist noch nicht entschieden. Von der Ölfazilität 1975 sind nach den bisher vorliegenden Angaben Mittel von insgesamt SZR 3 ½ Mrd. bereitgestellt worden. Neu an der Fazilität ist, daß den von der Erhöhung der Ölpreise besonders hart betroffenen Entwicklungsländern die Verzinsung aufgenommenen Darlehen durch Subventionen erleichtert werden soll.

Im Februar verabschiedete der Ministerrat der Europäischen Gemeinschaften ein Vorhaben, wonach die EWG in Nichtmitgliedsländern und besonders in den Ölstaaten Anleihen zur mittelfristigen Kreditgewährung an Mitgliedsländer — zunächst bis zum Höchstbetrag von \$ 3 Mrd. (Kapital und Zinsen) — aufnehmen kann.

Parallel hierzu beschlossen die OECD-Länder die Errichtung eines Fonds für finanziellen Beistand. Sein Zweck ist es, „in außergewöhnlichen Umständen“ Mitgliedsländern Kredit zu gewähren, d. h. er ist als eine Art Sicherheitsnetz gedacht. Das Abkommen zur Errichtung des Fonds wurde von fast allen OECD-Ländern im April unterzeichnet und muß nun noch von den gesetzgebenden Körperschaften ratifiziert werden. Jedes OECD-Land ist an dem Fonds mit einer Quote beteiligt, die sowohl für seine finanziellen Verpflichtungen und Kreditansprüche als auch für sein relatives Gewicht bei Abstimmungen maßgeblich ist. Wenn alle OECD-Länder teilnehmen, wird der Gesamtbetrag der Quoten \$ 25 Mrd. betragen.

Mit den letztjährigen Finanzierungsproblemen hingen zum Teil auch die Anspannungen zusammen, die im internationalen Bankenbereich entstanden. Die außergewöhnlichen Anforderungen, die zur Zahlungsbilanzfinanzierung an den Eurogeldmarkt gestellt wurden, trieben in Verbindung mit der restriktiven Geldpolitik die Zinssätze enorm in die Höhe und weckten Bedenken, ob die Liquiditätsversorgung ausreichen werde. Beunruhigung kam auf, als im April bekanntgegeben wurde, daß die Franklin National Bank of New York hohe Verluste erlitten hatte, und einen richtigen Vertrauensschock erlitt der Eurogeldmarkt durch den Zusammenbruch der Herstatt-Bank in Köln.

Die am Euromarkt tätigen Banken sahen ihr Einlagenvolumen unter dem Druck, dem sie während des Sommers ausgesetzt waren, effektiv schrumpfen, doch im Frühherbst begann sich die Lage wieder zu normalisieren. Hierzu trug die Entspannung der monetären Lage ebenso bei wie das Verhalten von Banken und Behörden. Die Banken verbesserten die innerbetriebliche Kontrolle des Fremdwährungsgeschäfts und legten bei der Kreditgewährung strengere Maßstäbe an; die Behörden verschärfen in einer Anzahl von Ländern die Bankenaufsicht; und die Zentralbanken der Zehnergruppenländer gaben bekannt, daß sie bei Liquiditätsschwierigkeiten am Euromarkt als letzter Rückhalt bereitstehen würden. Insbesondere wurde vereinbart, daß für die Auslandsniederlassungen eines Kreditinstituts die Zentralbank jenes Landes zuständig sein soll, in dem das betreffende Institut seinen Hauptsitz hat. Ferner haben die Stammhäuser der zahlreichen in London tätigen internationalen Konsortialbanken ausdrücklich ihre moralische Verantwortung und Haftung für diese Institute anerkannt. Die Zentralbanken errichteten sodann einen internationalen Ausschuß für Bankenüberwachung, in dem sie den Informations- und Erfahrungsaustausch über die zweckmäßigsten Vorgehensweisen pflegen und sich ständig über Entwicklungen auf dem laufenden halten, die ein Eingreifen erfordern könnten.

Die Entwicklung der Wechselkurse und das internationale Währungssystem

Gemessen an den eingetretenen Umwälzungen in den Zahlungsströmen haben die gewogenen Durchschnitts-Wechselkurse der führenden Währungen im Berichtszeitraum verhältnismäßig wenig fluktuiert. Seit Ende Januar 1974 beispielsweise, kurz nachdem die Erdölhaushalte ihr volles Ausmaß erreicht hatte und die Kapitalausfuhr aus den Vereinigten Staaten freigegeben worden war, veränderten sich die Wechselkurse im großen und ganzen nicht stärker als während des Floatings vorher (mit der einzigen Ausnahme des Höhenflugs der Schweizer Währung seit letztem Sommer). Die Erklärung liegt natürlich darin, daß das Floating mehr oder minder kontrolliert blieb. Die von Grund auf schwachen Währungen wurden am Devisenmarkt gestützt, die stärkeren, wenngleich durch Interventionen geringeren Umfangs, in ihrem Aufstieg gebremst.

Unter allen wichtigen Währungen hat sich der japanische Yen seit Anfang 1974 per Saldo am wenigsten verändert; sein Außenwert (nach der Regionalstruktur des Außenhandels gewogener Durchschnitt) sank um 2,3 %. In den ersten acht Monaten von 1974 schloß die japanische Zahlungsbilanz mit einem Defizit von \$ 7,9 Mrd. Gleichzeitig flossen aber per Saldo \$ 8,5 Mrd. an Devisen über das Bankensystem ins Land. Infolgedessen zog der Yen in der ersten, von Ende Januar bis Anfang Mai dauernden Phase dieses Zeitraums, in der sich der Dollar abschwächte, sogar um rund 3 % an; danach gab er aber, da die Behörden Maßnahmen ergriffen, um die Verschuldung der Banken am Eurogeldmarkt zu begrenzen, bis Anfang September um rund 6 % nach. Seither ist der effektive Wechselkurs trotz den ab September 1974 erheblich günstigeren Ergebnissen in der Zahlungsbilanz nicht mehr sehr gestiegen.

Das britische Pfund wurde im Berichtszeitraum ebenfalls massiv gestützt. Obwohl die Leistungsbilanz 1974 einen Fehlbetrag von \$ 9 Mrd. aufwies, war der effektive

Zehnergruppenländer und Schweiz:
Schätzwerte der effektiven Wechselkursveränderungen

Währung	25. Januar– 10. Mai 1974	10. Mai– 6. Sept. 1974	6. Sept. 1974– 28. Feb. 1975	28. Februar– 16. Mai 1975	25. Jan. 1974– 16. Mai 1975	5. Mai 1971– 16. Mai 1975
	Prozent					
Schweizer Franken	+ 7,1	+ 0,1	+ 14,7	– 2,7	+ 19,6	+ 42,7
Deutsche Mark	+ 7,4	– 5,8	+ 6,2	– 1,8	+ 5,5	+ 26,3
Holländischer Gulden	+ 4,2	– 0,7	+ 3,6	– 0,9	+ 6,3	+ 15,9
Japanischer Yen	+ 3,1	– 5,9	+ 1,1	– 0,4	– 2,3	+ 11,4
Belgischer Franken	+ 3,8	– 0,5	+ 3,6	– 1,1	+ 5,7	+ 8,6
Französischer Franken	– 3,3	+ 6,8	+ 3,9	+ 5,3	+ 13,0	+ 8,2
Schwedische Krone	+ 4,3	– 0,6	+ 4,5	+ 0,7	+ 9,1	+ 5,1
Kanadischer Dollar	– 1,1	– 0,2	– 4,1	– 2,1	– 7,4	– 7,9
US-Dollar	– 9,3	+ 6,0	– 8,6	+ 2,7	– 9,8	– 18,9
Italienische Lira	– 2,9	– 1,1	– 5,9	+ 1,7	– 8,2	– 24,1
Pfund Sterling	+ 1,2	– 0,7	– 4,6	– 4,0	– 7,9	– 24,5

Die effektive Veränderung des Wechselkurses der Währung eines Landes ist jene unilaterale Änderung, die für den Außenhandel dieses Landes schätzungsweise den gleichen Effekt hätte wie die tatsächlich stattgefundenen multilateralen Wechselkursveränderungen. Außer in der letzten Spalte werden alle Veränderungen an den nach dem Washingtoner Realignement geltenden Leit- bzw. Mittelkursen (beim kanadischen Dollar am Kurs kan\$ 1 = US-\$ 1) gemessen. Im Falle von Währungen mit Doppelkurs wurde der Handelskurs gewählt.

Quelle: Bank von England.

Wechselkurs Mitte April 1975 nur um 4,3% niedriger als Ende Januar 1974. Der Rückgang hatte sich größtenteils auf das Schlußquartal 1974 konzentriert, wobei die Behörden in den Monaten November 1974–Januar 1975 in ziemlich großem Umfang intervenierten. Gegen Ende April 1975 begann sich das Pfund wiederum erheblich abzuschwächen, und in der dritten Maiwoche befand sich der effektive Wechselkurs um 7,9% unter seinem Stand von Ende Januar 1974. Außerhalb dieser beiden Schwächeperioden waren die amtlichen Interventionen verhältnismäßig bescheiden, da der Pfundkurs von den hohen Inlandszinsen und der Ansammlung von Pfundguthaben der Ölstaaten profitierte.

Wohl das bemerkenswerteste Beispiel einer Wechselkursbeeinflussung durch behördliche Maßnahmen verschiedener Art lieferte der französische Franken. Obwohl die französische Leistungsbilanz von 1974 mit über \$6 Mrd. defizitär war, hat der Außenwert des Frankens im gewogenen Durchschnitt seit Mai 1974 fast ständig zugenommen. Der Kapitalzufluß, der teils zinsinduziert, teils durch Verschuldung im Ausland auf Initiative öffentlicher Stellen bedingt war, überstieg das Defizit der Leistungsbilanz, so daß auch die Reserven ziemlich gleichmäßig wuchsen. Anfang Mai 1975, als die Regierung ihr Interesse an einem Wiedereintritt Frankreichs in den europäischen Währungsverbund bekanntgab, stand der Franken im gewogenen Durchschnitt um 7,5% höher als zur Zeit des Austritts aus der Schlange. Bald darauf befand sich seine Relation zu den Verbundwährungen innerhalb der festgesetzten Margen.

Dagegen bewahrten in Italien die fast \$8 Mrd., die 1974 an kompensatorischen Auslandskrediten aufgenommen und größtenteils für Marktinterventionen verwendet wurden, die Lira nicht vor einer verhältnismäßig starken weiteren Entwertung. Im wesentlichen tendierte sie nur in den Sommermonaten nicht nach unten, in denen die Zahlungsbilanz von den normalen Saisoneinflüssen und zudem von einer kräftigen Verschärfung der Geldpolitik profitierte. Ende Februar 1975 stand die Lira fast 10% schlechter als ein Jahr vorher. Von da an ist der gewogene Durchschnitts-Außenwert der Lira jedoch mit der seit Ende 1974 beschleunigten Verbesserung der Grundbilanz um 1,7% gestiegen, während die Behörden zugleich in der Lage waren, am Markt Dollar in erheblichem Umfang zu kaufen.

Im Falle der anderen Währungen der Tabelle, deren Außenwert mit Ausnahme des US- und des kanadischen Dollars seit Anfang 1974 in allen Fällen per Saldo gestiegen ist, wurde viel weniger interveniert.

Der US-Dollar (Außenwert im gewogenen Durchschnitt) hat seit Ende Januar 1974 drei große Phasen durchlaufen: bis Anfang Mai 1974 sank er um 9,3%, im Sommer stieg er um 6%, und in den Monaten September 1974–Februar 1975 sank er abermals um 8,6%, womit er fast wieder so tief stand wie Anfang Juli 1973. Die Baissebewegungen hatten mehrere Gründe: die Mehrkosten für Ölimporte wurden durch die vermehrten OPEC-Bezüge von amerikanischen Gütern und OPEC-Anlagen in den Vereinigten Staaten nicht voll ausgeglichen; die amerikanischen Banken deckten im ersten Halbjahr 1974 nach dem Abbau der Kapitalverkehrsbeschränkungen wesentlich mehr ausländischen Kreditbedarf; und später im Jahr legten die Ölstaaten Gelder verstärkt außerhalb des Dollars an, und auch die US-Zinsen sanken erheblich. Im Sommer 1974 dagegen profitierte der Dollar von den sehr hohen Zinssätzen und, weniger direkt, von Reaktionen auf die Schwierigkeiten im europäischen Bankenbereich.

Von Februar bis Juli 1974 stützte das Federal Reserve System den Dollar im Umfang von \$0,5 Mrd. — größtenteils mit Devisen, die es im Swapnetz zog und später zurückzahlte — und von Mitte Oktober 1974 bis Ende März 1975 mit \$1,1 Mrd. Nach der Jahreswende verstärkte sich der Druck auf den Dollar erheblich, und in den Monaten Februar und März wurden verhältnismäßig umfangreiche Stützungskäufe vorgenommen, die dazu beitrugen, den Trend wieder umzukehren. Von Ende Februar bis Mitte Mai festigte sich der Dollar im gewogenen Durchschnitt um 2,7%, und es wurden weitere Swapschulden zurückgezahlt.

Unter den Währungen, deren gewogener Durchschnitts-Außenwert seit Anfang 1974 per Saldo gestiegen ist, ragt der Schweizer Franken mit einem Plus von 20% heraus. Insbesondere hat er seit Mitte 1974 kräftig gegenüber der Deutschen Mark und den anderen europäischen Verbundwährungen angezogen, denen gegenüber er vorher nur innerhalb ziemlich enger Grenzen fluktuiert hatte. Am Anfang dieser Entwicklung standen Bewegungen aus der Deutschen Mark nach dem Herstatt-Debakel; von Ende Juni bis Mitte Oktober stieg der Franken gegenüber der Deutschen Mark um rund 8%. Nachdem die Schweiz dann das Verzinsungsverbot für im Inland unterhaltene ausländische Frankenguthaben aufgehoben hatte, flossen ihr aus Ölstaaten und anderen Quellen nochmals Gelder zu, so daß der Franken — zusätzlich zur allgemeinen Wertsteigerung der kontinentaleuropäischen Währungen im Verhältnis zum Dollar — gegenüber der Deutschen Mark erneut um 6% stieg. Im November wurden ausländische Frankenguthaben wieder kommissionspflichtig gemacht, und im Januar und Februar 1975 folgte die erste umfassende Marktintervention seit zwei Jahren. Dennoch stand der gewogene Durchschnitts-Außenwert des Frankens Ende Februar um 23% höher als gut ein Jahr vorher. Von da an ist er bis Mitte Mai um rund 2½% gesunken. Derzeit wird der Anschluß des Frankens an den europäischen Währungsverbund erwogen, um der Exportwirtschaft eine etwas festere Grundlage zu geben.

Daß die Deutsche Mark seit Anfang 1974 weiter an Wert gewann, beruhte natürlich auf den Ergebnissen des deutschen Außenhandels. Gemessen an der Höhe des letztjährigen Ausfuhrüberschusses erscheint der Außenwertzuwachs jedoch als relativ mäßig. Zweifellos wäre der Hausedruck auf diese Währung stärker gewesen, hätten nicht Kapitalabflüsse dazu geführt, daß die deutschen Reserven gegen Mitte 1974 zu wachsen aufhörten und in der zweiten Hälfte des Jahres sogar etwas schrumpften.

Das Hauptergebnis der Wechselkursbewegungen seit Anfang 1974 waren somit einerseits der Anstieg der Deutschen Mark (zusammen mit den anderen Verbundwährungen) und des Schweizer Frankens, andererseits der Rückgang des US-Dollars, der Lira und des Pfundes. Im großen und ganzen setzten sich hierbei frühere Trends fort. Gegenüber dem Stand unmittelbar vor der Währungskrise vom Mai 1971 hat sich damit der gewogene Durchschnitts-Außenwert von sieben führenden Währungen um einen zweistelligen Prozentsatz verändert: der Schweizer Franken, die Deutsche Mark, der Gulden und der Yen sind um 43 bzw. 26, 16 und 11% gestiegen, die Lira und das Pfund je um rund 24% und der US-Dollar um 19% gesunken.

Unter den vier Ländern mit Aufsteiger-Währungen zeigt lediglich die Schweiz Symptome verminderter Wettbewerbsfähigkeit, doch liegt der Höhenflug des Frankens seit Mitte 1974 noch zu kurze Zeit zurück, als daß seine Auswirkungen bereits

voll hätten in Erscheinung treten können. Die Wertsteigerung der Deutschen Mark ging Hand in Hand mit wachsenden deutschen Ausfuhrüberschüssen; erst in letzter Zeit hat sich der Auftragseingang in der Exportindustrie abgeschwächt. Großbritannien war die andere Seite dieser Medaille. Nimmt man als Anhaltspunkt den Anstieg der Großhandelspreise gewerblicher Güter, bereinigt um die Verringerung des durchschnittlichen Pfundaußenwerts, so hat sich die Wettbewerbsposition in England seit Anfang 1971 stärker verbessert als in allen anderen Industrieländern mit Ausnahme der Vereinigten Staaten. Dennoch ging es mit der britischen Nichtöl-Handelsbilanz in den vergangenen vier Jahren drastisch bergab. Auch in Italien ist die Nichtöl-Handelsbilanz in diesem Zeitraum ungünstiger geworden, jedoch viel weniger als in Großbritannien, und außerdem hat sich die italienische Wettbewerbsposition, gemessen an den Preisbewegungen, nicht verbessert. Demgegenüber vermochten die Vereinigten Staaten ihre Wettbewerbsposition seit Anfang 1971 mehr zu stärken als jedes andere bedeutende Industrieland, da sich nicht nur der Dollar entwertete, sondern auch die Preisentwicklung relativ günstiger war. Daß die amerikanischen Exporteure dies zu nutzen verstanden, haben die jüngsten Ergebnisse der Nichtöl-Handelsbilanz gezeigt.

Da die Vorgänge an den Devisenmärkten praktisch nichts anderes zuließen, als das Floating fortzusetzen, gab es im vergangenen Jahr keine effektiven Bemühungen um die Reform des internationalen Währungssystems. Die Konzeption einer reformierten Paritätenordnung, die im Zwanzigerausschuß erörtert worden war, hatte ohnehin ihre problematischen Seiten; und innerhalb des Ausschusses gingen die Ansichten weit auseinander, wie ein solches System funktionsfähig gemacht werden könne. Infolgedessen enthielt der Schlußbericht des Ausschusses an den Gouverneursrat des IWF statt konkreter Reformvorschläge allgemeine Angaben über die Richtung, in der sich das System seines Erachtens in Zukunft entwickeln könnte, sowie Empfehlungen für ein „Sofortprogramm“.

Dieses Programm verfolgte neben der Schaffung der Ölfazität des IWF vor allem das Ziel, die IWF-Regeln mit der Existenz des Floatings in Einklang zu bringen. Der Hauptvorschlag, den der Fonds mit Wirkung vom 1. Juli 1974 annahm, betraf eine neue Methode der SZR-Bewertung. Bis dahin hatte der Wechselkurs des Dollars einen dominierenden Einfluß auf den Wert des SZR gegenüber anderen Währungen gehabt, so daß mit seiner Entwertung am Devisenmarkt auch der Wert der SZR-Bestände der anderen Länder gesunken war. Nach der neuen Methode, die für eine „Interimszeit“ in Kraft bleiben soll, ist der Wert des SZR gleich einem „Standardkorb“, in dem die Währungen der in den Jahren 1968–1972 einen Weltexportanteil von mehr als 1% aufweisenden 16 Mitgliedsländer mit unterschiedlichen Gewichten vertreten sind (an der Spitze der Dollar mit 33%, dann die Deutsche Mark mit 12½%, das britische Pfund mit 9% sowie der französische Franken und der japanische Yen mit je 7½%). Anhand der Devisenmarktkurse kann der Fonds den Wert des SZR gegenüber der Währung jedes Mitgliedslandes ermitteln.

Ferner empfahl der Ausschuß einen Verhaltenskodex für das Floating mit Richtlinien, wonach es wünschenswert sein kann, kurzfristige Kursausschläge zu glätten, etwas längerfristigen Markttendenzen, die durch vorübergehende Faktoren bedingt sind, ein gewisses Maß an Widerstand entgegenzusetzen und wesentlichen

Abweichungen von einer mittelfristigen Wechselkursnorm entgegenzuwirken, falls eine solche Norm geschätzt werden kann. Diese Empfehlungen wurden im Juni 1974 vom Exekutivrat des IWF übernommen, und es ist zu hoffen, daß sie einen Rahmen für größere Wechselkursstabilität abgeben werden. Daneben schlug der Ausschuß vor, der Fonds möge den Anpassungsprozeß und die Entwicklung der Globalliquidität überwachen, um den Fortschritt in Richtung auf ein stabileres System zu erleichtern.

Im wesentlichen überließ der Ausschuß das internationale Reformwerk jedoch dem neuen Interimsausschuß des Gouverneursrates, der auf dessen Empfehlung im Oktober 1974 bei der Jahresversammlung des Fonds eingesetzt wurde. Der Interimsausschuß soll die Arbeit an der Währungsreform fortführen und sich beratend zu laufenden Problemen äußern, darunter zum Anpassungsprozeß und zur Bewältigung plötzlicher systembedrohender Störungen. In seiner ersten Arbeitssitzung im Januar 1975 einigte sich der Ausschuß auf die 1975er Ölfazilität des Fonds und auf die Grundzüge der nächsten allgemeinen Erhöhung der IWF-Quoten.

Darüber hinaus ersuchte der Ausschuß den Exekutivrat, eine Reihe von Entwürfen für Änderungen im IWF-Abkommen vorzubereiten. Die Mitgliedsländer sollen auf stabile, wenngleich anpaßbare Paritäten verpflichtet werden, jedoch in besonderen Situationen unter Aufsicht des Fonds floaten dürfen. Die Verpflichtung zu Goldzahlungen an den Fonds und der offizielle Goldpreis wären aufzuheben. Goldgeschäfte von Währungsbehörden am Markt oder untereinander sollen offensichtlich nicht an Regeln gebunden werden; jedoch befürwortete der Interimsausschuß ein Übereinkommen, daß der Weltbestand an Währungsgold durch künftige Geschäfte am Markt nicht wachsen soll. Komplementär zu dem Ziel, das Gold im Währungssystem zurückzudrängen, ist die Absicht, dem SZR eine breitere Basis zu geben. Nach den diesbezüglichen Änderungsvorschlägen wären die ursprünglichen Beschränkungen der SZR-Verwendung aufzuheben. Ferner fordert der Interimsausschuß eine Änderung, die bezweckt, ihn durch einen ständigen Rat mit Entscheidungsbefugnissen zu ersetzen.

Zur vielerörterten Verknüpfung von SZR-Zuteilung und Entwicklungsfinanzierung ist mangels Einigung noch keine Änderung des IWF-Abkommens vorgeschlagen worden. Statt dessen wird die ganze Frage der Übertragung realer Ressourcen von entwickelten an weniger entwickelte Länder jetzt vor allem von einem neuen Gemeinsamen Ministerausschuß des IWF und der Weltbank (Entwicklungsausschuß) behandelt. Er wurde zur selben Zeit wie der Interimsausschuß ebenfalls auf Empfehlung des Zwanzigerausschusses eingesetzt.

Im Grunde befindet sich der Interimsausschuß somit in der Lage seines Vorgängers: Marktkräfte, die aus Verzögerungen im Anpassungsprozeß entstanden, haben das System von Bretton Woods unhaltbar gemacht, und zugleich scheint die Schaffung eines neuen Paritätensystems durch die Währungsverhältnisse und politische Schwierigkeiten zu einem recht fernen Ziel geworden zu sein — falls es überhaupt noch ein Ziel genannt werden kann.

II. ENTWICKLUNGEN UND MASSNAHMEN IN EINZELNEN LÄNDERN

Vereinigte Staaten. In den Anfangsmonaten von 1974 war die Geldpolitik etwas gelockert worden, um den Schock des Ölembargos besser aufzufangen. Mitte März stand jedoch fest, daß sich die rückläufigen Tendenzen nach wie vor auf den Automobilsektor beschränkten, während die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten hoch war und die nichtlandwirtschaftliche Lohnsumme wieder den Spitzenstand vom November des vorangegangenen Jahres erreicht hatte. Das Preissystem mußte darüber hinaus die doppelte Belastung aus der Explosion der Ölpreise und dem Auslaufen der verbliebenen Preiskontrollen per Ende April erst verkraften. Unter diesen Umständen begann die Geldpolitik einen wesentlich schärferen Kurs zu steuern, und gegen Ende April wurde der Diskontsatz auf den Rekordstand von 8% angehoben. Ferner wurde die Fiskalpolitik zusätzlich restriktiver, da die steigenden Nominaleinkommen zu einem Anwachsen der Steuereinnahmen führten und die Bemühungen zur Eingrenzung der Ausgaben fortgesetzt wurden.

Bis zur Jahresmitte hatte der Preisauftrieb erneut ein hohes Ausmaß erreicht, und noch immer waren keine Anzeichen eines ernsthaften Abschwungs erkennbar. Im ersten Halbjahr stiegen die industriellen Großhandelspreise mit einer Jahresrate von mehr als 30%, und die Verbraucherpreise erhöhten sich um mehr als 12%. Im Bereich der Produktion war die Abnahme des realen Bruttosozialprodukts im ersten Vierteljahr fast ausschließlich auf die Entwicklung im Kraftfahrzeug- und Energiesektor zurückzuführen. Im zweiten Quartal wäre die reale Produktion außerdem gewachsen statt geschrumpft, wenn es nicht zur Teilübernahme der Aramco durch Saudi-Arabien gekommen wäre; der sich hieraus ergebende Gewinnrückgang bei den amerikanischen Ölgesellschaften war als Verminderung der Nettoexporte verbucht worden. Die Arbeitslosenziffer überschritt bis Juni nicht den im Januar verzeichneten Stand von 5,2%, und die Beschäftigung erhöhte sich in mäßigem Tempo weiter. Die industrielle Erzeugung stieg langsam, da sich Absatz und Produktion von Automobilen im zweiten Vierteljahr erholten und die Lager wieder ein normales Ausmaß annahmen. Nach einer Abschwächung in den ersten Monaten des Jahres schien sich der Umfang des industriellen Auftragsengangs zu halten, und der Auftragsbestand nahm weiter zu. Die Baubeginne im Wohnungsbau tendierten dagegen mit einer Jahresrate von etwa 1,5 Mio. Einheiten weiterhin äußerst schwach, nachdem sie Anfang 1973 noch eine Spitze von rund 2,4 Mio. Einheiten verzeichnet hatten. Ein zusätzlicher Hinweis auf die kommende Schwäche war die große Korrektur in der Schätzung der Lagerbestände nach oben durch das Department of Commerce Mitte Juli. Bis zum August behielt das Federal Reserve System seinen restriktiven Kurs bei, was zu einem scharfen Anstieg des Federal-funds-Satzes auf über 13% im Juli und der Prime rate der Banken auf 12% führte. Die Ausweitung des Geldvolumens schwächte sich beträchtlich ab, wobei sich das Wachstum von M1 im zweiten und dritten Quartal auf eine Jahresrate von 4% verlangsamte.

Im dritten Quartal setzte eine merkliche Verlangsamung der Konjunktur ein. Die industrielle Erzeugung stagnierte, der Beginn neuer Wohnungsbauten sank auf einen seit über vier Jahren nicht mehr verzeichneten Tiefstand ab, und die Arbeitslosenziffer erhöhte sich im September auf 5,8%. Eine kleine Zunahme im Verbrauch wurde durch die in fast allen Bereichen verzeichnete Rückläufigkeit der Bruttoinvestitionen überdeckt, so daß die reale Produktion etwas abnahm. Eine Kaufwelle im Automobilssektor vor der starken Preiserhöhung für die Modelle von 1975 trug im Verein mit gewissen Vorratskäufen angesichts eines für November erwarteten Streiks im Kohlebergbau zur Stützung der wirtschaftlichen Lage bei. Obwohl sich die Nachfrage fühlbar abschwächte, waren jedoch nur geringe Anzeichen einer Abnahme des Preisauftriebs zu erkennen, wenn man von dem weiteren Rückgang der seit Mitte März nachgebenden Rohstoffkassanotierungen absieht.

In dieser Situation lockerte das Federal Reserve System seine Politik Anfang September geringfügig. Das Pflichtreservenerfordernis von 3% auf den Zuwachs von Depositenzertifikaten mit großem Nominale und Fälligkeiten von vier und mehr Monaten wurde aufgehoben. Kurz darauf wurde die Zielgröße der längerfristig beabsichtigten monetären Expansion etwas hinaufgesetzt. Unterdessen bekräftigte die Regierung Anfang Oktober nach einer Reihe von Lagebesprechungen, die in den Publikationsmedien große Resonanz fanden, ihre Ansicht, daß es weiterhin unbedingt vorrangig sei, der Inflation Einhalt zu gebieten. Zu diesem Zweck wurden Steuererhöhungen in Verbindung mit Ausgaben zur Milderung der Auswirkungen des geld- und fiskalpolitischen Restriktionskurses auf einzelne Wirtschaftszweige vorgeschlagen, die das Gesamtdefizit des Bundeshaushalts im wesentlichen unverändert gelassen hätten.

Ab November trat an die Stelle des leichten Abschwungs der schärfste Konjunktüreinbruch, der seit der großen Weltwirtschaftskrise jemals verzeichnet worden war. Vom September vergangenen Jahres bis April 1975 verringerte sich die industrielle Erzeugung um 12,9%, während die Arbeitslosigkeit auf 8,9% — den höchsten Stand seit der Vorkriegszeit — hinaufschnellte. Vom dritten Quartal 1974 bis zum ersten Quartal 1975 sank die reale Produktion mit einer Jahresrate von 11%. Der Rückgang im vierten Quartal spiegelte Abnahmen in allen wesentlichen Bereichen der privaten Nachfrage über viele Industriezweige hinweg wider. Im ersten Quartal 1975 blieb die Endnachfrage zwar stabil, doch die gesamte Produktion zeigte immer noch eine starke Verschlechterung, da ein großer Lagerabbau stattfand. Angesichts der sehr schwachen Nachfrage und nach größtenteils vollzogener Anpassung der Energiepreise und der nicht mehr den Kontrollen unterliegenden Preise hat sich die Inflation auffallend verlangsamt. Im Zeitraum Januar–April 1975 ging der Anstieg der industriellen Großhandelspreise auf eine Jahresrate von 6,5% zurück.

Vor diesem Hintergrund und bei einsetzender Abschwächung der Nachfrage nach Bankkrediten führte das Federal Reserve System die geldpolitische Lockerung fort. Im November wurden die Pflichtreservenerfordernisse für langfristige Einlagen gesenkt und dagegen für kurzfristige Gelder erhöht, um die Banken zu verstärkten Bemühungen um längerfristige Mittel anzuregen. Die Pflichtreserven für die Nettoeinsparungen wurden etwas herabgesetzt und die 1973 eingeführten Reservenerfordernisse auf den Zuwachs von kurzfristigen Depositenzertifikaten überhaupt aufgehoben.

Anfang Dezember genehmigte der Federal Reserve Board die erste Diskontsatzsenkung seit drei Jahren. Die Bankrate wurde um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt auf $7\frac{3}{4}\%$ zurückgenommen; vier weitere Schritte ermäßigten sie bis auf 6% im Mai. Die Reservenerfordernisse für die Nettosichteinlagen wurden im Januar erneut reduziert, und im April wurden die Pflichtreserven der Banken für Kreditaufnahmen im Ausland herabgesetzt. Da auch durch Offenmarktoperationen Liquidität geschaffen wurde, gingen die Zinssätze für Federal funds, Schatzwechsel und Bankkredite an erste Adressen stark zurück. Ende Mai tendierte die Prime rate zu 7% , während die Sätze für Federal funds und dreimonatige Schatzwechsel ungefähr $5,1\%$ betragen. Die langfristigen Zinssätze haben allerdings in Anbetracht des Rekordumfangs neuzubehabender Anleihen nur verhältnismäßig bescheiden nachgegeben. Das Geldvolumen im engeren Sinne reagierte anfänglich nur zögernd auf die lockere Geldpolitik, das Wachstum von M_2 war hingegen stärker. In den letzten Monaten wurde die Ausweitung von M_1 allerdings wieder aufgenommen, wobei die Zielvorstellung der Behörden fürs erste auf $5-7\frac{1}{2}\%$ im Jahr angesetzt wurde.

Infolge des starken Preisauftriebs und der sich verschärfenden Rezession hat sich für die Wirtschaft eine Reihe finanzieller Schwierigkeiten ergeben. Die Steuerpflicht der Unternehmen wurde weiterhin auf Basis seinerzeitiger Einstandspreise für Lagerbestände und Anlagevermögen statt unter Berücksichtigung der entsprechend erhöhten Wiederbeschaffungskosten ermittelt. Der sich hieraus ergebende Druck auf die Ertragslage nach Besteuerung folgte auf einen schon längerfristigen Trend zu höherer Fremdfinanzierung und Verringerung der Relation zwischen Ertrag und festen Verbindlichkeiten. Diese Tendenz zu niedrigeren Sicherheitsmargen war teilweise durch übermäßiges Vertrauen in die Fähigkeit der Wirtschaftspolitik, die Konjunkturentwicklung in den Griff zu bekommen, bewirkt worden. Angesichts der gedrückten Aktienmärkte und des Rekordstandes der langfristigen Zinssätze mußten die Unternehmen 1974 im großen Umfang auf den Bankkredit zur Deckung des steigenden Finanzbedarfs zurückgreifen. Die scharfe Einlagenkonkurrenz der Banken, vor allem nach der völligen Aufhebung der Zinsenplafonds für Termineinlagen über große Beträge im Mai 1973, förderte ein beunruhigend schlechtes Verhältnis zwischen dem Eigenkapital und den Aktiva. Vor diesem Hintergrund schwächten die Zusammenbrüche der Franklin National Bank und der Herstatt-Bank ernstlich die Fähigkeit kleinerer Regionalbanken zur Aufbringung kurzfristiger Mittel und leiteten die Geldströme eher zu den größeren Banken um.

Kritische Situationen ergaben sich auch in anderen wichtigen Bereichen, so insbesondere bei den öffentlichen Versorgungsbetrieben und in der Bauwirtschaft. Die weisungsberechtigten Körperschaften versagten den Versorgungsunternehmen oftmals jene unmittelbare Einnahmenanpassung, die notwendig gewesen wäre, um steigende Energiebezugskosten und andere Auslagen abzudecken. Die hohen Zinssätze führten zu Einlagenverlusten der Sparinstitute, die in der Zinskonkurrenz nicht mithalten konnten, da ihr Portefeuille größtenteils aus niedriger verzinslichen Ausleihungen aus früheren Jahren bestand. Die Finanzierung von Bauvorhaben wurde zusätzlich durch die schweren Rückschläge der Immobilienfonds getroffen, deren optimistische Lagebeurteilung auf die sie finanzierenden Institute ausgestrahlt hatte. Trotz verschiedenen Arten von staatlicher Finanzhilfe wurde der Wohnungsbau daher aus den Finanzmärkten gedrängt.

Vereinigte Staaten: Mittelnachfrage und -angebot an den Kreditmärkten¹

	1969	1970	1971	1972	1973	1974		1975 1. Quartal
						1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	
Bereinigte Jahreswerte, in Milliarden Dollar								
Mittelnachfrage								
Wertpapiere des Bundes	- 3,6	12,8	25,5	17,3	9,7	5,1	18,9	69,4
Unternehmens- und Auslandsanleihen	13,0	20,6	19,7	13,2	10,2	20,2	23,5	37,2
Wertpapiere der nicht- zentralen öffentlichen Haushalte	9,9	11,2	17,6	14,4	13,7	18,3	16,5	16,3
Hypothekarkredite	27,7	25,7	46,9	67,3	73,2	63,3	49,4	44,7
Konsumkredite	10,4	6,0	11,2	19,2	22,9	12,7	6,6	- 3,3
Bankdarlehen	15,3	6,4	9,3	21,8	36,6	32,6	21,6	- 9,2
Sonstiges	15,3	9,8	5,7	5,7	11,8	29,7	34,2	1,2
Zusammen²	88,0	92,5	135,9	158,9	180,1	181,9	169,7	156,3
Direkt bereitgestellt durch								
Bund	2,9	2,8	3,2	2,6	3,0	2,5	12,5	15,7
Zentralbanksystem	4,2	5,0	8,9	0,3	9,2	6,1	6,3	8,9
Geschäftsbanken	18,2	35,1	50,6	70,5	86,6	87,5	41,3	15,2
Sparinstitute	14,5	16,9	41,4	49,3	35,1	35,2	19,8	51,8
Sonstige Finanzinstitute	22,6	23,0	18,6	33,5	37,1	33,0	47,6	35,5
Private Haushalte und Unternehmen	25,9	- 0,6	- 13,2	- 5,7	8,4	7,0	29,5	10,4
Ausland	- 0,3	10,3	26,4	8,4	0,7	10,6	12,7	18,8
Zusammen²	88,0	92,5	135,9	158,9	180,1	181,9	169,7	156,3
Entsprechende Ver- änderung im Geld- vermögen								
Geldmenge (M1)	7,7	10,5	12,7	16,7	12,6	13,2	- 0,5	7,8
Termin- und Spareinlagen	- 2,3	56,1	81,0	85,2	76,3	88,9	55,2	89,0
Kreditmarktforderungen	82,6	25,9	42,2	57,0	91,2	79,8	115,0	59,5
Zusammen²	88,0	92,5	135,9	158,9	180,1	181,9	169,7	156,3

¹ Ohne Emission von Dividendenwerten nichtfinanzieller Unternehmen, die betrug:

Gesamtes Nettoaufkommen mit Dividendenwerten	91,8	98,2	147,4	169,4	187,4	187,3	172,0	158,6
In Prozent des BSP	9,9	10,1	14,0	14,6	14,5	13,7	12,1	11,2

² Ohne jene Beträge, die die vom Bund geförderten Kreditstellen zwecks Weiterleitung aufgenommen haben.

Im ersten Quartal 1975 hatte sich dieses allgemeine Bild in mehrfacher Hinsicht geändert. Die Nachfrage nach Bankkrediten und Konsumfinanzierung nahm absolut gesehen ab, und der Hypothekarkredit verlangsamte sich weiter, obwohl den Sparkassen wesentlich mehr Mittel zuflossen. Außer der Einschränkung der Investitionen strebten die Unternehmen an, ihren Finanzbedarf durch mehr langfristige Fremdmittel zu decken. Ein weiteres Merkmal war der steile Anstieg der Emissionen von Staatspapieren, wovon der Großteil von Geschäftsbanken und ausländischen Investoren übernommen wurde.

Nach der Jahreswende fand der Gedanke einer größeren Steuersenkung allgemeine Unterstützung, und im März war das Steuerprogramm eine Realität. Hierbei wurden die von Personen und Unternehmen zu zahlenden Steuern um \$22,8 Mrd.,

aufgeteilt auf 1975 und 1976, gesenkt. Die Maßnahmen enthielten im einzelnen Rückvergütungen bei den persönlichen Einkommensteuerzahlungen für 1974, eine Herabsetzung der Steuerpflicht für 1975 unter besonderer Berücksichtigung von Familien der unteren Einkommensklassen und eine Steuergutschrift von 5% bis höchstens \$ 2 000 beim Erwerb einer neuen Wohneinheit. Die Unternehmenssteuern wurden durch eine Anhebung der Investitionssteuergutschrift für zwei Jahre und durch eine Herabsetzung des Gewinnsteuersatzes in den unteren Steuerklassen ermäßigt. Andererseits wurden die Steuereinnahmen durch das langsame Auslaufen der Freibeträge für die eigene Ölförderung und durch eine geänderte steuerliche Behandlung multinationaler Gesellschaften erhöht. Im Mai lag das für 1976 veranschlagte Haushaltsdefizit bei rund \$ 70 Mrd. — ungefähr 5% des Bruttosozialprodukts. Während der Kongreß auf die Probleme der Rezession ziemlich rasch und entschlossen reagierte, fehlt der Politik zur Bewältigung der vielen energiewirtschaftlichen Fragen noch die entsprechende klare Linie.

Bundesrepublik Deutschland. Im Frühjahr 1974 hatte die Entwicklung der Binnen- nachfrage unter dem Einfluß der seit Ende 1972 angewandten restriktiven Maßnahmen bereits seit über einem Jahr zur Abschwächung tendiert. Die industriellen Investitionen und der Wohnungsbau waren real noch immer rückläufig, und nur die öffentlichen Verbrauchsausgaben nahmen zu. Die Nettoexporte von Gütern und Leistungen waren andererseits durch sechs Quartale hindurch stark angestiegen und hatten damit zur Aufrechterhaltung des realen Bruttosozialprodukts beigetragen. Die Arbeitslosigkeit war nicht übermäßig, obwohl sie seit Anfang 1973 von 1 auf 2% des Arbeitskräftepotentials angewachsen war und außerdem 1% der unselbständig Beschäftigten in Kurzarbeit standen. Der beunruhigende Aspekt blieb weiterhin der Preisauftrieb: die Zunahme der Erzeugerpreise bei industriellen Produkten lag im Zwölfmonatsabstand bei fast 14% und der Anstieg der Einzelhandelspreise bei 7%.

Lockerungsmaßnahmen waren lediglich auf selektiver Basis vorgenommen worden. Im Bereich der Fiskalpolitik waren die steuerlichen Anreize für Anlageinvestitionen wiederhergestellt und staatliche Ausgabenprogramme eingeleitet worden, durch die bestimmte Industriezweige, vor allem die Textilwirtschaft und das Bauwesen, gestützt werden sollten. Im Bereich der Geldpolitik trafen die Behörden Maßnahmen zum Ausgleich des durch Abflüsse im Zusammenhang mit der Ölkrise bedingten Liquiditätsabzugs, zunächst vorübergehend über den Zentralbankkredit und später dann durch Senkung der Mindestreserveverpflichtungen. Außerdem wurden die administrativen Beschränkungen der Kapitalzuflüsse beträchtlich gemildert. Im März und April wurde dem Geldmarkt eine weitere Hilfestellung gewährt; da in den folgenden Wochen die Bundesbank jedoch beträchtliche Dollarbeträge im Rahmen von Wechselkursinterventionen ankaupte, wurden Schritte zur Liquiditätsbindung unternommen, um eine Beschleunigung des Geldmengenwachstums zu verhindern. Der Kreditwirtschaft wurden kurzfristige Schatzwechsel angeboten und gegen Ende Mai die Inanspruchnahme der seit März nach einer umfassenderen Formel berechneten Rediskontkontingente nur noch bis zu 75% gestattet. Im Durchschnitt nahm die Zentralbankgeldmenge im ersten Halbjahr 1974 mit einer Jahresrate von 6½% zu, was geringfügig unter dem Wert des zweiten Halbjahrs 1973 lag. Während die kurzfristigen Zinssätze im Zeitraum Oktober 1973–Mai 1974 um bis zu 5 Prozentpunkte nachgaben, erhöhten sich angesichts der schwachen Nachfrage seitens der

Anleger die Renditen der festverzinslichen Wertpapiere — bei öffentlichen Rentenwerten von 9,7 auf 10,6%.

Ende Juni erschütterte jedoch der Zusammenbruch der Herstatt-Bank das Vertrauen und führte zu einem starken Druck auf die Deutsche Mark. Um die Situation zu stabilisieren, hob die Bundesbank die Grenzen für die Inanspruchnahme der Rediskontkontingente wieder auf und erklärte sich bereit, Lombardkredite zum normalen Satz von 9% ohne betragsmäßige Begrenzung zu gewähren. Zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten wurden den Privatbankiers und den Regionalbanken wie auch der Kreditanstalt für Wiederaufbau zugunsten von Krediten an kleinere Unternehmen eröffnet. Die Bundesbank beteiligte sich außerdem an der Errichtung eines Liquiditätskonsortiums, durch das Banken, die vorübergehend in Schwierigkeit gerieten, jedoch grundsätzlich gesund waren, gestützt werden sollten. Um ein ähnliches Vorkommnis wie den Herstatt-Zusammenbruch in Zukunft auszuschließen, wurden später die Vorschriften für die Banken bezüglich des Devisenhandels, des Warentermingeschäfts und der Relation der Devisenposition zum Eigenkapital verschärft.

Die großen Kapitalabflüsse dauerten bis in den Herbst an, da die Renditen festverzinslicher Wertpapiere im Ausland nunmehr höher als in Deutschland lagen. Dementsprechend wurden im September und Anfang Oktober die Mindestreserven um insgesamt etwa DM 8,5 Mrd. gesenkt. Einige der verbliebenen Beschränkungen für Kapitalzuflüsse, darunter vor allem die Bardepotpflicht für Auslandsverbindlichkeiten, wurden gleichfalls aufgehoben.

In der Zwischenzeit dauerte die schrittweise Lockerung der Haushaltspolitik an, was sich zum Teil automatisch durch die Rezession ergab. Ende Juni lief der einjährige Stabilitätzuschlag von 10% zur Einkommen- und Körperschaftsteuer aus. Bei langsam wachsender Arbeitslosigkeit und Kapazitätsfreisetzung neigten die Steuereinnahmen im allgemeinen dazu, zurückzubleiben, während die Sozialversicherungszahlungen rascher stiegen. Außerdem lagen die konsumtiven Staatsausgaben in der zweiten Hälfte 1974 real um 4% über ihrem Stand vor Jahresfrist. Das Kassendefizit des öffentlichen Sektors erhöhte sich dadurch von bloß DM 2,4 Mrd. 1973 auf DM 23 Mrd. 1974, was eine Verschiebung in Höhe von 2% des Bruttosozialprodukts bedeutete.

In den letzten Monaten von 1974 kam es zu einem weiteren scharfen Konjunktur einbruch, der die Behörden veranlaßte, eine stärker expansiv orientierte Politik einzuschlagen. Der Hauptgrund lag in der abbröckelnden Exportkonjunktur. In ihrem Umfang hatten sich die Exporte von Gütern und Leistungen seit dem ersten Vierteljahr nicht mehr ausgeweitet; und im Herbst setzte dann sowohl bei den Auftragseingängen wie bei den Lieferungen ein Rückgang ein. Gleichzeitig dauerte die Schwäche der privaten Binnennachfrage an. Die realen Verbrauchsausgaben lagen noch immer auf dem Stand, den sie in der ersten Hälfte 1973 erreicht hatten, zum Teil deshalb, weil die private Sparkapitalbildung von 13,5 auf etwa 15% der verfügbaren Einkommen gestiegen war, und die Investitionen hatten sich um rund 12½% unter ihrer Spitze von 1973 eingependelt. Der größte Rückgang fand im Baugewerbe statt — vor allem beim Wohnungsbau, denn der öffentlichen Bautätigkeit kamen die erhöhten Staatsausgaben zugute. Die Aufträge für Bau- und Ausrüstungsinvestitionen tendierten im allgemeinen durch die Gewinnkompression in der Industrie zur

Schwäche, wo das Zusammenwirken von sinkender Erzeugung und steigenden Löhnen ein Anwachsen der Lohnkosten je Produkteinheit um 15% vom ersten bis zum vierten Quartal 1974 verursachte. Als Ergebnis zeigte sich im vierten Quartal ein Rückgang der Bruttoproduktion um real 6% auf Jahresbasis. Im März 1975 lag die Industrieproduktion um 8% unter ihrem Stand von einem Jahr zuvor. Die Arbeitslosigkeit war zur gleichen Zeit saisonbereinigt auf 900 000 (3,9% der unselbständig Beschäftigten) gestiegen, und die Zahl der Kurzarbeiter lag ebenso hoch.

Da die sich verschärfende Rezession keinen großen unmittelbaren Einfluß auf die Höhe der Tarifabschlüsse auszuüben vermochte, gingen die Behörden an die Wiederbelebung der Nachfrage nur zögernd heran. Ende Oktober wurde der Diskontsatz von 7 auf 6½% und der Lombardsatz von 9 auf 8½% ermäßigt. Es waren dies die ersten Änderungen seit Juni 1973. Gleichzeitig wurden die Rediskontkontingente der Banken um DM 2,5 Mrd. erhöht. Als Reaktion auf dieses Signal einer Richtungsänderung in der Konjunkturpolitik begannen die Renditen am Kapitalmarkt, deren Anstieg sich schon seit der Jahresmitte trotz einer Belebung der Emissionstätigkeit abgeflacht hatte, stark zu sinken. Insgesamt beliefen sich 1974 die Nettoverkäufe festverzinslicher Wertpapiere auf DM 25,8 Mrd., womit sie etwas über dem Vorjahresstand lagen. Mehr als die Hälfte dieses Betrages entfiel auf Emissionen der öffentlichen Hand einschließlich Kommunalobligationen, durch die zwei Drittel des öffentlichen Defizits gedeckt wurden; 1973 hatte dieser Anteil ein Drittel betragen. Nach der Jahresmitte tätigten sowohl Banken als auch andere Gebietsansässige bei sinkender Kreditnachfrage des privaten Sektors umfangreiche Käufe festverzinslicher Wertpapiere.

Anfang Dezember veröffentlichte die Bundesbank in der Absicht, die Inflationserwartungen zu dämpfen, erstmals ein Wachstumsziel für die Zentralbankgeldmenge im bevorstehenden Jahr. Die angestrebte Zunahme lag mit 8% deutlich über dem während des meisten Teils des Jahres 1974 verzeichneten Wachstum, war jedoch gering genug, um die Wahrscheinlichkeit eines Aufschwungs in der Produktion von einer Mäßigung bei den Tariflohnabschlüssen abhängig zu machen. Gleichzeitig beschloß die Regierung ein Programm zur Förderung von Beschäftigung und Wachstum. Es umfaßte eine Zulage von 7½% für in der Zeit von 1. Dezember 1974 bis 30. Juni 1975 bestellte private Investitionsgüter und eine Ausweitung der Staatsausgaben um über DM 1,7 Mrd., darunter auch Zuschüsse an Unternehmer für die Beschäftigung bisher Arbeitsloser und Mobilitätszulagen an beschäftigungslose Arbeitskräfte. Von diesen Maßnahmen wurde erwartet, daß sie nach und nach das Defizit des öffentlichen Sektors um rund DM 10 Mrd. erhöhen würden. Die am 1. Januar 1975 in Kraft tretende Reform der Einkommensteuer und der Kindergeldregelung wurde mit einem Steuerausfall von etwa DM 14 Mrd. angesetzt, wodurch sich das veranschlagte Gesamtdefizit des öffentlichen Sektors (einschließlich Sozialversicherungen) für 1975 auf über DM 50 Mrd. und damit auf mehr als das Doppelte des Jahres 1974 stellte.

Die unermüdlichen Bestrebungen der Behörden zur Abbremsung der Inflationsspirale wurden in den ersten Monaten des Jahres 1975 belohnt, als wichtige Tarifabschlüsse eine Orientierungsgröße von 6½–7% Erhöhung in der neuen Lohnrunde setzten, was nur wenig über der Hälfte des vorjährigen Lohnanstiegs lag. Gleichzeitig

Bundesrepublik Deutschland: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Private Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	Öffentliche Haushalte	Ausland ¹	Banken ²	Andere Finanzinstitute ³
Nettoersparnis und Vermögensübertragungen	1972	67,80	5,10	25,45	24,60		7,00	0,60
	1973	69,20	1,25	27,40	41,50		6,60	1,00
	1974	77,60	10,35	13,35	23,25		8,50	1,30
Nettoinvestitionen (—)	1972	.	-40,10	-59,35	-26,05		- 1,75	- 1,05
	1973	.	-43,35	-62,95	-26,85		- 1,70	- 1,60
	1974	.	-36,45	-38,85	-32,20		- 1,95	- 1,45
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit	1972	67,80	-35,00	-33,90	- 1,45	- 2,25 ⁴	5,25	- 0,45
	1973	69,20	-42,10	-35,55	14,65	-10,50 ⁴	4,90	- 0,60
	1974	77,60	-26,10	-25,50	- 8,95	-23,45 ⁴	6,55	- 0,15
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten⁵</i>								
Bargeld, Sichteinlagen, Termingelder, Spareinlagen	1972	46,50	0,30	24,75	6,20	2,05	-83,65	3,90
	1973	37,65	0,15	15,25	13,40	4,20	-72,95	2,25
	1974	46,80	- 0,25	6,70	2,55	4,10	-65,10	5,15
Geldanlagen bei Nichtbanken-Finanzinstituten	1972	18,55		2,15	0,10	0,10	0,10	-21,05
	1973	21,25		2,85	0,15	0,10	0,10	-24,45
	1974	19,25		2,80	0,20	0,10	0,40	-22,80
Geldmarktpapiere	1972	—		- 0,55	- 0,20	0,15	0,60	—
	1973	0,45		1,30	4,95	- 1,05	- 5,75	0,15
	1974	0,25		0,05	- 5,55	- 0,10	5,40	- 0,05
Rentenwerte und Aktien: Erwerb	1972	10,90		1,45	0,45	12,15	8,15	4,35
	1973	13,65		2,90	- 0,10	6,95	4,35	4,00
	1974	11,25		3,60	- 0,15	- 1,30	15,20	5,05
Absatz	1972		- 0,20	- 6,15	- 4,60	1,65	-27,95	- 0,20
	1973		- 0,05	- 4,15	- 2,10	- 1,75	-23,55	- 0,15
	1974		- 0,05	- 4,90	- 3,55	- 3,35	-21,30	- 0,40
Bankkredite	1972	- 7,40	-24,30	-49,05	- 9,75	- 1,10	92,25	- 0,60
	1973	- 2,95	-26,60	-28,15	-13,95	- 6,10	77,40	0,35
	1974	0,70	-15,00	-30,00	-13,60	-16,00	74,15	- 0,15
Andere Darlehen	1972	- 0,60	- 9,05	- 2,70	- 0,70	—	- 0,05	13,15
	1973	- 0,70	-13,60	- 2,20	- 0,65	—	- 0,10	17,25
	1974	- 0,45	- 8,90	- 2,50	- 1,00	- 0,05	- 0,20	13,05
Übrige Forderungen und Verbindlichkeiten	1972	- 0,15	- 1,75	- 3,80	7,05	- 1,40		
	1973	- 0,15	- 2,00	-23,35	12,95	12,55		
	1974	- 0,20	- 1,90	- 1,25	12,15	- 8,85		
Gold- und Devisenbestand	1972					-15,80	15,80	
	1973					-25,40	25,40	
	1974					2,00	- 2,00	

¹ Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Deutschlands gegenüber dem Ausland. ² Einschließlich Bundesbank. ³ Bausparkassen, Versicherungen, Pensionskassen. ⁴ Nettoauslandsanlagen (= Saldo der Leistungsbilanz). ⁵ Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten.

kam der Auftrieb der Großhandelspreise fast zum Stillstand, und bei der Wohnungsnachfrage zeigten sich erste Anzeichen einer Wiederbelebung. Der Absatz von Personenkraftwagen und die Binnennachfrage nach Investitionsgütern waren etwas stärker geworden.

Um die Aussichten für die Konjunkturbelebung günstiger zu gestalten, wurden die Rediskontkontingente der Banken für die Monate Februar und März erneut um

DM 2,5 Mrd. angehoben. Anschließend wurde die Bankenliquidität durch den Abzug staatlicher Einlagen bei der Bundesbank erhöht. Die Bundesbank setzte den Diskont- und den Lombardsatz schrittweise auf $4\frac{1}{2}$ bzw. $5\frac{1}{2}$ % Ende Mai weiter herab und verstärkte dadurch die Abwärtsentwicklung der Zinssätze. Der Rückgang der langfristigen Zinssätze dauerte gleichfalls an, wobei die Renditen öffentlicher Rentenwerte auf rund $8\frac{1}{2}$ % sanken. Mit Wirkung vom 1. Juni wurden die Mindestreserven auf Inlandsverbindlichkeiten um 5% reduziert.

Japan. Während die Stabilisierungspolitik darauf ausgerichtet war, einen sehr starken Inflationsstoß unter Kontrolle zu bringen, erlitt Japan 1974 den ernstesten Konjunkturreinbruch der Nachkriegszeit. Das reale Bruttosozialprodukt ging um fast 2% zurück, wogegen es im längerfristigen Durchschnitt Zuwächse von über 10% aufgewiesen hatte, und der Preisauftrieb war in allen Bereichen überaus heftig. Diese Entwicklung und das Entstehen eines sehr großen Leistungsbilanzdefizits waren zu einem großen Teil auf die starke japanische Abhängigkeit von Erdöl- und Rohstoffimporten zurückzuführen. Die Anfang 1973 eingeleitete Politik der Nachfragebeschränkung, die später beträchtlich verschärft und bis in die ersten Monate des Jahres 1975 aufrechterhalten wurde, zeigte zunächst in der Zahlungsbilanz Erfolge und führte in jüngerer Vergangenheit dann auch zu einer deutlichen Verringerung des Lohn- und Preisauftriebs.

Die industrielle Produktion sank im Verlaufe des Jahres 1974 kontinuierlich und lag im Dezember um fast 15% unter dem Stand ein Jahr zuvor. Alle größeren Nachfragekomponenten mit Ausnahme der Ausfuhr, die um 21% expandierte, schwächten sich ab. Der private Verbrauch erhöhte sich nach seinem kräftigen Vorjahresanstieg nur noch wenig. Der private Wohnungsbau sank als Reaktion auf die überaus stark steigenden Baukosten und die knappen finanziellen Bedingungen um mehr als 7%. Die privaten Bau- und Ausrüstungsinvestitionen verringerten sich um über 11%. Die realen Staatsausgaben wuchsen infolge der Preisinflation und staatlicher Sparmaßnahmen langsamer (unter anderem wurden öffentliche Investitionsprojekte zurückgestellt). Da das Ausmaß des Konjunkturreinbruchs alle Erwartungen übertraf, stiegen die Lagerbestände im Verhältnis zu den Lieferungen stark an, und die nicht ausgenutzten Kapazitäten nahmen ständig zu. Am Ende des Jahres lag die Zahl der offenen Stellen erstmals seit 1966 unter der Zahl der Stellungsuchenden.

Zu Beginn des Jahres 1974 beschleunigte sich der schon im Vorjahr bedrohliche Anstieg der Großhandelspreise zu einem der höchsten Prozentsätze in den Industriestaaten. Um die Politik der Nachfragebeschränkung zu unterstützen, wurden vorübergehende Preiskontrollen eingeführt. Normpreise für einige Güter und Leistungen des Grundbedarfs wurden im Januar festgelegt und im März und April Preiserhöhungen bei einer großen Zahl von Waren bewilligungspflichtig gemacht. Diese Vorschrift wurde im September aufgehoben, hatte jedoch dazu beigetragen, den Preisauftrieb so lange einzudämmen, bis sich der Importpreisanstieg gemäßigt hatte und die restriktivere Konjunkturpolitik wirksam werden konnte. Bis März dieses Jahres war der Anstieg der Großhandelspreise im Zwölfmonatsabstand auf 4,9% und die Zunahme der Verbraucherpreise auf 14,2% gesunken. Im Verlaufe des Jahres verlagerte sich das Schwergewicht von der importierten Preisinflation auf den inländischen

Kostendruck. Nachdem die Nominallöhne schon 1973 starke Zuwächse verzeichnet hatten, schnellten sie erneut um fast 27% hinauf, im wesentlichen im Zuge der ungewöhnlich hohen Tarifabschlüsse während der Frühjahrslohnrunde.

Die Budget- und die Geldpolitik behielten den Restriktionskurs bei und ließen bis zu Beginn dieses Frühjahrs kaum ein Anzeichen einer Lockerung erkennen. Die Hauptlast der fiskalischen Beschränkung hatten die öffentlichen Investitionen zu tragen, die real um 13% abnahmen. Das Nachtragsbudget gegen Ende des Jahres brachte dagegen Erhöhungen bei den Gehältern der öffentlichen Angestellten und bei den Sozialversicherungszahlungen, die über den ursprünglichen Planungen lagen. Das Defizit des öffentlichen Sektors für das gesamte Jahr 1974 übertraf das Ergebnis des vorangegangenen Jahres bei weitem.

1974 verfügte die Bank von Japan im Rahmen ihrer Leitlinienpolitik für die Kreditvergabe durch Finanzinstitute strengere Kriterien, und die Pflichtreserven

Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung

	Jahr	Unternehmen	Private Haushalte	Staat	Staatsbetriebe, nicht-zentrale öffentliche Stellen	Bankensystem	Andere Finanzinstitute	Ausland ¹
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (-)	1972	- 6 185	10 585	720	- 3 080			- 2 040
	1973	- 6 875	9 920	1 510	- 4 585			30
	1974	- 10 090	13 880	990	- 6 065			1 285
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten</i>								
Geld und Termineinlagen	1972	7 440	13 905	- 2 630	275	- 12 830	- 6 160	
	1973	4 440	15 665	- 3 050	360	- 8 845	- 8 570	
	1974	3 190	14 470	- 3 605	540	- 7 825	- 6 770	
Forderungen gegen Versicherungen und Investmentfonds	1972	665	3 160	- 610	5	10	- 3 230	
	1973	455	3 440	- 790	10	95	- 3 210	
	1974	20	4 135	- 935	95	150	- 3 465	
Wertpapiere (netto)	1972	- 625	1 240	- 1 040	- 1 525	330	2 210	210
	1973	- 780	1 680	70	- 1 960	1 050	400	- 190
	1974	- 1 040	1 730	- 1 690	- 2 755	3 560	405	- 235
Kredite	1972	- 16 180	- 5 375	3 010	- 1 745	12 335	7 955	
	1973	- 15 160	- 8 670	5 090	- 2 810	9 525	12 025	
	1974	- 13 130	- 6 485	6 035	- 3 375	7 450	9 505	
Zentrale Reserven	1972							- 915
	1973							1 645
	1974							- 350
Sonstige Auslandsforderungen (netto)	1972	10	50	190	5	800	85	- 1 335
	1973	990	20	255	5	20	80	- 1 425
	1974	485	-	70	5	1 310	25	1 870
Verschiedene Transaktionen ²	1972	2 505	- 2 395	1 800	- 95	- 645	- 860	
	1973	3 180	- 2 195	65	- 190	- 1 805	- 725	
	1974	1 355	30	1 115	- 575	- 2 025	350	

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

wurden auf dem im Vorjahr erhöhten Stand gehalten. Der offizielle Diskontsatz, der im Dezember 1973 mit 9% auf seine höchste Spitze in der Nachkriegszeit angehoben worden war, wurde bis April 1975 auf diesem Niveau belassen.

Bis Dezember war die jährliche Wachstumsrate von M_2 von fast 25% 1972 und 16,8% 1973 auf rund 11,5% zurückgefallen. Die Ausweitung der gesamten Bankkredite verlangsamte sich auf 10,8% gegenüber 16,6% 1973. Die Tagesgeldsätze stiegen im Jahresverlauf an und erreichten im Dezember nahezu 13½%; das waren fast 3 Prozentpunkte mehr als ein Jahr zuvor. Die Zinssätze für Ausleihungen und Diskontkredite der Banken lagen deutlich höher, und die Renditen der langfristigen Industrieanleihen erreichten im Dezember 9,7%.

Im Gegensatz zu 1973, als die Verlangsamung der Zuwachsraten der Kreditausreichungen der Banken von einer kräftigen Ausweitung der Kreditgewährung anderer Finanzinstitute wie auch der Handelskredite und der nicht der Zentralregierung zurechenbaren Wertpapieremissionen begleitet wurde, zeigte sich im vergangenen Jahr die Fortsetzung der Kreditbeschränkung durch rückläufige Zuwachsraten in allen diesen Kategorien. Bei starker Verschlechterung ihrer Nettoauslandsposition verringerten die Geschäftsbanken die Aufnahme von Lombard- und Diskontkrediten bei der Bank von Japan beträchtlich. Gleichzeitig erhöhte diese ihre Ankäufe von Staatspapieren in großem Umfang, um den zusätzlichen Zentralbankgeldbedarf des Finanzsystems decken zu helfen.

Anfang 1975 war der Preisauftrieb trotz einer Verlangsamung noch immer untragbar stark. Obwohl die Arbeitslosigkeit zugenommen hatte, konnte die Konjunkturpolitik daher nur ganz wenig gelockert werden, zumal eine neue Frühjahrslohnrunde bevorstand. Im Februar und März gab die Regierung allerdings eine Reihe gezielter Förderungsmaßnahmen bekannt, darunter eine Erhöhung der öffentlichen Arbeiten, zusätzliche Arbeitslosengelder und Lohnzuschüsse für Kurzarbeiter, eine Unterstützung für kleinere Unternehmen und den Wohnungsbau, die Zulassung eines größeren Volumens von Emissionen nichtzentraler öffentlicher Haushalte und eine Lockerung der Beschränkung von Aufwendungen für Anlageinvestitionen und den Wohnungsbau. Der Haushaltsplan für das Finanzjahr 1975 enthält erhöhte Ausgaben für Sozialleistungen und staatliche Investitionen.

Mitte April wurde der Diskontsatz um ½ Prozentpunkt auf 8½% ermäßigt, und ein Rückgang der Marktzinssätze setzte ein. Die Aussichten für eine verbesserte Preisstabilität und für eine eher in Richtung einer wirtschaftlichen Erholung wirkende Politik wurden durch das Ergebnis der Frühjahrslohnrunde verbessert, in der die Behörden die Zuwächse auf rund 15% oder etwa die Hälfte der Vorjahresziffer beschränken konnten.

Großbritannien. Im Berichtszeitraum bemühten sich die Behörden, allerdings nicht immer mit Erfolg, eine sich an mehreren Fronten gleichzeitig verschlechternde Situation zu meistern. Das infolge des wachsenden Drucks der Binnennachfrage und der steigenden Importpreise große Leistungsbilanzdefizit von 1973 wurde durch die Ölpreiserhöhung gewaltig ausgeweitet. Bei zunehmendem Lohn- und Preisauftrieb und sich abschwächender wirtschaftlicher Aktivität wurde verhältnismäßig mehr

Gewicht als in anderen Ländern auf die Aufrechterhaltung eines realen Wachstums und auf eine Beschränkung der Arbeitslosigkeit gelegt. Die Auswirkungen der Besteuerung und der Preiskontrollen verschärften jedoch im Verein mit den höchst ungünstigen Kapitalmarktbedingungen den zunehmenden finanziellen Druck auf den Unternehmenssektor. Um hier Erleichterung zu schaffen, mußten die Behörden gegen Ende 1974 das bereits durch Subventionsverpflichtungen und Lohnanhebungen im öffentlichen Bereich angeschwollene Budgetdefizit weiter erhöhen.

Nach der Erschütterung durch die Dreitagewoche von Januar bis März 1974 erholte sich die Produktion zwar wieder, stieg jedoch nicht über ihren Stand von Ende 1973. Die Verbrauchsausgaben entwickelten sich zögernd, was zum Teil auf die Ölkrise, aber auch auf die hohen Importpreise, zumal für Lebensmittel, und die nach dem Märzbudget höhere Besteuerung zurückzuführen war. Die privaten Investitionen zeigten vor allem im Wohnungsbau einen Abwärtstrend, während der öffentliche Verbrauch und die öffentlichen Investitionen geringfügig stiegen. Dem Volumen nach übertraf der Zuwachs beim Export von Gütern und Leistungen im Jahresabstand den Importanstieg ganz erheblich, doch stand dieser erfreulichen Entwicklung die noch größere Verschlechterung der Terms of trade gegenüber.

Ende des Frühjahrs schien das Produktionswachstum nachzulassen. Unter der Annahme, daß das außenwirtschaftliche Defizit zum Großteil unabänderlich war und finanziert werden mußte, beschloß die Regierung im Juli ein leicht expansives Budget, das eine Herabsetzung der Mehrwertsteuer von 10 auf 8% und verschiedene zusätzliche Subventionen enthielt, womit auch die Absicht verbunden wurde, den Lohn- und Preisauftrieb einzudämmen.

Zu diesem Zeitpunkt hatte sich jedoch bereits eine größere Beschleunigung der Inflationsspirale von der Lohnseite her ergeben. Klammert man den Tariflohnabschluß im Bergbau von fast 30% aus, so gestattete die dritte Phase der im November 1973 eingeführten gesetzlich geregelten Einkommenspolitik anfängliche Lohnerhöhungen bis zu 10% und Lohnanpassungen an die Lebenshaltungskosten bei einem Anstieg des Einzelhandelspreisindex um 7% über seinen Stand von Oktober 1973. Dieses Konzept war jedoch vor dem sprunghaften Anstieg der Ölpreise zustande gekommen und beruhte auf einer viel zu optimistischen Einschätzung der Preisentwicklung. Von Mai an erhöhten die Lohnanpassungen die Tariflöhne bis Ende des Jahres um weitere 12 ½%.

Nach Ende Juli wurden außerdem die gesetzlichen Lohnbeschränkungen aufgehoben, während die Preiskontrollen im Gegensatz dazu verschärft worden waren. Der „Sozialvertrag“ der Labour-Regierung beruhte auf freiwilliger Lohndisziplin der Gewerkschaften als Gegenleistung für größere rechtliche Privilegien und mehr Einfluß in der Industrie sowie verschiedene fiskalische Umverteilungsmaßnahmen. Die Gewerkschaften wurden nachdrücklich aufgefordert, ihre Lohnforderungen auf den Ausgleich von Steigerungen der Lebenshaltungskosten zu beschränken. Jedoch galt diese Regelung für Arbeitnehmer der unteren Einkommensgruppen nur zum Teil, und auch andere Ausnahmen wurden gestattet. Einige Gewerkschaften lehnten den an sie gerichteten Appell überhaupt ab, und die meisten übrigen interpretierten ihn unrichtigerweise ohne Berücksichtigung eines großen Teils der im Rahmen der

Großbritannien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Öffentliche Haushalte	Ausland ¹	Private Haushalte	Unternehmen	Banken	Andere Finanzinstitute
		Millionen Pfund Sterling					
Ersparnis und Nettovermögensübertragungen . .	1972	3 080		4 095	5 211		460
	1973	2 925		5 408	7 307		793
	1974	2 214		6 795	7 828		1 446
Bruttoinlandsinvestitionen (—)	1972	—4 762		—2 900	— 4 717		—623
	1973	—5 753		—3 225	— 7 845		—971
	1974	—7 344		—2 919	—11 435		—1 175
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (—)	1972	—1 682	— 82 ²	1 295	494		—163
	1973	—2 828	1 176 ²	2 183	— 538		—178
	1974	—5 130	3 903 ²	3 876	— 3 607		271
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten³</i>							
Bankkredite ⁴	1972	— 589	— 7 489	—1 927	— 2 988	14 025	—1 032
	1973	—1 782	—12 393	—1 027	— 4 504	20 543	— 837
	1974	— 541	— 8 078	— 24	— 4 411	13 173	— 119
Bargeld und Bankguthaben . .	1972	— 498	7 462	2 013	2 288	—12 183	918
	1973	— 444	13 915	3 510	2 605	—20 584	998
	1974	— 857	9 283	3 343	48	—12,699	882
Zentrale Finanzierungstransaktionen mit dem Ausland ⁵	1972	—1 265	1 265				
	1973	210	— 210				
	1974	— 59	59				
Auslandskredite und -anlagen ⁶	1972	495	— 875		4	45	31
	1973	335	— 795		432	57	85
	1974	40	— 744		482	180	42
Staatsanleihen und Schatzwechsel	1972	981	327	5	— 20	— 1 713	420
	1973	—1 238	— 229	784	— 5	7	881
	1974	—2 219	1 021	562	41	214	381
Sonstige Staatsschuld	1972	— 362	—	467	— 76	— 21	— 8
	1973	62	—	54	— 67	— 41	— 8
	1974	112	—	69	— 26	— 12	— 5
Verbindlichkeiten der nichtzentralen öffentlichen Haushalte	1972	— 423	149	— 82	125	31	200
	1973	—1 232	318	356	164	21	373
	1974	—2 131	— 78	799	141	— 175	1 444
Forderungen an andere Finanzinstitute ⁷	1972		— 81	4 920	52		—4 891
	1973		72	5 118	9		—5 199
	1974		266	4 995	— 101		—5 160
Wertpapiere ⁸	1972	14	— 464	—1 111	59	115	1 387
	1973	6	322	—1 781	863	295	295
	1974	25	1 027	—1 173	595	1	— 475
Sonstige Inlandskredite ⁹	1972	219		—3 031	— 53	347	2 518
	1973	1 206		—3 155	— 1 010	283	2 676
	1974	538		—2 329	101	154	1 536
Nichtaufklärbarer Rest	1972	— 254	— 676	41	1 103		—352
	1973	49	176	—1 676	975		291
	1974	— 38	1 147	—2 228	— 477		909

¹ Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Großbritanniens gegenüber dem Ausland. ² Saldo der Leistungsbilanz zuzüglich (1973) Kapitalübertragungen im Rahmen der Sterlingvereinbarungen. ³ Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten. ⁴ Die Aufnahme von Fremdwährungskrediten bei britischen Banken durch den Staat wird in der britischen Zahlungsbilanz als Bestandteil der zentralen Finanzierungstransaktionen mit dem Ausland gebucht, in dieser Tabelle aber bei den Bankkrediten berücksichtigt. ⁵ Einschließlich Berichtigungen der Auslandstransaktionen der Banken zur Ausschaltung wechselkursbedingter Veränderungen der Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten. ⁶ Nettoerwerb von Forderungen gegen Lebensversicherungen und Pensionskassen und Einlagen bei anderen Finanzinstituten. ⁷ Einschließlich Käufen und Verkäufen von Anteilen an Investmentfonds. ⁸ Hauptsächlich Kredite für den Häuserwerb.
Quelle: Bank von England.

Schwellenvereinbarung zugestandenen Lohnerhöhungen. Im März 1975 betrug der Anstieg der Tariflöhne im Zwölfmonatsabstand daher fast ein Drittel.

Von der Jahresmitte an übte das Hinaufschnellen der Löhne im Verein mit den fortdauernden Preisbeschränkungen einen dominierenden Einfluß auf alle anderen Entwicklungen aus. Das verfügbare Realeinkommen der privaten Haushalte zeigte einen starken Zuwachs; es wurde auch durch die budgetären Maßnahmen vom Juli erhöht. Da jedoch die Ersparnisbildung der privaten Haushalte stark anstieg, nahm der private Verbrauch bis zum vierten Quartal 1974 real nicht über den Stand von einem Jahr vorher zu. Bedingt durch die höheren Löhne im öffentlichen Sektor stiegen die laufenden Staatsausgaben. Dagegen waren die Bruttoanlageinvestitionen leicht rückläufig; in der Industrie hielten sie hauptsächlich als Folge von Ausgaben im Zusammenhang mit der Entwicklung der Ölförderung in der Nordsee den im ersten Vierteljahr erreichten Stand, während sich die Investitionen in anderen Sektoren des privaten Bereichs, vor allem im Wohnungsbau, und die öffentlichen Investitionen (mit Ausnahme des Wohnungsbaus, wo besondere Maßnahmen zur Stützung des Baugewerbes ergriffen worden waren) zurückbildeten. Gegen Jahresende nahmen die Exporte im Zusammenhang mit der Abschwächung der Weltnachfrage etwas stärker ab als die Importe. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal gestiegen war, ging es im letzten Vierteljahr größtenteils infolge einer verringerten Lagerbildung und der niedrigeren Exporte wieder zurück; im Endergebnis war die Produktion in der zweiten Jahreshälfte 1974 um fast 1½% größer als ein Jahr zuvor, während sie in anderen wichtigen Ländern gesunken war.

Da dieses Wachstum jedoch unter den Möglichkeiten der Wirtschaft blieb, ging die Kapazitätsauslastung zurück, und die Arbeitslosigkeit wie auch die Kurzarbeit nahmen allmählich zu. In den Wintermonaten schwächte sich die Konjunktur weiter ab, wobei die Industrieproduktion im ersten Vierteljahr 1975 auf ihren niedrigsten Stand seit der Dreitageweche ein Jahr vorher absackte. Die Arbeitslosigkeit beschleunigte sich und erreichte im April einen saisonbereinigten Stand von 794 000 (3,4% der Arbeitnehmer). Da sich die Exporte erholten und die Importe, vor allem von Rohmaterialien und Brennstoffen, weiter zurückgingen, verbesserte sich die Handelsbilanz deutlich.

Im finanziellen Bereich standen dem ungewöhnlich hohen Überschuß der privaten Haushalte und dem Fehlbetrag in der Leistungsbilanz riesige Defizite der Unternehmen und des öffentlichen Sektors gegenüber. Für die Unternehmen bedeutete das Zusammentreffen der Preiskontrolle mit den kräftig emporschnellenden Löhnen eine Gewinnkompression zu einer Zeit, in der die Ertragslage ohnehin bereits durch die Auswirkungen der höheren Rohmaterialkosten stark in Mitleidenschaft gezogen worden war. Die Preiskalkulation auf Basis seinerzeitiger Kosten, auf der man aus steuerlichen und buchhalterischen Gründen festgehalten hatte, bedeutete, daß bei steigenden Rohmaterialkosten ein zunehmender Anteil der zufließenden Mittel für die Wiederbeschaffung von Vorräten verwendet werden mußte. Ein weiterer Grund für den vorhandenen Druck war die Hereinnahme der Vorratswertdifferenz zwischen Anfang und Ende eines Geschäftsjahres in den zu versteuernden Gewinn.

Zur gleichen Zeit führte der Kollaps auf dem Kapitalmarkt dazu, daß der Wirtschaft die langfristige Fremdfinanzierung verschlossen blieb. Sowohl die Obligationen-

als auch die Aktienkurse waren 1974 fast ununterbrochen gesunken, so daß Mitte Dezember langfristige Regierungsoptionen eine Rendite von 17,5%, Industrieoptionen eine solche von 19,5% und Aktien eine Dividende von 13% erbrachten. Der Aktienindex lag zu diesem Zeitpunkt mehr als 70% unter seinem Höchststand von 1972. Die Lücke mußte durch Bankkredite ausgefüllt werden, und die Industrie erhöhte ihre Ausleihungen bei Banken in den zwölf Monaten bis November um 40%. Daraus ergab sich ein starker Anstieg des Verhältnisses von Fremdmitteln zum Eigenkapital, und die Relation des Ertrags zu den festverzinslichen Verpflichtungen ging beträchtlich zurück.

Das November-Budget sollte vor allem den finanziellen Druck auf die Unternehmen lindern. Ihre Steuerpflichtungen für Höherbewertung von Vorräten im Ausmaß von mehr als 10% der Gewinne aus anderen Quellen wurden aufgeschoben und die Preiskontrollen dergestalt modifiziert, daß statt bisher 50 nunmehr 80% der Lohnkostensteigerungen überwältigt werden durften. Durch diese beiden Maßnahmen sollten den Unternehmen 1975 £ 1 500 Mio. zufließen. Darüber hinaus wurde die Erstabschreibung bei gewerblich genutzten Gebäuden von 40 auf 50% erhöht; mittelfristige Gelder bis zu £ 1 000 Mio. wurden der Wirtschaft von Banken und anderen Finanzinstituten über die von der Regierung geförderte Körperschaft „Finance for Industry“ bereitgestellt. Die Regierung ließ auch die Bereitschaft erkennen, in Schwierigkeiten geratenen Firmen direkte finanzielle Unterstützung zu gewähren, was in mehreren Fällen mittlerweile auch geschehen ist.

Ein großer Teil der den Unternehmen gewährten Hilfestellung ging zulasten der Finanzlage des öffentlichen Sektors. Die preisliche Zurückhaltung in der verstaatlichten Industrie erhöhte überdies deren Subventionsbedarf gewaltig. Außerdem stiegen die Lohnkosten in allen Bereichen des öffentlichen Dienstes viel rascher als erwartet. Als Ergebnis zeigte sich im öffentlichen Sektor ein rapides Wachstum des Finanzierungsdefizits und in sogar noch größerem Ausmaß des gesamten Kreditbedarfs, der die Mittelaufbringung zur Weitervergabe an den privaten Sektor und an das Ausland einschließt. War der Kreditbedarf im Budget für 1974/75 ursprünglich mit £ 2 700 Mio. veranschlagt worden, so ergab sich nunmehr eine Summe von nicht weniger als £ 7 600 Mio., oder rund 10% des Bruttoinlandsprodukts.

Das Defizit im öffentlichen Bereich verursachte im Zusammenhang mit der Beanspruchung des Bankkredits durch die Industrie 1974 erneut eine sehr große Ex-

Großbritannien: Inländische Kreditexpansion

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
	<i>Millionen Pfund Sterling</i>					
Kreditbedarf des öffentlichen Sektors ¹	— 475	— 5	1 380	2 060	4 225	6 365
Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors bei Nichtbanken des privaten Sektors (—)	— 345	— 110	— 2 105	— 1 025	— 2 035	— 3 440
Bankkredite an den privaten Sektor ²	525	1 135	1 575	5 710	6 240	4 415
Bankkredite in Landeswährung an das Ausland	150	25	295	135	190	290
Inländische Kreditexpansion	— 145	1 045	1 145	6 880	8 620	7 630

¹ Die Differenz zwischen dem Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors (s. Tabelle auf S. 44) und seinem Nettokreditbedarf erklärt sich durch Darlehen verschiedener Art, durch die Refinanzierung von Exportkrediten und bis 1971 durch Importdepot-Transaktionen. ² Ohne Fremdwährungskredite für Investitionen im Ausland.

pansion des inländischen Kreditvolumens um £7 630 Mio. Da die Bankkredite, vor allem jene an nichtindustrielle Schuldner, weniger zugenommen hatten, blieb diese Summe jedoch unter der Vergleichsziffer für 1973. Zu Jahresbeginn waren die Banken durch die zusätzlichen Sonderdepositen und durch selektive Richtlinien von der Kreditgewährung abgehalten worden, doch ließ später auch die Kreditnachfrage nach. Der öffentliche Sektor beschaffte sich darüber hinaus die von ihm benötigten Mittel großenteils durch eine kräftige Erhöhung der Verschuldung bei inländischen Nichtbanken. Die Geldmenge wuchs infolge des Zahlungsbilanzdefizits langsamer als das inländische Kreditvolumen und nahm viel weniger stark als das Bruttoinlandsprodukt zu laufenden Preisen zu. Ende Februar 1975 hoben die Behörden die Pflicht zur Leistung zusätzlicher Depositen wieder auf.

1975 fand im ersten Quartal ein starker Aufschwung an den Finanzmärkten statt, der zum Teil durch den Rückgang der Zinssätze im Ausland und durch die den Unternehmen im November-Budget gewährte finanzielle Stütze beeinflusst war. Einen weiteren Beitrag bedeutete die Außerkraftsetzung des Stopps für kommerzielle Mieten durch die Regierung, was vor allem im Hinblick auf das Engagement der Finanzinstitute im Immobiliensektor ein wichtiger Schritt war. Die kurzfristigen Zinssätze gingen um etwa 2 Prozentpunkte zurück, und die Bank von England ermäßigte ihren Leitzinssatz von 11½% zu Jahresanfang auf weniger als 10% im April. Die langfristigen Renditen sanken sogar noch stärker. Der Aktienindex stieg auf mehr als das Doppelte, wodurch die Dividendenerträge auf 6,3% verringert und die Aktienemissionen der Unternehmen wieder angeregt wurden.

Im April-Budget wies der Schatzkanzler auf die übermäßigen Lohnsteigerungen hin und betonte, daß nunmehr die Anpassung des Verbrauchs an das durch die gestiegenen Ölkosten reduzierte Realeinkommen Vorrang zu genießen habe. Um Lohnsteigerungen entgegenzuwirken und den enormen Kreditbedarf der Regierung zu beschränken, wurden verschiedene direkte und indirekte Steuern erhöht und der im November begonnene Abbau von Subventionen an die verstaatlichte Industrie fortgesetzt. Das Ausmaß der öffentlichen Ausgaben war jedoch so groß, daß der für 1975/76 vorgesehene Kreditbedarf noch immer auf £ 9 100 Mio. kletterte. Trotz diesem hohen Budgetdefizit wurde weiterhin eine stagnierende Wirtschaft und bei der Arbeitslosigkeit ein Anstieg auf über 1 Million im Laufe des Jahres erwartet.

Kanada. Dank der Unabhängigkeit Kanadas von ausländischen Energiequellen und infolge einer Lockerung der Politik im fiskalischen Bereich trat der wirtschaftliche Abschwung später ein und war weniger ausgeprägt als in den Vereinigten Staaten. Die reale Produktion stieg im ersten Vierteljahr noch an und verblieb dann im Frühjahr und Sommer auf hohem Niveau, bevor sie im späteren Jahresverlauf abnahm. Die Zahl der Baubeginne im Wohnungsbau ging um fast 20% zurück, und der private Verbrauch stieg um nur etwa die Hälfte der Zunahme von 1973, da der Absatz von Kraftfahrzeugen sich verlangsamte und dann im vierten Quartal stark sank. Infolge eines leichten Rückgangs der realen Exporte und einer nochmaligen kräftigen Ausweitung der Importe nahm die Nettoauslandsnachfrage ab. Die Investitionen der Wirtschaft blieben dagegen verhältnismäßig widerstandsfähig, da die Stahlindustrie, die Chemie sowie die Zellulose- und Papierbranche frühere Kapazitätsengpässe zu beheben trachteten, und die Ausgaben der Regierung für Güter und Dienstleistungen

stiegen ebenfalls stark. Der Zuwachs der Arbeitslosigkeit blieb bis Dezember unerheblich, dann aber führten Entlassungen in der Kraftfahrzeugindustrie zu einem Anstieg der Arbeitslosenziffer um fast einen ganzen Prozentpunkt.

Der Verbraucherpreisindex erhöhte sich 1974 um 12%, wobei die Lebensmittelpreise um 17% anzogen, während Energie unter dem Einfluß von Preisbeschränkungen und Verbrauchersubventionen auf dem inländischen Mineralölsektor nur um 9,5% teurer wurde. Die Löhne erhöhten sich allerdings noch stärker; sie lagen im vierten Quartal um mehr als 17% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Im ersten Halbjahr 1974 trug eine Anzahl fiskalischer Maßnahmen zur Linderung der Auswirkungen der Inflation dazu bei, die Verbrauchernachfrage aufrechtzuerhalten. Die 1973 angekündigte Indexierung der Einkommensteuer trat in Kraft. Die Rentenzahlungen des öffentlichen Sektors wurden gleichfalls indexgebunden und die Familienzulagen beträchtlich erhöht. Im Juli wurde die von den Erzeugern zu zahlende Umsatzsteuer für Bekleidung und Schuhe aufgehoben. Schließlich wurden gewisse Lebensmittelpreise subventioniert. Als Reaktion auf die wirtschaftliche Abschwächung beschloß die Bundesregierung im November-Haushalt eine 3%ige Herabsetzung der Einkommensteuern, Kürzungen der indirekten Steuern auf Baumaterialien sowie Bau- und Transportausrüstungen, eine Verlängerung der zweijährigen Abschreibungsfrist für industrielle Anlagen und Ausrüstungen sowie Maßnahmen zur Förderung der Ersparnisbildung und des Eigenheimerwerbs. Die damit verbundene Erhöhung der Nettoausgaben der Bundesregierung entsprach ungefähr 1¼% des Bruttosozialprodukts.

Die Geldpolitik war bis August restriktiv, wobei größeres Gewicht als in den vergangenen Jahren auf die Kosten des Kredits als auf die Beschränkung seiner Verfügbarkeit gelegt wurde. Die Bankrate wurde schrittweise auf 9¼% Ende Juni erhöht. Es dauerte jedoch nicht lange, bis die Besorgnis über die Gesamtnachfrage die Behörden zu einer gewissen Lockerung der Geldpolitik veranlaßte. Die Operationen der Bank von Kanada zur Herabsetzung der kurzfristigen Zinssätze wurden durch die gegen Ende August sinkende Zinstendenz in den Vereinigten Staaten und an den internationalen Märkten erleichtert. Im November und sodann im Januar 1975 wurde die Bankrate je um ½ Prozentpunkt gesenkt. Darüber hinaus wurde die von den Geschäftsbanken einzuhaltende Pflichtquote an Sekundärliquidität in drei Schritten von 8 auf 5½% ermäßigt, womit in erster Linie der Zweck verfolgt wurde, die restriktive Wirkung der im vergangenen Jahr sehr erfolgreichen „Canada Savings Bond“-Emissionen zu kompensieren.

Die wesentlichen Aktivpositionen der Geschäftsbanken in Landeswährung nahmen bereits das zweite aufeinanderfolgende Jahr um 19% zu. Die rasche Ausweitung der Kredite an die Wirtschaft schwächte sich im späteren Jahresverlauf leicht ab, da der Zinssatz für Ausleihungen an erste Adressen nur langsam dem Rückgang der kurzfristigen Marktzinssätze folgte. Die Personal- und Hypothekarkredite der Banken verzeichneten erneut große Zuwächse von 20 bzw. 33%, doch ließ im zweiten Halbjahr die Zunahme allmählich nach, da die Märkte für dauerhafte Konsumgüter eine Schwächeneigung entwickelten. Die liquiden Aktiva der Banken erhöhten sich um 14% gegenüber lediglich 3% im Jahr zuvor. Das Geldvolumen im weiteren Sinne

stieg um 16% oder etwas weniger als 1973. Mr ging zwar im dritten Quartal absolut zurück, expandierte jedoch wieder in den Monaten um die Jahreswende 1974/1975.

Die gesamte Kreditaufnahme durch inländische Schuldner stieg 1974 um 45%. Die Regierung wurde wieder zu einem großen Nettokreditnehmer, wenn die Erlöse auch vorwiegend zur Stärkung der Kassenlage dienten. Die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors erhöhten ihre Beanspruchung der Kreditmärkte gleichfalls beträchtlich. Die stärkeren Kreditaufnahmen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte zeigten sich in einem Rekordabsatz neuemittierter Rentenwerte (netto) an Gebietsfremde; darunter befanden sich einige direkte Plazierungen bei Anlegern in ölexportierenden Ländern.

Kanada: Gesamte Mittelaufnahme nach Sektoren

	1970	1971	1972	1973	1974
	Milliarden kanadische Dollar				
Unternehmen außerhalb des Finanzsektors	3,2	5,3	4,8	6,8	10,1
Verbraucher	0,7	1,4	2,2	2,8	3,0
Hypothekarschuldner	1,6	2,5	4,1	6,3	6,1
Nichtzentrale öffentliche Haushalte	2,2	2,9	3,6	3,3	4,2
Zusammen	7,7	12,1	14,7	19,2	23,4
Bund	2,0	3,0	1,6	-0,1	4,2
Insgesamt	9,7	15,1	16,3	19,1	27,6
In Prozent des BSP	11,3	16,4	15,7	16,1	20,0

Die Entwicklung der Zinssätze folgte eng den Vorgängen in den Vereinigten Staaten. Die kurzfristigen Sätze stiegen im Frühjahr steil an und hielten sich bis August auf hohem Niveau, als die Bank von Kanada zu einer liberaleren Politik der Liquiditätsversorgung überging. Hierauf setzte ein deutlicher Rückgang der kurzfristigen Sätze ein. Die Sollzinsen der Geschäftsbanken für Großkunden stiegen von Januar bis Juli um 2 Prozentpunkte und verharrten auf einem hohen Stand bis spät in den Oktober, bevor ein allmählicher Rückgang begann. Die langfristigen Zinssätze hielten sich Anfang des Jahres zwar verhältnismäßig stabil, stiegen dann jedoch bis Ende August stark an. Im Dezember lagen die Sätze für Industrielanleihen noch immer 2 Prozentpunkte über ihrem Niveau ein Jahr zuvor.

Im Frühjahr 1975 mehrten sich die Anzeichen eines wirtschaftlichen Rückschlags, aber auch der Preisauftrieb schien sich etwas zu verlangsamen. Die industrielle Erzeugung war im ersten Quartal um 2 1/2% zurückgegangen, und die Arbeitslosenziffer erreichte im März 7,2%. Ende Mai wurde ein stimulierendes Budget der Bundesregierung erwartet.

Frankreich. Anfang 1974 konnte Frankreich auf fünf Jahre raschen Wachstums, der Vollbeschäftigung und allgemeinen außenwirtschaftlichen Gleichgewichts zurückblicken. Da die Auftriebskräfte weiterhin stark wirkten, wurde die einschränkende Geld- und Fiskalpolitik beibehalten, um den Preisauftrieb zu dämpfen und das durch die gestiegenen Ölpreise verursachte große Leistungsbilanzdefizit zu verringern.

Die Maßnahmen zur Kontrolle der Kreditausweitung der Banken — ein Angelpunkt der Geldpolitik — wurden modifiziert, um den erlaubten Zuwachs für das ganze Jahr auf 12% herabzusetzen. Im Juni wurden die zusätzlichen Pflichtreserven für Banken, die das von den Behörden zugelassene Ausmaß der Kreditausweitung überschritten, verschärft, wobei jedoch die Freistellung der Kredite für den Export und energiesparende Investitionen den Banken beträchtlichen Spielraum gewährte. Im Frühjahr und Frühsommer förderten die Behörden einen Anstieg der Geldmarktsätze in ungefährem Gleichschritt mit den Sätzen für einmonatige Eurodollaranlagen und ergänzten diese Maßnahme im Juni durch eine Erhöhung des offiziellen Diskontsatzes von 11 auf 13%. Außerdem wurde die Last der normalen Pflichtreserven in einem gewissen Ausmaß von den Termin- zu den Sichteinlagen verlagert und, da die Verschuldung des Bankenapparats bei der Bank von Frankreich übermäßig gestiegen war, das Reservenerfordernis von 33% auf den Zuwachs der Aktiven der Banken suspendiert, da die Kreditleitlinie als ausreichend für die Beschränkung der Kreditvergabe angesehen wurde.

Im Juli wurden zusätzliche einschränkende Maßnahmen auf fiskalischem Gebiet verfügt, die unter anderem darauf abzielten, den durch die beschleunigte Inflation verursachten Anstieg der Budgetausgaben auszugleichen. Die Maßnahmen umfaßten Einsparungen bei den Ausgaben, eine vorübergehende Herabsetzung des Abschreibungsfreibetrags für Investitionen und einmalige Steuerzuschläge für Unternehmen und hohe Privateinkommen. Darüber hinaus wurden für 3,5 Mrd. aus den infolge der Inflation gestiegenen Steuereinnahmen bei der Bank von Frankreich stillgelegt. Weitere wichtige Schritte waren energiesparende Maßnahmen zur Beschränkung der Importe und strengere Preiskontrollen einschließlich einer mit dem Handel vereinbarten Reduktion seiner Spannen. Anlässlich der Erneuerung der Abmachungen über die Preiskontrollen im September zogen die Behörden die Genehmigung zur Überwälzung gesteigerter Rohmaterialkosten zurück und schrieben stattdessen Höchstgrenzen für Preissteigerungen in den verschiedenen Warengruppen vor.

Nachdem sich die industrielle Erzeugung bis zur Jahresmitte gut gehalten hatte, begann sie ab Herbst — großenteils als Folge einer Tendenzwende im Lagerzyklus und einer Abschwächung des Verbrauchs — zu sinken. Da sich die Exporte jedoch weiter erhöhten und der Wohnungsbau nur mäßig abnahm, überstieg das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts mit einer Jahresrate von 4% die Ergebnisse in den meisten anderen Ländern. Durch Produktivitätsfortschritte konnte ein Teil der Lohnsteigerungen aufgefangen werden, die Verbraucherpreise stiegen aber dennoch im Jahresverlauf um rund 15%.

Angesichts der nur leichten Konjunkturabschwächung war die Lockerung der Wirtschaftspolitik vorsichtig und selektiv. Im August wurden die kurzfristigen Exportkredite aus den Kreditleitlinien herausgenommen und einer zwölfmonatigen indikativen Wachstumsbegrenzung, die für Oktober–Dezember auf 22% angesetzt wurde, unterworfen. Ferner wurde außerhalb der indikativen Kreditplafonds eine Fazilität von für 4 Mrd. für Investitionskredite an jene Firmen bereitgestellt, die sich zur Ausweitung ihrer Exporte verpflichteten, und besondere Einrichtungen wurden geschaffen, um kleinen Unternehmen das Überstehen der Kreditrestriktion zu erleichtern, insbesondere dadurch, daß gegebenenfalls die Steuerzahlungen hinausgeschoben wurden. Die von den Banken zu haltenden Pflichtreserven für Spareinlagen wurden im

August von 6 auf 4% herabgesetzt. Da die Behörden durch Marktinterventionen den Rückgang der Geldmarktsätze bremsten, war deren Abnahme in Frankreich viel weniger ausgeprägt als auf dem Eurodollarmarkt; im Dezember lag der Tagesgeldsatz lediglich rund 2 Prozentpunkte unter seiner Juli-Spitze.

Das Wachstum der öffentlichen Ausgaben nahm unter dem Einfluß der dämpfenden Politik stark ab. Außerdem drückten steigende Steuereinnahmen bis gegen Ende des Jahres auf die Liquidität des privaten Sektors; dann aber führten ein Poststreik und administrative Änderungen zu einem beträchtlich verzögerten Steueranfall. Im Endergebnis erzielte der Staat im abgelaufenen Jahr einen Haushaltsüberschuß von bloß ffr 4 Mrd., während er 1973 noch einen Überschuß von über ffr 7 Mrd. verzeichnet hatte und seine Position gegenüber dem Bankenapparat noch stärker hatte verbessern können. Im ersten Halbjahr 1974 nahm das Schatzamt Tilgungen vor; als sich jedoch seine Position im Jahresverlauf verschlechterte, sah es sich veranlaßt, beim Bankenapparat beträchtliche Mittelaufnahmen zu tätigen. Das im September für 1973 vorgelegte Budget sah weiterhin eine Beschränkung der Ausgaben vor und enthielt einen neuartigen Steuerzuschlag für Großfirmen, deren Wertschöpfung (hauptsächlich Gewinne und Löhne) eine bestimmte Norm überstieg. Die Regierung nahm auch bei den Lohnverhandlungen im öffentlichen Sektor eine feste Haltung ein und blockierte im Dezember die Handelsspannen.

Vom Sommer an brachten die Banken nach einem langdauernden Streik im Bankwesen die Ausweitung ihrer unter die Kreditplafonds fallenden Ausleihungen schrittweise an die vorgeschriebene Norm heran. Stellt man auch die nicht durch die

Frankreich: Kreditangebot und -verwendung

	1971	1972	1973	1974
	Milliarden französische Franken			
Kreditverwendung				
Amtliche internationale Reserven	17,8	6,5	- 7,4	- 2,4
Öffentlicher Sektor ¹	7,9	10,8	11,4	11,8
Unternehmen	65,4	80,2	83,4	103,2
Wohnungsbau	27,3	38,5	42,3	34,2
Private	4,8	7,8	0,8	- 0,2
Sonstiges	0,9	11,7	23,8	40,7
Insgesamt	124,1	155,5	154,3	187,3
Primäres Kreditangebot				
Banken	74,7	91,1	89,4	90,6
Sonderkreditinstitute und Schatzamt	30,2	43,9	43,7	77,0
Versicherungen	3,4	2,6	3,2	3,6
Kapitalmarkt	15,8	17,9	18,0	16,1
Insgesamt	124,1	155,5	154,3	187,3
Entsprechende Veränderungen im Geldvermögen				
Geldumlauf	27,9	39,3	29,6	30,5
Liquide Ersparnisse	57,7	60,0	68,0	81,2
Wertpapiere ²	15,6	12,9	13,3	12,3
Regierungsforderungen ³	1,8	12,1	9,6	21,6
Andere Forderungen	21,1	31,2	33,8	41,7
Insgesamt	124,1	155,5	154,3	187,3
<i>Insgesamt in Prozent des BSP</i>	<i>13,8</i>	<i>15,5</i>	<i>13,5</i>	<i>14,1</i>

¹ Ohne Schatzamt. ² Übernahmen durch Unternehmen und Private. ³ Entspricht dem Kassenüberschuß.
Quelle: Bank von Frankreich.

Plafonds beschränkten Kredite und die Darlehen in fremder Währung in Rechnung, so stieg das gesamte Kreditvolumen der Banken an Firmen und Private 1974 um 17% gegen 18% 1973. Gleichzeitig erhöhte die Wirtschaft die Inanspruchnahme ausländischer Direktkredite beträchtlich. Nach Bereinigung der Einfüsse des Poststreiks expandierte das Geld- und Quasigeldvolumen um etwa 16%.

Die Kapitalmarktrenditen hielten von der Jahresmitte bis Ende des Jahres ihren hohen Stand. Die gesamten Emissionen gingen auf ffr 25 Mrd. zurück, nachdem sie 1973 ffr 38 Mrd. betragen hatten, wobei jedoch damals eine außerordentliche Emission des Schatzamts in Höhe von ffr 6,5 Mrd. stattgefunden hatte. Die Kapitalaufnahmen der Unternehmen verringerten sich nur sehr wenig.

Als Anfang 1975 die Nachfrageschwäche auf eine größere Zahl von Branchen übergriff und die Arbeitslosigkeit stieg, wurde die Geldpolitik vorsichtig gelockert. Die Maßnahmen zur Kontrolle der Kreditausweitung der Banken wurden in einer flexibleren Form verlängert, wobei einige zusätzliche Kreditarten freigestellt wurden und eine höhere Obergrenze für kurzfristige Exportkredite festgesetzt wurde. Im Januar setzte man die Pflichtreserven der Banken für Sichteinlagen herab und beseitigte jene für Spareinlagen überhaupt. Der Rückgang der Geldmarktsätze beschleunigte sich, und die Bank von Frankreich reduzierte von Januar bis April ihren Diskontsatz in drei Schritten auf 10%.

Neue fiskalische Maßnahmen wurden zum Zweck gezielter Anregung von Investitionen ergriffen — in der Absicht, das Wachstum zu fördern, ohne die verbesserte Außenposition zu beeinträchtigen oder den Preisauftrieb zu verschärfen. Im Januar beschleunigte man daher die öffentlichen Arbeiten und die staatlichen Kreditaktionen, und Schritte zur Belebung des sozialen Wohnungsbaus wurden unternommen. Im März kam es zu einer Wiederherstellung der normalen Abschreibungsfreibeträge und zu einer Erleichterung der Bedingungen für die Vergebung von gewissen Ausrüstungskrediten; zur Finanzierung von Erweiterungen der Exportkapazität wurde eine zusätzliche Fazilität von ffr 3 Mrd. geschaffen. Weitere, im April getroffene Maßnahmen, deren Kosten auf ffr 15,5 Mrd. geschätzt werden, sahen erhöhte Investitionen durch öffentliche Unternehmen, die Möglichkeit einer Steuerkompensation für private Unternehmen im Ausmaß von 10% der vor Ende 1975 getätigten Bestellungen von Ausrüstungsmaterial und zusätzliche subventionierte Kreditfazilitäten für Investitionen von kleineren Unternehmen und Exporteuren vor, wobei eine von der Regierung garantierte Anleihe der auf den mittel- und langfristigen Kredit spezialisierten Institute hierzu ffr 5 Mrd. beizutragen hatte.

Italien. Anfang 1974 befand sich Italien noch immer in einer Phase kräftiger Expansion, die ein Jahr zuvor eingesetzt hatte, und in einigen Sektoren stieß die Produktion an die Kapazitätsgrenzen. Außerdem hatte nach dem steilen Anstieg der Importkosten, der noch durch die vorangegangene Abwertung der Lira verschärft worden war, der Preis- und Lohnauftrieb bedenkliche Ausmaße angenommen. Parallel dazu ergab sich eine Erhöhung des Leistungsbilanzdefizits, wodurch große Finanzierungsprobleme entstanden, und ganz allgemein verlieh der Ernst der Lage den Zukunftsaussichten einen düsteren Anstrich.

Unter diesen Umständen wurde ab der Jahreswende die Restriktionspolitik erheblich verschärft. Insbesondere wurden die meisten Formen des Bankkredits bis

März 1975 einer Zuwachsbeschränkung von 15% unterworfen, die Eingänge aus dem Importdepot und die Lire-Erlöse staatlich geförderter Aufnahmen von Auslandskrediten stillgelegt, die Ausgaben von Rentenwerten der Sonderkreditinstitute trotz den Anlagevorschriften für die Banken vermindert und ein scharfer Anstieg der Zinssätze zugelassen. Im August 1974 wurde auch die Fiskalpolitik verschärft. Hierbei setzte man die indirekten Steuern hinauf und führte eine (nicht vor 1975 zahlbare) Steuer auf hohe Einkommen und höhere Tarife für öffentliche Dienstleistungen ein. Trotzdem zeigte das Kassendefizit des Schatzamts und der unabhängigen Verwaltungen noch immer ein Wachstum und erreichte Lit 8 650 Mrd. im ganzen Jahr gegen Lit 7 500 Mrd. 1973 und Lit 5 600 Mrd. 1972.

Der große Produktionsfortschritt beruhte bis in das Frühjahr hauptsächlich auf einem Aufschwung bei Investitionen und Gebrauchsgütern, während den Sommer über die Wiederauffüllung der Vorräte das Wachstum der Erzeugung stützte. Dann aber zeigte der Rückgang der Weltnachfrage im Verein mit der restriktiven Politik und der Abschwächung der Inflationserwartungen ihre Wirkung. Bei noch immer verhältnismäßig schwachem Wohnungsbau und einer Tendenzwende im Lagerzyklus nahm die bereinigte Industrieproduktion im dritten Quartal 1974 um 4% und im letzten Vierteljahr um weitere 9% ab. Die registrierte Arbeitslosigkeit stieg jedoch nur relativ wenig, da die Zunahme der Kurzarbeit und die vermehrte Beanspruchung des Lohnausgleichsfonds Entlassungen verhinderte und die Beschäftigung im Sektor Dienstleistungen sogar noch zunahm.

Der Verbraucherpreisanstieg beschleunigte sich erneut nach der Erhöhung der indirekten Steuern im August und dem kurz vorher erfolgten Auslaufen des einjährigen Preisstopps bei industriellen Erzeugnissen und Welthandelsgütern. Gegen Ende des Jahres verlangsamte sich der Anstieg der Verbraucherpreise, belief sich jedoch noch immer auf 24,5%, und die Anhebung der Tariflöhne in der Industrie erreichte das gleiche Ausmaß.

Die Operationen des Schatzamts trugen zu der Ausweitung der monetären Basis im vergangenen Jahr mehr als Lit 7 600 Mrd. bei. Das Außendefizit kompensierte hiervon allerdings mehr als die Hälfte. Da der Rückgriff des Bankenapparats auf die Zentralbank in Schranken gehalten wurde, stieg die monetäre Basis 1974 um Lit 4 000 Mrd. gegen fast 5 100 Mrd. 1973.

Die Kreditzinsen der Banken für erste Adressen stiegen während der meisten Zeit des Jahres und erreichten im November einen Gipfel von 18,5% gegen 10% ein Jahr zuvor. Die Behörden waren bestrebt, die Kosten der langfristigen Finanzierung in einem gewissen Ausmaß abzusichern, indem sie die Verpflichtungen der Banken zur Übernahme von Rentenwerten verlängerten; die Renditen für die Emission neuer Obligationen der industriellen Sonderkreditunternehmen erhöhten sich lediglich von 7½% im Januar auf eine Spitze von 12½% im November. Da sich jedoch die Anleger außerhalb des Bankenapparats vom Markt zurückzogen, sanken die gesamten Nettoemissionen am inländischen Kapitalmarkt auf Lit 4 245 Mrd. 1974 gegen Lit 12 440 Mrd. 1973. Insgesamt belief sich unter Einrechnung des starken Rückgangs bei der Kreditvergabe der Sonderkreditinstitute und bei der Direktmission von Rentenwerten und Aktien die gesamte inländische Kreditgewährung an den privaten Sektor auf Lit 12 300 Mrd., was einen Anstieg von bloß 12,2% bedeutete.

Es wurde zusehends deutlicher, daß die inländische öffentliche und private Kreditexpansion in den zwölf Monaten bis März 1975 insgesamt beträchtlich unter der Zielgröße von Lit 22 400 Mrd. bleiben würde, die in Übereinstimmung mit dem Internationalen Währungsfonds gesetzt worden war. Im Lichte der schwachen Entwicklung der Binnenwirtschaft und der starken außenwirtschaftlichen Verbesserung wurde die Geldpolitik zunehmend gelockert. Ende Dezember wurden der Diskont- und der Lombardsatz der Bank von Italien von 9 auf 8% ermäßigt. Im Januar wurden die Pflichtreserven der Banken durch die Einführung eines Kassenerfordernisses von 15% auf den Zuwachs der Einlagenverbindlichkeiten und eines revidierten Obligationenkoeffizienten, der die Banken verpflichtete, etwa ein Drittel ihrer Mittelzuflüsse in Rentenwerten anzulegen, grundsätzlich neu gestaltet. Es kam zur Gewährung neuer Kreditfazilitäten für die Landwirtschaft, den Export und die Bauindustrie, und der bereits im Dezember hinsichtlich der Kreditgewährung für Exporte und an Großfirmen gelockerte Kreditplafond wurde im März aufgehoben. Die gleichzeitig verlaubliche Beendigung der Einfuhrdepotpflicht bedeutete eine beträchtliche Verflüssigung des privaten Sektors in den folgenden Monaten. Angesichts des sich beschleunigenden Rückgangs der Geldmarktzinssätze vereinbarten die Banken im Januar eine Ermäßigung ihrer Höchsteinlagensätze um 2 Prozentpunkte und begannen im März, ihre Sollzinsen zu senken, wobei sie durch das Angebot der Behörden, den Banken, die eine solche Vorgangsweise an den Tag legten, bei der Refinanzierung Vorrang zu gewähren, ermutigt wurden. Im März gab die Regierung ein Dreijahresprogramm zusätzlicher Ausgaben zur Milderung der krisenhaften Situation im Wohnungsbau bekannt. Zu dieser Zeit war die Industrieproduktion stark geschrumpft, doch angesichts der Verbesserung der Handelsbilanz und der Anzeichen einer Abschwächung der Inflation schien die italienische Wirtschaft im Begriff zu sein, ihre akute Krise zu überwinden. Gegen Ende Mai wurde der Diskontsatz von 8 auf 7% gesenkt.

Belgien. Belgien war ein weiteres Land, in dem die Ausweitung der Produktion bis spät in den Sommer des vergangenen Jahres andauerte. Die Exporte waren weiterhin in Zunahme begriffen, und unter dem Antrieb der inflationären Stimmung entwickelten sich außerdem die Ausrüstungsinvestitionen, der Lageraufbau, die Ausgaben für langlebige Konsumgüter und der Wohnungsbau kräftig. Der Anstieg der Importpreise hatte darüber hinaus die Inflationsspirale stark in Bewegung gesetzt, da die meisten Löhne, Mieten und Pensionen automatisch — und wiederholte Male — infolge Indexbindungen angepaßt wurden.

Die Geld- und Fiskalpolitik wurde im Frühjahr und Sommer noch mehr verschärft. Die Leitlinie für die Ausweitung des Bankkredits, die im März in einen formellen Plafond umgewandelt wurde, erfuhr im Juni eine Herabsetzung von 17 auf 14% pro Jahr, und die früher ausgenommenen Exportkredite und staatlich garantierten Investitionskredite wurden nunmehr in die Berechnung einbezogen. Der Bankenapparat wurde jedoch aufgefordert, diesen Krediten im Rahmen des Plafonds Vorrang einzuräumen und bei der Gewährung von Ratenkrediten eine strenge Zurückhaltung zu üben. Bei den Pflichtreserven erfolgte aus technischen Gründen eine Erleichterung, aber durch andere Maßnahmen wurde ein steiler Anstieg der Zinssätze gefördert. Insbesondere erhöhte man die Kosten für die Inanspruchnahme von Refinanzierungsfazilitäten durch die Banken, was teilweise durch eine strikte Begrenzung der Finan-

zierung zum Diskontsatz geschah. Die Kreditvergabe für den Wohnungsbau wurde zeitlich gestreckt und im Spätsommer der Hypothekar- und Ratenkredit strengen Beschränkungen unterworfen. Außerdem wurde für Großbauvorhaben ein Aufschub von einem Jahr verfügt.

Die Regierung kürzte ihre Investitionsprogramme — bis zu 27,5% im Falle von nicht vorrangigen Projekten — und unterbrach die Ausschreibungen im öffentlichen Hochbau im Sommer für drei Monate. Die laufenden öffentlichen Ausgaben stiegen jedoch weiterhin rasch an, so daß das Haushaltsdefizit mit bfr 97 Mrd. etwas größer als 1973 war. Im späteren Jahresverlauf konnte das Schatzamt seinen Rückgriff auf die Zentralbank reduzieren. Der im August vorgelegte Haushaltsvoranschlag für 1975 sah Erhöhungen der indirekten Steuern sowie der Steuern für Unternehmen und hohe Einkommen vor, was einen Jahresertrag von bfr 20 Mrd. erbringen sollte.

Die Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität vom Sommer an war hauptsächlich auf eine Abschwächung des Exports und des privaten Verbrauchs zusammen mit einer Tendenzwende im Lagerzyklus zurückzuführen. Die Investitionen im Wohnungsbau und in der Industrie hielten sich weiter auf hohem Niveau, und bei der Produktivität wurde eine ansehnliche Verbesserung festgestellt. Diese wurde jedoch durch die Zunahme der Durchschnittsverdienste um 24% im Laufe des Jahres bei weitem übertroffen. Die Verbraucherpreise erhöhten sich um 15,7%. Das System der Preisüberwachung mit festen Höchstgrenzen für Güter und Leistungen des Grundbedarfs und mit der Verpflichtung zur vorherigen Meldung geplanter Preiserhöhungen wurde aufrechterhalten. Ab Mitte Oktober wurde die Ankündigungsfrist auf sechs Monate ausgedehnt und Lohnsteigerungen, die den Produktivitätsfortschritt übertrafen, nicht mehr als Rechtfertigung für Preisanpassungen angesehen.

Im Sommer begannen die Geldmarktzinssätze abzubröckeln, doch der Wendepunkt für andere wichtige Zinssätze trat erst im Herbst ein. Als die Aussichten zunehmend unsicher wurden, erfolgte im Oktober eine Lockerung der Kreditrichtlinien, vor allem hinsichtlich der Exportkredite, und von diesem Zeitpunkt an wurden die Pflichtreserven der Banken nicht mehr erhöht. Die Geldmarktinterventionssätze wurden ermäßigt und im November die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken aufgestockt.

Nach einer starken Expansion zu Anfang des Jahres verlangsamte sich später die Ausweitung des Bankkredits an den privaten Sektor, und der Gesamtwachstum erreichte lediglich 12% gegen 18% 1973. Da sich auch die Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor verlangsamte, erhöhte sich das Geldvolumen im weiteren Sinne um 9% gegen 13,5% im Jahr zuvor. Zinsbedingte und steuerliche Überlegungen führten zu einem starken Anstieg der im Ausland gehaltenen Guthaben des privaten Sektors in belgischen Franken, und ungefähr parallel hierzu nahmen die Auslandskredite an inländische Unternehmen zu. Zinsüberlegungen führten auch zu einer Verschiebung des Zustroms neuer Gelder von den Spareinlagen zu Kassenobligationen und Wertpapieren. Da die Finanzinstitute andererseits ihre Käufe beträchtlich reduziert hatten, waren 1974 die Gesamtemissionen festverzinslicher Wertpapiere der Regierung und des privaten Sektors per Saldo rückläufig.

Um die Jahreswende fand eine deutlichere Lockerung der Wirtschaftspolitik statt, da die Arbeitslosigkeit viel rascher als in den früheren Abschwungsperioden zu steigen begann. Im Dezember beschloß die Regierung eine Erhöhung der Beschäftigtenzahl

im öffentlichen Sektor, vermehrte Schulungsmöglichkeiten und das Angebot von Zuschüssen an kleine Unternehmen für die Einstellung zusätzlicher Arbeitskräfte. Außerdem wurden die Kreditfazilitäten für den Export und für Investitionen ausgeweitet und die Zusage gegeben, daß die Regierung 1975 ihre Investitionsausgaben nicht weiter kürzen würde. Anfang Februar wurden die Plafonds für Baukredite und bestimmte Investitionsdarlehen gelockert, die Bestimmungen für die Inanspruchnahme des Rediskonts erleichtert und die Pflichtreserven gesenkt. Im gleichen Monat wurden dann später auch die Bestimmungen über den Hypothekarkredit liberalisiert. Angesichts des weiteren Rückgangs der kurzfristigen Zinssätze senkte die Nationalbank ihren Diskontsatz in der Zeit von Januar bis Mai von $8\frac{3}{4}$ auf $6\frac{1}{2}$ %. Ende April ließ man schließlich die Kreditplafonds, die Verpflichtung der Banken zur Haltung von Staatsanleihen und die Pflichtreserven auslaufen. Die vorhandenen Pflichtreserven sollen stufenweise von Mai bis Juli freigegeben werden. Anfang Mai räumte die Regierung den Unternehmen außerdem Steuerkonzessionen für Investitionen, Lagerhaltung und Sozialversicherungsbeiträge ein; dagegen führte sie die Bemühungen zur Begrenzung des Preisauflaufs durch Einführung eines zweimonatigen Preisstopps weiter.

Niederlande. Nach achtzehn Monaten mäßigen Produktionswachstums bestand in den Anfangsmonaten des vergangenen Jahres ein beträchtlicher unausgenützter Produktionsspielraum. Die Arbeitslosigkeit überschritt 3% und lag damit fast doppelt so hoch wie die Zahl der Stellenangebote, und in der Leistungsbilanz war ein größerer Überschuß entstanden. Das Stocken der Binnennachfrage ließ sich einerseits auf die restriktive Steuer- und Schuldenpolitik zurückführen; andererseits neigten aber auch die Investitionen der Wirtschaft zur Schwäche, da die Kosteninflation auf die realen Unternehmerrgewinne drückte. Um die Rezession in Grenzen zu halten und zusätzlichen Lohnforderungen zu begegnen, entschlossen sich die Behörden, eine Belebung durch Ausgleich der den Arbeitnehmern aus den höheren Ölkosten entstandenen Einkommensverluste anzusteuern. Die Einkommenseinbuße für die Wirtschaft, die bis zur Erhöhung der Exportpreise für das holländische Erdgas im wesentlichen nur vorübergehend war, sollte demnach von den Unternehmen und dem öffentlichen Sektor getragen werden.

Im Vordergrund standen haushalts- und lohnpolitische Maßnahmen. Nach ersten Schritten im Februar, bestehend aus einer Erhöhung der Staatsausgaben und dem Aufschub einer Sonderabgabe auf Investitionen der Unternehmen im westlichen Landesteil, folgte im März ein umfassenderes Programm mit Kosten von hfl $2\frac{1}{4}$ Mrd. in einem Jahr. Die steuerlichen Investitionsanreize wurden verbessert und die Einkommensteuern, vor allem in den niedrigen Einkommensklassen, herabgesetzt. Außerdem wurden die veranschlagten Staatsausgaben in Berücksichtigung der gestiegenen Kosten um hfl 600 Mio. erhöht, was ein Abgehen von der bisherigen Praxis bedeutete, solche Kostensteigerungen durch Einschränkung des realen Umfangs der öffentlichen Ausgaben auszugleichen. Kurz darauf wurde die zusätzliche Lohnerhöhung (über die Anpassung an die Lebenshaltungskosten hinaus), die ab April gemäß den Bestimmungen der Notstandsgesetzgebung der Regierung zu zahlen war, angehoben. Die strengen Preiskontrollen blieben in Kraft; am 1. Juli erfolgte allerdings eine gewisse Lockerung in der Form, daß die Einzelhandelspreise von Nahrungsmitteln

außer Fleisch freigegeben wurden und die Quote der überwälzbaren Lohnerhöhungen in der Industrie auf 50% (gegenüber vorher einem Drittel) und im Dienstleistungssektor auf 85% hinaufgesetzt wurde.

Unter dem Einfluß dieser Maßnahmen stiegen die realen Verbrauchsausgaben weiter, und da sich auch die Exporte günstig entwickelten, schien sich die Konjunktur insgesamt verhältnismäßig gut zu halten. Die Behörden ließen im Juli und August eine gewisse Kreditverknappung zu, wobei die freien Reserven des Bankensystems von 1½ auf etwa ½% seiner kurzfristigen Verbindlichkeiten sanken. Die Wirtschaftstätigkeit schwächte sich jedoch ab, da sich das Exportvolumen nach der Jahresmitte verringerte und der Verbrauch im vierten Quartal stark zurückging. Die Anlageinvestitionen blieben gleichfalls während des ganzen Jahres schwach, der private Wohnungsbau nahm um 13% ab, und die öffentlichen Investitionen sanken nun schon das dritte Jahr. Die Investitionen der Unternehmen litten nicht nur durch die verstärkte Gewinnkompression infolge des wirtschaftlichen Rückschlags, sondern auch durch die Politik der Regierung, 1974 einen Anstieg der verfügbaren Realeinkommen aus unselbständiger Arbeit um etwa 2½% zu gestatten. Der Anteil der Arbeitnehmerschaft an der Wertschöpfung in allen Bereichen der Industrie und der Dienstleistungen wurde unter diesen Umständen von 79½% auf die neue Höchstmarke von 82% gebracht.

Die industrielle Erzeugung stieg langsam weiter und erreichte im August einen Gipfel, doch hatte der Auftragseingang schon nachzulassen begonnen, und gegen Jahresende setzte ein starker Rückgang der Produktion ein. Anfang 1975 lag sie um 9% unter ihrer August-Spitze. Im April erreichte die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit 4,9% der verfügbaren Arbeitskräfte, was den höchsten Stand seit den frühen fünfziger Jahren bedeutete.

Als sich die Gesamtnachfrage abschwächte, erhöhten die Behörden schrittweise die von fiskalischer Seite gegebenen Anreize. Der im September vorgelegte Haushaltsvoranschlag für 1975 enthielt erneut hfl 600 Mio. für zusätzliche öffentliche Ausgaben und sah ein Gesamtdefizit von hfl 4,6 Mrd. gegen einen ursprünglich für 1974 geplanten Fehlbetrag von hfl 2,8 Mrd. vor. Weitere im November bekanntgegebene Ausgabenprogramme erhöhten zusammen mit neuen Einkommensteuersenkungen und verbesserten Investitionsanreizen das voraussichtliche Defizit um weitere hfl 3,5 Mrd.; im Februar 1975 wurden nochmals hfl 560 Mio. flüssiggemacht, zum Teil in Form von finanziellen Leistungen an die Unternehmen. Schließlich stimmte die Regierung im April einem Parlamentsvorschlag zu, wonach ein zusätzlicher Betrag von hfl 1 Mrd. zur Erleichterung der Arbeitslosigkeit in der Bauwirtschaft bereitgestellt werden sollte. Im Hinblick auf den zur Verwirklichung dieser Programme erforderlichen Zeitraum wird der staatliche Kreditbedarf für 1975 auf rund hfl 6 Mrd. angesetzt, was 3,1% des Nettovolkseinkommens entspricht.

Die Kreditpolitik und die Staatsschuldenpolitik wurden während des Jahres meist verhältnismäßig restriktiv gehandhabt. Um einen Teil der monetären Auswirkungen des außenwirtschaftlichen Überschusses zu kompensieren, führte die Regierung ihre frühere Praxis, die Kreditaufnahmen höher als den Finanzbedarf anzusetzen, fort und entzog dem Kapitalmarkt einen Gesamtbetrag von hfl 2,4 Mrd. oder hfl 1,3 Mrd. mehr als das Zahlungsdefizit im Staatshaushalt. Die langfristigen

Zinssätze stiegen im ersten Halbjahr und hielten sich bis zum Frühherbst auf hohem Niveau. Gegen Ende Oktober ermäßigte die Niederländische Bank ihren Diskontsatz, parallel zu einer ähnlichen Maßnahme in der Bundesrepublik Deutschland, von 8 auf 7%. Von diesem Zeitpunkt an waren sowohl die kurz- wie auch die langfristigen Renditen, in ungefährem Gleichschritt mit der Entwicklung im Ausland, bis zum Jahresende rückläufig. Das Geld- und Quasigeldvolumen stieg 1974 um 20% und somit beträchtlich rascher als das nominelle Bruttosozialprodukt, doch kam darin teilweise eine Verlagerung aus längerfristigen, nicht in M2 enthaltenen Einlagen zum Ausdruck.

Im November wurde den Banken mitgeteilt, daß die Geldpolitik 1975 bestrebt sein werde, den aus monetären Quellen finanzierten Bankkredit nicht rascher expandieren zu lassen als das nominelle Bruttosozialprodukt. In den ersten Monaten des Jahres 1975 war der Rückgang der Zinssätze in den Niederlanden langsamer als anderswo, da die Behörden bestrebt waren, die Nachfrage der Unternehmen nach kurzfristiger Finanzierung zu dämpfen. Anfang März veranlaßte jedoch der anhaltende Rückgang der Zinssätze im Ausland die Niederländische Bank zu einer weiteren Ermäßigung ihres Diskontsatzes auf 6%.

Generell wurde von den der Nachfrage gegebenen Impulsen nicht erwartet, daß sie einen raschen Aufschwung der Wirtschaftstätigkeit bewirken würden. Da außerdem die Geldlöhne größtenteils durch den Index der Lebenshaltungskosten bestimmt werden, hat der Anstieg der Arbeitslosigkeit bisher kaum einen Einfluß auf die Inflationsrate ausgeübt. 1974 stiegen die Lohnkosten pro Beschäftigten um 15%.

Niederlande: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung

	Jahr	Staat	Nicht-zentrale öffentliche Stellen	Banken	Kapital-sammelstellen ¹	Private Haushalte, Unternehmen	Ausland ²
		Millionen Gulden					
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (-) (Zahlungsbasis)	1972	205	- 2 585	4 435	11 210	- 8 690	- 4 575
	1973	580	- 2 770	3 030	13 265	- 8 630	- 5 475
	1974	- 945	- 3 900	3 110	14 160	- 8 425	- 4 000
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten³</i>							
Primär- und Sekundärliquidität	1972	—	380	—	620	5 245	
	1973	—	40	—	1 565	8 690	
	1974	—	185	—	1 235	10 100	-3 225
Bankkredite	1972	2 110	1 290	- 2 785	250	- 2 145	-3 310
	1973	2 250	- 825	- 2 975	185	- 6 560	
	1974	1 335	- 225	- 2 590	250	- 6 480	
Nettobeanspruchung des Kapitalmarkts	1972	- 2 215	- 4 270	7 220	12 080	-11 440	-1 375
	1973	- 1 805	- 2 005	6 005	11 515	-10 595	-3 115
	1974	- 2 435	- 3 860	5 700	13 175	-11 245	-1 335
Direktinvestitionen im Verkehr mit dem Ausland	1972	310	15	—	—	350	25
	1973	135	20	—	—	165	10
	1974	155	—	—	—	800	645

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

wovon nur 3,5 Prozentpunkte auf die ursprünglich vereinbarten Lohnerhöhungen entfielen. Der übrige Anstieg spiegelte größtenteils lediglich die Wirkung von Gleitklauseln wider, da die Lebenshaltungskosten um 9,5% zugenommen hatten. Im ersten Vierteljahr 1975 lagen die echten Lohnerhöhungen bei nur ca. 2%, die Indexbindung blieb jedoch in Kraft, und die Verbraucherpreise verzeichneten noch immer einen Zuwachs von rund 10% im Zwölfmonatsabstand. Im April wurde der auf die Preise überwälzbare Anteil der Lohnerhöhungen von 50% auf zwei Drittel erhöht.

Schweiz. Anfang 1974 begann die schweizerische Wirtschaft auf die um die Jahreswende 1972/1973 in Kraft gesetzten breitgestreuten antiinflationären Maßnahmen anzusprechen. Die wichtigste Entscheidung war hierbei die Freigabe des Wechselkurses des Schweizer Frankens, die von anderen Schritten wie Beschränkungen der Bautätigkeit, Kreditbegrenzungen und verschiedenen weiteren Maßnahmen zur Absorbierung von Überschußliquidität flankiert wurde. Im Jahresergebnis 1974 stieg der reale private Konsum langsamer, und die Investitionen gingen stark zurück. Das Baugewerbe war besonders betroffen, was teilweise auf die wirtschaftspolitischen Maßnahmen zurückging, zum Teil aber auch seine Ursache in einer strukturellen Abschwächung der Nachfrage im privaten und öffentlichen Sektor nach vielen Jahren starker Bautätigkeit hatte. Die Exporte entwickelten sich andererseits bis zum Herbst lebhaft, gerieten dann jedoch in den Schatten der schwächer werdenden Weltnachfrage und abnehmender Konkurrenzfähigkeit. Die allgemeine Abkühlung verstärkte sich nach der Jahresmitte und führte zu einem Rückgang der Industrieproduktion und im späteren Jahresverlauf auch zu einer Abnahme der Importe. Die Preis- und Lohnerhöhungen reagierten nur mit Verzögerung, doch war bei ihnen im Herbst eine gewisse Abflachung festzustellen; die Zwölfmonats-Zuwachsrate der Konsumentenpreise lag im September bei etwa 11% und sank auf 9% im April 1975.

Im ersten Halbjahr 1974 verfolgte die Wirtschaftspolitik das generelle Ziel, die monetäre Expansion einzudämmen, bis die früheren enormen Liquiditätszuflüsse aus dem Ausland besser absorbiert worden waren. Im Einklang mit dieser Zielsetzung wurde der Diskontsatz im Januar von 4½ auf 5½% erhöht. Gleichzeitig jedoch, zum Teil im Lichte der Verhältnisse am Devisenmarkt, war die Nationalbank in der Lage, die Mindestguthaben schrittweise herabzusetzen und großzügiger Kredit zu gewähren. Außerdem wurde nur ein Teil der festgestellten Überschreitungen der Kreditbegrenzung als Sanktion eingefordert und im April die Kreditzuwachsrate von 6 auf 7% erhöht. Die Lage an den Finanzmärkten blieb jedoch angespannt, und die Zinssätze zogen beträchtlich an, zum Teil unter dem Einfluß des noch steileren Anstiegs der Sätze am Eurofrankenmarkt. Eine zunehmende Zahl von Anleiheemissionen endete mit Mißerfolgen, und im Mai entschlossen sich die Behörden, am Obligationenmarkt Kurspflege zu betreiben und die inländischen Emissionen und die Kapitalexporte zu reduzieren.

Nach dem Sommer begann die Nationalbank erstmals auf eine Ausweitung der Geldmenge hinzuwirken, um den Erfordernissen der wirtschaftlichen Entwicklung Rechnung zu tragen. Die Kreditbegrenzung wurde vorsichtig gelockert, der Notenbankkredit bereitwilliger gewährt und vorübergehende Anspannungen durch Devisen-Swap-Operationen überbrückt. Die Mindestguthaben wurden im Oktober erneut ermäßigt, und im November wurden die inländischen Verbindlichkeiten völlig

von der Mindestguthabenpflicht befreit. Ferner gewährte die Nationalbank zur Erleichterung der Lage der Bundestresorerie dem Bund Kredit für einen Teil seiner fällig werdenden Zahlungen in ausländischer Währung. Unter anderem infolge einer Abschwächung der Gesamtnachfrage nahmen die finanziellen Anspannungen im Herbst ab, und die Zinssätze reagierten entsprechend.

Die inländische Kreditgewährung der Banken erhöhte sich 1974 um 7,4% gegen 8,2% im vorangegangenen Jahr. Das Geld- und Quasigeldvolumen stieg um 6,6% gegen 5,0% 1973. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarkts durch öffentlich aufgelegte Wertpapiere erreichte sfr 4,5 Mrd. oder 4,8% mehr als 1973. Die Nettoauslandsemissionen andererseits gingen von sfr 2,2 Mrd. auf sfr 450 Mio. 1974 zurück, und die Plazierung mittelfristiger ausländischer Schuldverschreibungen nahm von sfr 3,4 auf 2,8 Mrd. ab. Die genehmigungspflichtigen Auslandskredite der Banken beliefen sich auf sfr 1,9 Mrd. gegen sfr 3,2 Mrd. 1973.

In rückblickender Betrachtung war die Freigabe des Wechselkurses des Schweizer Frankens eine entscheidende Voraussetzung dafür, daß die Behörden die Kontrolle über die inländische Geldexpansion wiedergewinnen konnten. Andererseits haben die Entwicklungen seit dem vergangenen Herbst einige der Grenzen aufgezeigt, an die ein kleiner Industriestaat mit einem sehr großen finanziellen Sektor stoßen muß. Zu jenem Zeitpunkt hatte die Schwäche der Binnennachfrage zu einer beträchtlichen Abnahme des Einfuhrüberschusses geführt, und gleichzeitig hatten sich plötzlich auch die Kapitalzuflüsse verstärkt. Zum Teil wurden diese Zuflüsse durch Devisenausländer herbeigeführt und in einem gewissen Ausmaß durch devisenwirtschaftliche Maßnahmen bekämpft; doch dürfte die im Verhältnis zum Ausland knappe inländische Liquiditätslage auch zu Geldimporten von Inländern geführt haben. Die sich hieraus ergebende starke Aufwärtsbewegung des Schweizer Frankens bedeutete auf jeden Fall eine wachsende Bedrohung der Exportwirtschaft und der Beschäftigungslage und zog eine beschränkte Rückkehr zu Interventionen am Devisenmarkt ab Januar nach sich. Etwas früher waren die Bewilligungen für Kredite an das Ausland erhöht worden, und Anfang März wurde der Diskontsatz von $5\frac{1}{2}$ auf 5% herabgesetzt.

Im April wurde ferner die Mindestguthabenpflicht für ausländische Verbindlichkeiten reduziert, und die Behörden erklärten ihre Absicht, die monetäre Basis in diesem Jahr um 6% zunehmen zu lassen. In Anbetracht der steigenden Arbeitslosigkeit vor allem im Baugewerbe und in den Exportindustrien wurden die Baubeschränkungen aufgehoben und Schritte zur Exportförderung unternommen. Anfang Mai wurden dann die Kreditbegrenzungen der Banken überhaupt beseitigt und die Bestimmungen über den Teilzahlungskredit gelockert. Gleichzeitig warnte die Nationalbank jedoch, daß das monetäre Wachstum nicht zu weit gehen dürfe und daß in der Kreditgewährung Vorhaben zur Förderung der Beschäftigung und des Exports Vorrang genießen sollten. Anschließend wurde der Diskontsatz auf $4\frac{1}{2}$ % gesenkt; ferner wurden die Begrenzungen für Auslandskredite und für die Begebung von Notes durch Ausländer aufgehoben und die Mindestguthaben für Auslandsverbindlichkeiten weiter reduziert.

Österreich. Das rasche Wachstum der letzten Jahre hielt bis weit in das Frühjahr 1974 an. Von da an verlangsamte sich die Wirtschaftstätigkeit infolge einer Abflachung des privaten Verbrauchs und eines Rückgangs der Anlageinvestitionen. Der

Export hatte sich zu Jahresbeginn stark beschleunigt und anschließend auf hohem Stand stabilisiert. Das Nachlassen des Nachfragedrucks war vorübergehend zwar willkommen, aber bis zum Ende des Jahres waren Industrieproduktion und Bautätigkeit beträchtlich gesunken, und die Fremdenverkehrseinnahmen hatten sich enttäuschend entwickelt. Die Vollbeschäftigung wurde gehalten, wobei allerdings die Zahl der Gastarbeiter etwas zurückging. Der Preisauftrieb jedoch, der sich bis zum Herbst 1973 etwas gemäßigt hatte, beschleunigte sich um die Mitte 1974 auf eine zwölfmonatige Zuwachsrate von über 10% und hielt sich seither auf diesem Stand.

Die schon früher eingeleiteten antiinflationären Maßnahmen wurden 1974 mit nur geringen Veränderungen fortgeführt. Die fiskalische Beschränkung, mit der gegen Ende 1972 begonnen worden war, fand ihre Fortsetzung, und der Haushaltsvoranschlag für 1974 wurde so gestaltet, daß zusätzliche Anregungen vermieden wurden. Darüber hinaus wurden gemeinsam mit ähnlichen Maßnahmen der Länder und Gemeinden gewisse Ausgabenansätze vorübergehend gesperrt und Steuereingänge teilweise stillgelegt. Die Nationalbank behielt ihren Restriktionskurs bei und verlängerte in modifizierter Form die Leitlinien für die Kreditausweitung der Kreditunternehmen und ähnliche Vereinbarungen mit anderen Finanzinstituten.

Nach Absicherung der außenwirtschaftlichen Flanke durch die Freigabe des Schilling-Wechselkurses und durch die Entliberalisierung des Kapitalverkehrs wurden Pflichtreserven und Offenmarktgeschäfte für die Steuerung der Liquiditätsversorgung gemäß den inländischen Bedürfnissen eingesetzt. Im Frühjahr wurden die Pflichtreserven gesenkt und mehrmals Offenmarkttransaktionen vorgenommen. Ferner wurden die im Rahmen von devisenwirtschaftlichen Vereinbarungen stillgelegten Gelder in zwei Stufen freigegeben. Die Anhebung des Diskontsatzes von $5\frac{1}{2}$ auf $6\frac{1}{2}$ % im Mai sollte den Mittelabfluß auf ausländische Märkte mit attraktiveren Sätzen verhindern.

Die Ausweitung des Bankkredits an die inländische Wirtschaft betrug 14,4% gegen 10,9% 1973. Die Wertpapieranlagen der Kreditunternehmen (einschließlich kurzfristiger Staatspapiere) sanken jedoch von S 10,4 auf 3,4 Mrd. ab, so daß sich die Expansion des Bankkredits in jedem der beiden letzten Jahre auf insgesamt 13–14% stellte. Infolge einer — vor allem von der Regierung betriebenen — Verlagerung zur Auslandsfinanzierung wirkte der Nettozuwachs der offiziellen Devisenbestände stärker expansiv als 1973. Da jedoch die nicht der Geldsphäre zuzurechnenden Verbindlichkeiten der Banken viel rascher stiegen als vorher, nahm das Geldvolumen im weiteren Sinne um lediglich 6,5% zu (1973: 5,4%). Der Anleihemarkt stand unter beträchtlicher Anspannung. Die fortdauernde Verlagerung zu anderen Anlageformen — teilweise infolge von Steuervergünstigungen — erzwang schließlich zur Jahresmitte eine Anpassung der nominellen Verzinsung von rund 7 auf $8\frac{1}{2}$ %. Es ist hervorzuheben, daß diese Bonifikation auch bereits im Umlauf befindlichen Anleihen zuteil wurde. Die Nettoemissionen nahmen 1974 um fast S 0,6 auf 11,8 Mrd. ab.

Anfang 1975 ging die Kapazitätsauslastung in der Industrie sichtbar zurück, die Produktion sank unter die Vergleichswerte von 1974, und die Arbeitslosigkeit begann zu steigen. Die privaten Haushalte erhöhten die Ersparnisbildung, die Investitionsneigung schwächte sich weiter ab, und auch beim Export setzte ein Rückgang ein.

Die Regierung nahm daher zu Beginn des Frühjahrs in ihrer Politik eine gewisse Akzentverlagerung vor. Um die Investitionen und den Außenhandel anzuregen, wurde beschlossen, der Wirtschaft S 12,7 Mrd. hauptsächlich durch Freigabe stillgelegter staatlicher Mittel, aber auch durch den Einsatz eines Teils des antizyklischen Eventualbudgets zur Verfügung zu stellen. Ferner wurde die Exportfinanzierung erleichtert. Von einer Herabsetzung des Diskontsatzes von 6½ auf 6% im April abgesehen, wurden andererseits keine neuen geldpolitischen Maßnahmen ergriffen, da der Spielraum für die Kreditexpansion ohnehin beträchtlich war.

Dänemark. In Anbetracht seiner großen Abhängigkeit von Ölimporten und seiner seit Jahren schwachen Leistungsbilanzposition sah sich Dänemark im vergangenen Jahr einem ernsten Anpassungsproblem gegenüber. Die Behörden mußten daher eine beträchtliche Flaute zulassen und bis spät in das Jahr eine verhältnismäßig einschneidende Geldpolitik betreiben.

Die Wirtschaftstätigkeit nahm in den Anfangsmonaten 1974 weiter zu, ging jedoch nach der Jahresmitte abrupt zurück, und die Arbeitslosigkeit stieg ziemlich steil an. Der Konjunkturerinbruch war im Wohnungsbau besonders ausgeprägt, wobei die Zahl der Baubeginne nur etwa das halbe Ausmaß der hohen Werte der vergangenen zwei Jahre erreichte. Erhöhungen bei indirekten Steuern, gestiegene Ölpreise und die unsichere Beschäftigungslage führten zu einer Abnahme des realen privaten Verbrauchs um etwa 3%. Die Investitionen der Unternehmen waren zu Anfang des Jahres stabil, fielen jedoch später ab. Die Ausgaben des öffentlichen Sektors stiegen real nur geringfügig, da die Zunahme seiner Verbrauchsausgaben durch einen weiteren Rückgang seiner Investitionen infolge der Verschiebung öffentlicher Vorhaben im Hoch- und Tiefbau auf den Herbst weitgehend kompensiert wurde. Die flauere Binnennachfrage trug zu der guten Haltung des Fertigwarenexports bei, der mengenmäßig um 10% stieg. Gegen Ende 1974 hatte sich die Leistungsbilanz sehr gebessert, und Anfang 1975 ging der Preisauftrieb von der früheren Spitze von fast 17% beträchtlich zurück.

Im ersten Halbjahr 1974 genehmigte das Parlament verschiedene antiinflationäre Maßnahmen, darunter Kürzungen der Staatsausgaben, einen Zwangssparplan für Einkommensteuerpflichtige, Subventionen für die Industrie zur Dämpfung der Preisfolgen von Anpassungen der Löhne an die Lebenshaltungskosten und schließlich erhöhte Verkaufssteuern bei einer Reihe von Verbrauchsgütern. Im Spätsommer und Herbst wurden dann jedoch eine Anzahl selektiver Schritte zur Belebung der Bauwirtschaft unternommen. Im September beschloß das Parlament in erster Linie zur Reformierung des Steuersystems eine Ermäßigung der Einkommensteuer um dkr 7 Mrd. ab Januar 1975. In dem im März 1975 schließenden Haushaltsjahr dürfte sich ein staatliches Kassendefizit von dkr 3,1 Mrd. gegen einen Überschuß von dkr 3,8 Mrd. in der vorangegangenen Rechnungsperiode ergeben haben.

Die Geldpolitik war bis Mitte 1974 restriktiv, doch danach entspannten sich die Marktverhältnisse etwas. Die Kreditplafonds wurden in den ersten sieben Monaten des Jahres 1974 unverändert belassen, die tatsächliche Kreditgewährung der Banken stieg jedoch weiter an. Ende August führten Rezessionstendenzen im Verein mit dem Nachlassen des außenwirtschaftlichen Drucks zu einer Korrektur des Kredit-

plafonds um 3% nach oben, und im November erfolgte eine weitere Erhöhung um 2%. Im Herbst begann die Regierung, verschiedene vorübergehende Beschränkungen des Hypothekarkredits aufzuheben. Im späteren Jahresverlauf entwickelte sich der Bankkredit langsamer, was größtenteils auf einen Rückgang der Baukredite zurückzuführen war, und der neue Kreditgewährungsspielraum fand keine rasche Ausnützung. Die Liquidität des Bankensektors verbesserte sich, da der im Vorjahr positive Kassensaldo der Regierung negativ wurde, was einen Mittelabfluß von der Zentralbank bewirkte. Das Sinken der internationalen Zinssätze, die verbesserte Außenposition und die wachsende Arbeitslosigkeit bewogen die Zentralbank zur Rücknahme des Diskontsatzes auf 9% Mitte Januar und 8% Anfang April.

Die gesamte Kreditgewährung durch die Geschäftsbanken und größeren Sparkassen stieg 1974 um 7,0% gegen 15,8% 1973. Das Wachstum des Geldvolumens im weiteren Sinne verlangsamte sich auf etwa 9%, was seit 1971 die geringste Zuwachsrate darstellte. Die Nettokapitalimporte erhöhten sich, wobei die von den Unternehmen im Ausland aufgenommenen Kredite etwa dkr 4,5 Mrd. erreichten. Der Haushaltsvoranschlag für 1975/76 sah in seiner vom Parlament genehmigten Fassung ein Kassendefizit von rund dkr 9,4 Mrd. vor. Anfang März beschloß das Parlament nach dem Zusammenbruch der allgemeinen Lohnverhandlungen ein neues Stabilitätsprogramm mit einer zweijährigen Verlängerung der bestehenden Kollektivverträge. Das Programm sah ferner ein Einfrieren der Gewinnspannen und Dividenden vor. Ende April wurden die Kreditplafonds für Geschäftsbanken und Sparkassen um weitere 3% angehoben. Um einen Teil der Liquiditätswirkung des staatlichen Kassendefizits zu neutralisieren, wurden die Kreditkontingente der Banken bei der Nationalbank beschränkt. Zusätzlich wird die Emission von mittelfristigen Staatspapieren im Betrag bis zu dkr 6 Mrd. in Betracht gezogen.

Norwegen. Das Wirtschaftswachstum in Norwegen dauerte hauptsächlich infolge einer stimulierenden Fiskalpolitik und im Zusammenhang mit der Entwicklung der Ölförderung aus der Nordsee an, wobei das reale Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr um rund 3,6% anstieg. Das Zusammenwirken von Steuererleichterungen, Preis-subsidien und erhöhten Transferzahlungen stützte die verfügbaren Realeinkommen und den Verbrauch, der schneller als 1973 wuchs. Die Investitionstätigkeit blieb eine widerstandsfähige Nachfragekomponente, obwohl sie sich langsamer als 1973 entwickelte. Der Export zeigte sich zunächst noch stark, doch mit dem Einsetzen der internationalen Rezession schwächte er sich ebenso wie die Nettoeinnahmen aus der Schifffahrt ab. Bei knappem Arbeitsmarkt und einer gemeldeten Arbeitslosigkeit von weniger als 1% der verfügbaren Arbeitskräfte beschleunigte sich der Auftrieb der Löhne in der Industrie auf etwa 18%. Die Erhöhung der Verbraucherpreise hätte ohne gezielte Stützungen die tatsächlich verzeichneten 9½% überstiegen.

Um die voraussichtlichen Auswirkungen der höheren Ölpreise auszugleichen, wurde die Fiskalpolitik auf einen expansiveren Kurs gebracht. In dieser Hinsicht war die Politik weniger zurückhaltend als in den meisten anderen Ländern, da Norwegen bald zu den Nettoölexporturen zählen wird und für Auslandskapital attraktiv ist. Unter Einbeziehung der Sozialversicherung schloß der Staatshaushalt mit einem Überschuß von etwa 1% des Bruttoinlandsprodukts gegenüber ca. 3% 1973. Die haushaltspolitischen Anreize beruhten vor allem auf Nahrungsmittelsubsidien,

Transferzahlungen und Steuererleichterungen, doch stieg auch der reale öffentliche Konsum um 4%.

Die Kreditpolitik mußte sich auf eine unerwartet starke Investitionszunahme und Preissteigerung einstellen, und die Kreditleitlinien wurden während des Jahres nach oben korrigiert. Das Kreditwachstum wurde jedoch unter der Zunahme der Investitionen gehalten, um mehr Selbstfinanzierung anzuregen. Die Ausweitung des gesamten Kreditvolumens wird auf etwa 15% geschätzt, wobei die um mehr als die Hälfte gestiegenen Kapitalimporte eine führende Rolle spielten. Das Geld- und Quasigeldvolumen stieg mit rund 12% etwas mehr als in den zwei vorangegangenen Jahren.

Im März 1974 kam es erstmals seit 1970 zu einer Erhöhung des Diskontsatzes, und zwar von $4\frac{1}{2}$ auf $5\frac{1}{2}$ %. Gleichzeitig wurden die Schatzwechselsätze von $3\frac{3}{4}$ auf 5% und die Sätze für fünfjährige Staatsobligationen von $5\frac{1}{4}$ auf $6\frac{1}{2}$ % angehoben. Da die Kreditgewährung der Geschäftsbanken im Frühjahr und Sommer ungewöhnlich hoch war, setzte die Bank von Norwegen im September ein zusätzliches Pflichtreservesystem in Kraft, in dessen Rahmen eine Bank, die ihre Kreditgewährung von Ende Juli bis Ende Dezember um mehr als 3% ausweitete, 50% des Überschreibungsbetrages bei der Bank von Norwegen stillzulegen hatte. Nachdem Interventionen auf dem Devisenmarkt im September und Oktober den Druck auf die Liquidität der Banken gemildert hatten, wurden überdies die den großen Geschäftsbanken vorgeschriebenen Primärreserven von 6 auf 8% erhöht. Gegen Ende des Jahres verlangsamte sich das Wachstum des Bankkredits. Im Gegensatz zu der Entwicklung bei den Geschäftsbanken hielt sich die Kreditgewährung der Sparkassen in der ersten Jahreshälfte unterhalb der Leitlinie. Ihre Reserveposition verschlechterte sich jedoch, und die ihnen vorgeschriebenen Pflichtreserven wurden im April von 5 auf 4% herabgesetzt und im Juni überhaupt aufgehoben.

Nach dem verringerten Überschuß des vergangenen Jahres wurde der Staatshaushaltsplan für 1975 unter Einschluß der Sozialversicherung insgesamt ausgeglichen gestaltet, was zum größten Teil durch Steuersenkungen bewirkt wurde. Im Kreditbudget für 1975 wurde eine raschere Ausweitung des inländischen Kreditvolumens in Verbindung mit einer Stabilisierung der Kapitalimporte auf ihrem gegenwärtigen hohen Niveau in Aussicht genommen. Um die in der Kreditpolitik gestellten neuen Zielsetzungen leichter erreichen zu können, wurden Mitte Februar die primären Pflichtreserven für Geschäftsbanken um 2 Prozentpunkte herabgesetzt und Anfang April aus saisonalen Gründen die Reserven erneut gelockert. Eine revidierte Budgetvorausschätzung im Mai nahm das Andauern eines hohen Konsums und einer starken Investitionsnachfrage an, wobei ein reales Wachstum von 6% oder mehr im Jahr 1975 erwartet wird. Die gesamte Wirtschaftspolitik soll daher auf einer mäßig restriktiven Linie weitergeführt werden.

Schweden. Die konjunkturelle Entwicklung in Schweden hatte im vergangenen Jahr noch nicht das Stadium in anderen Ländern erreicht: die reale Produktion wuchs weiter — um 4,2% —, und die Arbeitslosigkeit ging von $2\frac{1}{2}$ auf 2% des Arbeitskräfteangebots zurück. Fiskalische Maßnahmen trugen zu einer Begrenzung des Anstiegs der Verbraucherpreise im Laufe des Jahres auf 10,5% und zu einem großen

Zuwachs in den verfügbaren Realeinkommen bei. Obwohl die Sparquote weiter anstieg, erhöhte sich auch der reale Verbrauch mit 4,4% so rasch wie schon lange nicht. Dazu wurden auch die Lagervorräte nach zwei Jahren Abbau in sehr raschem Tempo wiederaufgefüllt. Die Investitionen der Industrie nahmen weiter zu, und der Export wuchs um 3,7%. Der Wohnungsbau und die damit in Zusammenhang stehenden Investitionen der Gemeinden zeigten sich nach der früheren intensiven Entwicklung im vergangenen Jahr erneut rückläufig.

Im März 1974 ergriff die Regierung in dem Bemühen, das Wirtschaftswachstum zu fördern und die Lohn-Preis-Spirale zu bremsen, eine Reihe fiskalischer Maßnahmen: höhere Transferzahlungen, Nahrungsmittelsubventionen, eine vorübergehende Herabsetzung des Mehrwertsteuersatzes und besondere Zuschüsse für energiesparende Investitionen. Die Vergrößerung des Haushaltsdefizits wurde aus monetären Quellen finanziert; die Kreditaufnahme der Regierung außerhalb des Bankenapparats blieb praktisch unverändert. Da die Maßnahmen Steuer- und Transferzahlungen betrafen, erhöhte sich der reale öffentliche Verbrauch mit 3% nur bescheiden.

Weitere Schritte, teilweise struktureller Natur, wurden im Herbst ergriffen. Im Oktober wurde eine Änderung der Wohnbaupolitik vorgenommen, wobei eine der Zielsetzungen darin bestand, den Wohnungsbau weniger zinsempfindlich zu machen. Ferner wurde um diese Zeit für den kommenden Januar angekündigt, die Alterspensionen zu verbessern, die Krankenversicherungsbeiträge der Arbeitnehmer abzuschaffen und die marginalen Steuersätze in den mittleren Einkommensklassen zu ermäßigen. Zur Finanzierung dieser Maßnahmen wurden die Sozialversicherungsbeiträge der Unternehmer und der selbständig erwerbstätigen Personen erhöht. In der Absicht, die Lohnforderungen zu dämpfen, unterbreitete die Regierung den Plan, daß die Unternehmen im Jahre 1974 einen Teil ihrer Nettogewinne auf unverzinsliche Sonderkonten zur Verwendung für Investitionen und Verbesserungen der Arbeitsbedingungen einzahlen sollten.

In Anbetracht der Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position durch den Anstieg der Ölpreise wurde die Richtung der Geldpolitik geändert, um Kapitalimporte anzuregen. Anfang April wurde der Diskontsatz von 5 auf 6% hinaufgesetzt, was die erste Änderung seit 1971 war. Die Kassenreservesätze wurden von 1 auf 5% angehoben und die Banken gezwungen, vermehrt auf die Schwedische Reichsbank zurückzugreifen, in einigen Fällen zu Strafsätzen. Für den Bankkredit an den privaten Bereich mit Ausnahme des Wohnungsbaus wurden 1974 Wachstumsgrenzen von 15% für die Geschäftsbanken, 10% für die Sparkassen und 13% für die Genossenschaftsbanken vorgeschrieben. Die Kreditgewährung der Geschäftsbanken auf Basis von Kapitalimporten war von den Kreditplafonds ausgenommen.

Da die Unternehmen jedoch ausreichend mit Liquidität versorgt waren und die inländischen Zinssätze im Verhältnis zu denen im Ausland noch verhältnismäßig niedrig lagen, genügten diese Maßnahmen nicht, um Kapital anzuziehen. Mitte August wurde daher der Diskontsatz von 6 auf 7% erhöht und die Beschränkung der privaten Kreditaufnahme im Ausland weiter gelockert. Im November wurde die Geltungsdauer des Plafonds für die Kreditgewährung der Geschäftsbanken verlängert, wobei die Wachstumsgrenze auf 20% für den Zeitraum von 18 Monaten bis zum 30. Juni dieses Jahres festgesetzt wurde. Die Kreditleitlinien für die Sparkassen und

Genossenschaftsbanken wurden zwar mit dem Jahr 1974 beendet, doch forderte man diese Institute zur Zurückhaltung auf, und die ihnen empfohlenen Liquiditätskoeffizienten wurden von 20 auf 23% mit Wirkung vom 30. Juni 1975 angehoben.

Das Geld- und Quasigeldvolumen wuchs 1974 lediglich um 9,4%, was den geringsten Anstieg seit einigen Jahren bedeutete. Die Ausweitung der Geschäftsbankkredite verlangsamte sich allmählich und erreichte im Jahresverlauf 12,8%, was erheblich unterhalb des zulässigen Plafonds lag. Trotz den Beschränkungen für die Geschäftsbanken war der Gesamtzuwachs an Forderungen jeglicher Art jedoch beträchtlich; er belief sich auf skr 38 Mrd. gegenüber skr 30 Mrd. 1973. Der größte Teil des Anstiegs fand im ersten Halbjahr statt und war auf das Defizit des Staatshaushalts und auf Kreditaufnahmen der Wirtschaft zurückzuführen. Obwohl das Zinsniveau im vergangenen Jahr erhöht wurde, ergab sich bei den privaten Auslandskreditaufnahmen bis zum Herbst kein wesentlicher Anstieg.

Schweden: Nettokreditgewährung

Kreditgeber	Jahr	Kreditnehmer				Insgesamt
		Staat	Nicht-zentrale öffentliche Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	
Millionen schwedische Kronen						
Zentralbank	1972	- 185	5	—	5	- 175
	1973	-1 535	5	—	20	-1 510
	1974	8 340	5	—	70	8,415
Geschäftsbanken	1972	1 950	125	1 945	4 055	8 075
	1973	2 810	535	2 995	5 890	12 230
	1974	-2 880	260	2 750	5 935	6 065
Sparkassen und Genossenschaftsbanken	1972	1 830	675	2 685	1 330	6 520
	1973	145	- 125	1 765	2 400	4 185
	1974	385	- 110	2 440	3 270	5 985
Öffentliche Versicherungsinstitute	1972	1 935	765	2 675	2 795	8 170
	1973	1 870	685	3 595	3 130	9 280
	1974	1 525	645	3 595	3 050	8 815
Private Versicherungsgesellschaften	1972	460	290	1 400	1 090	3 240
	1973	830	145	1 700	1 370	4 045
	1974	1 175	50	2 170	2 045	5 440
Sonstige	1972	350	40	20	745	1 155
	1973	2 030	90	- 255	130	1 995
	1974	2 175	90	185	1 085	3 535
Insgesamt	1972	6 340	1 900	8 725	10 020	26 985
	1973	6 150	1 335	9 800	12 940	30 225
	1974	10 720	940	11 140	15 455	38 255

Der im Januar vorgelegte Staatshaushaltsplan für 1975/76 sah ein Defizit von rund skr 12 Mrd. vor, was ungefähr dem geschätzten Ergebnis im laufenden Fiskaljahr entspricht. In der Erkenntnis, daß das expansive Budget bedeutete, ein beträchtliches Zahlungsbilanzdefizit auf sich zu nehmen, beabsichtigte die Regierung, 1975 erstmals auf Auslandskredite zurückzugreifen. Mitte April wurde der Wachstumsplafond für Geschäftsbankkredite für andere Zwecke als den Wohnungsbau mit Geltung bis zur Jahresmitte von 20 auf 22% des Standes von Ende 1973 angehoben, wobei der zusätzliche Spielraum für Kredite an die Industrie gedacht war. Die Zinssätze für neu-

emittierte Anleihen wurden gleichzeitig um einen ganzen Prozentpunkt erhöht, wobei die Renditen für Rentenwerte von Gemeinden und Industrieunternehmen $9\frac{1}{4}\%$ erreichten. Durch diese Maßnahme sollten langfristige Kreditaufnahmen von skr 2 Mrd. zur Finanzierung industrieller Investitionen, vorzugsweise im Zusammenhang mit Exportprojekten, erleichtert werden. Kurz danach gab die Regierung bekannt, daß von den bei der Reichsbank auf Umweltschutz- und Sonderinvestitionskonten der Unternehmen gesperrten Beträgen mehr als skr 3 Mrd. für Investitionszwecke ab der Jahresmitte freigegeben würden. Ein Ende April abgeschlossener nationaler Tarifvertrag sah Anhebungen der Grundlöhne in der Industrie um rund 25%, verteilt auf zwei Jahre, vor; berücksichtigt man auch die Sozialversicherungsbeiträge der Unternehmen und die Lohndrift, dann ist der Anstieg etwas höher.

Finnland. Das Wirtschaftswachstum konnte über große Strecken des vergangenen Jahres gehalten werden, ein starker Anstieg der Importpreise verschärfte jedoch die Inflation und führte zu einem großen Leistungsbilanzdefizit. Das reale Brutto-sozialprodukt erhöhte sich um rund 3,7%, was nur etwas weniger als 1973 war, wobei die Bruttoanlageinvestitionen um 4,1% expandierten. Der Wohnungsbau gab gegen Ende des Jahres nach, und eine rasche Erholung wurde für ihn nicht erwartet. Das reale Exportwachstum hörte auf, da verhältnismäßig starke Zuwächse in der Metallverarbeitung und im Maschinenbau durch ein verringertes Ausfuhrvolumen in der Holzwirtschaft aufgewogen wurden. Trotz einer starken Zunahme der Zahl der Arbeitskräfte sank die Arbeitslosigkeit erstmals seit 1966 knapp unter 2% ab. Die Verbraucherpreise stiegen im Jahresverlauf um 17% gegen 10,7% 1973.

Die Stabilisierungsbemühungen waren durch eine enge Koordinierung fiskalischer und einkommenspolitischer Maßnahmen gekennzeichnet. Im März 1974 wurde eine Gesamtrahmenvereinbarung über Lohnerhöhungen für den Zeitraum bis Ende Januar 1976 geschlossen. Integrierende Bestandteile dieses Paktes waren Änderungen bei den direkten Steuern, den Sozialversicherungsbeiträgen der Arbeitgeber und den Lebensmittelsubventionen sowie Preiskontrollen. Im Juli vereinbarte die Regierung mit der Forstwirtschaft die vorübergehende Stilllegung von Fmk 300 Mio. (die später auf rund Fmk 240 Mio. reduziert wurden) aus den Exporterlösen dieser Branche. Die Preiskontrollen wurden im September etwas gelockert, und dem folgte Anfang Oktober die vorübergehende Ermäßigung von Steuern auf bestimmte Lebensmittel und Heizöl. Der Haushaltsüberschuß des Staates sank von Fmk 1 200 Mio. 1973 auf etwa Fmk 900 Mio. im vergangenen Jahr.

Die allgemeine Richtung der Budgetpolitik war etwas weniger restriktiv als 1973. Von der Geldpolitik her verknäpften sich die Finanzmärkte im Laufe des Jahres allerdings stetig. Die Zentralbank erhöhte im Februar, Mai und Juni die Refinanzierungskontingente der Geschäftsbanken; dennoch überschritt die Zentralbankverschuldung während der meisten Zeit des Jahres die Kontingente. Die Einlagenbildung hinkte der Expansion des Bankkredits nach, die durch den Boom bei den Investitionen, die beschränkte Verfügbarkeit von langfristigen Auslandskrediten und die relativ niedrigen Kosten des inländischen Kredits angeregt wurde. Die Zinssätze der Banken wurden auf ihrem Stand von Mitte 1973 gehalten, und der Diskontsatz verblieb auf $9\frac{1}{4}\%$, wobei für Überschreitungen der Refinanzierungskontingente Zuschlagszinsen berechnet wurden. Die Zinssätze festverzinslicher Wertpapiere stiegen von 9 auf

9¼–10¼% im Herbst. Im November verfügte die Zentralbank selektive Kreditleitlinien unter Betonung des Vorrangs für industrielle und ähnliche Investitionen. Die Kreditausweitung der Geschäftsbanken verflachte sich auf etwa 19% gegen fast 25% 1973. Das Jahreswachstum des Geld- und Quasigeldvolumens stieg auf etwa 17,6% gegen 15,5% 1973.

Anfang 1975 ging die Exportnachfrage stark zurück, und das Leistungsbilanzdefizit wurde größer. Im Lichte dieser Entwicklung wurden im März verhältnismäßig umfangreiche Maßnahmen ergriffen. Das Schwergewicht wurde auf eine gezielte Nachfragedämpfung gelegt, wobei geld- und fiskalpolitische Beschränkungen gemeinsam mit Maßnahmen zur Ausweitung der Produktionskapazität eingesetzt wurden. Als zusätzlicher, sofort wirksamer Schritt wurde für ein Jahr eine Importdepotregelung eingeführt, die etwa die Hälfte aller Importe betrifft. Die Importdepots in Höhe von 5–30% des Einfuhrpreises sind auf einem unverzinslichen Konto bei der Zentralbank für sechs Monate zu hinterlegen. Die wichtigsten von dieser Regelung ausgenommenen Warenkategorien sind die meisten Rohstoffe und Waren, die direkt für den Export verarbeitet werden. Gleichzeitig wurde das System der Preiskontrolle dergestalt geändert, daß die Kosten des Importdepots nicht auf die Verbraucherpreise überwältigt werden können, und Kürzungen der Staatsausgaben wurden in Aussicht genommen. Die geldpolitische Beschränkung wurde fortgeführt, und die Bedingungen für Personalkredite wurden verschärft. Im März gab die Zentralbank bekannt, daß die Geschäftsbanken ihre Refinanzierungskontingente in Zukunft nur nach vorheriger Vereinbarung um mehr als 50% überschreiten können.

Spanien. Das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich 1974, zumal ab der Jahresmitte, während die hohe Preissteigerungsrate anhielt. Die Verlangsamung zeigte sich besonders stark bei den industriellen Anlageinvestitionen, dem Wohnungsbau, dem Export und dem Fremdenverkehr. Die anhaltende Abschwächung der Nachfrage sowie die Rückkehr von Arbeitskräften aus anderen europäischen Ländern, in denen sich die Konjunktur abgeschwächt hatte, führte zu einem merklichen Zuwachs der Zahl der registrierten Arbeitslosen. Trotz der beginnenden Flaute und der Fortsetzung der Preiskontrollen stieg der Verbraucherpreisindex im Jahresverlauf um fast 18% gegen 14% 1973.

Die höheren Ölpreise verursachten ein Leistungsbilanzdefizit, doch brauchte die expansive Politik infolge der reichlichen spanischen Devisenreserven sowie der Inanspruchnahme des Auslandskredits keine unmittelbaren außenwirtschaftlichen Rücksichten zu nehmen. So gingen die Behörden in den Anfangsmonaten von 1974 daran, den Auswirkungen der höheren Ölpreise auf die Nachfrage und auf das Preisniveau entgegenzuwirken. Im Rahmen eines fiskalpolitischen Maßnahmenpakets wurden die öffentlichen Ausgaben erhöht, die Nahrungsmittelpreise subventioniert, die Steuerbelastung beim Öl herabgesetzt, die geplante Erhöhung der Sozialversicherungsbeiträge aufgeschoben und die Importzölle vorübergehend herabgesetzt. Im Oktober gab die Regierung weitere Anregungsmaßnahmen bekannt, durch welche die öffentlichen Investitionen erhöht und die privaten gefördert wurden.

Die geldpolitische Restriktion wurde 1974 weitergeführt, wobei es im Frühjahr und Sommer zu weiteren Verschärfungen kam, als sich der Preisauftrieb beschleunigte. Anfang Mai wurde der Koeffizient für die Pflichtkassenreserven der Banken von 7½ auf

8% angehoben. Zeitweise wurden Wertpapiertransaktionen und Ausweitungen der Rediskontkontingente zur Linderung des Drucks verwendet, doch im Frühjahr trug die knappe Liquiditätslage zu einer vorübergehenden starken Abnahme des Wachstums der Geldaggregate bei, so daß um die Jahresmitte der Koeffizient für die Pflichtkassenreserven von 8 auf 7¾% herabgesetzt wurde. Anfang August wurde der Diskontsatz von 6 auf 7% erhöht, um ihn mehr an das Zinsniveau im Ausland anzugleichen. Im Jahresverlauf stieg der gesamte Bankkredit an den privaten Sektor um 26,7% gegen fast 31% 1973. Das Wachstum des Geld- und Quasigeldvolumens verlangsamte sich auf 19% gegen 24% im Jahr zuvor.

Obwohl Änderungen der meisten Preise weiterhin in verschiedenem Ausmaß einer staatlichen Überwachung unterlagen, verursachten der Anstieg der Lebensmittelpreise und die erhöhten Kosten von importierten Brennstoffen und Rohmaterialien im abgelaufenen Jahr einen beträchtlichen Inflationsschub. Die Ende 1973 für Lohn-erhöhungen eingeführte Höchstgrenze wurde im August aufgegeben, im November verlängerte die Regierung jedoch die Preisbeschränkung. Gleichzeitig wurden Steuererleichterungen als Beitrag zum Ausgleich der Inflationsfolgen bekanntgegeben. Anfang April 1975 begann die Regierung mit einer härteren Einkommenspolitik, in deren Rahmen die Gewinnspannen und Dividenden eingefroren und die meisten Lohnerhöhungen auf den Anstieg der Lebenshaltungskosten begrenzt wurden und Preiserhöhungen in der Industrie nur zum Ausgleich steigender Arbeits- und Rohstoffkosten gestattet waren. Weitere Restriktionsmaßnahmen umfaßten eine neue Steuer von 15% auf Bankeinlagenzinsen und Reformen zur Schließung bestimmter Gesetzeslücken bei der Einkommensteuer.

Jugoslawien. Die binnen- und außenwirtschaftliche Entwicklung stand während des größten Teils des vergangenen Jahres unter dem Einfluß der im Sommer 1973 anläßlich der Verlangsamung der Konjunktur getroffenen expansiven Maßnahmen. Zu jenem Zeitpunkt hatte sich die Endnachfrage, zumal bei Investitionen, abzuschwächen begonnen, die Industrieproduktion und die Beschäftigungslage stagnierten, und die Fertigwarenbestände hatten sich stark erhöht. Zur Anregung sowohl des Verbrauchs wie der Investitionen wurden verschiedene Maßnahmen ergriffen, und ein zeitweiser beträchtlicher Importanstieg, sogar auf Kosten eines Rückgangs der Devisenreserven, war in Aussicht genommen worden. Als Ergebnis dieser Politik erholte sich die Industrieproduktion wieder und stieg 1974 stetig an, so daß ein Wachstum von 10% erreicht wurde, während die Bauwirtschaft auf einen Zuwachs von 6% kam und die Importe im Herbst eine Zunahme von 20% im Zwölfmonatsvergleich zeigten. Zu diesem Zeitpunkt lagen die Exporte, die sich laufend abgeschwächt hatten, um 15% unter ihrem Stand gegen Ende 1973.

Die Binnennachfrage erhöhte sich nominell viel rascher als die reale Produktion, so daß sich der Preisauftrieb beträchtlich beschleunigte und ein großes Zahlungsbilanzdefizit entstand. Da die Nationalbank zu umfangreichen Nettodevisenverkäufen veranlaßt war, wogegen sie 1973 Nettokäufe vorgenommen hatte, blieb das Wachstum der inländischen monetären Basis im vergangenen Jahr jedoch viel geringer als 1973. Dies bewirkte zwangsläufig eine Verlangsamung der Nachfrageausweitung im späteren Jahresverlauf. Die Investitionen stiegen real sehr stark und erreichten im dritten Quartal eine Spitze mit einem Zuwachs von 32% gegenüber der Vergleichsperiode

von 1973, doch im vierten Quartal sank die Zuwachsrate im Zwölfmonatsabstand auf etwa 10%. Die Verbrauchernachfrage stieg während des Sommers ständig, fiel jedoch im Herbst auf den Stand von etwa einem Jahr zuvor zurück. Die geldpolitischen Beschränkungen der Ausgaben wurden im August durch Importrestriktionen ergänzt. Andererseits wurde der zunehmende Druck auf die Liquidität der Banken durch die schrittweise Herabsetzung von Pflichtreserven und durch andere, zusätzlich auf die Förderung der Exporte gerichtete Maßnahmen etwas gelockert.

Die Expansion des Bankkredits wird für 1974 insgesamt auf 23% gegen 17% 1973 geschätzt. Infolge der Passivierung der Zahlungsbilanz reduzierte sich jedoch der Zuwachs des Geldvolumens von 37% 1973 auf 26%, wobei die Kassenbestände der Unternehmen praktisch unverändert blieben. Beträchtlich waren im Jahresverlauf wieder die Preiserhöhungen, die sich innerhalb einer Spannweite von 19% für landwirtschaftliche Produkte bis 36% bei Industriewaren bewegten; die Lebenshaltungskosten nahmen um rund 22% und die Einzelhandelspreise um 30% zu. Der Anstieg der Importpreise lieferte hierzu einen teilweisen Beitrag, zumal ab Herbst, als der effektive Dinar-Wechselkurs um rund 7% herabgesetzt wurde. Anlässlich der Festlegung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik für 1975 im letzten Winter wurde die Betonung auf die Notwendigkeit weitreichender Beschränkung im Verein mit Bemühungen zur Exportförderung und Importdrosselung gelegt. In den Anfangsmonaten des Jahres 1975 führte ein Anstieg der Arbeitslosigkeit dazu, daß der Arbeitsmarktpolitik und den Verbesserungen der Sozialleistungen erhöhte Aufmerksamkeit zugewendet wurde.

Ungarn. Die Investitionstätigkeit belebte sich 1974, nachdem die 1972 verfüigten Beschränkungen gelockert worden waren. Die Gesamtinvestition stieg wertmäßig um 11% und mengenmäßig um 9%; die Investitionen, die von Unternehmungen und Genossenschaften selbst finanziert wurden, wuchsen etwas schneller als jene, die von den zentralen Behörden vorgenommen wurden. Diese Fortschritte trugen zusammen mit erhöhten Lohnanreizen dazu bei, die Produktivität in der Industrie um 7,2% zu heben. Die höchsten Produktionszuwächse wurden in bestimmten Branchen des Maschinenbaus erzielt, während es in den Konsumgüterindustrien zwar etwas beschleunigt, aber doch relativ langsam voranging. Im Wohnungsbau wurde das Ergebnis von 1973 um 4,7% übertroffen, aber die Spitze von 1972 noch nicht wieder erreicht. In der Landwirtschaft wurden bei tierischen Produkten gute Resultate gemeldet, während die Ernten teilweise durch das Wetter beeinträchtigt wurden. Das Wachstum des produzierten Nationaleinkommens war daher etwas geringer als 1973. Die durchschnittlichen Monatslöhne stiegen um 6,5–7,2%, und das gesamte Geldeinkommen erhöhte sich um rund 11%. Mit einer ähnlichen Rate, und damit stärker als 1973, nahmen die Einzelhandelsumsätze zu. Die Ausweitung von Konsum und Investition übertraf das Wachstum der Versorgung aus dem Inland, so daß die Handelsbilanz defizitär wurde. Mit einem Anstieg der Einfuhren aus den industrialisierten Marktwirtschaftsländern um 54% vergrößerte sich das Defizit gegenüber diesen Ländern von rund 35 Mio. transferierbaren Rubeln 1973 auf 435 Mio. 1974. Die Nettoverkäufe an RGW-Länder gingen erheblich zurück, und der Saldo gegenüber Entwicklungsländern wurde negativ. Der Devisenbedarf wurde zum Teil durch neue Kreditaufnahmen an den Euromärkten und die Emission einer internationalen Anleihe gedeckt. Der Anstieg der Einfuhr-

preise brachte einen zusätzlichen Hausedruck auf die inländischen Preise. Mit staatlichen Subventionen und anderen Maßnahmen gelang es jedoch, die Steigerung der Einzelhandelspreise im ganzen Jahr 1974 auf rund 2% zu begrenzen. Die Wachstumsziele für 1975 sind im allgemeinen unter den im letzten Jahr erzielten Ergebnissen angesetzt worden.

Tschechoslowakei. Das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung entsprach im vergangenen Jahr weitgehend dem des Jahres 1973. Im Vergleich zu den davorliegenden Jahren war dies jedoch nicht ganz zufriedenstellend, weil sich das Wachstum in wichtigen Sektoren weiter abschwächte und die Erwartung einer Verbesserung des Gesamttrends sich nicht erfüllte. Da es praktisch keine Arbeitskraftreserven gab, hing die Expansion weitgehend vom Produktivitätsfortschritt ab. Dieser war jedoch rückläufig; er verringerte sich in Industrie und Bau von 6,4% 1971 auf 5,4% im vergangenen Jahr. Dazu kam, daß die Produktion weiterhin auch von der Energieversorgung her behindert war. Hingegen gelang eine effizientere Nutzung der Rohstoffe, wobei die Produktionskosten pro Einheit leicht zurückgingen. Obwohl die landwirtschaftlichen Ergebnisse enttäuschten, wuchs das Nationaleinkommen fast genauso schnell wie 1973. Der Zuwachs des gesamten Geldeinkommens blieb hinter den Resultaten des Vorjahres zurück, aber die Einzelhandelsumsätze, insbesondere die Verkäufe von Gebrauchsgütern, wuchsen stärker. Die Investitionen expandierten um 8,7%; das war mehr als 1973, aber weniger als das Planziel von 9,6%. Der Wert der Importe stieg etwas mehr als der Exportwert, so daß die Gesamthandelsbilanz noch defizitärer wurde. Die Nettoimporte aus industrialisierten Marktwirtschaftsländern erhöhten sich, großenteils infolge der Inflation im Ausland, beträchtlich, und gleichzeitig geriet die tschechoslowakische Bilanz auch im blockinternen Verkehr ins Defizit, weil die Importe aus RGW-Ländern kräftig zunahmen. Im Handelsverkehr mit den Entwicklungsländern jedoch wurde der Passivsaldo durch einen Überschuß abgelöst. Die Planziele für 1975 sind relativ hoch angesetzt worden, um den bisherigen Rückstand im Rahmen des Fünfjahrplanes aufzuholen. Da das Ergebnis von einer höheren Produktivität abhängt, soll nicht nur der Steigerung der Exporte, sondern auch dem beschleunigten Abschluß von Investitionsprojekten und einer Rationalisierung der Betriebsführung Vorrang eingeräumt werden.

Deutsche Demokratische Republik. Nach einer leichten Abschwächung 1973 erreichte das Wachstum des Nationaleinkommens im vergangenen Jahr 6,3%. Das war das beste Ergebnis seit einigen Jahren. Hauptgrund hierfür war die beschleunigte Steigerung der Industrieproduktion um 7,4%, was vor allem Fortschritten in der Arbeitsproduktivität zu verdanken war. Die Produktionsfaktoren blieben stark überbeansprucht, und es wurden viele Überstunden geleistet. Engpässe im Transportwesen und Ersatzteilmangel in der Industrie verursachten einige Unterbrechungen im Produktionsfluß. Im Bausektor wurde dem Wohnungsbau Vorrang eingeräumt, und die Zuwachsrate konnte auf dem Stand des Vorjahres gehalten werden. Die allgemein günstige Entwicklung — auch in der Landwirtschaft — beruhte weitgehend auf der relativ hohen Investitionsquote der letzten Jahre (etwa 29% der nationalen Produktion). Nach dem starken Anstieg um 8,5% im Jahr 1973 verlangsamte sich das Investitionswachstum 1974 jedoch, vor allem in der Industrie, auf einen Gesamtwert von 4%. Nach den Einzelhandelsumsätzen zu schließen, scheint der private Konsum, obwohl

sich der Zuwachs des gesamten Geldeinkommens von 5,6 auf 4,8% verringerte, um gut 6% gestiegen zu sein, was ziemlich genau der Rate von 1973 entspricht. Damit nahm die Ersparnis langsamer zu, was teilweise vielleicht mit der verbesserten Konsumgüterversorgung zusammenhing. Die Einfuhren wuchsen wiederum stärker als die Ausfuhren (23 bzw. 16%), und das Handelsdefizit verdreifachte sich nahezu. Die Handelsbilanz gegenüber westlichen Industrieländern und RGW-Ländern verschlechterte sich, während das Defizit gegenüber Entwicklungsländern erheblich zurückging. Die Kreditaufnahme an den Euromärkten ist anscheinend beträchtlich ausgedehnt worden. Für 1975 sieht der Plan eine relativ starke Zunahme des Außenhandels, einen Anstieg der Investitionen etwa im Ausmaß der Vorjahre und ein etwas langsames Wachstum des Konsums vor.

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

	Zeitraum	Bruttoerzeugung			Produziertes National- einkommen ¹
		Industrie	Land- wirtschaft	Bau	
		Jahresdurchschnittliche bzw. jährliche Mengenveränderung in Prozent			
Bulgarien	1966-72	10,4	4,5	9,7	8,4
	1973	9,3	0,7	6,7	8,0
	1974	8,5	0,0 ²	10,0	7,5
DDR	1966-72	6,3	2,9	7,1	5,2
	1973	6,8	1,0	6,1	5,5
	1974	7,4	8,3	6,2	6,3
Polen	1966-72	8,7	3,9	8,4	6,9
	1973	11,3	7,3	20,5	11,6
	1974	12,2	2,0 ²	18,2	10,0 ²
Rumänien	1966-72	11,8	7,0	10,5	8,8
	1973	14,7	0,2	7,3	10,8
	1974	15,0	0,0	6,6	12,5
Sowjetunion	1966-72	8,1	2,4	7,5	6,9
	1973	7,4	16,1	2,3	9,0
	1974	8,0	- 3,7	6,0	5,0
Tschechoslowakei	1966-72	6,7 ³	3,5	8,4	6,5
	1973	6,3	4,7	6,5	5,3
	1974	6,2	3,0	7,0	5,2
Ungarn	1966-72	6,1	3,7	9,0	6,5
	1973	7,0	6,7	3,1	7,3
	1974	8,2	3,7	5,0	7,0

¹ Materielles Nettoprodukt. ² Geschätzt. ³ Nur 1971-72.

Quelle: UN Economic Commission for Europe, „Economic Survey of Europe in 1974“.

Polen. Das Gewicht, das in den zurückliegenden Jahren auf eine effizientere Nutzung der Ressourcen gelegt worden ist, scheint gute Erfolge gezeitigt zu haben. Die Industrieproduktion verzeichnete im vergangenen Jahr einen starken Zuwachs von 12,2%, von dem mehr als vier Fünftel auf Produktivitätsfortschritte entfielen, während davor das Produktionswachstum mehr auf die Einstellung zusätzlicher Arbeitskräfte zurückzuführen gewesen war, die damals noch reichlich zur Verfügung standen. Ein wichtiger Faktor war das Investitionswachstum gewesen, das in jedem der drei vergangenen Jahre rund 25 % betragen hatte; aber auch organisatorische Verbesserungen und Anreize durch höhere Löhne spielten eine Rolle. Schnelle Fortschritte wurden im Bausektor erreicht; dort stieg die Produktion insgesamt um 18,2%, und die Anzahl neuer Wohnungen erhöhte sich um 14,8%. Obwohl die Landwirtschaft

unter schlechtem Wetter zu leiden hatte, stieg das Nationaleinkommen 1974 mit 10% fast so viel wie 1973. Durch die Anhebung der nominellen Löhne um 13% wurde die Nachfrage hochgehalten. Trotz höheren Subventionen stiegen die Konsumentenpreise — nach mehreren Jahren der Stabilität — um rund 5,6%. Demnach verbesserten sich die Reallöhne um etwa 8%, gegenüber 11% 1973, und der private Konsum nahm entsprechend zu. Zum Teil als Folge gezielter Anreize erhöhten sich die Exporte um fast 30% gegenüber 18% im Jahr 1973, während das Wachstum der Einfuhr mit 33% konstant blieb. Obwohl sich das effektive Defizit erheblich vergrößerte, entsprach die Entwicklung im großen und ganzen doch dem Ziel, eher die Exporte anzukurbeln, als die Importe zu vermindern. Die Außenhandelsposition gegenüber den anderen RGW-Ländern sowie gegenüber Entwicklungsländern verbesserte sich, aber das Defizit im Verkehr mit Marktwirtschaftsländern verdoppelte sich nahezu. Erneut wurden am Eurogeldmarkt Kredite in ziemlich großem Umfang aufgenommen. Für 1975 ist ein Gesamtwachstum etwa im Ausmaß des Jahres 1974 geplant.

Rumänien. Das rasche Wirtschaftswachstum der letzten Jahre setzte sich 1974 fort; das Nationaleinkommen verzeichnete ein Plus von 12,5%, obwohl die landwirtschaftliche Produktion stagnierte. Die Erzeugung in diesem Sektor litt sowohl unter schlechtem Wetter als auch unter einer ständigen Abwanderung von Arbeitskräften in die Industrie, in der die Beschäftigung um über 7% stieg. Dieser Zugang führte, zusammen mit einem Produktivitätszuwachs von etwa gleicher Größe, zu einer Steigerung der Industrieproduktion um 15%. Das war mit Abstand die höchste Rate in Osteuropa. Dennoch blieben die tatsächlichen Ergebnisse in einigen Bereichen, bedingt durch Rohstoffmangel, Lieferverzögerungen und nicht voll ausgenutzte Kapazitäten, hinter den Planzielen zurück. Die Anlagekapitalbildung stieg im vergangenen Jahr um rund 18%, verglichen mit einer Durchschnittsrate von fast 10% in den drei Vorjahren, und der Anteil der Investitionen am materiellen Nettoprodukt betrug mehr als 38%. Die Löhne erhöhten sich nominell um 6,3% und real um 4,4%. Die Konsumgüterversorgung verbesserte sich, während die Preise, teilweise als Folge der gestiegenen Importkosten, um fast 2% stiegen. Gegen Ende 1973 waren einschneidende Maßnahmen zur Energie- und Rohstoffeinsparung eingeführt worden; dennoch verschlechterte sich das Defizit im rumänischen Außenhandel mit Ländern außerhalb des RGW im vergangenen Jahr von \$50 Mio. auf schätzungsweise \$250 Mio. Andererseits scheint sich im Außenhandel mit RGW-Ländern der rumänische Überschuß kräftig auf über \$0,4 Mrd. erhöht zu haben. Die Planziele für 1975 sind wieder hoch gesteckt, und das Schwergewicht soll vor allem auf die Modernisierung und die Arbeitsproduktivität gelegt werden.

Bulgarien. Obwohl sich das wirtschaftliche Wachstum im vergangenen Jahr nur mäßig verlangsamte, blieben die Ergebnisse beträchtlich hinter den Planzielen zurück. Teilweise lag das an den schlechten landwirtschaftlichen Erträgen nach einem sehr trockenen Frühjahr und Sommer; außerdem sind aber die Mittel für Investitionen knapp geworden, und auch Arbeitskräfte sind nicht mehr im Überfluß verfügbar. Die Wirtschaftspolitik legte deshalb größeres Gewicht auf „intensives“ Wachstum und auf die Förderung der Arbeitsproduktivität, insbesondere in Industrie und Bau. Die Produktivitätsverbesserung verlangsamte sich jedoch das zweite Jahr in ununterbrochener Reihenfolge, und der Zuwachs von 6% in der Industrie lag unter den

Erwartungen. In diesem Zusammenhang spielte der Rückgang der Anlageinvestitionen um 10% — nach Zunahmen um 9% in den beiden Vorjahren — eine wichtige Rolle. Deshalb sind die Anstrengungen verdoppelt worden, die Technologie zu modernisieren und den Außenhandel auszuweiten, zum Teil durch Kooperationsabkommen mit Industrieländern außerhalb des RGW. Da die Nominallöhne langsamer stiegen, erhöhte sich das Realeinkommen pro Kopf um 5%, gegen 7,4% und 7% in den beiden Vorjahren. Sofern die Produktionsnormen eingehalten werden, soll in diesem und dem kommenden Jahr schrittweise die Fünftageweche eingeführt werden. Man erhofft sich dadurch bessere Arbeitsleistungen und geringere Gemeinkosten. Die Einfuhr stieg um 31%, die Ausfuhr um 16,3%, so daß die Handelsbilanz erstmals seit einigen Jahren ins Defizit geriet. Dieses war vor allem durch den Handel mit Ländern außerhalb des RGW bedingt und wurde teilweise mit Eurokrediten finanziert. Das Gesamtplanziel für 1975 ist dem von 1974 sehr ähnlich; Vorrang wird wieder der Förderung der Produktivität gegeben.

Sowjetunion. Mit 5% blieb das Wachstum des Nationaleinkommens im vergangenen Jahr erheblich hinter der Vorjahresrate von 9% und auch etwas hinter der Planrate von 6,5% zurück. Die landwirtschaftliche Produktion, die im vorangegangenen Jahr Rekordgetreideernten gebracht hatte, verringerte sich. Dies war weitgehend die Folge schlechten Wetters, da sowohl die Mechanisierung als auch die Anbauflächen zugenommen hatten. Der Wohnungsbau stieg um weniger als 1%. Andererseits wuchs die Erzeugung von Grundstoffen und Investitionsgütern um 8,3%, was etwa der Vorjahresrate entsprach. Die Konsumgüterproduktion, der im vergangenen Jahr größere Priorität eingeräumt wurde, stieg um 7,2% gegen 5,9% im Vorjahr. Die Personenwagenherstellung verzeichnete einen bemerkenswerten Zuwachs von 22%. Es gab einige Produktionsschwierigkeiten, die im wesentlichen mit Verzögerungen bei der Vollendung von Investitionsprojekten und der Knappheit bestimmter Rohstoffe zusammenhingen. Nichtsdestoweniger stieg die Produktivität in der Industrie um 6,5% — etwas mehr als 1973 —, und das reale Einkommen pro Kopf erhöhte sich um 4,2%. Bei stabilen Preisen und besserer Güterversorgung nahmen die Einzelhandelsumsätze um 5,9% zu, verglichen mit 5,3% im Jahr 1973. Die Anlageinvestitionen wuchsen um 7% und damit schneller als im Vorjahr. Besondere Anstrengungen galten dem Ausbau von Kapazitäten im Energiebereich, in der chemischen Industrie und im Verkehrswesen. Die Zunahme der inländischen Nachfrage, besonders bei den Investitionen, führte zu einem schnelleren Wachstum der nominellen Importe, aber der Export beschleunigte sich wertmäßig noch stärker. Der gesamte Handelsbilanzüberschuß stieg von Rbl 260 Mio. auf etwa Rbl 1,9 Mrd. Sowohl gegenüber den RGW-Ländern als auch gegenüber den westlichen Industrieländern ergaben sich statt der Defizite des Jahres 1973 beträchtliche Überschüsse; andererseits ging der Ausfuhrüberschuß im Verkehr mit Entwicklungsländern etwas zurück. Im vierten Quartal 1974 wurde am Euromarkt ein öffentlich angekündigter Kredit von \$100 Mio. aufgenommen.

Der Plan für das Jahr 1975 sieht eine Konsolidierung des Gesamtwachstums vor. Dieses wird weitgehend von Verbesserungen der Arbeitsproduktivität und der allgemeinen Leistungsfähigkeit abhängen, wobei besonders die Absicht besteht, Investitionsprojekte beschleunigt zu vollenden und neue Projekte sorgfältig auszu-

wählen. Die Einkommenserhöhungen sollen in Grenzen gehalten werden, doch sind für Kosteneinsparungen Prämienzahlungen nach einem neuen „Leistungsfähigkeitsindex“ vorgesehen.

Südafrika. Nach der verhältnismäßig langsamen Erholung 1973 setzte im vergangenen Jahr ein kräftiger Aufschwung ein, der von den Exporten, den produktiven Investitionen und dem Lageraufbau getragen wurde. Die Landwirtschaft und der Bergbau ohne Goldförderung nahmen beide erheblich zu, so daß das reale Bruttoinlandsprodukt um 7,2% im Vergleich zu 4,3% 1973 wuchs. Gegen Jahresende flachten sich jedoch die industrielle Erzeugung und die Bautätigkeit ab. Im Dezember lagen die Verbraucherpreise um 14,1% über ihrem Stand ein Jahr zuvor, aber es zeichnete sich eine Abnahme der Zuwachsraten ab.

Zu Anfang des Jahres erhöhten sich die Importe im Verhältnis zu den Exporten mengenmäßig sehr kräftig; da jedoch die Preise bei Waren- und Goldexporten stärker stiegen als bei den Importen, ergab sich im Verhältnis zu früheren Aufschwungsperioden ein viel geringeres Leistungsbilanzdefizit von R 836 Mio. Es wurde fast vollständig durch Nettozuflüsse im Kapitalverkehr von R 741 Mio. ausgeglichen, die zumeist gegen Jahresende als Reaktion auf die knapperen Liquiditätsbedingungen und als Folge von Maßnahmen zur Erleichterung der Kreditaufnahme im Ausland zustande gekommen waren. Ab Juni 1974 paßten die Behörden den Dollarkurs für den Rand periodisch an. Bis März 1975 hatte der Rand eine Abwertung auf handelsgewichteter Basis um etwa 3% erfahren.

Der Haushaltsvoranschlag der Regierung für das im März 1975 endende Jahr enthielt Senkungen der direkten und indirekten Steuern sowie Erhöhungen von Lebensmittelsubventionen, die sowohl die Inflation dämpfen als auch die Erzeugung und die Produktivität anregen sollten. Nach einer außergewöhnlich raschen Zunahme der Einlagen bei den Banken sahen die Währungsbehörden jedoch in den ersten Monaten des Jahres 1974 davon ab, die restriktive Wirkung der Pflichtreserven und des Zahlungsbilanzdefizits auf die freie Liquidität der Banken auszugleichen. Nach einem steilen Anstieg der Geldmarktsätze wurde die Bankrate im Juni und August von 6½ auf 8% erhöht. Die Zinssätze für die Transaktionen der Zentralbank in Staatspapieren, die höchstzulässigen Habenzinssätze der Banken und deren Zinsen für Kredite an erste Adressen wurden im Sommer gleichfalls hinaufgesetzt. Im August wurden Bankeinlagen von über R 250 000 von der Zinskontrolle freigestellt.

Bei rasch steigenden Ausgaben verschlechterte sich die Haushaltslage der Regierung gegen Ende des Jahres; 1974 insgesamt belief sich der Nettokreditbedarf auf R 574 Mio. gegen R 246 Mio. 1973. Er wurde teilweise durch Auslandskredite gedeckt, der Restbetrag hingegen großenteils über den Bankenapparat finanziert. Unter anderem auch infolge von Kapitalzuflüssen im privaten Bereich verbesserte sich die Liquidität der Banken ab September, und die Geldmarktsätze gingen zurück.

Das Wachstum des Bankkredits an den privaten Sektor begann sich ab der Jahresmitte zu verlangsamen, so daß sich für 1974 der Gesamtwuchs auf fast 19% nach 36% 1973 stellte. Das Geld- und Quasigeldvolumen erhöhte sich um 22% gegen 23% im Jahr zuvor. Auf dem Wertpapiermarkt gingen bei weiter steigenden Renditen

die Nettoanleiheemissionen von R 960 Mio. 1973 auf R 650 Mio. 1974 zurück, da die Regierung und der übrige öffentliche Sektor ihre Emissionen stark beschnitten. Die Ausgabe von Aktien nahm stark ab, doch die Finanzierung der Unternehmen über festverzinsliche Emissionen lag mit R 117 Mio. etwas über der Ziffer von 1973.

Anfang 1975 nahmen die Behörden bei geringer gewordenem Nachfragedruck die Haltung ein, daß eine Fortführung der restriktiven Politik nur wenig zur Verringerung der Inflation beitragen könnte. Während die Zentralbank von Maßnahmen zur Kompensierung von Zuwächsen der Bankenliquidität absah, entschloß sie sich für ihre Transaktionen in Staatspapieren zu einer flexibleren Politik mit variablen marktkonformen Sätzen. Der Haushaltsvoranschlag für 1975/76 ist mäßig belebend; er sieht eine Steigerung der Ausgaben um 18,5%, eine Erhöhung der Investitionsfreibeträge und Vergünstigungen bezüglich der Versteuerung unverteilter Gewinne vor.

Australien. Ein starker Wirtschaftsaufschwung, der zunächst von höheren Exporteinnahmen angeführt, dann jedoch zunehmend von einer allgemeinen Welle inländischer Nachfrage getragen wurde, hatte Anfang 1974 zu einer ernststen Belastung der Ressourcen geführt. Nicht zuletzt durch die Aufwertungen des australischen Dollars und die antiinflationären Zolllenkungen expandierten die Importe rasch, und die Zahlungsbilanz war defizitär geworden. Bei stark steigenden Löhnen in einem von weitverbreitetem sozialem Unfrieden gekennzeichneten Klima erreichte der Anstieg der Verbraucherpreise, obwohl er weitgehend von der Erhöhung der Welterdölpreise abgeschirmt war, um die Jahresmitte eine Rate von etwa 16% jährlich.

Die Geldpolitik verfolgte 1974 anfänglich das Ziel, die vom außenwirtschaftlichen Defizit und von den saisonal bedeutenden, durch die Inflation kräftig erhöhten Steuereingängen verursachte große Verknappung der Bankenliquidität zu unterstützen. Wertpapierkäufe der Zentralbank und eine Herabsetzung der Pflichtreserven der Banken von 9 auf 5% in den Monaten Juni–August waren so bemessen, daß sie lediglich den dringenden Liquiditätsbedarf deckten, und der Zinsanstieg setzte sich fort. Im Juli wurden die Zinsplafonds für Einlagen und die Zinssätze für Überziehungskredite um 2 Prozentpunkte erhöht. Ein Ausdruck der Schärfe der geldpolitischen Beschränkung kann in dem Rückgang des Geldvolumens im engeren Sinne um 4% in den zwölf Monaten bis September erblickt werden, während das Geldvolumen im weiteren Sinne um lediglich 6½% expandierte.

Die Konjunktur schwächte sich nach der Jahresmitte rasch ab. Das Exportwachstum blieb zwar gut, doch angesichts der Rückbildung des privaten Verbrauchs und der Wohnungsbau- und Produktivinvestitionen sank die bereinigte Industrieproduktion vom zweiten bis zum vierten Quartal um 5%, und im Dezember betrug die bereinigte Arbeitslosenquote 4,1% gegen 1,5% im Juni.

Als Signal einer dramatischen Umstellung der bisherigen Politik wertete die Regierung im September den australischen Dollar um 12% ab und gab die feste Bindung des Wechselkurses an den US-Dollar zugunsten einer handlungsgewichteten Kurspolitik auf. Nach einem mäßig belebenden Haushaltsvoranschlag im gleichen Monat folgte eine Reihe von zunehmend expansiven Schritten: eine Senkung der Einkommen- und Körperschaftsteuer im November, eine zeitlich begrenzte Verdoppelung der Abschreibungsfreibeträge im Dezember, eine vorübergehende Ermäßigung der Verkaufs-

steuer für Kraftfahrzeuge im Januar und eine beträchtliche Erhöhung der Zuschüsse an die Länderregierungen im Februar. Da auch andere Ausgaben beschleunigt zunehmen, erwartete man um jene Zeit im Staatshaushalt für das im Juni 1975 endende Finanzjahr ein Defizit von etwa \$A 2½ Mrd. gegen 290 Mio. im vorangegangenen Jahr.

Auf dem Gebiet der Geldpolitik fand eine weitere Senkung der Pflichtreserven der Geschäftsbanken im September und Oktober auf 3 % statt, und den Banken wurde eine besondere interimistische Kreditfazilität bei der Zentralbank eingeräumt. Im November wurden die Pflichtanlagekoeffizienten für die Sparkassen modifiziert, um den Wohnungsbaukredit zu erhöhen, und im Dezember wurde zur Stützung der Liquidität der Unternehmen eine im Rahmen eines erst kurz vorher eingeführten Systems von Unternehmenssteuern fällige Zahlung zurückgestellt. Im November wurde das Verbot der Aufnahme kurzfristiger Auslandskredite durch Inländer gelockert und die Quote der längerfristig aufgenommenen Mittel, die stillgelegt werden mußten, aufgehoben, nachdem sie im Juni und August in zwei Stufen von 33 1/3 auf 5 % herabgesetzt worden war. Weitere Schritte, die den starken Vorrang unterstrichen, der der Herabsetzung der Arbeitslosigkeit nun gegeben wurde, beinhalteten die Sistierung der Einwanderung im Oktober, die Einführung von Importkontingenten für Kraftfahrzeuge und die Umkehrung der bisher auf die Abwehr von Auslandsinvestitionen in Australien gerichteten Politik.

Die Importe waren gegen Ende des Jahres rückläufig, doch für 1974 insgesamt ergab sich ein Leistungsbilanzdefizit von \$A 1 790 Mio. nach einem Überschuß von \$A 400 Mio. 1973. Mit dem Wiederauftreten von Nettokapitalzufüssen im vierten Quartal entstand 1974 in der Kapitalbilanz ein Überschuß von \$A 460 Mio. gegen ein Defizit von \$A 630 Mio. im Jahr zuvor.

Anfang 1975 expandierten das Bankkredit- und das Geldvolumen erneut sehr rasch, und in letzter Zeit hat die private Binnennachfrage Zeichen einer Erholung gezeigt. Die Entwicklung der Verbraucherpreise und der Lohneinkommen, die 1974 um 16,2 bzw. 27,7% zugenommen hatten, war weniger beruhigend. Im April verpflichtete sich die nationale Lohnbestimmungskommission auf provisorischer Basis, die Löhne im Einklang mit dem Anstieg der Verbraucherpreise anzupassen.

Neuseeland. Nach zwei Jahren raschen Wirtschaftswachstums führte ein Rückgang bei den Exporteinnahmen im letzten Jahr zu einer allgemeinen Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit. Die steigenden Reallöhne trugen zur Aufrechterhaltung der Binnennachfrage und der Produktion bis gegen Jahresende bei. Die Importzahlungen stiegen unter anderem auch als Folge der seinerzeitigen Aufwertung des neuseeländischen Dollars und der bedeutend großzügigeren Gewährung von Importlizenzen 1974 um 53% und verursachten dadurch einen Liquiditätsentzug, der nur zum Teil durch geldpolitische Schritte ausgeglichen wurde.

Die Leistungsbilanz auf Zahlungsbasis schloß im letzten Jahr mit einem Defizit von NZ\$ 815 Mio. nach einem Überschuß von NZ\$ 150 Mio. 1973. Im Kapitalverkehr ergab sich ein Aktivsaldo von NZ\$ 425 Mio. nach einem Defizit von NZ\$ 20 Mio. im vorangegangenen Jahr. Die Zufüsse privaten Kapitals wurden durch neue Devisenmaßnahmen und durch die ab Mitte des Jahres angespannten inländischen

Kreditbedingungen gefördert. Darüber hinaus beanspruchte die Regierung im Zeitraum August 1974–Februar 1975 die ausländischen Kapitalmärkte mit insgesamt NZ\$ 295 Mio. und zog überdies um die Jahreswende NZ\$ 101 Mio. auf die Ölfazilität des IWF. Nach der Abwertung des australischen Dollars wurde der neuseeländische Dollar im September um 9% abgewertet.

Der Haushaltsvoranschlag der Regierung für das im März 1975 schließende Fiskaljahr sah zwar eine Zunahme der Ausgaben um 19% vor, doch wurden im August Schritte zu einer Verlangsamung des Anstiegs gemeinsam mit einer Verschärfung der Vorschriften für Ratenkredite bei Motorfahrzeugen und mit einer Erhöhung der Verkaufssteuer für Automobile mit hohem Benzinverbrauch bekanntgegeben. Im Oktober verfügte die Regierung ein Zwangssparen der privaten Haushalte, durch das zu Beginn des Jahres 1975 NZ\$ 50 Mio. stillgelegt werden sollten, deren Freigabe erst später im Jahr vorgesehen war, und in einigen Punkten wurde die Einkommensteuer verschärft. Andererseits wurden ab August Maßnahmen zur Linderung des ernstesten Liquiditätsdrucks auf die Wirtschaft getroffen, die Verpflichtungen der Sparkassen zur Anlage in Staatspapieren wurden schrittweise herabgesetzt, um dem Wohnungsbau größere Mittel zur Verfügung zu stellen, und ab Oktober tätigte die Zentralbank spezielle Einlagen bei den Handelsbanken, um diese in die Lage zu versetzen, dringende Liquiditätsbedürfnisse ihrer Kunden zu befriedigen. Besondere Kreditfazilitäten wurden für den Export, für die Landwirtschaft und zur Finanzierung von Preisstabilisierungen bei Agrarprodukten eröffnet, während Unternehmen, die sich in Liquiditätsschwierigkeiten befanden, Steuerstundungen gewährt wurden. Die Baubeschränkungen wurden gelockert und Anfang 1975 neue Anreize für die Baubauerschließung gegeben.

Die umfassende Kontrolle über Preise und Gewinnspannen sowie der Lohnstopp wurden aufrechterhalten. Im Juni gab die Regierung eine allgemeine Anhebung der Löhne um 9% bekannt und genehmigte für vereinbarte Lohnerhöhungen einen zusätzlichen Rahmen von 2 ¼%. Anstelle der vorgesehenen Anpassung an die Lebenshaltungskosten wurde gestattet, die ersten NZ\$ 75 der Bruttowochenverdienste im Januar 1975 allgemein um 4% zu erhöhen. Im Jahresverlauf stiegen die nominellen Tariflöhne um 14½% und die Verbraucherpreise um 12,6%.

Die Kreditexpansion der Geschäftsbanken verlangsamte sich gegen Jahresende, betrug jedoch 1974 insgesamt 29%; 1975 hatte der Zuwachs 55% erreicht. Im Zusammenhang mit dem großen Zahlungsbilanzdefizit stieg das Geld- und Quasivolumen nur um 6% nach 34% im vorangegangenen Jahr. Bei weiter abflachender Konjunktur setzte Anfang 1975 ein steiler Anstieg der Arbeitslosigkeit ein. Das Zahlungsbilanzdefizit blieb sehr groß, doch verlangsamten sich die Importe. Der im Mai eingebrachte Haushaltsvoranschlag der Regierung für 1975/76 enthielt Kürzungen der Einkommensteuer und ein beträchtlich erhöhtes Defizit.

III. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Welthandel

Parallel zu der Verlangsamung des Wachstums der realen Weltproduktion von etwa 6,5% im Jahr 1973 auf praktisch Null im vergangenen Jahr schrumpfte die Ausweitung des Welthandelsvolumens von 13 auf 4½%. Die durchschnittlichen Preise der international gehandelten Güter zogen jedoch — in Dollar gerechnet — stark an und erhöhten sich um 39% gegenüber 22% im Jahre 1973. Der Welthandelsumsatz (nach der Zollstatistik) nahm daher um \$ 235 auf 755 Mrd. zu, was eine Verdoppelung innerhalb von zwei Jahren bedeutet.

Auf die Industriestaaten entfielen von dem Anstieg des Weltausfuhrwerts \$ 135 Mrd., wobei die größten Zuwächse von den Vereinigten Staaten (\$ 27 Mrd.), Deutschland (\$ 20 Mrd.) und Japan (\$ 19 Mrd.) verzeichnet wurden. Auch Frankreich, Italien, Kanada und Großbritannien hatten bemerkenswerte Zuwächse von \$ 11–8 Mrd. Die Ausfuhr aus Entwicklungsgebieten erhöhte sich um etwa \$ 100 Mrd. Mehr als vier Fünftel dieses Anstiegs entfielen auf Ölexporte, die mengenmäßig zwar leicht zurückgingen, sich im Preis jedoch fast vervierfachten. Der Rest (\$ 16 Mrd.) spiegelte weitgehend den Anstieg der Rohstoffpreise wider, die 1974 um 25% höher waren als 1973.

Welthandel¹

	Ausfuhr (fob)		Einfuhr (cif)		Zuwachsrate der			
					Ausfuhr		Einfuhr	
	1973	1974	1973	1974	1973	1974	1973	1974
	Milliarden US-Dollar				Prozent			
Industrialisierte Gebiete								
Westeuropa								
EWG ²	211	274	215	291	37	30	40	36
Sonstige Länder	47	62	62	88	39	32	39	42
Zusammen	258	336	277	379	37	30	40	37
Vereinigte Staaten	71	98	74	108	43	38	25	46
Kanada	26	34	25	34	24	31	24	36
Japan	37	56	38	62	29	51	63	63
Sonstige Industrieländer ³	17	20	19	26	43	18	48	53
Industrialisierte Gebiete zusammen	409	544	433	612	37	33	38	41
(Mengenindex, 1972 = 100)	(114)	(122)	(113)	(113)	(14)	(7)	(13)	(0)
Entwicklungsgebiete								
OPEC-Länder ⁴	37	122	20	33	50	230	42	65
Sonstige Gebiete	72	88	76	114	41	22	33	50
Entwicklungsgebiete zusammen	109	210	96	147	44	93	34	53
(Mengenindex, 1972 = 100)	(111)	(111)	(111)	(135)	(11)	(0)	(11)	(22)
Insgesamt	518	754	529	759	38	46	37	43
(Mengenindex, 1972 = 100)	(113)	(119)	(112)	(116)	(13)	(5)	(13)	(4)

¹ Ungefähr 90% des Welthandels, da die Ausfuhren und Einfuhren von Planwirtschaftsländern nur insoweit enthalten sind, als sie sich im Außenhandel mit der übrigen Welt niederschlagen. ² Neun Länder. ³ Australien, Israel, Neuseeland, Südafrika. ⁴ Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate.

Seit dem Frühjahr 1974, als die Rohstoffpreise ihre Spitze erreichten, haben sich die Terms of trade zugunsten der Industrieerzeugnisse entwickelt. Von 1970 bis zum dritten Quartal 1972 verzeichneten die international gehandelten Industriewaren und Grundstoffe Preisgewinne von rund 15 bzw. 20%. In den eineinhalb Jahren bis Ende März 1974 erhöhten sich dann die Preise der Grundstoffe um 120%, während jene der Industriewaren um 28% zunahmen. In den zwölf Monaten bis März 1975 jedoch zeigten die Grundstoffe wenig Veränderung, wogegen die Preise der Industrieerzeugnisse um fast 30% stiegen. Die nichtölexportierenden Entwicklungsländer sehen sich in einer schwierigen Lage, die sich einerseits aus den höheren Ölkosten und den steigenden Preisen bei Industrieprodukten und andererseits aus dem Preisverfall ihrer eigenen Rohprodukte ergibt. Bei einem Anstieg ihrer Einfuhr um fast \$40 Mrd. auf insgesamt rund \$115 Mrd. hat sich ihr Außenhandelsdefizit 1974 gegenüber 1973 etwa versechsfacht.

Die Importe der OPEC-Länder nahmen im letzten Jahr um zwei Drittel auf insgesamt \$33 Mrd. zu, doch schnellte ihr Ausfuhrüberschuß dennoch auf fast \$90 Mrd. hinauf.

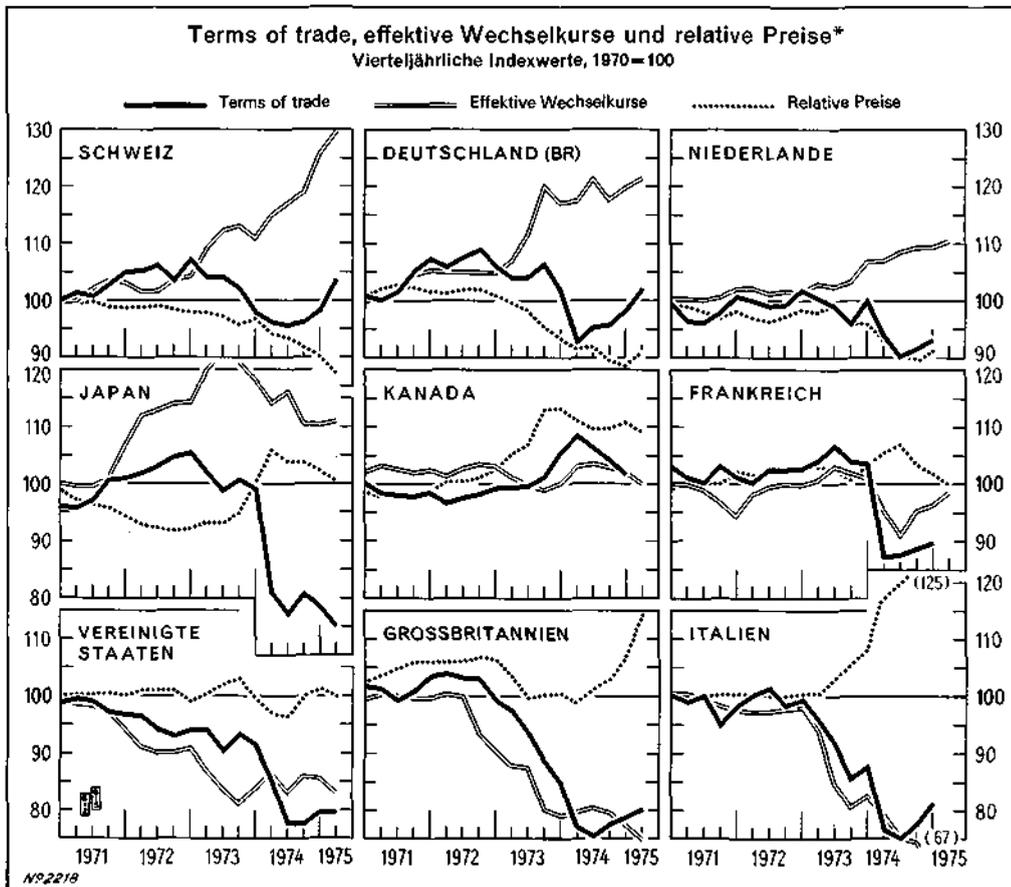
Die Einfuhr der Industriestaaten stieg um \$180 Mrd. oder um über 40%, wobei die stärksten Zuwächse die Vereinigten Staaten (\$34 Mrd.), Japan (\$24 Mrd.) sowie Großbritannien und Frankreich (je \$15 Mrd.) meldeten. Das gesamte Handelsdefizit der Industriestaaten erhöhte sich um \$44 auf 68 Mrd., wobei Großbritannien die größte Verschlechterung verzeichnete, da sich sein Fehlbetrag auf fast \$16 Mrd. verdoppelte. Die große Ausnahme war Deutschland, dessen Überschuß um \$7 Mrd. stieg.

Die Verschlechterung der Außenhandelsposition der Industriestaaten war auf die ungünstige Verschiebung ihrer Austauschverhältnisse zurückzuführen. Mengemäßig erhöhten sich die Exporte um 7% oder halb soviel wie 1973, wogegen ihre Importe unverändert blieben, nachdem sie im Jahr zuvor um 13% zugenommen hatten. In den Entwicklungsgebieten gab es die großenteils entsprechenden Gegenbewegungen; das Einfuhrvolumen erhöhte sich um 22% oder doppelt so viel wie 1973, während das Ausfuhrvolumen stagnierte, nachdem 1973 noch ein Anstieg von 11% verzeichnet worden war.

Bei den größeren Industriestaaten, die Nettoimporte von Öl tätigen, ist das Ausmaß der Anpassung des Handelsvolumens im Jahr 1974 eindrucksvoll: der Gesamtimport war wegen der Rezession im Inland leicht rückläufig, während die Ausfuhr mit einem Zuwachs von 9% schloß. Wie die nebenstehende Graphik zeigt, trugen jedoch im ersten Quartal 1975 auch schon die Terms of trade maßgeblich zur Anpassung des Außenhandels bei: mit Ausnahme Japans, wo Anfang 1975 die Exportpreise stärker zurückgingen als die Importpreise, verzeichneten alle diese Länder (einschließlich jener Staaten, in denen der Außenwert der Währung sank) im Laufe des Jahres 1974 eine bescheidene Umkehrung der früheren ungünstigen Entwicklung der Austauschverhältnisse und Anfang 1975 eine eindeutige Verbesserung. Dagegen trat bei Kanada, das vorher aus seiner Stellung als Rohstoff- und Nettoölexporteur Nutzen gezogen hatte, ab Mitte 1974 eine Verschlechterung der Terms of trade auf.

Bis zum Beginn des Jahres 1973 waren Veränderungen der effektiven Wechselkurse in den Industriestaaten im allgemeinen von einer gleichlaufenden Entwicklung

ihres globalen Austauschverhältnisses begleitet, womit sie von 1970 bis 1973 wesentlich zur ungefähren Anpassung der Wettbewerbsverhältnisse beitrugen. Diese Tendenz wurde zunächst durch die Rohstoffhaussse und sodann durch den Anstieg der Ölpreise gestört. Die 1974 verzeichneten Veränderungen der effektiven Wechselkurse waren manchmal jedoch nicht einmal von einer parallelen Entwicklung der Terms of trade bei Industriewaren begleitet und führten somit kurzfristig nicht zwangsläufig zu Anpassungen der Wettbewerbsfähigkeit. In der Tat wurden die Wechselkursveränderungen in einigen Fällen von einer gegenläufigen Entwicklung der relativen inländischen Inflationsraten ausgeglichen oder überkompensiert. Dies läßt sich aus dem 1974 bestehenden Verhältnis zwischen den Veränderungen der effektiven Wechselkurse und der Entwicklung der relativen Großhandelspreise in Landeswährung erkennen. In Italien beispielsweise verzeichneten die relativen Großhandelspreise vom letzten Quartal 1973 bis zum letzten Quartal 1974 einen Anstieg von 16%, während der effektive Wechselkurs in diesem Zeitraum um einen gleich hohen Betrag sank. In Großbritannien betrug der Anstieg der relativen Preise 6%, wogegen der effektive Wechselkurs um 2% zurückging. In der anderen Richtung verzeichneten die Niederlande und auch Deutschland relative Preisrückgänge von rund 5%, während sich der effektive Wechselkurs um 2% erhöhte. In den USA stiegen dagegen die relativen Preise um fast 2%, und es gab eine gleich große Aufwertung des effektiven Wechselkurses.



* Großhandelspreisindex (in Landeswährung) jedes Landes geteilt durch den gewogenen Durchschnitt der Großhandelspreisindizes (in Landeswährung) der jeweils anderen Länder (Zehnergruppe und Schweiz).

Export- und Importvolumen, relative Durchschnittspreise im Export von Industriewaren (auf Dollarbasis) und Inlandsnachfrage

	Exportvolumen			Relative Durchschnittspreise im Export von Industriewaren ¹			Importvolumen			Reale Inlandsnachfrage		
	1973	1974		1972	1973	1974	1973	1974		1973	1974	
		Gan- zes Jahr	2. Halb- jahr					Gan- zes Jahr	2. Halb- jahr ²			
	Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr											
Belgien-Luxemburg	14	½	- 3	4½	1	- 1	16½	2½	- 1½	7	4½	2
Deutschland (BR)	15½	12½	8	1½	7	- 5	6	- 1½	1	3½	- 2½	- 2
Frankreich	10½	10	6½	0	5½	- 4½	12½	4	0	6½	3½	3
Großbritannien	13½	5	4½	- 1	7½	½	14½	½	- 1½	6	- 1	- ½
Italien	4	8½	1½	1	- 3½	- 3½	13½	- 1	- 7	7½	1½	- 1
Japan	5	17	22	4	3	7	28	- 2½	- 8½	12	- 3	- 3½
Kanada	8½	- 1½	0	- 6	- 11	2½	15	12	11	8½	7	5
Niederlande	12	7½	6	½	4½	14½	12½	- ½	- 2	4	0	- 2
Schweden	16	4	5	4½	½	- ½	7½	10	13	1	4	3
Schweiz	20½	4½	0	4½	8	- 3½	6	- 1½	- 5	3	- 1½	- 4
Vereinigte Staaten	24	8½	4½	- 7½	- 9	1	5	- 1½	½	5	- 2½	- 3½
Zusammen	14	8	6	(9) ³	(18) ³	(20) ³	12	1	- ½	6	- 1	- 2

¹ Exportpreisindex (in US-Dollar) jedes Landes geteilt durch den gewogenen Durchschnitt der Exportpreisindizes (in US-Dollar) der jeweils anderen Länder (Zehnergruppe und Schweiz). ² Teilweise geschätzt. ³ Gesamte gewichtete Veränderung für alle Zehnergruppenländer und die Schweiz.

Ungefähr ähnliche Schlußfolgerungen ergeben sich aus einem Vergleich der Änderungen der relativen Ausfuhrpreise für Industriewaren, die im vergangenen Jahr drei Viertel der Gesamtexporte der Zehnergruppenländer und der Schweiz umfaßten. Diese Preisbeziehungen stellen trotz ihren Mängeln eine brauchbare direkte Maßgröße für Änderungen der Wettbewerbsfähigkeit dar. Wie aus der Tabelle ersichtlich, erzielte Deutschland im Jahresvergleich die größte Verbesserung der Wettbewerbsposition (5%), und dies trotz Kursfestigung, während sich die Wettbewerbsfähigkeit Großbritanniens, ungeachtet einer Abwertung auf handelsgewichteter Basis, etwas abschwächte. Italien und die Schweiz verzeichneten beide eine gewisse Verbesserung, obwohl dies im Falle des ersten Landes mit einer effektiven Abwertung von 13% im Jahresvergleich verbunden war, während sich der Kurs des Schweizer Frankens um 7% verteuerte. Die Wettbewerbsfähigkeit der Niederlande verschlechterte sich hingegen fühlbar, da ein verhältnismäßig großer Anstieg bei den Exportpreisen von Industriewaren durch die Höherbewertung der Währung noch verstärkt wurde.

Die Entwicklung im Jahr 1974 legte erneut den Schluß nahe, daß Konjunkturfaktoren kurzfristig größere Wirkungen auf die Ein- und Ausfuhrmengen haben als Veränderungen der relativen Preise. Im vergangenen Jahr dürften aber bei der sich abschwächenden Weltnachfrage und bei generell knappem Geld wahrscheinlich die Zahlungsmodalitäten eine wichtige Rolle gespielt haben, wogegen in der Zeit davor bei allgemein erreichten Kapazitätsgrenzen hauptsächlich die bloße Verfügbarkeit der Waren den Ausschlag gegeben hatte. Die beiden größten Zuwächse im Ausfuhrvolumen verzeichneten im vergangenen Jahr Japan und Deutschland (17 bzw. 12½%), was weitgehend als Ergebnis der Exportanstrengungen inländischer Firmen (einschließlich der Einräumung wesentlicher Kreditfazilitäten) angesichts des in beiden Ländern eingetretenen Rückgangs der Binnennachfrage um etwa 3% und der daraus entstehenden ungenutzten Kapazitäten erklärt werden kann. Die japanische Wettbewerbs-

position erfuhr im vergangenen Jahr, gemessen an den relativen Exportpreisen der Industriewaren, im Durchschnitt eine weitere Verschlechterung; dagegen zeigte sich bei Deutschland 1974 eine Verbesserung, die jedoch auf beträchtliche frühere Einbußen folgte. Die USA konnten infolge einer früheren Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und eines Rückgangs der Binnennachfrage um $2\frac{1}{2}\%$ (Anstieg 1973: 5%) ihren Marktanteil erhöhen. Die einzige Schrumpfung im Exportvolumen trat bei Kanada auf ($1\frac{1}{2}\%$), obwohl sich die an den relativen Exportpreisen der Industriewaren gemessene Wettbewerbsfähigkeit zuvor verbessert hatte; in diesem Falle liegen die Ursachen wahrscheinlich sowohl in der Ausweitung der Binnennachfrage, die im vergangenen Jahr um 7% stieg, wie auch bei Arbeitskonflikten, die den Außenhandel beeinträchtigten. Den geringsten Anstieg im Exportvolumen verzeichnete die Belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion ($\frac{1}{2}\%$), in der die Inlandsnachfrage um $4\frac{1}{2}\%$ wuchs. Frankreich gelang es dagegen, eine gut über dem Durchschnitt liegende Erhöhung des Exportvolumens zu erreichen, obwohl sich die Binnennachfrage um $3\frac{1}{2}\%$ ausweitete.

Was die Importe betrifft, so bestand im allgemeinen die Tendenz, daß die Mengenveränderungen der Entwicklung der realen Nachfrage folgten. Es gab jedoch einige Ausnahmen. In Großbritannien beispielsweise sank die Binnennachfrage, doch erhöhten sich die Importe geringfügig, wogegen in Italien die Einfuhr trotz Ausweitung der Binnennachfrage leicht rückläufig war.

Die Entwicklung der Dienstleistungen und Übertragungen

In allen Hauptpositionen der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanzen waren 1974 bemerkenswerte Veränderungen zu verzeichnen.

Die *Transportleistungen* waren natürlich direkt von dem Kostenanstieg betroffen, der sich aus der Ölpreiserhöhung ergab, wengleich die Schiffsfrachtraten auf diese allgemeine Wirkung je nach der besonderen Angebot-Nachfrage-Situation auf unterschiedliche Weise reagierten. So zeigten sowohl die Hochsee-Zeitcharter-Raten als auch die Reisecharter-Raten für Trockenladung 1974 beträchtliche Jahreszuwächse. Aber die Stagnation und die dann folgende effektive Verringerung der Weltölexporten führten zu einem ausgeprägten Rückgang der Tankerraten (für Schiffe mit hoher Tonnage halbierten sie sich im Zeitraum Dezember 1973–Dezember 1974 nahezu), so daß die gestiegenen Betriebskosten bei den Fracht- und Chartereinnahmen nicht immer voll hereingebracht werden konnten. Wie die einzelnen Länder von diesen unterschiedlichen Bewegungen der Frachtraten betroffen wurden, hing deshalb von der Struktur ihrer Handelsflotte ab. Ein anderer Faktor, der die Transportbilanzen beeinflusste, waren natürlich die erheblichen Umschichtungen in den Handelsströmen. Sie scheinen wesentlich dazu beigetragen zu haben, daß sich das traditionell große Defizit der Transportbilanz Deutschlands mit $\$0,6$ Mrd. nahezu halbierte, denn die deutschen Reedereien sind stärker im Export- als im Importverkehr engagiert. In den Niederlanden andererseits scheint der Anstieg des Überschusses um $\$0,5$ Mrd. vor allem aus dem Plus bei den Nettoeinnahmen aus Umschlagsgeschäften gestammt zu haben. Die größten Veränderungen in negativer Richtung verzeichneten Japan, Frankreich und Großbritannien ($\$0,9$ bzw. $0,5$ und $0,4$ Mrd.); in diesen Ländern trafen ungünstige Entwicklungen im Handel und in den Frachtraten zusammen.

Sowohl der *Reiseverkehr* als auch die *privaten Überweisungen* wurden im vergangenen Jahr von der Abschwächung in der Weltwirtschaft getroffen. In der Nachkriegszeit hat der grenzüberschreitende Tourismus zu den am schnellsten expandierenden wichtigen Exportzweigen gehört, vor allem in einigen westeuropäischen Ländern. 1974 jedoch war der Reiseverkehr fast überall flau. Selbst nominell und in Dollar gemessen wuchsen die Überschüsse der traditionellen Empfängerländer nicht oder schrumpften sogar; umgekehrt erlebten die Defizitländer einen Rückgang der Nettozahlungen oder zumindest eine Verlangsamung der Wachstumsrate gegenüber den Vorjahren. So beliefen sich in Spanien — dem Land mit dem größten Reiseverkehrsüberschuß — die Nettoeinnahmen auf \$2,8 Mrd. und waren damit praktisch unverändert, nachdem sie 1973 noch um \$0,6 Mrd. gestiegen waren. Griechenland, die Türkei und Portugal wurden wegen zusätzlicher Schwierigkeiten, die sich aus politischen Krisen ergaben, ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen: die Nettoeinnahmen der ersten beiden Länder gingen auf das Niveau von 1972 zurück, während der Überschuß Portugals dem des Jahres 1971 entsprach. Zwei Länder mit starker Währung überstanden die Situation besser, als man hätte erwarten können: die Nettoeinnahmen Österreichs sanken um lediglich \$0,2 auf 1,2 Mrd., während die Schweiz eine leichte Zunahme auf insgesamt \$0,9 Mrd. verzeichnete (in Schweizer Franken gerechnet blieben die Nettoeinnahmen allerdings unverändert). Unter den Ländern mit schwacher Währung kam es sowohl in Italien als auch in Jugoslawien zu einem leichten Anstieg der Nettoeinnahmen, und zwar auf \$1,8 bzw. 0,7 Mrd. In Großbritannien ergab sich nach der ausgeglichenen Reiseverkehrsbilanz von 1973 dank höheren Eingängen von ausländischen Besuchern bei abflachenden Auslandsausgaben von Inländern ein Überschuß von \$0,3 Mrd.

Im Bereich der Länder, die im allgemeinen relativ große Defizite aufweisen, sank das der Vereinigten Staaten um \$0,2 auf 1,9 Mrd., während das Deutschlands \$4,8 Mrd. erreichte; das waren etwa 10% mehr als 1973, aber 80% mehr als 1972. Im gleichen Zweijahreszeitraum verdoppelte sich das Defizit Japans auf \$1,1 Mrd.; der größte Teil des Zuwachses fiel 1973 an.

Unter dem Einfluß der Rezession unterlag der Strom der Gastarbeiter, besonders in Westeuropa, beträchtlichen Veränderungen. Die Neueinwanderung in die Gastländer ließ nach, und die Rückkehrbewegung nahm zu, so daß sich die Nettoreiseströme im allgemeinen umkehrten. Obwohl die Überweisungen real gesehen sanken, war dieser Rückgang nominell oft nicht sichtbar, und in US-Dollar gerechnet wurde er sowohl durch die Inflation als auch durch Wechselkursbewegungen verdeckt. Das Defizit Deutschlands belief sich im vergangenen Jahr auf \$4,3 Mrd.; das bedeutete einen weiteren Anstieg um \$0,2 Mrd., zusätzlich zu dem Sprung von \$1 Mrd. 1973. Auch in der Schweiz ging das Defizit auf \$1,3 Mrd. hinauf, aber der Zuwachs war geringer als der im Vorjahr. Das französische Defizit andererseits verringerte sich etwas, und zwar auf \$1,6 Mrd., nachdem es 1973 um \$0,5 Mrd. expandiert hatte.

Jugoslawien und die Türkei — die beiden Länder mit den größten Einnahmen aus privaten Überweisungen — erzielten mit Überschüssen von \$1,6 bzw. 1,4 Mrd. weitere Verbesserungen, doch fielen diese bedeutend geringer aus als 1973. Andererseits verringerten sich die Nettozugänge sowohl in Italien als auch in Spanien um je \$0,2 auf knapp 1,3 Mrd., und auch in Portugal sanken sie geringfügig auf \$1 Mrd.

Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen

	Jahr	Transport ¹	Reiseverkehr	Kapitalerträge		Private Überweisungen ²	Sonstige private Transaktionen	Staatliche Transaktionen ³	Insgesamt
				Privater Sektor	Öffentlicher Sektor				
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg	1972	+ 100	- 280	+ 170		+ 300	+ 10	- 190	+ 110
	1973	+ 60	- 430	+ 190		+ 420	+ 90	- 420	- 90
	1974	+ 70	- 460	+ 310		+ 340	+ 10	- 370	- 100
Deutschland (BR)	1972	- 850	- 2 700	- 840	+ 1 170	- 3 110	- 1 200	+ 30	- 7 500
	1973	- 1 140	- 4 330	- 1 290	+ 1 870	- 4 100	- 1 630	- 110	- 10 720
	1974	- 580	- 4 780	- 2 130	+ 2 150	- 4 250	- 2 340	- 520	- 12 450
Frankreich	1972	- 270	+ 350	+ 190		- 1 170	+ 720	- 830	- 1 010
	1973	- 390	+ 300	+ 400		- 1 700	+ 590	- 640	- 1 450
	1974	- 930	+ 270	+ 380		- 1 600	+ 800	- 1 020	- 2 100
Griechenland	1972	+ 80	+ 300	- 60		+ 570	+ 40	0	+ 930
	1973	0	+ 400	- 60		+ 730	+ 60	+ 40	+ 1 170
	1974	+ 180	+ 310	- 100		+ 640	+ 40	+ 40	+ 1 110
Großbritannien	1972	+ 40	+ 50	+ 1 620	- 340	- 140	+ 2 100	- 1 410	+ 1 920
	1973	- 30	0	+ 3 160	- 480	- 250	+ 2 440	- 1 940	+ 2 900
	1974	- 410	+ 300	+ 3 780	- 840	- 230	+ 2 850	- 2 080	+ 3 350
Italien	1972	- 230	+ 1 550	- 80		+ 1 330	- 480	- 140	+ 1 950
	1973	- 310	+ 1 660	- 240		+ 1 440	- 660	- 440	+ 1 450
	1974	- 370	+ 1 780	- 780		+ 1 260	- 650	- 580	+ 660
Japan	1972	- 960	- 570	+ 370		- 140	- 1 380	+ 340	- 2 340
	1973	- 1 700	- 1 040	+ 490		- 100	- 1 950	+ 480	- 3 820
	1974	- 2 580	- 1 120	- 490		- 90	- 2 350	+ 450	- 6 180
Jugoslawien	1972	- 30	+ 220	- 160		+ 1 050	+ 70	0	+ 1 150
	1973	- 40	+ 590	- 180		+ 1 400	+ 20	0	+ 1 790
	1974	- 170	+ 650	- 180		+ 1 650	+ 80	0	+ 2 030
Kanada	1972	- 130	- 240	- 1 080		+ 230	- 840	- 260	- 2 320
	1973	- 170	- 300	- 1 340		+ 290	- 820	- 320	- 2 660
	1974	- 180	- 310	- 1 530		+ 520	- 1 030	- 430	- 2 960
Niederlande	1972	+ 770	- 130	+ 150		+ 70	+ 80	- 90	+ 850
	1973	+ 890	- 210	+ 360		+ 90	+ 160	+ 40	+ 1 330
	1974	+ 1 390	- 310	+ 400		+ 60	- 60	- 80	+ 1 400
Österreich	1972	- 30	+ 1 130	- 80		+ 40	- 90	+ 20	+ 990
	1973	- 40	+ 1 380	- 130		+ 60	- 140	+ 30	+ 1 160
	1974	- 60	+ 1 190	- 100		+ 60	- 130	+ 20	+ 980
Portugal	1972	- 30	+ 260	+ 20		+ 880	- 40	0	+ 1 090
	1973	- 60	+ 320	+ 90		+ 1 110	- 180	0	+ 1 280
	1974		+ 190			+ 1 030			+ 1 130
Schweden	1972	- 60	- 500	- 30		- 70	- 110	- 180	- 950
	1973	- 60	- 520	0		- 100	- 180	- 210	- 1 070
	1974	- 290	- 510	+ 20		- 110	- 360	- 320	- 1 570
Schweiz	1972	- 310	+ 670	+ 1 040		- 840	+ 780	- 70	+ 1 270
	1973	- 420	+ 840	+ 1 500		- 1 130	+ 1 020	- 130	+ 1 680
	1974	- 560	+ 890	+ 1 890		- 1 310	+ 1 180	- 130	+ 1 960
Spanien	1972	- 10	+ 2 240	- 290	+ 110	+ 910	- 60	0	+ 2 900
	1973	- 50	+ 2 870	- 350	+ 260	+ 1 450	- 20	- 70	+ 4 090
	1974	- 100	+ 2 800	- 470	+ 570	+ 1 260	- 60	- 110	+ 3 890
Türkei	1972	- 50	+ 40	- 100		+ 740	- 180	+ 40	+ 510
	1973	- 90	+ 80	- 90		+ 1 180	- 80	+ 40	+ 1 040
	1974	- 230	+ 40	- 170		+ 1 430	+ 50	+ 50	+ 1 170
Vereinigte Staaten	1972	- 830	- 2 220	+ 6 410	- 1 890	- 1 050	+ 3 480	- 6 720	- 2 920
	1973	- 580	- 2 130	+ 8 300	- 3 010	- 1 250	+ 3 880	- 5 240	- 30
	1974	- 550	- 1 890	+ 12 920	- 3 240	- 1 080	+ 4 360	- 8 670	+ 1 850

¹ Einschließlich Warenversicherung. ² Arbeitsverdienste von Grenzgängern und vorübergehend im Ausland beschäftigten Arbeitnehmern, Überweisungen von Auswanderern und sonstige private Überweisungen. ³ Ohne Kapitalerträge.

Anmerkung: Mit Ausnahme der Zahlen für Belgien-Luxemburg, Griechenland und Portugal entstammen die Angaben der Transaktionsbilanz (Außenhandel auf teilweise geschätzter Iob-Basis) im allgemeinen schließen sie die Veredelung und den Transithandel aus, die dem Warenverkehr zugerechnet werden. Bei Belgien-Luxemburg und Portugal einige, bei Griechenland alle Angaben auf Zahlungsbasis. Dadurch sind die Zahlenangaben in dieser Tabelle nicht immer mit den Werten der Ländertabellen im letzten Teil dieses Kapitels vergleichbar.

Die Bilanzen der *Kapitalerträge* wurden 1974 durch eine Reihe von Faktoren beeinflusst. Die Ölpreissteigerung wirkte sich auf die Gewinne der internationalen Ölgesellschaften allgemein günstig aus, wenngleich dies teilweise durch den Trend zur Nationalisierung der Ölförderanlagen durch die exportierenden Länder ausgeglichen wurde. Dagegen begannen in einer Anzahl von Ländern die Zinskosten aus der Finanzierung der ölbedingten Zahlungsdefizite bereits spürbar zu werden. Infolge höherer Zinssätze ergaben sich steigende Bruttoeinnahmen aus Portfolioanlagen, jedoch drückten umgekehrt die rezessiven Kräfte im allgemeinen auf die Einkünfte aus Direktinvestitionen.

Japan, das 1973 bei den Kapitalerträgen noch einen Überschuß von \$0,5 Mrd. erzielt hatte, geriet in ein Defizit gleicher Größenordnung, das wahrscheinlich weitgehend auf den Rückgang der zentralen Währungsreserven und die Expansion der Nettoverbindlichkeiten japanischer Banken im vergangenen Jahr zurückzuführen war. In Deutschland verschlechterte sich die Bilanz der privaten Kapitalerträge auf ein Defizit von \$2,1 Mrd. Dies beruhte teilweise auf der Expansion der Einkünfte aus Gewinnen ausländischer Investoren, die aus Wechselkursgründen in der Vergangenheit auf Gewinnentnahmen verzichtet hatten. Gleichwohl brachten aber die Nettokapitalerträge insgesamt noch einen kleinen Überschuß, der vor allem die Erträge der Nettoauslandsforderungen der Bundesbank widerspiegelt. In Italien trug die beträchtliche Erhöhung der Auslandsverschuldung von öffentlichen Stellen zur Vergrößerung des Defizits auf dem Kapitalertragskonto um \$0,5 Mrd. bei. Eine gleichartige Verschlechterung ergab sich beim Defizit des britischen öffentlichen Sektors, doch wurde diese überkompensiert durch die Erhöhung des Überschusses im privaten Sektor, die weitgehend darauf beruhte, daß die Zahlungsausgänge wegen der Rezession im Industriesektor, insbesondere in der Kraftfahrzeugindustrie, zurückgingen und daß höhere Einkünfte von britischen Ölgesellschaften verzeichnet wurden. Höhere Einnahmen aus Ölinvestitionen spielten auch bei dem Anstieg des Überschusses in der amerikanischen Bilanz der privaten Kapitalerträge um \$4,6 auf 12,9 Mrd. eine dominierende Rolle.

Als Gruppe gesehen verzeichneten die in der Tabelle auf Seite 85 aufgeführten Länder bei ihren Gesamtkapitalerträgen einen Überschuß von nicht weniger als \$12,4 Mrd. Dieser wurde jedoch durch das Defizit bei den *staatlichen Transaktionen* ohne Kapitalerträge (hauptsächlich einseitige Übertragungen) überkompensiert, das sich auf insgesamt \$13,8 Mrd. belief und weitgehend das Ergebnis der Defizite der Vereinigten Staaten (\$8,7 Mrd.) und Großbritanniens (\$2,1 Mrd.) war.

In einigen Ländern veränderte sich der Gesamtsaldo der Dienstleistungen und Übertragungen wesentlich; so erreichte insbesondere das deutsche Defizit \$12,5 Mrd., nach \$10,7 Mrd. 1973 und \$7,5 Mrd. 1972. Sogar noch stärker verschlechterte sich das japanische Defizit, nämlich auf \$6,2 Mrd. gegen \$3,8 bzw. 2,3 Mrd. in den beiden Vorjahren. Das schwedische Defizit wuchs um \$0,5 auf 1,6 Mrd., während der italienische Überschuß um \$0,8 Mrd. sank. Beträchtliche Verbesserungen verzeichneten Großbritannien (\$0,5 Mrd.) und besonders die USA, wo in der gesamten Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz — trotz besonderen Zuwendungen an Indien, Israel und Vietnam im Betrage von \$3,1 Mrd. — ein Überschuß von \$1,9 Mrd. erzielt wurde, gegenüber einer nahezu ausgeglichenen Bilanz 1973 und einem Defizit von \$2,8 Mrd. 1972.

Internationaler Zahlungsverkehr

Die entscheidenden Änderungen in den Zahlungsbilanzen der Industrieländer sind in der nachstehenden Tabelle zusammengefaßt. Die Trendvergleiche werden hier anhand von in Dollar umgerechnetem Datenmaterial und soweit möglich auf einheitlicher Basis vorgenommen, obwohl die Wechselkursänderungen und die Inanspruchnahme neuer Finanzierungsvereinbarungen, die zum Teil mit den ölbedingten Zahlungsdefiziten zusammenhängen, sowohl die Verlässlichkeit als auch die Vergleichbarkeit der Statistiken beeinträchtigt haben. Beispielsweise ist eine befriedigende Unterscheidung zwischen kurz- und langfristigen Kapitalströmen über die Banken zusehends schwieriger geworden, und den gemeldeten Veränderungen der zentralen Nettoreserven liegt nicht immer eine symmetrische Verbuchung zugrunde. Soweit als möglich wurde versucht, die Einheitlichkeit herzustellen, vor allem durch Ausschaltung

Industrialisierte Gebiete: Zahlungsbilanzen

	EWG ¹	Nicht-EWG-Länder in		West-europa insgesamt	USA	Kanada	Japan	Australien, Neuseeland, Südafrika	Industrialisierte Gebiete insgesamt
		Nord- und Mitteleuropa ²	Südeuropa ³						
Milliarden US-Dollar									
Handelsbilanz⁴									
1972	+ 8,7	- 2,3	- 5,4	+ 1,0	- 7,0	+ 1,7	+ 9,0	+ 3,0	+ 7,7
1973	+ 6,5	- 2,4	- 8,5	- 4,4	+ 0,5	+ 2,3	+ 3,7	+ 4,5	+ 6,6
1974	- 4,7	- 5,2	-16,2	-26,1	- 5,9	+ 1,1	+ 1,4	- 0,6	-30,1
Dienstleistungen, Übertragungen									
1972	- 3,0	+ 2,6	+ 6,6	+ 6,2	- 2,8	- 2,4	- 2,4	- 2,6	- 4,0
1973	- 5,5	+ 3,0	+ 9,5	+ 7,0	0	- 2,7	- 3,8	- 3,6	- 3,1
1974	- 7,8	+ 1,9	+ 9,8	+ 3,9	+ 1,9	- 3,0	- 6,1	- 4,3	- 7,6
Leistungsbilanz									
1972	+ 5,7	+ 0,3	+ 1,2	+ 7,2	- 9,8	- 0,7	+ 6,6	+ 0,4	+ 3,7
1973	+ 1,0	+ 0,6	+ 1,0	+ 2,6	+ 0,5	- 0,4	- 0,1	+ 0,9	+ 3,5
1974	-12,5	- 3,3	- 6,4	-22,2	- 4,0	- 1,9	- 4,7	- 4,9	-37,7
Kapitalbilanz									
1972	- 0,6	+ 0,6	+ 1,9	+ 1,9	- 3,8	+ 0,2	- 1,9	+ 2,7	- 0,9
1973	+ 9,7	+ 1,6	+ 1,8	+13,1	- 5,0	+ 0,2	-10,0	- 1,2	- 2,9
1974	+ 5,2	+ 5,0	+ 2,7	+12,9	- 2,1	+ 2,7	- 2,1	+ 2,3	+13,7
Gesamtbilanz⁵									
1972	+ 5,1	+ 0,9	+ 3,1	+ 9,1	-13,6	- 0,5	+ 4,7	+ 3,1	+ 2,8
1973	+10,7	+ 2,2	+ 2,8	+15,7	- 4,5	- 0,2	-10,1	- 0,3	+ 0,6
1974	- 7,3	+ 1,7	- 3,7	- 9,3	- 6,1	+ 0,8	- 6,8	- 2,6	-24,0
davon:									
Veränderung der Nettoauslandsposition der Banken⁶									
1972	- 1,1	0	- 0,5	- 1,6	- 2,5	- 0,7	+ 2,0	- 0,4	- 3,2
1973	- 0,3	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,8	+ 0,3	- 4,0	0	- 2,6
1974	- 0,1	+ 1,8	- 0,9	+ 0,8	+ 2,0	+ 0,8	- 6,2	- 0,1	- 4,7
zentralen Nettoreserven									
1972 ⁷	+ 6,2	+ 0,9	+ 3,6	+10,7	-11,1	+ 0,2	+ 2,7	+ 3,5	+ 6,0
1973	+11,0	+ 1,8	+ 2,6	+15,4	- 5,3	- 0,5	- 6,1	- 0,3	+ 3,2
1974	- 7,2	- 0,1	- 2,8	-10,1	- 8,1	0	+ 1,4	- 2,5	-19,3

¹ Neun Länder. ² Finnland, Island, Norwegen, Österreich, Schweden, Schweiz. ³ Griechenland, Jugoslawien, Portugal, Spanien, Türkei. ⁴ Iob-Werte nach der Zahlungsbilanzstatistik, teilweise geschätzt. ⁵ Entspricht der Veränderung der Währungsposition; Bewertungsänderungen bei den Beständen sind soweit wie möglich ausgeschaltet. ⁶ Ohne langfristige Transaktionen, sofern aufgrund des Datenmaterials möglich. ⁷ Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen.

von wechsellkursbedingten Bewertungsgewinnen oder -verlusten in den Währungspositionen.

Die Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten verzeichnete ein Defizit von \$ 4 Mrd., nach einem kleinen Überschuß 1973. Das Defizit war jedoch trotz den Auswirkungen des Ölpreises und den vorerwähnten besonderen Zuwendungen an Indien, Israel und Südvietnam nicht einmal halb so groß wie 1972. Im Verkehr mit den anderen Industrieländern setzte sich die Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz im vergangenen Jahr fort und führte zu einem Überschuß von \$ 2 Mrd., was seit 1972 eine Wende um \$ 12 Mrd. bedeutete.

Die Position der anderen Industrieländer als Gruppe nahm eine stark negative Entwicklung, da die Umkehr gegenüber den Vereinigten Staaten mit dem Anstieg der Öl- und Rohstoffpreise zusammenfiel; der gesamte Leistungsbilanzüberschuß dieser Länder schrumpfte von \$ 13,5 Mrd. im Jahr 1972 auf 3 Mrd. 1973 und wandelte sich im vergangenen Jahr in ein Defizit von etwa \$ 34 Mrd. Die Leistungsbilanz der EWG-Länder verzeichnete im vergangenen Jahr einen Fehlbetrag von \$ 12,5 Mrd., nach einem Überschuß von \$ 1 Mrd. 1973. Während sich das deutsche Plus auf \$ 9,4 Mrd. verdoppelte, erhöhten sich die Defizite Großbritanniens, Italiens und Frankreichs um \$ 6,3 bzw. 5,3 und 5,2 Mrd. auf \$ 9,0 bzw. 7,8 und 5,9 Mrd. Die Überschüsse der Niederlande und Belgiens waren etwas rückläufig, erreichten jedoch noch immer \$ 1,6 bzw. 0,9 Mrd. Sowohl in Dänemark wie in Irland erhöhten sich die Defizite um je \$ 0,5 Mrd. und erreichten \$ 1 bzw. 0,7 Mrd. Bei den anderen westeuropäischen Staaten wurde im vergangenen Jahr durchwegs — mit Ausnahme der Schweiz, deren kleiner Überschuß unverändert blieb — ein Leistungsbilanzdefizit und zumeist eine Verschlechterung gegenüber 1973 verzeichnet. Am größten war diese in Spanien, wo der 1973 erzielte Überschuß von \$ 0,6 Mrd. einem Fehlbetrag von \$ 3,1 Mrd. wich, und in Schweden, wo sich eine Umkehr um \$ 2,2 Mrd. in ein Defizit von \$ 1 Mrd. ergab.

Trotz den günstigen Auswirkungen des Ölpreisanstiegs für den kanadischen Außenhandel erhöhte sich das kanadische Leistungsbilanzdefizit um \$ 1,5 auf 1,9 Mrd. Japan wies einen Fehlbetrag von \$ 4,7 Mrd. auf, verglichen mit einer ungefähr ausgeglichenen Bilanz 1973. Die drei entwickelten Länder der südlichen Erdhälfte, Australien, Neuseeland und Südafrika, verzeichneten zusammen anstelle des Überschusses von \$ 0,9 Mrd. im Jahr 1973 nunmehr ein Defizit von fast \$ 5 Mrd.

Ungeachtet der sehr großen Wende in den Leistungsbilanzen der Industriestaaten verursachte die Finanzierung der Defizite im vergangenen Jahr keine größeren Schwierigkeiten. Die Industrieländer ohne die Vereinigten Staaten deckten ihr Gesamtdefizit von \$ 34 Mrd. fast zur Hälfte durch Nettokapitalzufüsse; ein Fünftel wurde durch kurzfristige Nettokreditaufnahmen über die Banken finanziert und ein Drittel durch eine Verringerung der zentralen Nettoreserven. In den Vereinigten Staaten dagegen war das Leistungsbilanzdefizit von Nettokapitalabflüssen sowohl im Nichtbanken- als auch im Bankenbereich von je \$ 2 Mrd. begleitet, und der sich hieraus ergebende Finanzierungsbedarf wurde ausschließlich durch einen Rückgang der zentralen Nettoreserven um \$ 8 Mrd. gedeckt, wobei die Zunahme der Verpflichtungen gegenüber den OPEC-Ländern diese Summe überstieg.

Die vorläufigen Zahlen lassen darauf schließen, daß im ersten Quartal 1975 in den Leistungsbilanzen der Industriestaaten wesentliche Änderungen eingetreten sind. Saisonbereinigt und auf Jahresbasis dürfte das Gesamtdefizit der Gruppe auf etwa \$20 Mrd. nach 38 Mrd. 1974 zurückgegangen sein, hauptsächlich infolge des verringerten Defizits gegenüber den ölexportierenden Staaten, aber auch durch die Vergrößerung des Aktivums im Handel mit den anderen Entwicklungsländern. Es scheint jedoch, daß die Verbesserung ungleichmäßig verteilt war. Die vier größten Staaten — USA, Japan, Deutschland und Frankreich — verzeichneten zusammen wahrscheinlich einen Leistungsbilanzüberschuß von rund 15 Mrd., wobei lediglich Frankreich noch ein kleines Defizit aufgewiesen haben dürfte. Verglichen mit 1974 bedeutete dies eine Gesamtverbesserung von rund \$20 Mrd., die auf die Vereinigten Staaten, Japan und Frankreich entfiel, während das deutsche Aktivum sich etwas verringerte. Italien und Großbritannien erzielten gegenüber 1974 eine beträchtliche Verminderung ihrer Leistungsbilanzdefizite, wogegen sich die Gesamtbilanz der übrigen Zehnergruppenländer insgesamt kaum veränderte. Daraus wäre zu schließen, daß die Defizite der kleineren Industriestaaten im ersten Quartal 1975 weiter zugenommen haben.

Die Entwicklung in den einzelnen Ländern

Vereinigte Staaten. Die Handelsbilanz verschlechterte sich 1974 um \$6,4 Mrd. und vollzog dadurch einen Umschwung in ein Defizit von \$5,9 Mrd. Dieses Ergebnis lag jedoch um \$1,1 Mrd. unter dem Spitzenwert von 1972, obwohl der Fehlbetrag in der Erdölbilanz um etwa \$21 Mrd. größer war als in jenem Jahr. Das breitgestreute Exportwachstum erreichte im vergangenen Jahr \$26,8 Mrd., während sich die Ausweitung der Importe auf \$33,2 Mrd. belief. Vom Erdöl abgesehen fanden die beträchtlichsten Zunahmen der Nettoimporte bei Metallen (\$2,5 Mrd.) statt, während bei den Nettoexporten höhere Werte für Investitionsgüter (\$6,4 Mrd.), Nahrungsmittel (\$1,9 Mrd.) und Chemikalien (\$1,8 Mrd.) verzeichnet wurden. Obwohl der Dollar 1974 effektiv um etwa 2% höher bewertet war als im vorangegangenen Jahr, kam der Wettbewerbsposition der Vereinigten Staaten doch zugute, daß der Durchschnittskurs 1974 noch um 13½% unter dem Kurs im ersten Halbjahr 1971 lag. Infolge einer Verbesserung der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$5 Mrd. (nach Eliminierung von Sondertransaktionen mit Indien, Israel und Südvietnam aus den Zahlungsbilanzangaben für 1974) belief sich das Leistungsbilanzdefizit, das größtenteils in den Monaten um die Jahresmitte zustande kam, auf \$0,9 Mrd., während 1973 ein Überschuß von \$0,5 Mrd. verzeichnet worden war.

Bei den langfristigen privaten Kapitaltransaktionen ergab sich sogar eine noch stärkere Verschlechterung mit einem Nettoabfluß von \$7,6 Mrd. gegenüber einem kleinen Nettozufluß 1973. Der Umschwung war insbesondere die Folge des Auslaufens der Beschränkungen für Kapitalexporte Ende Januar 1974, des — im Vergleich zu anderen nationalen Märkten — besseren Mittelangebots in den Vereinigten Staaten und des gedrückten Aktienmarkts. Beispielsweise gingen die ausländischen Käufe amerikanischer Aktien um \$2,3 Mrd. zurück, während die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland um \$1,9 Mrd. expandierten. Die Grundbilanz schloß daher mit einem Fehlbetrag von \$10,6 Mrd. gegenüber einem Defizit von \$1 Mrd. 1973.

Das Gesamtdefizit ohne kurzfristige Bankentransaktionen belief sich jedoch nur auf \$6,1 Mrd. oder 1,6 Mrd. mehr als 1973, da sich der Restposten von Nettoausgaben von \$2,3 Mrd. 1973 zu Nettoeinnahmen von \$5,2 Mrd. im vergangenen Jahr wandelte. Dieser bisher noch nie verzeichnete Überschuß spiegelt grobenteils wahrscheinlich noch nicht identifizierte, mit dem Erdöl in Verbindung stehende Zuflüsse wider, die sich sowohl aus bloßen zeitlichen Differenzen zwischen den Handels- und Zahlungsströmen als auch aus längerfristigen Bewegungen ergeben. Außerdem könnte auch eine gewisse Umkehrung von nichterfaßten Abflüssen aus der Zeit der Dollarkrise Anfang 1973 stattgefunden haben.

Im Verlaufe des Jahres spielten die amerikanischen Banken eine wichtige Rolle bei der Rückschleusung von Geldern aus Überschuß- in Defizitgebiete: insbesondere die kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland erhöhten sich um \$15,7 Mrd. und die Kredite an Ausländer um \$17,7 Mrd. Die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen zeigte ein Defizit von \$8,1 Mrd. Dies war um \$2,8 Mrd. mehr als 1973, doch stand hinter dem Anstieg der zentralen amerikanischen Nettoverbindlichkeiten im vergangenen Jahr überwiegend ein von den Ölstaaten angestrebter Aufbau ihrer Guthaben.

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz¹

	1973	Ganzes Jahr	1974				1975
			I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	70 275	97 080	22 210	23 925	24 730	26 215	26 820
Einfuhr	69 805	102 990	22 385	25 595	27 205	27 775	25 480
Saldo	+ 470	- 5 890	- 175	- 1 670	- 2 475	- 1 560	+ 1 340
Übrige Leistungsbilanz ²	- 20	+ 5 000	+ 2 050	+ 385	+ 1 225	+ 1 340	.
Leistungsbilanz	+ 450	- 890	+ 1 875	- 1 285	- 1 250	- 220	.
Langfristiges Kapital							
Regierung ²	- 1 535	- 2 100	- 660	- 235	- 220	- 985	.
Privater Sektor	+ 60	- 7 600	+ 505	- 1 040	- 2 405	- 4 660	.
Zusammen	- 1 475	- 9 700	- 155	- 1 275	- 2 625	- 5 645	.
Grundbilanz	- 1 025	-10 580	+ 1 720	- 2 560	- 3 875	- 5 865	.
Kurzfristiges Kapital	- 1 175	- 750	- 1 540	+ 80	+ 790	- 80	.
Restposten	- 2 305	+ 5 195	+ 1 305	+ 1 460	+ 840	+ 1 590	.
Gesamtbilanz	- 4 505	- 6 135	+ 1 485	- 1 020	- 2 245	- 4 355	.
davon: Veränderung der kurzfristigen Nettoauslandsposition der Banken	+ 795	+ 1 935	+ 435	+ 3 500	- 1 925	- 75	.
zentralen Nettoreserven ³	- 5 300	- 8 070	+ 1 050	- 4 520	- 320	- 4 280	- 2 805
Nachrichtlich: Veränderung der Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen	5 100	9 500	- 800	4 900	1 300	4 100	.
davon:							
OPEC	400	9 700	1 000	2 400	3 900	2 400	.
Sonstige	4 700	- 200	- 1 800	2 500	- 2 600	1 700	.

¹ Quartalszahlen saisonbereinigt. ² Die Sondertransaktionen mit Indien, Israel und Südvietnam in Höhe von \$3,1 Mrd. sind aus den Angaben für 1974 eliminiert. ³ Ohne Bewertungsänderungen.

Im ersten Vierteljahr 1975 schloß die Handelsbilanz mit einem Überschuß von \$1,3 Mrd. Dies war das erste positive Ergebnis seit dem letzten Quartal 1973 und bedeutete eine Drehung um \$2,9 Mrd. gegenüber dem Defizit von Oktober-Dezember 1974; die Exporte lagen etwas höher, während die Importe um 8% abnahmen. Mengemäßig zeigten die Exporte wenig Veränderung, doch die Importe gingen um 10% zurück. Zwei Fünftel dieses Rückgangs entfielen auf die Einfuhr von Erdöl, die um \$0,9 Mrd. niedriger lag; der Import von Konsumgütern nahm gleichfalls ab, während derjenige von Investitionsgütern unverändert blieb.

Kanada. Eine weiterhin verhältnismäßig gute Binnennachfrage sowie Arbeitskonflikte beeinflussten den kanadischen Außenhandel in ungünstigem Sinn. Während der Überschuß bei Erdöl und Erdgas von \$1 auf 1,5 Mrd. zunahm, ging der gesamte Handelsbilanzüberschuß von \$2,2 Mrd. 1973 auf \$1 Mrd. 1974 zurück. Der Gesamtwert der Exporte erhöhte sich um \$7 Mrd. oder 27%, was im wesentlichen das Ergebnis höherer Einnahmen aus Lieferungen von Energie, Weizen, Zellstoff und Zeitungspapier war, doch stiegen die Importe um \$8,2 Mrd. oder 35%. Bei stark wachsenden Einfuhren und praktisch gleichbleibendem Export erreichte das Handelsdefizit bei Automobilen und Ersatzteilen \$1,7 Mrd.; das war fast doppelt so viel wie 1973. Beträchtlich höher lagen auch die Importe von Stahl, Zucker und chemischen Produkten. Der übliche Fehlbetrag der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz nahm um weitere \$0,2 Mrd. zu, so daß die Bilanz der laufenden Zahlungen mit einem Defizit von \$1,9 Mrd. — oder \$1,5 Mrd. mehr als 1973 — schloß.

Kanada: Zahlungsbilanz

	1972	1973	1974	1973		1974	
				1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Millionen kanadische Dollar							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	20 220	25 500	32 490	12 330	13 170	15 605	16 885
Einfuhr	18 575	23 270	31 470	11 300	11 970	14 790	16 680
Saldo	+ 1 645	+ 2 230	+ 1 020	+ 1 030	+ 1 200	+ 815	+ 205
Dienstleistungen, Übertragungen	- 2 300	- 2 655	- 2 895	- 1 510	- 1 145	- 1 625	- 1 270
Leistungsbilanz . . .	- 655	- 425	- 1 875	- 480	+ 55	- 810	- 1 065
Langfristiges Kapital	+ 1 760	+ 660	+ 945	+ 475	+ 185	+ 450	+ 495
Grundbilanz	+ 1 105	+ 235	- 930	- 5	+ 240	- 360	- 570
Kurzfristiges Kapital, Restposten	- 1 640	- 440	+ 1 745	- 350	- 90	+ 1 255	+ 490
Gesamtbilanz	- 535	- 205	+ 815	- 355	+ 150	+ 695	- 80
davon: Veränderung der kurzfristigen Netto- auslandsposition der Banken	- 755	+ 260	+ 790	- 165	+ 425	+ 545	+ 245
zentralen Nettoreserven ¹	+ 220 ²	- 465	+ 25	- 190	- 275	+ 350	- 325

¹ Ohne Bewertungsänderungen. ² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilung von kan\$ 117 Mio.

Da die Fiskalpolitik expansiver geworden war, wurde die Lockerung der Geldpolitik vom Spätsommer an verhältnismäßig vorsichtig gehandhabt, wodurch die Zinsentwicklung einen Anreiz für lang- und kurzfristige Nettokapitalimporte, zumal aus den USA, bot. Diese Tatsache trug zusammen mit der faktischen Aufgabe der

1970 eingeführten Leitlinien für die Kreditaufnahme im vergangenen Jahr zu dem Anwachsen der Nettokapitalzufüsse um \$ 2,5 Mrd. bei, wodurch die Verschlechterung der Leistungsbilanz mehr als ausgeglichen wurde. Dem Überschuß in der Gesamtbilanz stand eine Verbesserung der kurzfristigen Auslandsposition der Banken gegenüber, die dadurch bedingt war, daß die Eurodollarsätze deutlich über den langsam reagierenden kanadischen Sätzen für Terminguthaben lagen und daß im Januar 1974, kurz nach der Aufhebung der Kapitalexportkontrollen in den USA, die Gewährung von Auslandskrediten durch kanadische Banken liberalisiert wurde. Die zentralen Nettoreserven und der effektive Wechselkurs änderten sich 1974 nur wenig.

Japan. Die japanische Zahlungsbilanz erlebte 1974 sehr große Änderungen, anfänglich wegen der höheren Ölpreise, später jedoch wegen des inländischen Konjunkturrückgangs und der weiterhin restriktiven Geldpolitik. Das saisonbereinigte Handelsbilanzergebnis wandelte sich in der Zeit von Januar bis September 1973 von einem durchschnittlichen Quartalsüberschuß von \$ 1,1 Mrd. in ein durchschnittliches Quartalsdefizit von \$ 0,5 Mrd. in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres. Im dritten und vierten Quartal wurden hingegen wieder Überschüsse von \$ 0,7 bzw. 1,5 Mrd. erzielt. Schließt man den Anstieg der Nettoausgaben für Erdöl aus, so belief sich der Ausfuhrüberschuß in der zweiten Hälfte von 1974 auf etwa \$ 10 Mrd. oder auf ungefähr 4% des Bruttosozialprodukts. Die Aktivierung beruhte auf einer beträchtlichen Zunahme der Ausfuhr und einer nach den von Januar bis Juni verzeichneten starken Zuwächsen eingetretenen Stagnation der Einfuhr.

Im Gesamtjahr erhöhten sich die Exporte wertmäßig um \$ 18,2 Mrd., die Importe jedoch um \$ 20,5 Mrd., wovon zwei Drittel auf den Anstieg der Zahlungen für Rohölbezüge entfielen. Da sich die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz weiter ver-

Japan: Zahlungsbilanz

	1973	Ganzes Jahr	1974				1975
			I	II	III	IV	I
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	36 265	54 480	10 095	13 475	14 680	16 230	12 960
Einfuhr	32 575	53 045	11 945	14 320	13 165	13 615	12 150
Saldo	+ 3 690	+ 1 435	- 1 850	- 845	+ 1 515	+ 2 615	+ 810
Dienstleistungen, Übertragungen	- 3 825	- 6 130	- 1 440	- 1 560	- 1 650	- 1 480	- 1 610
Leistungsbilanz	- 135	- 4 695	- 3 290	- 2 405	- 135	+ 1 135	- 800
Langfristiges Kapital	- 9 750	- 3 880	- 1 590	- 1 015	- 550	- 725	+ 135
Grundbilanz	- 9 885	- 8 575	- 4 880	- 3 420	- 685	+ 410	- 665
Kurzfristiges Kapital, Restposten	- 190	+ 1 735	+ 740	+ 355	+ 85	+ 555	- 25
Gesamtbilanz	-10 075	- 6 840	- 4 140	- 3 065	- 600	+ 965	- 690
davon: Veränderung der kurzfristigen Netto- auslandsposition der Banken	- 3 975	- 8 200	- 4 365	- 4 130	- 375	+ 670	- 1 295
zentralen Nettoreserven*	- 6 100	+ 1 360	+ 225	+ 1 065	- 225	+ 295	+ 605

* Ohne Bewertungsänderungen.

schlechterte, schloß die Leistungsbilanz mit einem Defizit von \$4,7 Mrd., wogegen im Vorjahr ein fast ausgeglichenes Ergebnis erzielt worden war.

Diese Verschlechterung wurde jedoch durch den starken Rückgang der Nettokapitalabflüsse, die von ihrem Höchststand von \$10 Mrd. 1973 auf \$2,1 Mrd. abnahmen, überkompensiert. Der Fehlbetrag in der Gesamtbilanz verringerte sich dadurch um \$3,2 auf 6,8 Mrd. Das Nachlassen der Abflüsse ergab sich hauptsächlich bei den langfristigen Transaktionen und beim Restposten. Letzterer, der weitgehend das Spiel der Leads and lags in den Zahlungen wiedergibt, schloß praktisch ausgeglichen, gegen einen Nettoabfluß von \$2,6 Mrd. 1973. Die Abnahme im langfristigen Kapitalexport war hauptsächlich auf den Rückgang der Kredite an das Ausland (\$1,1 Mrd. gegen 3 Mrd. 1973), auf die Verringerung des Erwerbs ausländischer Wertpapiere (\$0,1 Mrd. gegen 1,8 Mrd.) sowie auf einen Zufluß aus den ölexportierenden Ländern in Höhe von grob geschätzt \$1 Mrd. zurückzuführen. Diese Veränderungen waren nicht nur durch die knappe Liquiditätsslage, sondern auch durch die um die Jahreswende 1973/1974 ergriffenen Maßnahmen zur Förderung von Kapitalzuflüssen und zur Verhinderung von Abflüssen bedingt. Im wesentlichen aus den gleichen Gründen erhöhten sich die (unter dem Strich ausgewiesenen) kurzfristigen Nettozuflüsse über die Banken um \$4,2 auf 8,2 Mrd.

Im ersten Quartal dieses Jahres weitete sich der Handelsbilanzüberschuß saisonbereinigt erneut aus und erreichte \$2 Mrd.; da bei den Dienstleistungen und Übertragungen das Defizit im Monatsdurchschnitt weiterhin bei \$0,5 Mrd. lag, ergab sich ein Leistungsbilanzplus von \$0,4 Mrd. nach einem ungefähren Gleichgewicht im Zeitraum von Oktober bis Dezember 1974. Wegen ungünstiger saisonaler Einflüsse fiel die unbereinigte Leistungsbilanz jedoch wieder in ein Defizit von \$0,8 Mrd. zurück. Da die Nettokapitalzuflüsse insgesamt \$0,1 Mrd. betragen, ergab sich in der Gesamtbilanz ein Defizit von \$0,7 Mrd. In der Vergleichsperiode des Vorjahres hatte der Fehlbetrag \$4,1 Mrd. ausgemacht.

Großbritannien. Großbritannien war das einzige wichtige Industrieland, bei dem sich im letzten Jahr die Handelsbilanz stärker verschlechterte, als dem Anstieg der Ölkosten entsprach. Der Fehlbetrag im Warenverkehr war mit £5,3 Mrd. mehr als doppelt so hoch wie im vorangegangenen Jahr. Die Exporte wuchsen um rund 35%, doch die Importe erhöhten sich um über 50%. Bei den Dienstleistungen und Übertragungen belief sich der Aktivsaldo auf knapp über £1,4 Mrd. gegen £1,2 Mrd. 1973, so daß das Leistungsbilanzdefizit von £1,1 Mrd. 1973 auf £3,8 Mrd. zunahm. Hiervon dürfte rund ein Zehntel auf Importe zur Erschließung der Ölfelder in der Nordsee entfallen sein.

Die Kapitalübertragungen aus der Anwendung der Garantieklauseln der Sterlingabkommen beliefen sich auf £75 Mio. Diese Vereinbarungen liefen Ende 1974 aus.

Die gesamten Nettokapitalzuflüsse unter Einschluß der nichterfaßten Transaktionen erreichten £2,7 Mrd. und waren damit um £1,3 Mrd. höher als 1973. Der Nettoabfluß beim langfristigen öffentlichen Kapitalverkehr in Höhe von £0,2 Mrd. war gegenüber 1973 praktisch unverändert. Die Nettokreditaufnahmen in fremden Währungen durch den öffentlichen Sektor beliefen sich auf £1,3 Mrd. oder 0,2 Mrd.

Großbritannien: Zahlungsbilanz

	1972	1973	1974	1973		1974	
				1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Millionen Pfund Sterling							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	9 145	11 510	15 590	5 505	6 005	7 400	8 190
Einfuhr	9 830	13 810	20 850	6 405	7 405	10 155	10 695
Saldo	- 685	- 2 300	- 5 260	- 900	- 1 400	- 2 755	- 2 505
Dienstleistungen, Übertragungen . . .	+ 765	+ 1 185	+ 1 435	+ 350	+ 835	+ 705	+ 730
Leistungsbilanz	+ 80	- 1 115	- 3 825	- 550	- 565	- 2 050	- 1 775
Kapitalübertragungen	-	- 60	- 75	- 55	- 5	- 30	- 45
Kapitalbewegungen							
Öffentliches langfristiges Kapital	- 140	- 180	- 195	- 75	- 105	- 60	- 135
Auslandskreditaufnahmen des britischen öffentlichen Sektors	0	+ 1 100	+ 1 260	+ 380	+ 720	+ 845	+ 415
Sonstige erfaßte Kapitalbewegungen	- 105	+ 320	+ 475	+ 300	+ 20	+ 720	- 245
Restposten	- 675	+ 175	+ 1 145	+ 200	- 25	+ 345	+ 800
Zusammen	- 920	+ 1 415	+ 2 685	+ 805	+ 610	+ 1 850	+ 835
Gesamtbilanz	- 840	+ 240	- 1 215	+ 200	+ 40	- 230	- 985
<i>davon: Veränderung der zentralen Nettoreserven</i>	- 1 170*	+ 210	- 565	+ 445	- 235	+ 70	- 635
<i>sonstigen Nettositionen der erweiterten Devisenbilanz</i>	+ 330	+ 30	- 650	- 245	+ 275	- 300	- 350

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilung von £ 124 Mio.

mehr als 1973; in beiden Jahren wurden diese Zuflüsse zu neun Zehnteln durch staatliche Wechselkursgarantien gesichert. Die Ziffer für 1974 enthält nicht die im vierten Quartal erfolgte und hier als Kompensationsposten behandelte erste Ziehung von £ 0,6 (\$ 1,5) Mrd. auf eine der Regierung Anfang 1974 bereitgestellte Eurowährungsfazilität in Höhe von \$ 2,5 Mrd. Der Restposten stieg im letzten Jahr sprunghaft auf £ 1,1 Mrd. an. Ursächlich hierfür waren sowohl Zuflüsse infolge der knappen Finanzlage der Unternehmen in Großbritannien wie auch die anschwellenden Importe. Der Nettozufluß bei den privaten Investitionen und den anderen erfaßten Kapitaltransaktionen war mit £ 0,4 Mrd. nicht wesentlich höher als im Vorjahr, doch haben innerhalb der Position bedeutsame Verschiebungen stattgefunden. Die ausländischen Anlagen im privaten Sektor Großbritanniens haben zugenommen, und die privaten britischen Nettoanlagen im Ausland sind gesunken, so daß aus diesen beiden Positionen eine Verbesserung von fast £ 0,5 Mrd. resultierte, doch wurde diese durch erhöhte Nettoabflüsse im Zusammenhang mit den erfaßten Export- und Importkrediten in etwa kompensiert.

Im ersten Quartal dieses Jahres ergab sich auf saisonbereinigter Basis im Vergleich zu den letzten drei Monaten von 1974 ein Anstieg der Exporte um 13% und ein Rückgang der Importe um 5%. Das Handelsdefizit reduzierte sich daher von £ 1,5 auf 0,7 Mrd., so daß bei nur geringer Veränderung der Nettoeinnahmen in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz das Leistungsbilanzdefizit bloß £ 0,3 Mrd. gegen

£1,1 Mrd. im Vorquartal betrug. Die tatsächliche Verbesserung der britischen Leistungsbilanzposition könnte jedoch etwas geringer ausgefallen sein, da der Warenverkehr, vor allem auf der Einfuhrseite, durch den Dockerstreik in London und durch die im März erfolgte Blockade einiger Häfen durch Fischer beeinträchtigt war.

Bundesrepublik Deutschland. Das wesentliche Merkmal der Entwicklung im Jahre 1974 war die Verdoppelung des Leistungsbilanzüberschusses, der DM 24,2 Mrd. erreichte, und seine problemlose finanzielle Bewältigung durch private lang- und kurzfristige Kapitalexporte. Die Gesamtbilanz schloß daher mit einem Plus von DM 7,8 Mrd. gegen DM 31,6 Mrd. 1973. Da der Bankenapparat seine kurzfristigen Nettoforderungen beträchtlich ausweitete, verursachten die zentralen Reservebewegungen sogar einen Fehlbetrag von DM 1,9 Mrd. gegenüber einem Zugang von DM 26,4 Mrd. im Jahr zuvor, und die durchschnittliche effektive Aufwertung der Deutschen Mark belief sich im Zwölfmonatsabstand auf 4½%. Das strukturelle Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz erhöhte sich weiter und erreichte DM 32,2 Mrd. Besonders im Hinblick auf die um DM 15,6 Mrd. gestiegenen Nettoölkosten war es bemerkenswert, daß der Ausfuhrüberschuß um DM 16,4 Mrd. auf die Rekordziffer von DM 56,3 Mrd. zunahm.

In Deutschland zeigte sich der Konjunkturabschwung früher als bei seinen Hauptkonkurrenten, so daß die Exportausweitung zu Anfang des Jahres, als sich die Weltnachfrage noch gut hielt, am stärksten war. Bei der schwächer werdenden Binnenachfrage stiegen die Einfuhren ohne Öl wertmäßig nur bescheiden (14%) und nahmen mengenmäßig ab, während die Unternehmen besondere Anstrengungen zeigten, in den Export auszuweichen. In diesem Zusammenhang führten vom Unternehmenssektor gewährte Handelskredite zu Nettoabflüssen von DM 12,9 Mrd., verglichen mit Nettozuflüssen von DM 4,6 Mrd. 1973.

Bundesrepublik Deutschland: Zahlungsbilanz

	1971	1972	1973	1974	1974	1975
					1. Quartal	
Millionen Deutsche Mark						
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr	136 020	148 705	178 040	229 850	54 535	53 015
Einfuhr	112 750	122 320	138 150	173 535	39 805	40 335
Saldo	+23 270	+26 385	+39 890	+56 315	+14 730	+12 680
Dienstleistungen, Übertragungen	-20 190	-23 910	-28 395	-32 165	- 7 330	- 6 995
Leistungsbilanz	+ 3 080	+ 2 475	+11 495	+24 150	+ 7 400	+ 5 685
Langfristiges Kapital	+ 6 295	+15 545	+12 440	- 5 745	- 710	- 3 400
Grundbilanz	+ 9 375	+18 020	+23 935	+18 405	+ 6 690	+ 2 285
Kurzfristiges Kapital	+ 3 150	- 3 115	+ 5 425	-10 015	- 9 205	+ 2 135
Restposten	+ 2 660	+ 1 205	+ 2 220	- 565	+ 2 530	+ 1 655
Gesamtbilanz	+15 185	+16 110	+31 580	+ 7 825	+ 15	+ 6 075
davon: Veränderung der kurzfristigen Nettoauslandsposition der Banken	- 1 175	+ 420	+ 5 150	+ 9 730	+ 525	+ 1 075
zentralen Nettoreserven*	+16 360	+15 690	+26 430	- 1 905	- 510	+ 5 000

* Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen (1971: DM 627 Mio., 1972: DM 620 Mio.) und ohne Bewertungsänderungen.

Diese gewaltige Wende wurde vor allem durch ein fortschreitendes Sinken der inländischen kurzfristigen Marktzinssätze erleichtert, doch ab der Jahresmitte trug auch ein relativer Rückgang der inländischen langfristigen Renditen gegenüber den Sätzen des Auslands zu dieser Entwicklung bei, wogegen Erwartungen einer weiteren Festigung des Kurses der Deutschen Mark per Saldo keinen größeren Gegeneinfluß ausübten. Im Jahresbild zeigten alle wesentlichen Positionen des privaten Kapitalverkehrs eine beträchtliche defizitäre Entwicklung, mit Ausnahme der Direktinvestitionen, die — zum Teil infolge von Anlagen der OPEC-Länder — einen leicht erhöhten Aktivsaldo von DM 1,5 Mrd. ergaben. Die Wertpapiertransaktionen schlossen mit einem Nettoabfluß von DM 4,2 Mrd. (1973: Nettozuflüsse von DM 6,4 Mrd.), hauptsächlich infolge von Nettoverkäufen deutscher Wertpapiere durch Gebietsfremde, aber auch als Ergebnis einer Wende zu Nettokäufen ausländischer Papiere durch Gebietsansässige. Bei der Position Kredite und Darlehen stiegen die Verbindlichkeiten um lediglich DM 1 Mrd. (gegen DM 3,9 Mrd. im Vorjahr), doch erhöhten sich die Forderungen um DM 2,8 Mrd., nachdem sie 1973 um DM 4,1 Mrd. verringert worden waren. Der langfristige Kapitalverkehr schloß daher, obwohl sich der Passivsaldo der langfristigen staatlichen Transaktionen verminderte, mit einem Nettodefizit von DM 5,7 Mrd., gegen einen Nettozufluß von DM 12,4 Mrd. 1973. Diese Saldendrehung im langfristigen Kapitalverkehr übertraf die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses, so daß die Grundbilanz einen gegenüber dem Vorjahresergebnis um DM 5,5 Mrd. kleineren Aktivsaldo von DM 18,4 Mrd. aufwies.

Im ersten Quartal 1975 lagen die Exporte etwas unter und die Importe geringfügig über den entsprechenden Werten der Vergleichsperiode im Vorjahr, so daß der Handelsbilanzüberschuß um DM 2,1 auf 12,7 Mrd. zurückging. Bei wenig veränderten Nettoabflüssen im Bereich der Dienstleistungen und Übertragungen ergab sich eine ungefähr mit der Entwicklung des Handelsverkehrs gleichlaufende Reduzierung des Leistungsbilanzüberschusses auf DM 5,7 Mrd. Der Kapitalverkehr schloß mit einem Nettozufluß von DM 0,4 Mrd., da die Abflüsse im langfristigen Sektor durch Zuflüsse im Bereich der kurzfristigen und nichterfaßten Transaktionen mehr als ausgeglichen wurden. Der Gesamtüberschuß betrug DM 6,1 Mrd. und zeigte sich größtenteils in den zentralen Nettoreserven, was mithalf, den Anstieg des effektiven DM-Kurses in diesem Vierteljahr auf weniger als 1% zu beschränken.

Frankreich. Die Handelsbilanz glitt im vergangenen Jahr von dem 1973 erzielten Überschuß in Höhe von ffr 3,4 Mrd. in ein Defizit von ffr 18,6 Mrd. ab. Die Verschlechterung fand vorwiegend im ersten Halbjahr infolge der gestiegenen Ölpreise und der verhältnismäßig starken Binnennachfrage statt. Im zweiten Halbjahr spiegelte der Warenverkehr das rasche Einsetzen der Flaute im Inland wider. Nach der Zollstatistik wuchsen die Gesamtimporte (cif) im abgelaufenen Jahr mit ffr 88 Mrd. um mehr als die Hälfte; etwa 40% davon entfielen auf die erhöhten Ölausgaben. Die Exporte entwickelten sich weiter recht befriedigend und nahmen mit ffr 61 Mrd. um fast 40% zu. Der Anstieg bei den Halbfertigprodukten um ffr 32 Mrd. war mit einem Plus von mehr als 50% der bedeutendste. Der Trend zu der staatlicherseits angestrebten größeren Marktdiversifikation setzte sich mit einer raschen Ausweitung der Lieferungen an Erdöl- und Entwicklungsländer und europäische Staaten außerhalb der EWG fort.

Da die Nettoabflüsse bei den Dienstleistungen und Übertragungen erneut um ffr 3,1 Mrd. zunahmen, erreichte das Leistungsbilanzdefizit ffr 28,2 Mrd. gegen ffr. 3 Mrd. 1973.

In der üblichen Zahlungsbilanzdarstellung erscheinen langfristige Nettokapitalabflüsse von ffr 2,3 Mrd. Die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse außerhalb des Bankensystems betragen dagegen ffr 19,2 Mrd., so daß sich in der Gesamtbilanz ein Defizit von ffr. 11,2 Mrd. gegen ffr 3,7 Mrd. 1973 ergab. Diese konventionelle Betrachtungsweise läßt jedoch nicht erkennen, mit welcher Leichtigkeit die Leistungsbilanz tatsächlich finanziert wurde. Beispielsweise liehen sich auf Betreiben der Behörden die Unternehmen rund ffr 4,3 Mrd. mit Hilfe des französischen Bankensystems auf Roll-over-Basis aus; ihrer Natur nach sind diese Kapitaltransaktionen jedoch eher lang- als kurzfristig und eigentlich dem Nichtbankensektor zuzuordnen. Allein dadurch ergäbe sich statt des Defizits im langfristigen Kapitalverkehr von ffr 2,3 Mrd. ein Überschuß von ffr 2 Mrd.

Überdies sind im langfristigen Kapitalverkehr Kredite von französischen Banken an Gebietsfremde in Höhe von ffr 7 Mrd. enthalten, bei denen eine Art Fristentransformation erfolgte und die in Wirklichkeit einen direkten Gegenposten zu dem Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten der Banken darstellen. Die entsprechend bereinigte Bilanz der tatsächlichen langfristigen Kapitalleistungen würde daher Nettozuflüsse von ffr 9 Mrd. ausweisen. Zusammen mit den kurzfristigen Zuflüssen im Nichtbankensektor von ffr 19,2 Mrd. ergäbe sich eine ungefähr ausgeglichene Gesamtbilanz, in der einem Anstieg der kurzfristigen Nettoforderungen der Banken um rund ffr 2,1 Mrd.

Frankreich: Zahlungsbilanz

	1972	1973	1974	1973		1974	
				1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Millionen französische Franken							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	131 890	159 410	219 360 ¹	78 505	80 905	107 750 ¹	111 610 ¹
Einfuhr	125 370	155 970	238 000 ¹	75 655	80 315	120 500 ¹	117 500 ¹
Saldo	+ 6 520	+ 3 440	-18 640	+ 2 850	+ 590	-12 750	- 5 890
Dienstleistungen, Übertragungen	- 5 065	- 6 445	- 9 555	- 2 670	- 3 775	- 4 110	- 5 445
Leistungsbilanz	+ 1 455	- 3 005	-28 195	+ 180	- 3 185	-16 860	-11 335
Langfristiges Kapital							
Öffentlicher Sektor	- 235	- 1 110	- 2 350	- 740	- 370	- 545	- 1 805
Private Nichtbanken	+ 540	- 930	+ 7 970	+ 260	- 1 190	+ 3 720	+ 4 250
Banken	- 3 660	- 7 725	- 7 875	- 2 185	- 5 540	- 4 140	- 3 735
Zusammen	- 3 355	- 9 765	- 2 255	- 2 665	- 7 100	- 965	- 1 290
Grundbilanz	- 1 900	-12 770	-30 450	- 2 485	-10 285	-17 825	-12 625
Kurzfristiges Kapital, Restposten	+ 3 100	+ 9 110	+19 205	+ 4 770	+ 4 340	+11 085	+ 8 120
Gesamtbilanz	+ 1 200	- 3 660	-11 245	+ 2 285	- 5 945	- 6 740	- 4 505
davon: Veränderung der kurzfristigen Netto- auslandsposition der Banken	- 6 855	+ 3 790	- 9 195	- 310	+ 4 100	- 3 615	- 5 580
zentralen Nettoreserven	+ 8 055 ²	- 7 450	- 2 050	+ 2 595	-10 045	- 3 125	+ 1 075

¹ Teilweise geschätzt.

² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilung von ffr 893 Mio.

ein entsprechender Rückgang der zentralen Nettoreserven gegenüberstünde, der damit weniger als ein Drittel der Abnahme von 1973 ausmachen würde.

Im ersten Quartal 1975 setzte sich die Verbesserung der französischen Leistungsbilanz fort. Saisonbereinigt aktivierte sich die Handelsbilanz wieder und schloß mit einem Überschuß von ffr 0,7 Mrd.; das Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen nahm allerdings um ffr 0,6 auf 1,8 Mrd. zu. Im Endergebnis war das Leistungsbilanzdefizit mit ffr 1,1 Mrd. nur halb so hoch wie der im letzten Quartal 1974 verzeichnete Fehlbetrag.

Italien. Das Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich von Lit 1 500 Mrd. 1973 auf Lit 5 100 Mrd. im vergangenen Jahr, wovon zwei Drittel in den ersten sechs Monaten anfielen. Der Rückgang der Binnennachfrage verursachte im zweiten Halbjahr eine deutliche Verbesserung: das Defizit von Lit 1 200 Mrd. im Zeitraum Januar-Juni im Warenverkehr ohne Erdöl wandelte sich in einen Überschuß von Lit 200 Mrd.

Der Exportzuwachs belief sich für das Jahr insgesamt auf Lit 6 500 Mrd. (50%), mit besonders guten Ergebnissen bei Halbfertigprodukten und Investitionsgütern. Der gesamte Importanstieg erreichte Lit 9 700 Mrd. (65%), wovon fast die Hälfte auf Öl entfiel. Die Einfuhr ohne Öl erhöhte sich um 40% gegen etwa 15% 1973, wobei der Import von Rohmaterialien und Halbfertigprodukten rascher zunahm als im Jahr zuvor, der Import von Konsumgütern hingegen ein beträchtlich langsames

Italien: Zahlungsbilanz

	1972	1973	1974	1973		1974	
				1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Milliarden Lire							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr	10 755	12 870	19 405	5 555	7 315	8 560	10 845
Einfuhr	10 725	15 185	24 905	6 630	8 555	11 656	13 250
Saldo	+ 30	- 2 315	- 5 500	- 1 075	- 1 240	- 3 095	- 2 405
Dienstleistungen, Übertragungen	+ 1 135	+ 840	+ 430	+ 235	+ 605	- 75	+ 505
Leistungsbilanz	+ 1 165	- 1 475	- 5 070	- 840	- 635	- 3 170	- 1 900
Erfaßte Kapitalbewegungen							
Kompensatorische Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors	+ 350	+ 2 570	+ 1 325	+ 555	+ 2 015	+ 1 345	- 20
Sonstige	- 1 920	- 835	+ 285	- 640	- 195	- 975	+ 1 240
Zusammen	- 1 570	+ 1 735	+ 1 590	- 85	+ 1 820	+ 370	+ 1 220
Restposten	- 345	- 470	- 110	+ 10	- 480	- 150	+ 40
Kapitalbilanz	- 1 915	+ 1 265	+ 1 480	- 75	+ 1 340	+ 220	+ 1 260
Gesamtbilanz ¹	- 750	- 210	- 3 590	- 915	+ 705	- 2 950	- 640
davon: Veränderung der Nettoauslandsposition der Banken	- 255	- 30	- 475	- 370	+ 340	- 1 040	+ 565
zentralen Nettoreserven	- 495 ²	- 125	- 2 995	- 485	+ 360	- 1 815	- 1 180
Bewertungsänderungen	0	- 55	- 120	- 60	+ 5	- 95	- 25

¹ Ohne Bewertungsänderungen. ² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne SZR-Zuteilungen von Lit 66 Mrd.

Wachstum entwickelte. Der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz schrumpfte erneut und betrug Lit 430 Mrd.

Nach konventioneller Buchungsmethode erhöhte sich das Gesamtdefizit von Lit 200 auf 3 600 Mrd.; diese Verschlechterung entsprach etwa jener der Leistungsbilanz. Der gesamte Kapitalverkehr (einschließlich Restposten) schloß mit einem Nettozufluß von Lit 1 300 Mrd., womit das Ergebnis von 1973 um Lit 200 Mrd. übertroffen wurde. Die kompensatorischen Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors, die 1973 etwa Lit 2 600 Mrd. betragen hatten, erbrachten im vergangenen Jahr lediglich Lit 1 300 Mrd. Der private Kapitalverkehr wandelte sich dagegen von einem 1973 verzeichneten Nettoabfluß von etwa Lit 1 300 Mrd. zu einem Nettozufluß von Lit 200 Mrd., was auf die Einführung des Importdepots und die inländische geldpolitische Restriktion zurückzuführen war. Die Bemühungen, durch staatlich veranlaßte kompensatorische Verschuldung öffentlicher Körperschaften das Bruttoreservevolumen zu erhalten, fanden im zweiten Halbjahr 1974 praktisch ihr Ende, als die Kreditaufnahme an den Euromärkten schwierig wurde. Das Finanzierungserfordernis wurde von da an größtenteils durch eine Erhöhung der direkten mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten der Währungsbehörden gedeckt, wobei diese Zuflüsse 1974 Lit 3 600 Mrd. erreichten und die gesamte kompensatorische Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors schließlich auf Lit 5 000 Mrd. anhoben, was auch dazu beitrug, die effektive Abwertung der Lira in Grenzen zu halten.

Die Verbesserung der Zahlungsbilanz dauerte auch im ersten Quartal 1975 an; gegenüber der Vergleichsperiode 1974 lagen die Einfuhren um 4% tiefer und die Exporte um 28% höher. Das Handelsbilanzdefizit (fob/cif) schrumpfte daher von Lit 1 955 auf 605 Mrd., während das Gesamtdefizit von Lit 1 340 auf 110 Mrd. sank. Die verbesserte Lage kam auch in der vorzeitigen Rückzahlung von Schulden des öffentlichen Sektors im Ausmaß von Lit 240 Mrd. im Zeitraum Januar–April 1975 zum Ausdruck.

Belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion. Der gesamte Nettokapitalabfluß zeigte im vergangenen Jahr nur wenig Veränderung gegenüber 1973. Der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses um rund bfr 8,2 Mrd. spiegelte sich daher auch in der Gesamtbilanz wider, die mit einem auf bfr 24,6 Mrd. gesunkenen Aktivum schloß. Der Einfluß der Leads and lags auf die Abgrenzung zwischen Kapitalbilanz und laufenden Zahlungen muß jedoch beträchtlich gewesen sein. Die Zahlungsstatistik zeigt, daß der Überschuß im Handelsverkehr von bfr 48 auf 36 Mrd. schrumpfte, während sich in der Zollstatistik auf bereinigter fob-Basis der Überschuß von bfr 52 Mrd. in einen Fehlbetrag von bfr 4 Mrd. wandelte. Diese Passivierung entspricht in etwa der Erhöhung des Erdöldefizits. Im Handelsverkehr mit den Niederlanden, Deutschland und den Vereinigten Staaten traten beträchtliche Verschlechterungen ein, die zum Teil durch Verbesserungen gegenüber Großbritannien, dem Ostblock und Südamerika ausgeglichen wurden.

Der gesamte erfaßte Nettokapitalexport betrug bfr 12,2 Mrd.; das waren bfr 0,5 Mrd. mehr als 1973. Einem um bfr 6,5 Mrd. erhöhten Nettozufluß bei den Direktinvestitionen stand ein um bfr 9,7 Mrd. reduzierter Nettoabfluß bei den Wertpapiertransaktionen gegenüber, wobei der Rückgang vor allem auf die Schwäche

der internationalen Wertpapiermärkte zurückzuführen war. Die anderen erfaßten Kapitaleistungen und der Restposten verzeichneten allerdings eine Verschlechterung von fast bfr 17 Mrd., was offenbar zu einem großen Teil der Umkehrung der spekulativen Zuflüsse von 1973 zuzuschreiben ist.

Übrige EWG-Länder: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel (fob)			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz ¹	Gesamtbilanz	davon: Veränderung der	
	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo					Nettoauslandsposition der Banken	zentralen Nettoreserven ²
Belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion ³ (Milliarden Franken)									
1972	586,5	540,1	+ 46,4	+ 4,8	+ 51,2	- 30,7	+ 20,5	- 5,9	+ 26,4
1973	732,8	684,5	+ 48,3	- 3,3	+ 45,0	- 11,7	+ 33,3	- 3,1	+ 36,4
1974	982,8	947,3	+ 35,5	+ 1,3	+ 36,8	- 12,2	+ 24,6	+ 17,1	+ 7,5
Dänemark (Millionen Kronen)									
1972	30 445	33 450	- 3 005	+ 2 605	- 400	+ 1 570	+ 1 170	+ 540	+ 630
1973	37 260	44 565	- 7 305	+ 4 360	- 2 945	+ 4 990	+ 2 045	- 715	+ 2 760
1974	46 775	57 765	-10 990	+ 4 915	- 6 075	+ 5 285	- 790	+ 1 820	- 2 610
Irland (Millionen Pfund)									
1972	635	925 ⁴	- 190	+ 135	- 55	+ 15	- 40	- 85	+ 45
1973	855	1 125 ⁴	- 270	+ 190	- 80	+ 110	+ 30	+ 25	+ 5
1974	1 120	1 670 ⁴	- 550	+ 250	- 300	+ 360	+ 60	0	+ 60
Niederlande (Millionen Gulden)									
1972	50 550	48 945	+ 1 605	+ 2 545	+ 4 150	- 1 940	+ 2 210	- 550 ⁵	+ 2 760
1973	61 875	59 560	+ 2 295	+ 3 315	+ 5 610	- 4 545	+ 1 065	- 975 ⁵	+ 2 040
1974	83 345	82 545	+ 800	+ 3 540	+ 4 340	- 2 390	+ 1 950	- 715 ⁵	+ 2 665

¹ Einschließlich Restposten. ² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne die SZR-Zuteilungen von 1972. ³ Zahlungsbilanz teilweise auf Zahlungsbasis; Einfuhr und Ausfuhr teilweise zum cif-Wert. ⁴ cif. ⁵ Ohne langfristige Transaktionen.

Niederlande. Obwohl die Niederlande im vergangenen Jahr auf Kalorienbasis zum Nettoexporteur von Energie wurden, zeigte das Energiekonto einen Fehlbetrag von rund hfl 2 Mrd. (Erhöhung gegenüber 1973: hfl 1,7 Mrd.), da die Exportpreise für Erdgas wesentlich langsamer stiegen als die Importpreise für Öl. Der gesamte Handelsbilanzüberschuß nahm jedoch lediglich um hfl 1,5 auf 0,8 Mrd. ab, wobei die Einfuhr um etwa 40% und die Ausfuhr um rund 35% stieg. Die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen zeigten sich mit hfl 3,5 Mrd. gegenüber 1973 wenig verändert. Der Leistungsbilanzüberschuß belief sich daher auf hfl 4,3 Mrd. gegenüber 3,6 Mrd. 1973.

Dieser verhältnismäßig kleine Rückgang des Aktivalsaldos in der Leistungsbilanz wurde durch eine Schrumpfung der Nettokapitalabflüsse mehr als ausgeglichen, so daß sich der Gesamtüberschuß mit hfl 2 Mrd. fast verdoppelte. Die kurzfristigen Nettozuflüsse bei den Banken betragen rund hfl 0,7 Mrd. Die zentralen Nettoreserven stiegen daher um hfl 2,7 Mrd., und der effektive Wechselkurs des Guldens erhöhte sich im Lauf des Jahres weiter.

Der Rückgang der Nettokapitalabflüsse um hfl 2,2 Mrd. war das Ergebnis stark divergierender Bewegungen in den wichtigsten Kategorien. Einerseits hatte sich beispielsweise der 1973 erzielte Überschuß von hfl 0,2 Mrd. bei den Direktinvestitionen zu einem Defizit von hfl 1,6 Mrd. gewandelt, da die holländischen Anlagen im Ausland stark zunahmen. Auf der andern Seite schrumpfte erstens der Fehl-

betrag bei den Wertpapiertransaktionen um hfl 2 auf 0,7 Mrd.; hierin kam unter anderem die Ende Januar 1974 erfolgte Aufhebung des „geschlossenen“ Obligationenmarkts zum Ausdruck, die es Devisenländern ermöglichte, holländische Wertpapiere zu kaufen; dies wurde durch die verhältnismäßig hohen Renditen und die guten Aussichten der Währung gefördert, wogegen die Ungewißheit auf den internationalen Märkten zu einem fühlbaren Rückgang beim Erwerb ausländischer Wertpapiere durch Inländer führte. Zweitens kam es in der Position langfristige Kredite und Darlehen anstelle des 1973 gegebenen Defizits von hfl 1,0 Mrd. zu einem Überschuß von hfl 0,7 Mrd. Drittens gab es kurzfristige Nettokapitalzuflüsse (einschließlich Restposten, jedoch ohne Bankentransaktionen) in Höhe von hfl 0,6 Mrd. — hfl 0,5 Mrd. mehr als 1973.

Dänemark. Das Leistungsbilanzdefizit stieg 1974 um dkr 3,1 auf 6,1 Mrd., doch entsprach diese Erhöhung nur etwa zur Hälfte den zusätzlichen Kosten der importierten Energie. Das Defizit entstand zum größten Teil im ersten Halbjahr.

Der Export stieg wertmäßig um ein Viertel und mengenmäßig um 7%. Die Zunahme der Einfuhr um 30% war ausschließlich auf die Preisentwicklung zurückzuführen, da sich mengenmäßig ein Rückgang um etwa 6% ergab. Dieser war die Folge der raschen Verlangsamung der Binnennachfrage, der im Mai erfolgten Erhöhung der Verkaufssteuern für die meisten Konsumgüter außer Nahrungsmitteln und der Reaktion auf den Importstoß im Jahre 1973, der nach dem Auslaufen der Importabgabe zu Beginn jenes Jahres eingetreten war. Das Defizit im Warenverkehr stieg daher von dkr 7,3 Mrd. 1973 auf dkr 11 Mrd. 1974. Der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz erhöhte sich im vergangenen Jahr um dkr 0,6 auf 4,9 Mrd., zum größten Teil dank höheren Schiffahrtseinnahmen.

Der restriktive Kurs der Geldpolitik bedeutete für die Finanzierung der Leistungsbilanz eine Stütze. Die privaten Nettokapitalimporte beliefen sich auf dkr 4,8 Mrd., und Anleihen des öffentlichen Sektors erbrachten einen Nettozufluß von dkr 0,5 Mrd. Die Gesamtbilanz wies somit einen Fehlbetrag von dkr 0,8 Mrd. auf. Die Gegenposten hierzu waren ein Aufbau von Nettoforderungen bei den Banken und ein entsprechend größerer Rückgang bei den zentralen Nettoreserven, wodurch eine Entwertung der Krone im Laufe des Jahres verhindert wurde; in Verbindung mit der Verbesserung der Leistungsbilanz gegen Ende 1974 stieg der Außenwert der Währung sogar an.

Die günstige Entwicklung im Warenverkehr setzte sich im ersten Quartal 1975 fort, und das Handelsbilanzdefizit (fob/cif) belief sich auf dkr 1,9 Mrd. gegenüber 4,8 Mrd. in der Vergleichsperiode des Vorjahres. Die Einfuhr sank um 16%, während die Ausfuhr um 4% zunahm.

Irland. Das Defizit in der Handelsbilanz erhöhte sich weiter auf insgesamt £550 Mio. gegenüber £270 Mio. 1973 und £190 Mio. 1972. Während 1973 die Verschlechterung auf mengenmäßige Veränderungen zurückgegangen war, beruhte sie im letzten Jahr auf einer ungünstigen Verschiebung der Terms of trade, größtenteils infolge der Erdölpreiserhöhung, jedoch auch wegen des Sinkens der Viehpreise. Die Verschlechterung der Handelsbilanz war etwa zur Hälfte in erhöhten Nettoimportkosten von Erdöl und Erdölprodukten begründet. Bedingt durch den Konjunkturrückgang im Inland nahm die Einfuhr mengenmäßig leicht ab, obwohl in den

Anfangsmonaten des Jahres 1974 nach dem Konjunkturboom von 1973 eine gewisse Wiederauffüllung der Vorräte stattfand. Dem Wert nach betrug der Anstieg jedoch fast 50%. Die Ausfuhr erhöhte sich wertmäßig um rund ein Drittel, wobei sie bei landwirtschaftlichen Produkten um 16% und bei Industrierzeugnissen um 43% zunahm. Da die Nettoeingänge aus Dienstleistungen und Übertragungen £250 Mio. betragen — ein Anstieg um £60 Mio. gegen 1973, hauptsächlich infolge größerer Nettoübertragungen von der EWG —, schloß die Leistungsbilanz mit einem Fehlbetrag von insgesamt £300 Mio. gegen £80 Mio. im Jahr zuvor.

Der Gesamtüberschuß verdoppelte sich nichtsdestoweniger im letzten Jahr auf £60 Mio., da sich die Nettokapitalzuflüsse verdreifachten und £360 Mio. erreichten. Die privaten Nettozuflüsse brachten einen Zuwachs von £90 Mio.; zum großen Teil ist der Anstieg jedoch auf langfristige Kreditaufnahmen durch die Regierung (+ £130 Mio.) und den übrigen öffentlichen Sektor (+ £45 Mio.) zurückzuführen.

Sonstige europäische Länder

Österreich. Trotz einer Erhöhung des Defizits der Erdölbilanz um rund S 9 Mrd. und einer verhältnismäßig ausgeprägten Ausweitung der realen Inlandsnachfrage schrumpfte das österreichische Handelsbilanzdefizit 1974 um S 0,9 auf 32,7 Mrd.

Der Warenexport erhöhte sich wertmäßig um etwa ein Drittel und dem Volumen nach um 13%, wobei Halbfertigwaren und chemische Erzeugnisse besonders gute Ergebnisse erzielten. Nicht zuletzt waren hierfür die relativ lebhaftere Nachfrage im traditionellen Osthandel und der starke Anstieg der Ausfuhr in ölproduzierende Staaten und andere Entwicklungsländer maßgeblich. Der Export in die EWG-Länder stieg rund halb so viel wie die Gesamtausfuhr. Die Einfuhr erhöhte sich wertmäßig um 22% und mengenmäßig um 4%. Teils als Ergebnis der Festigkeit des Schillings verschlechterten sich die Terms of trade 1974 im Durchschnitt kaum; im Dezember waren sie sogar um über 5% günstiger als ein Jahr zuvor.

Die erfaßten Nettoeingänge bei den unsichtbaren Transaktionen lagen um S 3,2 Mrd. tiefer, doch wurde dies zum Teil durch eine Verbesserung des Restpostens um S 0,9 Mrd. ausgeglichen, von dem angenommen wird, daß er hauptsächlich nicht-erfaßte Zahlungen des Leistungsbilanzbereichs enthält. Mit Restposten belief sich das Leistungsbilanzdefizit auf S 5,9 Mrd., d.h. S 1,5 Mrd. mehr als 1973.

Ein großer Umschwung ergab sich im langfristigen Kapitalverkehr, wo die 1973 verzeichneten Nettoabflüsse von S 3,8 Mrd. im vergangenen Jahr von Nettozuflüssen von S 7,4 Mrd. abgelöst wurden. Eine wesentliche Veränderung fand im öffentlichen Sektor statt, der nach Nettorückzahlungen von S 0,7 Mrd. 1973 im vergangenen Jahr zu Kreditaufnahmen im Ausmaß von etwa S 3 Mrd. schritt.

Die Nettokapitalzuflüsse betragen S 6,9 Mrd., gegenüber einem geringfügigen Nettoabfluß 1973, wodurch sich im vergangenen Jahr in der Gesamtbilanz ein Überschuß von S 1 Mrd. anstelle des 1973 verzeichneten Fehlbetrages von S 4,7 Mrd. ergab.

Im ersten Quartal 1975 belief sich das Handelsbilanzdefizit auf S 9,1 Mrd., verglichen mit S 10,6 Mrd. in der Vergleichsperiode des Vorjahres. Die Importe nahmen um 4% ab, während die Ausfuhren ihren Stand beibehielten.

Österreich und Schweiz: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz	Gesamtbilanz	davon: Veränderung der	
	Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo					Nettoauslandsposition der Banken	zentralen Nettoreserven
Österreich (Millionen Schilling)									
1972	95 910	126 200	-30 290	+26 400	+ 455 ¹	+ 2 000	+ 2 455	- 5 590 ²	+ 8 045 ³
1973	114 960	148 480	-33 520	+26 595	- 4 400 ¹	- 265	- 4 665	- 880 ²	- 3 785 ³
1974	155 980	198 650	-32 670	+23 360	- 5 905 ¹	+ 6 930	+ 1 025	- 4 945 ²	+ 5 970 ³
Schweiz (Millionen Franken)									
1972	26 190	32 370	- 6 180	+ 7 020	+ 840	- 925 ¹	- 85	- 140 ²	+ 55 ³
1973	29 950	36 590	- 6 640	+ 7 530	+ 890	+ 1 140 ¹	+ 2 030	- 370 ²	+ 2 400 ³
1974	35 350	42 930	- 7 580	+ 8 340	+ 760	+ 2 420 ¹	+ 3 180	+ 2 960 ²	+ 220 ³

¹ Einschließlich Restposten. ² Ohne langfristige Transaktionen. ³ Ohne Bewertungsänderungen und (für 1972) SZR-Zuteilung von S 708 Mio. ⁴ Einschließlich Treuhandgelder. ⁵ Einschließlich im Swapwege von den Banken hereinengenommener Dollarbeträge, jedoch ausschließlich der hiervon weitergegebenen Dollarbeträge.

Schweiz. Insgesamt zeigte sich die Leistungsbilanzposition der Schweiz 1974 gegenüber dem vorangegangenen Jahr nur wenig verändert. Das übliche Handelsbilanzdefizit erhöhte sich um sfr 0,9 auf 7,6 Mrd., doch war dieser Anstieg beträchtlich geringer als die Erhöhung des Fehlbetrages in der Erdölbilanz um etwa sfr 1,6 Mrd. Dagegen nahmen die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen um sfr 0,8 auf 8,3 Mrd. zu. Der Rückgang der Binnennachfrage und die Stärke des Schweizer Frankens hielten das wertmäßige Wachstum der Importe in mäßigem Rahmen; insbesondere die Einfuhr von Investitions- und Verbrauchsgütern erhöhte sich wertmäßig um lediglich 5 % und verzeichnete mengenmäßig einen Rückgang um 3 %. Das Exportwachstum war im großen und ganzen zufriedenstellend; mit Fortschreiten des Jahres zeigte sich eine langsame Abflachung, doch konnte sich die Ausfuhr von chemischen Produkten und Maschinen wertmäßig halten. Durch die starke Verteuerung des Schweizer Frankens im Zeitraum November 1974-März 1975 und durch den Konjunkturrückgang in anderen Ländern gerieten aber viele Exporteure in akute Schwierigkeiten. Im ersten Quartal 1975 lag die Ausfuhr wertmäßig um 7 % und mengenmäßig um 14 % unter dem Ergebnis des Zeitraums Januar-März 1974, jedoch war der Einfuhrückgang noch stärker (fast 17 % sowohl wert- wie mengenmäßig), so daß sich der Fehlbetrag in der Handelsbilanz auf sfr 1,2 Mrd. oder auf etwas weniger als die Hälfte des in der Vergleichsperiode des Vorjahres verzeichneten Ergebnisses verringerte.

Über den Kapitalverkehr fehlen eingehende Unterlagen. Der Schweizer Franken geriet, zumal im zweiten Halbjahr, aus mehreren Gründen unter Aufwärtsdruck, wobei unter anderem die inländische Kreditbeschränkung, die Diversifikation der Währungsreserven ölexportierender Länder, die Abdeckung großer offener spekulativer Positionen und ganz allgemein traditionelle Sicherungsüberlegungen eine Rolle spielten. Die Nettoauslandsforderungen der Banken erhöhten sich um insgesamt nahezu sfr 3 Mrd. (ohne Swapgeschäfte mit der Nationalbank zum Jahresende), und infolge des verhältnismäßig „sauberen“ Floatings des Frankens wuchsen die zentralen Währungsreserven um lediglich sfr 0,2 Mrd. Stellt man den Leistungsbilanzüberschuß von sfr 0,8 Mrd. in Rechnung, so ergeben sich außerhalb des Bankensystems Nettokapitalzuflüsse von sfr 2,4 Mrd. Der gesamte Kapitalverkehr unter Einschluß der Bankentransaktionen verzeichnete somit einen Nettoabfluß von etwa sfr 0,5 Mrd.

Finnland. Das Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich von Fmk 1,5 Mrd. 1973 auf Fmk 4,5 Mrd. im vergangenen Jahr und erreichte damit fast 6% des Bruttosozialprodukts. Bei praktisch unveränderten Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen ergab sich die Verschlechterung um Fmk 3 Mrd. zum größten Teil im Handelsverkehr. Wertmäßig erhöhte sich die Einfuhr um mehr als die Hälfte und die Ausfuhr um rund 40%. Die Terms of trade waren 1974 trotz der Ölpreiserhöhung im Durchschnitt nur geringfügig schlechter als im Jahr zuvor. Mengenmäßig nahm die Einfuhr um 7% zu und entwickelte sich fast parallel zur Inlandsnachfrage, während die Ausfuhr stagnierte, was hauptsächlich durch den Rückgang der Baukonjunktur im Ausland, jedoch auch durch Kapazitätsengpässe in der Papier- und Metallindustrie bedingt war; wo im Export große Preiserhöhungen verzeichnet wurden.

Da sich die Kreditversorgung im Inland nach und nach stärker verknappte als im Ausland, wurde das Leistungsbilanzdefizit zu zwei Dritteln aus Kapitalzuflüssen gedeckt. Der langfristige Kapitalverkehr schloß mit einem Nettozugang von Fmk 0,9 Mrd. gegen 0,4 Mrd. 1973, während die kurzfristigen Nettokapitalzuflüsse, hauptsächlich Handelskredite, Fmk 2,1 Mrd. gegen bloß 0,3 Mrd. 1973 ausmachten. Das Defizit in der Gesamtbilanz belief sich daher mit Fmk 1,5 Mrd. auf nahezu das Doppelte des Vorjahresbetrags; es wurde zu gleichen Teilen durch eine Verringerung der Nettoauslandsposition der Bank von Finnland und der Geschäftsbanken gedeckt, was von einer kleinen effektiven Aufwertung der Finnmark im Jahr 1974 begleitet war.

Im ersten Quartal 1975 zeigte sich eine starke Verschlechterung der Handelsbilanz. Gemessen an der Vergleichsperiode des Vorjahres lag die Einfuhr um 30% und die Ausfuhr um 11% höher, so daß der Fehlbetrag Fmk 2,3 Mrd. erreichte, doppelt so viel wie im Zeitraum Januar-März 1974. Um die Passivierung einzugrenzen, wurde gegen Ende März eine Importdepotregelung eingeführt.

Island. Das Zusammentreffen eines verhältnismäßig starken Wachstums der Inlandsnachfrage mit der Ölpreiserhöhung und einem Rückgang im Fischfang führte dazu, daß der Überschuß der Leistungsbilanz von \$ 15 Mio. aus dem Jahr 1973 sich im vergangenen Jahr in einen Fehlbetrag von \$ 135 Mio. wandelte. Diese Entwicklung trat trotz der Einführung einer Importdepotregelung im Mai und einer Abwertung der Krone gegenüber dem US-Dollar um 17% im August ein. Die Einfuhr nahm wertmäßig um zwei Drittel und mengenmäßig um fast 10% zu. Die Exporte erhöhten sich wertmäßig um 40%, im Volumen lagen sie jedoch um 8% niedriger.

Trotz einer Saldendrehung von \$ 75 Mio. im Kapitalverkehr, der einen Nettozufluß von \$ 65 Mio. erbrachte, verschlechterte sich die Währungsposition um \$ 70 Mio., während sie sich 1973 um \$ 5 Mio. verbessert hatte.

Norwegen. Obwohl sich das Leistungsbilanzdefizit von nkr 2 Mrd. 1973 auf 5,6 Mrd. im vergangenen Jahr erhöhte, verursachte seine Finanzierung keine besonderen Schwierigkeiten, was ohne Zweifel auch durch die günstigen Auswirkungen der in Zukunft zu erwartenden Ölexporte für die Leistungsbilanz bedingt war. Die Gesamtbilanz schloß daher noch immer mit einem Überschuß von nkr 1,3 Mrd., rund nkr 0,5 Mrd. weniger als 1973.

Die Verschlechterung der Leistungsbilanz war weitgehend durch den Anstieg der Nettoölkosten (rund nkr 1,5 Mrd.) und der direkt mit der Ölförderung in der

Nordsee zusammenhängenden Nettoimporte (rund nkr 1,2 Mrd.) bedingt. Der Handel mit Schiffen entwickelte sich günstig, wobei sich das 1973 verzeichnete Defizit von nkr 0,7 Mrd. in einen Überschuß von nkr 1,1 Mrd. wandelte. Ohne Schiffe stieg die Einfuhr wertmäßig um fast 40% und mengenmäßig um 11%. Das Mengenwachstum entsprach in etwa dem Ergebnis von 1973, obwohl die reale Inlandsnachfrage im letzten Jahr verhältnismäßig stark zunahm. Die Ausfuhr ohne Schiffe zeigte mengenmäßig einen leichten Rückgang, erhöhte sich jedoch wertmäßig um 30%. Die Terms of trade verbesserten sich 1974 im Warenverkehr ohne Schiffe um durchschnittlich 4%, was etwa der effektiven Kursfestigung der Krone entsprach. Die größten Exportpreissteigerungen wurden bei Holzprodukten erzielt.

Die langfristigen Nettokapitalzuflüsse — im wesentlichen Kreditaufnahmen im Ausland durch die Schifffahrtsindustrie — erreichten nkr 5,5 Mrd.; das waren nkr 0,5 Mrd. mehr als 1973. Die kurzfristigen Nettozuflüsse betrugen nkr 1,3 Mrd. gegenüber Nettoabflüssen von nkr 1,2 Mrd. im Jahr 1973.

Nordische Länder: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz ¹	Gesamtbilanz	davon: Veränderung der	
	Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo					Nettoauslandsposition der Banken	zentralen Nettoreserven ²
Finnland (Millionen Finnmark)									
1972	12 010	13 085	- 1 075	+ 595	- 480	+ 985	+ 505	+ 320	+ 185
1973	14 525	16 560	- 2 035	+ 555	- 1 480	+ 695	- 785	- 295	- 490
1974	20 610	25 610	- 5 000	+ 490	- 4 510	+ 3 035	- 1 475	- 735	- 740
Island (Millionen US-Dollar)									
1972	190	215 ³	- 25	+ 5	- 20	+ 20	0	- 5	+ 5
1973	270	300 ³	- 30	+ 45	+ 15	- 10	+ 5	- 5	+ 10
1974	375	505 ³	- 130	- 5	- 135	+ 65	- 70	- 5	- 65
Norwegen (Millionen Kronen)									
1972	21 795	29 240	- 7 445	+ 7 060	- 385	+ 1 275	+ 890	- 70	+ 960 ⁴
1973	27 385	37 300	- 9 915	+ 7 905	- 2 010	+ 3 735	+ 1 725	+ 350	+ 1 375 ⁴
1974	34 860	48 525	- 13 665	+ 8 105	- 5 560	+ 6 810	+ 1 250	- 365	+ 1 615 ⁴
Schweden (Millionen Kronen)									
1972	41 750	38 665	+ 3 085	- 1 810	+ 1 275	+ 800	+ 2 075	- 5 ⁵	+ 2 080
1973	53 155	46 450	+ 6 705	- 1 415	+ 5 290	- 1 405	+ 3 885	- 40 ⁵	+ 3 925
1974	70 390	72 945	- 2 555	- 1 840	- 4 395	+ 1 105	- 3 290	+ 235 ⁵	- 3 625

¹ Einschließlich Restposten. ² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne die SZR-Zuteilungen von 1972. ³ fob.
⁴ Ohne Bewertungsänderungen. ⁵ Ohne Veränderung der Terminpositionen.

Schweden. Die Handelsbilanz wechselte von dem 1973 gegebenen Überschuß von skr 6,7 Mrd. in ein Defizit von skr 2,6 Mrd. im vergangenen Jahr. Infolge der verhältnismäßig starken Zunahme der Binnennachfrage und der hohen Vorratsbildung war die Verschlechterung der Handelsbilanz größer als die Erhöhung des Erdöldefizits um skr 7 Mrd.

Die Einfuhr stieg wertmäßig um fast 60% und mengenmäßig um 10%. Der mengenmäßige Zuwachs war stärker als 1973 und vor allem durch Schiffe und andere Fertigprodukte verursacht. Die Ausfuhr erhöhte sich wertmäßig um ein Drittel und mengenmäßig um 4%; die Vergleichszahlen für 1973 betragen 27 bzw. 16%. Die Verlangsamung des Mengenwachstums war zum großen Teil auf die Abschwächung der

Weltnachfrage zurückzuführen, aber auch inländische Lieferengpässe spielten eine Rolle, vor allem bei Holz und Holzprodukten, wo aber höhere Preise dennoch wertmäßig ein rascheres Exportwachstum bewirkten. Der Fehlbetrag bei den Dienstleistungen und Übertragungen nahm zu, hauptsächlich infolge von Zahlungen der Regierung an Entwicklungsländer. Die Leistungsbilanz wies daher anstelle des 1973 verzeichneten Überschusses von skr 5,3 Mrd. ein Defizit von skr 4,4 Mrd. auf.

Die Verschlechterung der Leistungsbilanz um fast skr 10 Mrd. wurde nur zu einem Viertel durch eine Umkehr im Kapitalverkehr ausgeglichen, der 1974 mit einem Überschuß von skr 1,1 Mrd. gegen ein Defizit von skr 1,4 Mrd. 1973 schloß. Im Laufe des Jahres wurde die Kreditpolitik verschärft und die Beschränkung der Aufnahme von Krediten im Ausland gelockert, zum Teil in der Absicht, Kapitalzuflüsse anzuregen. Diese Strategie begann im späteren Jahresverlauf Erfolge zu zeigen. Während sich noch im ersten Halbjahr 1974 ein Nettokapitalabfluß von skr 1,8 Mrd. ergeben hatte, deckten die Nettozuflüsse von skr 2,9 Mrd. im zweiten Halbjahr schon den größten Teil des Leistungsbilanzdefizits. Der Fehlbetrag der Gesamtbilanz verringerte sich daher von skr 2,8 Mrd. im Zeitraum Januar–Juni auf lediglich skr 0,5 Mrd. in der Periode Juli–Dezember, wobei im Laufe des Jahres eine leichte Erhöhung des effektiven Wechselkurses eintrat.

Portugal und Spanien: Zahlungsbilanzen

	Warenhandel (fob)			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungs-bilanz	Kapital-bilanz ¹	Gesamt-bilanz	davon: Veränderung der	
	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo					Nettoauslandsposition der Banken	zentralen Nettoreserven
Portugal ² (Milliarden Escudos)									
1972	36,9	53,1	- 16,2	+ 29,4	+ 13,2	- 5,6	+ 7,6	- 0,8	+ 8,4
1973	47,4	65,2	- 17,8	+ 31,1	+ 13,3	- 4,9	+ 8,4	0	+ 8,4
1974	51,2	94,1	- 42,9	+ 28,7	- 14,2	- 2,3	- 16,5	0	- 16,5
Spanien (Milliarden Peseten)									
1972	252,8	402,1	- 149,3	+ 186,1	+ 36,8	+ 56,9	+ 93,7	- 7,8 ³	+ 101,5 ⁴
1973	313,5	519,2	- 205,7	+ 238,0	+ 32,3	+ 48,2	+ 80,5	+ 8,6 ³	+ 71,9 ⁴
1974	420,7	826,0	- 405,3	+ 224,3	- 18,0	+ 83,0	- 98,0	- 53,3 ³	- 44,7 ⁴

¹ Einschließlich Restposten. ² Portugiesisches Mutterland gegenüber der übrigen Welt; Transaktionen mit dem Escudoraum auf Zahlungsbasis. ³ Ohne langfristige Transaktionen. ⁴ Ohne Bewertungsänderungen und (für 1972) SZR-Zuteilung von Pta 2,9 Mrd.

Portugal. Die Leistungsbilanz wandelte sich von einem Überschuß von Esc 13 Mrd. im Jahr 1973 in ein Defizit von Esc 14 Mrd. im abgelaufenen Jahr. Die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen verzeichneten einen leichten Rückgang, während das Handelsbilanzdefizit auf Esc 43 Mrd. stieg und sich damit mehr als verdoppelte. Die Ausfuhr erhöhte sich um weniger als 10%, wogegen die Importe um fast die Hälfte zunahmen. Der Nettokapitalabfluß betrug im vergangenen Jahr etwa Esc 2 Mrd. und lag damit etwa halb so hoch wie 1973.

Spanien. Nach langen Jahren des Überschusses ergab sich 1974 in der Leistungsbilanz ein großer Umschwung in einen Fehlbetrag. Das Handelsbilanzdefizit verdoppelte sich auf Pta 405 Mrd., während die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen mit Pta 224 Mrd. geringfügig niedriger lagen als 1973.

Zwei Drittel der Handelsbilanzverschlechterung sind auf den Anstieg der Nettoölausgaben um Pta 130 Mrd. zurückzuführen, wobei die Wirkung der Preiserhöhung noch durch eine mengenmäßige Zunahme um fast 10% verstärkt wurde; dies war teilweise eine Folge der Dürre, die die Stromerzeugung der Wasserkraftwerke beeinträchtigte, hing aber auch damit zusammen, daß der Inlandspreis von Erdölprodukten nicht im vollen Ausmaß ihrer Verteuerung am Weltmarkt steigen durfte. Im übrigen ist die Erhöhung des Handelsdefizits hauptsächlich der verhältnismäßig starken Zunahme der realen Inlandsnachfrage zuzuschreiben. Der Anstieg des Handelsdefizits ohne Öl entstand zum größten Teil im Handel mit landwirtschaftlichen Produkten und Nahrungsmitteln. Der Überschuß bei Industriewaren verzeichnete einen kleinen Zuwachs.

Um den erwarteten Bedürfnissen zur Finanzierung der Leistungsbilanz Rechnung zu tragen, nahm der öffentliche Sektor, angeregt durch die spanischen Behörden, 1974 langfristige Auslandskredite in Höhe von Pta 52 Mrd. auf. Die lang- und kurzfristigen Nettokapitalzufüsse trugen daher weitgehend zum Ausgleich der Zahlungsbilanz bei, wodurch der Währungsreservenverlust auf Pta 45 Mrd. beschränkt werden konnte und der effektive Pesetenkurs sich nur wenig veränderte.

Griechenland. Der verhältnismäßig starke Rückgang der Inlandsnachfrage trug im Verein mit dem für bestimmte Waren erhöhten Importdepot dazu bei, den Anstieg der Importzahlungen trotz höheren Ölpreisen auf 15% zu begrenzen. Mengenmäßig dürfte die Einfuhr einen gewissen Rückgang aufgewiesen haben. Die Exporterlöse erhöhten sich andererseits um fast die Hälfte; auch mengenmäßig scheint die Ausfuhr etwas zugenommen zu haben, hauptsächlich infolge größerer Fertigwarenlieferungen. Das Außenhandelsdefizit weitete sich daher nur geringfügig auf \$2,9 Mrd. aus, und die Leistungsbilanz schloß 1974, da die Nettoerlöse aus Dienstleistungen und Übertragungen sich gleichfalls leicht erhöhten, mit einem Fehlbetrag von etwa \$1,2 Mrd., was ungefähr dem Resultat von 1973 entsprach.

Der Nettokapitalimport betrug \$1,1 Mrd. und lag damit um \$0,1 Mrd. unter dem Wert von 1973, wodurch sich die 1973 fast ausgeglichene Gesamtbilanz leicht passivierte.

Mittelmeerländer: Zahlungsbilanzen

	Jahr	Warenhandel			Dienstleistungen, Übertragungen	Leistungsbilanz	Kapitalbilanz ¹	Gesamtbilanz	davon: Veränderung der	
		Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo					Nettoauslandsposition der Banken	zentralen Nettoreerven ²
Millionen US-Dollar										
Griechenland ³	1972	835	2 440	-1 605	+1 205	- 400	+ 900	+ 500	+ 10	+ 490 ⁴
	1973	1 230	4 045	-2 815	+1 625	-1 190	+1 180	- 10	0	- 10 ⁴
	1974	1 775	4 660	-2 885	+1 645	-1 240	+1 100	- 140	+ 15	- 153 ⁴
Jugoslawien	1972	2 240	3 230	- 990	+1 410	+ 420	+ 90	+ 510	+ 15 ⁴	+ 495
	1973	2 850	4 510	-1 660	+2 150	+ 490	+ 210	+ 700	+ 90 ⁴	+ 610
	1974 ⁵	3 800	7 550	-3 750	+2 650	-1 100	+ 250	- 850	- 20 ⁴	- 830
Türkei	1972	885	1 405 ⁷	- 520	+ 645	+ 125	+ 215	+ 340	- 410 ⁴	+ 750
	1973	1 320	1 880 ⁷	- 560	+1 185	+ 625	- 265	+ 360	- 175 ⁴	+ 535
	1974	1 530	3 390 ⁷	-1 860	+1 450	- 410	+ 50	- 360	0 ⁴	+ 360

¹ Einschließlich Restposten. ² Zwecks besserer Vergleichbarkeit ohne die SZR-Zuteilungen von 1972. ³ Zahlungsbilanz auf Zahlungsbasis. ⁴ Ohne Bewertungsänderungen. ⁵ Angaben teilweise geschätzt. ⁶ Ohne langfristige Transaktionen. ⁷ fob.

Jugoslawien. Die Leistungsbilanz wies anstelle des 1973 erzielten Überschusses von \$0,5 Mrd. 1974 einen Fehlbetrag von \$1,1 Mrd. auf. Die Verschlechterung ergab sich ausschließlich in der Handelsbilanz, da die Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen um \$0,5 auf 2,6 Mrd. stiegen.

Das Handelsbilanzdefizit von \$3,7 Mrd. war um \$2 Mrd. größer als 1973. Jugoslawien ist von der Öleinfuhr weniger abhängig als viele andere Länder, und das Öldefizit stieg nur um \$0,5 Mrd. Die 1974 eingetretene Verschlechterung der Handelsbilanz spiegelt im Gegensatz zu dem allgemein beobachteten Trend zum größten Teil das ansehnliche Wachstum und die Beschleunigung der realen Inlandsnachfrage wider. Zwar nahmen die Exporte um \$1 Mrd. zu, doch war der Anstieg des Einfuhrvolumens dreimal so groß.

Die Unterlagen über die Kapitalbewegungen sind unvollständig; immerhin scheint es, daß das Leistungsbilanzdefizit zwar teilweise durch langfristige Kapitalzuflüsse — weitgehend offizieller Art und zu günstigen Bedingungen — hauptsächlich jedoch durch Rückgriff auf die zentralen Währungsreserven finanziert wurde.

Türkei. Als Ergebnis der raschen Ausweitung der Inlandsnachfrage, der zusätzlichen Kosten des importierten Öls und der schlechten Ernten wechselte die Leistungsbilanz von einem Überschuß von \$0,6 Mrd. 1973 in einen Fehlbetrag von \$0,4 Mrd. Bei einem Umschwung in der Kapitalbilanz zu Nettokapitalzuflüssen ergab sich ein Gesamtdefizit von \$0,4 Mrd., wogegen 1973 ein Überschuß in etwa gleicher Höhe erzielt worden war.

Der Einfuhrwert schnellte um über 80% hinauf, während die Exporte um nur 16% zunahmen, so daß das Defizit in der Handelsbilanz mit \$1,9 Mrd. dreimal so groß war wie im Jahr zuvor. Die Exportzunahme bei industriellen Erzeugnissen war erneut besonders stark (fast 40%). Die Nettoeingänge aus Dienstleistungen und Übertragungen stiegen um \$0,3 auf 1,5 Mrd.; 1973 hatten sie sich fast verdoppelt.

IV. GOLD, RESERVEN UND DEISEN

Gold: Produktion, Märkte und Reserven

1974 war das vierte Jahr nacheinander, in dem die Goldproduktion der nicht-kommunistischen Länder zurückging. Mit 100 t bzw. 9% war die Abnahme beträchtlich stärker als in den drei vorangegangenen Jahren; die kumulative Rückbildung seit 1970 erreichte dadurch 22%. Die Produktion Südafrikas verringerte sich um 94 t und die von Kanada, dem zweitgrößten westlichen Produzenten, um 8 t. Eine Anzahl kleinere, einander weitgehend ausgleichende Zu- und Abnahmen meldeten die anderen Erzeugerländer.

Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1970	1971	1972	1973	1974
	Tonnen								
Südafrika	323,9	436,9	371,0	371,4	1 000,4	976,3	908,7	852,3	758,5
Kanada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	70,3	64,7	59,9	52,2
Vereinigte Staaten	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	46,5	45,1	36,2	35,1
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	21,7	22,5	22,7	24,9
Philippinen	5,1	34,9	—	14,9	18,7	19,9	18,9	18,6	18,7
Australien	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	20,9	23,5	17,2	16,8
Rhodesien	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Kolumbien	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	5,9	5,8	6,5	8,7
Japan	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	7,9	7,6	6,7	6,2
Mexiko	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,7	4,5	4,0	4,7
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	5,4	4,3	4,2	4,4
Zusammen	529,0	970,6	607,5	692,2	1 231,1	1 195,1	1 121,2	1 043,9	945,8
Sonstige Länder	41,5	194,4	59,0	62,0	36,4	34,1	46,5	42,5	39,2
Geschätzte Welterzeugung*	570,5	1 165,0	666,5	754,2	1 267,5	1 229,2	1 167,7	1 086,4	985,0

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

In Südafrika, wo der vom Goldbergbau erzielte Durchschnittspreis um 63% über dem von 1973 lag, sank der durchschnittliche Goldgehalt des geförderteten Erzes 1974 um 11%, also etwa im Ausmaß des Vorjahres. Außerdem nahm im vergangenen Jahr auch die Gesamtmenge des verarbeiteten Erzes leicht ab, da wegen Schwierigkeiten bei der Anwerbung von Arbeitskräften die Gesamtbeschäftigung in dieser Industrie trotz weiteren großen Lohnerhöhungen um 6% zurückging. Diese trugen dazu bei, daß die durchschnittlichen Produktionskosten um 40% stiegen; nichtsdestoweniger erhöhten sich die durchschnittlichen Gewinne im Goldbergbau, die sich 1973 verdoppelt hatten, im vergangenen Jahr weiter um 80%.

Im Gegensatz zu den drei vorausgegangenen Jahren wurde der Rückgang der westlichen Produktion nicht durch steigende Goldverkäufe der kommunistischen Länder am Markt ausgeglichen. Im Gegenteil, diese Verkäufe verringerten sich nach vorliegenden Schätzungen von 330 auf 150 t. Infolgedessen ging die für die nicht-monetäre Nachfrage zur Verfügung stehende Goldmenge, obwohl die Verkäufe am

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte) 1970-1974

	1970	1971	1972	1973	1974
	Tonnen				
Goldproduktion	1 265	1 230	1 170	1 085	985
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt)	50	90	200	330	150
Insgesamt	1 315	1 320	1 370	1 415	1 135
Veränderung der amtlichen Goldbestände westlicher Länder	285	-125	90	- 35	- 45
Verkäufe auf dem freien Markt*	1 030	1 445	1 280	1 450	1 180

* Als Rest ermittelt.

Markt aus offiziellen Reservebeständen westlicher Länder etwas höher waren als im Vorjahr, um 19% auf schätzungsweise 1 180 t zurück.

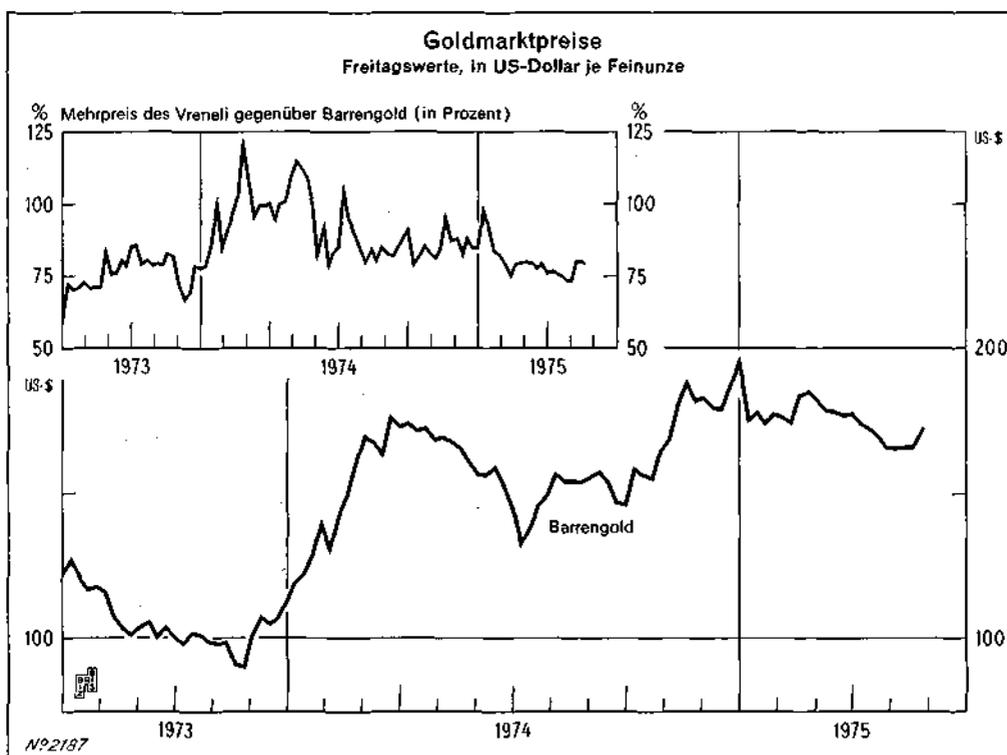
Dieser Rückgang des Angebots trat zu einer Zeit auf, in der sich die Inflation beschleunigte, die Wertpapiermärkte zur Schwäche neigten und die Währungsunruhe andauerte, also unter Verhältnissen, die die Nachfrage nach Gold zu Anlagezwecken stark stimulierten. Die Nachfrage kam größtenteils aus Westeuropa sowie aus den Vereinigten Staaten und Japan. Der Hauptteil der Käufe entfiel auf Gold in Barrenform; doch auch Münzen wurden stark vermehrt gekauft, insbesondere solche mit nur bescheidenem Aufschlag auf den Metallwert. Allein in Südafrika wurden 1974 100 t Münzen (Krugerrand) hergestellt. Die gesamte Münzprägung ist für das Jahr auf über 250 t geschätzt worden, was mehr als einem Viertel der westlichen Produktion entspricht. Ein großer Teil dieser Münzen wurde von Gebietsansässigen der Vereinigten Staaten und Großbritanniens erworben, denen der Besitz ungemünzten Goldes verboten war. Die Münzkäufe amerikanischer Deviseninländer waren durch eine Verlautbarung des Schatzamts im Dezember 1973 erleichtert worden, die den Besitz von Münzen mit Prägdatum bis 1959 gestattete, während vorher nur Münzen, die vor 1934 geprägt worden sind, gehalten werden durften. Als Folge dieser Goldnachfrage für Anlagezwecke ergab sich ein weiterer starker Anstieg des Goldpreises, der die übrige nichtmonetäre Verwendung des Metalls beeinträchtigte. Die Verwendung neuen Goldes für industrielle Zwecke (vor allem Schmuck) ging wesentlich zurück, und aus Ländern des Nahen und Fernen Ostens gelangte sogar einiges Gold, das dort traditionell Sparzwecken dient, auf den Markt.

Am Londoner Goldmarkt stieg der Fixingpreis zwischen Ende 1973 und dem 30. Dezember 1974 um weitere 75%, nämlich von \$ 112,75 pro Unze auf die Rekordhöhe von \$ 197,50 je Unze. Dabei waren zwei Perioden starker Preissteigerung zu verzeichnen, nämlich die ersten vier und die letzten zweieinhalb Monate, zwischen denen eine Konsolidierungsphase lag, in der zeitweilig die Preise erheblich zurückgingen. Am stärksten war die Goldnachfrage wahrscheinlich in den Anfangsmonaten des Jahres 1974. Der Londoner Fixingpreis, der in den letzten Wochen von 1973, ausgehend von \$ 90 je Unze, gestiegen war, setzte seinen steilen Anstieg nach der Jahreswende fort. Unter dem Einfluß umfangreicher Anlage- und Spekulationskäufe erreichten die Notierungen am 26. Februar \$ 185 je Unze. Damit hatten sie sich innerhalb von drei Monaten mehr als verdoppelt. Die Nachfrage blieb auch während der nächsten beiden Monate hoch, wobei sie durch die erneute Dollarschwäche und durch

die Erwartung gestützt wurde, daß die EWG-Länder übereinkommen könnten, untereinander offizielle Goldtransaktionen zu einem hohen Verrechnungspreis zuzulassen.

Vom Mai an kehrte sich der Trend um, obwohl sich der amerikanische Finanzminister in einer Erklärung vom 9. Mai dafür ausgesprochen hatte, amerikanischen Deviseninländern den freien Ankauf und Besitz von Gold zu gestatten. Die kräftige Aufwärtsbewegung der kurzfristigen Zinsen erhöhte die Kosten des Goldbesitzes, und gleichzeitig begann sich der Dollar an den Devisenmärkten zu erholen. Mitte des Jahres wurde der Abwärtstrend durch den Zusammenbruch der Herstatt-Bank verstärkt, von der gerüchtweise verlautete, sie habe Haussepositionen in Gold gehabt. Am 4. Juli hatte der Fixingpreis ein Tief von \$ 129 je Unze erreicht; vor dem Ende des Monats hatte er sich jedoch bis auf über \$ 150 pro Unze erholt. Danach bewegten sich die Preise bis Mitte Oktober innerhalb enger Grenzen um diesen Wert.

Dann führte die Konstellation von neuerlicher Schwäche des Dollars an den Devisenbörsen, Rückgang der kurzfristigen Zinssätze und unmittelbar bevorstehender Legalisierung des privaten Goldbesitzes in den USA (die Gesetzesvorlage passierte den Kongreß am 31. Juli) zu einer erneuten Stärkung der Nachfrage. Die Notierungen zogen kräftig an, und am 18. November erreichte der Fixingpreis \$ 190,50. Nach der Ankündigung, daß das amerikanische Schatzamt einen Teil der offiziellen Goldreserven im Januar 1975 versteigern werde, sackte der Preis Anfang Dezember kurz auf \$ 170,50 ab, doch blieb der Markt auf Hausse eingestellt. Am 30. Dezember, unmittelbar vor der Legalisierung des privaten Goldbesitzes in den USA, lag der Fixingpreis bei \$ 197,50.



In Wirklichkeit erwies sich die private amerikanische Nachfrage dann als sehr schwach. Auch bei ausländischen Käufern weckte die Goldauktion der amerikanischen Regierung wenig Interesse. Von den am 6. Januar angebotenen 2 Mio. Unzen wurden nur für knapp die Hälfte Gebote abgegeben, und lediglich 750 000 Unzen wurden tatsächlich zu \$153 je Unze oder darüber verkauft. Der Marktpreis des Goldes sank bald danach auf \$175 bis 180 je Unze. Unbegründete Gerüchte, daß Zentralbanken den Markt stützen würden, brachten den Preis im Februar kurz auf eine Spitze von rund \$185, aber die Nachfrage gab bald wieder nach, da die Anleger sich anscheinend wieder den Aktienmärkten zuwandten. Bis Mitte April waren die Notierungen auf \$165 je Unze gesunken, und um diesen Stand schwankten sie innerhalb enger Grenzen, bis sie gegen Ende Mai wieder auf über \$170 je Unze stiegen. Auch die Nachfrage nach Münzen sank, und im April wurde es britischen Deviseninländern unter-sagt, nach 1837 geprägte Goldmünzen von Gebietsfremden zu erwerben.

Der Umfang der Zahlungsungleichgewichte, der sich aus der Ölpreiserhöhung ergeben hatte, führte zu einigen Versuchen, die monetären Goldbestände zu reakti-vieren. Zu erwähnen sind hier die diesbezügliche Initiative der EWG-Länder vom April 1974, die Übereinkunft der Zehnergruppenländer vom Juni 1974 über die Ver-wendung von Gold zur Sicherung von Zentralbankkrediten und der goldgesicherte Kredit der Deutschen Bundesbank über \$2 Mrd. an die Bank von Italien. Dieser Kredit war 1974 allerdings die einzige bedeutende Transaktion, bei der monetäres Gold eine Rolle spielte.

Am 16. Dezember wurde nach einer Konferenz der Präsidenten der Vereinigten Staaten und Frankreichs in einem Pressecommuniqué unter anderem mitgeteilt, daß die Präsidenten übereingekommen waren, es jeder Regierung anheimzustellen, ob sie ihre Goldbestände auf Basis der jeweiligen Marktpreise bewerten wolle. Am 9. Januar 1975 wurden die französischen offiziellen Goldbestände auf \$170,40 je Unze, den durchschnittlichen Londoner Marktpreis vom 7. Januar, aufgewertet. Dadurch erhöhte sich der Dollarbetrag der französischen Goldreserven um \$12,9 Mrd. In Zukunft werden die französischen Behörden den Bestand alle sechs Monate auf Basis des Durch-schnitts der internationalen Marktnotierungen in den jeweils vorangegangenen drei Monaten neu bewerten. Bisher hat kein anderes Land seinen Goldbestand auf Basis der Marktpreise aufgewertet.

Die Entwicklung der Weltwährungsreserven

1974 war das fünfte aufeinanderfolgende Jahr, das einen schnellen Anstieg der Weltwährungsreserven brachte. Die gesamten offiziellen Bestände der Länder an Gold, Devisen und Sonderziehungsrechten samt ihrer IWF-Reserveposition sind in Dollar gerechnet um schätzungsweise \$40,3 Mrd. bzw. 22% gestiegen. Absolut gesehen war dies mit Abstand der größte Zuwachs, der je in einem Jahr zu verzeich-nen war, und auch prozentual wurde er nur durch das Ergebnis von 1971 — 43% — übertroffen. Damit erreichte der kumulative Zugang der Weltwährungsreserven seit Beginn der siebziger Jahre — das war auch die Zeit, in der die Sonderziehungsrechte eingeführt wurden — rund \$150 Mrd.

Wie in anderen Jahren der letzten Zeit erfolgte das Wachstum der Gesamt-reserven teilweise aufgrund der geänderten Dollarbewertung der Nichtdollar-Reserve-

aktiva. Allerdings scheint dieser Faktor 1974 weniger als ein Zehntel zum gesamten Reservenzugang beigetragen zu haben, während er im Jahr davor, in dem der Dollar gegenüber dem Gold um 10% abgewertet worden war, rund ein Drittel ausgemacht hatte. Unter den Reserveaktiva hat der Dollarwert der gesamten Goldreserven der Länder und ihrer Forderungen an den IWF 1974 infolge der 1½%igen Entwertung des Dollars gegenüber dem SZR-Korb zwischen dessen Einführung am 1. Juli und dem Ende des Jahres um \$0,9 Mrd. zugenommen. Außerdem dürften Bewertungsänderungen den Dollargegenwert der Nichtdollar-Devisenreserven der Länder um \$2-2½ Mrd. erhöht haben.

Mit der bedeutenden Ausnahme einer beträchtlichen Aufstockung der offiziellen Sterlingguthaben erfolgte der Anstieg der Devisenreserven im vergangenen Jahr im wesentlichen auf die gleiche Art und Weise wie in anderen Jahren der letzten Zeit, nämlich durch Erhöhung der Dollarguthaben in den Vereinigten Staaten oder am Eurogeldmarkt. Aber während man früher das Reservenwachstum auf die amerikanischen Zahlungsbilanzdefizite und in gewissem Ausmaß auf die Anlage von Dollarreserven außerhalb der Vereinigten Staaten zurückführen konnte, war dieses Wachstum im vergangenen Jahr in erster Linie eine Folge der Ölpreiserhöhungen und der Anstrengungen der ölimportierenden Länder, durch Kreditaufnahmen Reservenverluste zu vermeiden. Das Reservenwachstum sah deshalb sowohl seinem Charakter nach als auch bezüglich der wirtschaftlichen Konsequenzen anders aus. Zum einen konzentrierte es sich auf eine kleine Zahl von Ländern, die, abgesehen vom Öl, nur eine sehr beschränkte Bedeutung für die Weltwirtschaft und das internationale Währungswesen haben. Zum zweiten ist das kurzfristige allgemeine Inflationspotential aus den riesigen Reservenzugängen bei den Ölländern insofern begrenzt, als einige der größten Produzenten nicht in der Lage sind, mehr als einen bescheidenen Teil der ihnen zur Verfügung stehenden Summen für Güter und Dienste auszugeben. Drittens haben die allermeisten ölimportierenden Länder das Gefühl, ihre Reserveposition habe sich verschlechtert, auch wenn es ihnen als Gruppe gelang, durch eine Kombination von autonomen und kompensatorischen Kapitalzuflüssen im letzten Jahr statistisch einen leichten Reservenzugang auszuweisen. Anders ausgedrückt heißt dies, daß sich ihre potentielle Nachfrage nach Währungsreserven erhöht hat. Infolgedessen war die Verteilung der Reservenzu- und -abgänge im vergangenen Jahr von größerer Bedeutung als die Gesamtzunahme.

Die Reserven der ölexportierenden Länder, wie sie in der Tabelle auf S. 114 gezeigt werden, sind im Jahr 1974 um schätzungsweise \$36,4 Mrd. gestiegen, wodurch sich der Anteil dieser Länder an den gesamten Währungsreserven von 10% auf nahezu 25% vergrößerte. Abgesehen von den \$1,9 Mrd., um die ihre Forderungen an den IWF aus Beiträgen für die IWF-Ölfazilität stiegen, bestand praktisch der gesamte Zuwachs aus Devisen. Die Zunahme der Dollarreserven dieser Länder in den Vereinigten Staaten kann überschläglich auf \$10 Mrd. und die ihrer Sterlingreserven in Großbritannien auf etwa \$5 Mrd. geschätzt werden. Der Rest des Zuwachses wurde größtenteils am Euromarkt angelegt. Zwei wenig bevölkerte Länder teilten sich zusammen in über 40% der gesamten OPEC-Reservenzugänge: Saudi-Arabien mit \$10,4 Mrd. und Kuwait mit schätzungsweise \$5 Mrd. Auch der Iran (\$7,1 Mrd.), Nigeria (\$5 Mrd.) und Venezuela (\$4,1 Mrd.) meldeten sehr große Reservenzuwächse.

Veränderung der Weltwährungsreserven¹

	Gold	Devisen	Reserveposition im IWF	SZR	Insgesamt
	Millionen US-Dollar				
Zehnergruppenländer					
1972	— 680	+ 6 920	— 80	+ 2 060	+ 8 220
1973	+ 3 490	+ 4 985	+ 105	+ 740	+ 9 320
1974	+ 520	+ 1 865	+ 1 740	+ 390	+ 4 515
Gesamtbeitrag Ende 1974	35 420	64 065	6 755	7 995	114 235
Übrige Industrieländer					
1972	+ 290	+ 7 750	+ 45	+ 405	+ 8 490
1973	+ 485	+ 3 265	+ 170	+ 150	+ 4 070
1974	+ 50	— 2 230	— 100	— 185	— 2 465
Gesamtbeitrag Ende 1974	4 445	21 180	1 020	950	27 595
Entwicklungsländer (ohne Ölausfuhrländer)					
1972	—	+ 5 410	— 100	+ 430	+ 5 740
1973	+ 185	+ 7 050	+ 240	+ 255	+ 7 730
1974	— 50	+ 2 115	— 190	— 25	+ 1 850
Gesamtbeitrag Ende 1974	2 355	25 205	720	1 485	29 765
Öleinfuhrländer insgesamt					
1972	— 390	+ 20 080	— 135	+ 2 895	+ 22 450
1973	+ 4 160	+ 15 300	+ 515	+ 1 145	+ 21 120
1974	+ 520	+ 1 750	+ 1 450	+ 180	+ 3 900
Gesamtbeitrag Ende 1974	42 220	110 450	8 495	10 430	171 595
Ölausfuhrländer²					
1972	— 5	+ 3 155	+ 55	+ 160	+ 3 365
1973	+ 160	+ 4 365	+ 110	+ 45	+ 4 680
1974	+ 55	+ 34 410	+ 1 935	+ 40	+ 36 440
Gesamtbeitrag Ende 1974	1 485	50 335	2 335	415	54 570
Alle Länder					
1972	— 395	+ 23 235	— 80	+ 3 055	+ 25 815
1973	+ 4 320	+ 19 665	+ 625	+ 1 190	+ 25 800
1974	+ 575	+ 36 160	+ 3 385	+ 220	+ 40 340
Gesamtbeitrag Ende 1974	43 705	160 785	10 830	10 845	226 165

¹ Einschließlich Bewertungsänderungen. ² Ecuador, Venezuela, Iran, Irak, Kuwait (Zentralbankbestände und von der BIZ geschätzte Regierungsbestände), Oman, Saudi-Arabien, Indonesien, Algerien, Libyen und Nigeria. Für Bahrain, Katar und die Vereinigten Arabischen Emirate nur Reserveposition im IWF.

Die gesamten Währungsreserven der ölimportierenden Länder stiegen in Dollar gerechnet um \$3,9 Mrd. Abgesehen von \$1,4 Mrd. Zugang bei den Reservepositionen im IWF kann der größte Teil davon auf Bewertungsänderungen zurückgeführt werden, die sich aus der Entwertung des Dollars gegenüber anderen Reserveaktiva ergaben. Was die Form betrifft, in der die Ölverbraucherländer ihre Devisenreserven hielten, so scheint es, daß 1974 bei \$1,8 Mrd. Gesamtzugang die Bestände an traditionellen Reservewährungen um etwa den gleichen Betrag abnahmen — anscheinend alles Sterlingguthaben in London — und daß dies durch eine Erhöhung der anderen Arten von Devisenreserven überkompensiert wurde. Zum größten Teil beruht diese Erhöhung auf den Krediten Deutschlands und der EWG an Italien, die den Bruttoreserven dieses Landes \$3,9 Mrd. zuführten, während sie die von den Geberländern gemeldeten Reserven um lediglich \$0,6 Mrd. verringerten.

Ob man die Ergebnisse nach Ländergruppen oder nach einzelnen Ländern betrachtet, in jedem Fall waren die Reservenveränderungen bei den ölimportierenden Ländern im letzten Jahr ungleichmäßig verteilt und hingen keineswegs immer mit der

Grundtendenz der Zahlungsbilanz zusammen. In der Zehnergruppe erhöhten sich die Gesamtreserven um \$4,5 Mrd., mit Zugängen von \$1,7 Mrd. in den Vereinigten Staaten, \$1,3 Mrd. in Japan und je \$0,5 Mrd. in Italien und Großbritannien; alle diese Länder hatten sehr große Ölmerkosten und/oder erhebliche Defizite in der laufenden Rechnung. Andererseits zeigte sich in Deutschland, trotz einem Rekordüberschuß in der laufenden Rechnung, ein Reservenabgang von \$0,3 Mrd.; es war damit neben Schweden (\$0,8 Mrd.) das einzige Land der Zehnergruppe, das Reserven verlor.

In den Industrieländern außerhalb der Zehnergruppe, in denen die offizielle und die private kompensatorische Kreditaufnahme relativ begrenzt war, gingen die Gesamtreserven um \$2,5 Mrd. zurück. Australien verzeichnete einen Verlust von \$1,4 Mrd., der praktisch gänzlich vor der Abwertung um 12% im September anfiel. Aber auch Dänemark, Neuseeland, Portugal, Spanien, die Türkei und Jugoslawien wiesen Verluste auf, die von \$0,3 bis 0,5 Mrd. reichten. Auf der anderen Seite hatten Österreich, Norwegen und Irland beträchtliche Reservenzuwächse.

Jene Entwicklungsländer, die kein Öl fördern, erhöhten ihre Gesamtreserven 1974 um \$1,9 Mrd. Auch in dieser Gruppe gab es ganz unterschiedliche Bewegungen. Verschiedene arabische Länder, die keine eigenen Ölvorkommen besitzen, verzeichneten beträchtliche Reservengewinne: der Libanon \$0,8 Mrd. und Syrien \$0,4 Mrd. Ein erhebliches Reservenwachstum hatten auch Thailand (\$0,6 Mrd.) und die Philippinen (\$0,5 Mrd.). Dagegen gingen die Währungsreserven Brasiliens trotz weiteren Eurodollarkreditaufnahmen um \$1,2 Mrd. zurück, und die Reserven Israels verringerten sich um \$0,6 Mrd.

Betrachtet man die Entwicklung im Laufe des Jahres, so hat sich die Zuwachsrate der Weltwährungsreserven vom ersten zum zweiten Quartal mehr als verdreifacht, und zwar auf \$14 Mrd. Darin spiegelt sich die zeitliche Diskrepanz zwischen der Ankündigung der zweiten — größeren — Ölpreiserhöhung im Dezember 1973 und ihrem tatsächlichen Niederschlag in den Zahlungen. In der zweiten Jahreshälfte lag die Zuwachsrate in jedem der beiden Quartale bei rund \$11 Mrd., wobei sich allerdings der Anteil der IWF-Positionen zulasten der Devisen etwas erhöhte. Zwei Entwicklungen waren dabei zu beobachten: eine weniger schnelle Ansammlung von Reserven bei den ölexportierenden Ländern und eine stärkere Inanspruchnahme des IWF zur Defizitfinanzierung. Während des dritten Quartals waren die Reserven der nichtölfördernden Entwicklungsländer, nachdem sie im ersten Halbjahr um \$3,2 Mrd. gestiegen waren, um \$1,6 Mrd. gesunken; und im vierten Quartal erhöhten sie sich trotz IWF-Krediten von \$0,9 Mrd. und erheblicher Hilfe der Ölländer nur um \$0,3 Mrd. Bei den Zehnergruppenländern andererseits folgten auf Reservenverluste von \$1,4 Mrd. im ersten Quartal 1974 insgesamt Zugänge von \$5,9 Mrd. während des restlichen Jahres. Auch die anderen Industrieländer erzielten mit Fortschreiten des Jahres bessere Ergebnisse; ihre zusammengefaßten Reserven zeigten im zweiten Halbjahr keine Veränderung mehr, nachdem sie im ersten Halbjahr noch um \$2,5 Mrd. gesunken waren.

Obwohl vollständige Zahlen über die Reservenveränderungen des ersten Quartals 1975 noch nicht vorliegen, scheint es, daß sich das Wachstum der Weltwährungsreserven merklich verlangsamt hat. Die Reserven der ölexportierenden Länder dürften als Folge ihrer niedrigeren Leistungsbilanzüberschüsse weit weniger

gestiegen sein als in den Vorquartalen, und außerdem gab es wahrscheinlich Rückgänge in den Gesamtreserven der Entwicklungsländer ohne eigene Ölförderung und der Industrieländer außerhalb der Zehnergruppe. Andererseits erhöhten sich jedoch die Gesamtreserven der Zehnergruppe in diesem Quartal um \$4,5 Mrd. Ihre Devisenreserven stiegen um nahezu \$3 Mrd., wovon etwa zwei Drittel auf Deutschland entfielen. Außerdem erhöhten sich die Goldbestände und die IWF-Forderungen der Zehnergruppe in diesem Quartal um \$1,6 Mrd., von denen \$1 Mrd. auf Bewertungsänderungen beruhte.

Devisenbilanzen

Vereinigte Staaten. Im Laufe des Jahres 1974 hat sich die Nettoauslandsposition der Vereinigten Staaten um \$7 Mrd. verschlechtert. Im öffentlichen Sektor stiegen die Nettoverbindlichkeiten um \$8,3 Mrd.; im Bankensektor, wo sowohl die kurzfristigen Forderungen als auch die liquiden Verbindlichkeiten ungewöhnlich starke Zugänge aufwiesen, sanken sie um \$1,3 Mrd. Die Haupteinflüsse auf die Zusammensetzung der Auslandsposition während des Jahres waren das Zahlungungleichgewicht zwischen den Ölländern und der übrigen Welt und der Abbau der Restriktionen für die Kreditgewährung amerikanischer Banken an Ausländer im Januar.

Im öffentlichen Sektor stiegen die amerikanischen Reserven um \$1,5 Mrd., und zwar vor allem als Ergebnis von Dollarziehungen anderer Länder auf den IWF. Außerdem nahmen die Dollarverbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen im Laufe des Jahres um \$9,8 Mrd. zu, wobei der gesamte Zugang auf die ölexportierenden Länder entfiel. Das Plus bei den von diesen Ländern in den USA gehaltenen Dollarreserven hatte — obwohl es als Anstieg der amtlichen amerikanischen Währungsverbindlichkeiten erscheint — tatsächlich den Charakter autonomer Mittelzuflüsse, deren Zweck nicht die Defizitfinanzierung war. Nahezu die Hälfte von ihnen fand allein im dritten Quartal statt, als der Eurogeldmarkt einen vorübergehenden Vertrauensverlust erlitt.

Im nichtöffentlichen Bereich trafen drei Einflüsse zusammen: am 29. Januar 1974 wurden die Kreditausreichungen der amerikanischen Banken an Ausländer von allen Beschränkungen freigestellt, in anderen Ländern stieg der Kreditbedarf zur Zahlungsbilanzfinanzierung bedingt durch die Ölpreiserhöhungen kräftig an, und schließlich kam es im letzten Quartal des Jahres zu einer beträchtlichen Lockerung der amerikanischen Geldpolitik. Der erstgenannte Faktor mag — nach neun Jahren der Restriktion — einen erheblichen Nachholeffekt gehabt haben. Zusammen brachten die drei Faktoren 1974 bei den kurzfristigen Forderungen amerikanischer Banken gegenüber der übrigen Welt einen Zugang von \$18 Mrd. Mit Abstand größter Kreditnehmer war Japan mit \$6,1 Mrd. Außerdem erhöhte sich die kurzfristige Verschuldung Lateinamerikas gegenüber US-Banken um \$6,0 Mrd., die Europas um \$2,1 Mrd. und die von asiatischen Ländern ohne Japan um \$1,8 Mrd.

Dieser ungewöhnliche Zugang bei den kurzfristigen Auslandsforderungen der amerikanischen Banken wurde jedoch weitgehend dadurch ausgeglichen, daß ihre liquiden Verbindlichkeiten gegenüber privaten Ausländern um den sehr hohen Betrag von \$16,7 Mrd. stiegen. Das Wachstum dieser Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Geschäftsbanken belief sich auf \$12,6 Mrd., wobei die indirekte Plazierung von

Mitteln der Ölländer in den Vereinigten Staaten über ausländische Geschäftsbanken zweifellos eine wichtige Rolle spielte. In diesem Zusammenhang ist es vielleicht von Bedeutung, daß die Verbindlichkeiten gegenüber schweizerischen Deviseninländern 1974 um \$6,6 Mrd. stiegen. Außerdem erhöhten die Banken ihre Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Geschäftsbanken um \$2,3 Mrd., indem sie bei ihren eigenen Auslandsniederlassungen Mittel aufnahmen.

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1973	1974				1975	
		Ganzes Jahr	I	II	III		IV
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Reserven	+ 1 225	+ 1 505	+ 210	+ 360	+ 945	- 10	+ 375
davon:							
Gold	+ 1 165	—	—	—	—	—	— 30
Devisen	- 235	- 5	—	+ 85	+ 150	- 240	+ 15
SZR	+ 205	+ 210	—	+ 30	+ 90	+ 90	+ 50
IWF-Goldtranche- position	+ 90	+ 1 300	+ 210	+ 245	+ 705	+ 140	+ 340
Verbindlichkeiten gegen- über amtlichen aus- ländischen Stellen	- 5 270	- 9 760	+ 1 285	- 4 470	- 2 610	- 3 965	- 2 500
davon:							
Liquide	- 4 595	- 8 505	+ 1 005	- 3 840	- 2 550	- 3 120	- 1 700
Nichtliquide	- 675	- 1 255	+ 280	- 630	- 60	- 845	- 800
Zentrale Netto- reserveposition	- 4 045	- 8 255	+ 1 495	- 4 110	- 1 665	- 3 975	- 2 125
Kurzfristige Forderungen an Ausländer	+ 5 040	+ 17 985	+ 5 090	+ 6 595	+ 1 750	+ 4 550	+ 3 195
Liquide Verbindlichkeiten gegenüber nichtamt- lichen ausländischen Stellen und Personen	- 4 245	- 16 745	- 4 515	- 3 925	- 3 990	- 4 315	+ 1 915
Nettoauslandsposi- tion der Banken	+ 795	+ 1 240	+ 575	+ 2 670	- 2 240	+ 235	+ 5 110
Insgesamt	- 3 250	- 7 015	+ 2 070	- 1 440	- 3 905	- 3 740	+ 2 985

Die Zahlen für 1973 berücksichtigen die Auswirkungen der Dollarabwertung auf Reserven und amtliche Fremdwährungsverbindlichkeiten. Ab dem dritten Quartal 1974 sind die SZR-Bestände und die IWF-Goldtrancheposition auf Basis der Relation des Dollars zum SZR-Korb bewertet.

Im ersten Vierteljahr 1975 war das Hauptmerkmal der Entwicklung der Devisenbilanz ein Nettogeldexport der Banken von \$5,1 Mrd., der zweifellos weitgehend darauf zurückzuführen ist, daß die USA mit dem Abbau der kurzfristigen Zinssätze vorangegangen waren. Die kurzfristigen Kredite der Banken an Gebietsfremde, die schon im vierten Quartal 1974 sehr kräftig gestiegen waren, erhöhten sich um weitere \$3,2 Mrd. Außerdem — und im Gegensatz zu 1974 — gingen die liquiden Verbindlichkeiten gegenüber nichtamtlichen ausländischen Dollarbesitzern um \$1,9 Mrd. zurück. Im wesentlichen handelte es sich hierbei um Rückzahlungen von Banken in den USA an den Eurodollarmarkt über ihre ausländischen Zweigstellen. Der umfangreiche Nettoabfluß über die Banken wurde durch eine Verschlechterung in der zentralen Reserveposition um \$2,1 Mrd. teilweise ausgeglichen. Die Verbindlichkeiten gegen-

über amtlichen ausländischen Stellen erhöhten sich um \$ 2,5 Mrd.; zu einem beträchtlichen Teil war dies die Folge der amtlichen Interventionen zur Dämpfung der Abwärtsbewegung des Dollars. In diesem Zusammenhang zog das Federal Reserve System während dieses Quartals insgesamt \$ 0,7 Mrd. im Rahmen des Swapnetzes.

Großbritannien. Dank umfangreichen Zuflüssen von Ölgeldern und fortgesetzter Kreditaufnahme öffentlicher Institutionen in fremder Währung (überwiegend mit Wechselkursgarantie der Regierung) ließen sich die Probleme der Direktfinanzierung durch den öffentlichen Sektor in Großbritannien 1974 relativ leicht bewältigen. Kreditaufnahmen im Rahmen der amtlichen Kurssicherung finanzierten \$ 2,6 Mrd. von dem Gesamtdefizit von \$ 5,8 Mrd., das in der Bilanz der laufenden Posten und bei den autonomen Kapitalbewegungen entstand. Das Defizit selbst wurde durch \$ 2,7 Mrd. unerfaßte Kapitalzuflüsse beträchtlich reduziert. Dazu kamen, und das war noch wichtiger, die Sterlingbeträge im Gegenwert von \$ 5,3 Mrd., die die ölexportierenden Länder im letzten Jahr ihren Reserven zuführten. Der Aufbau amtlicher Sterlingguthaben von OPEC-Ländern wurde allerdings zu einem beträchtlichen Teil dadurch ausgeglichen, daß andere Länder ihre Sterlingreserven um \$ 2 Mrd. verminderten und daß bei den nicht im Kapitalkonto der Zahlungsbilanz enthaltenen Fremdwährungstransaktionen der Banken ein Nettoabfluß von \$ 1,8 Mrd. zu verzeichnen war. Nichtsdestoweniger war das gesamte Finanzierungserfordernis im öffentlichen Sektor für das Jahr 1974 mit \$ 1,2 Mrd. relativ bescheiden.

Während der ersten drei Quartale des Jahres sind die zentralen Reserven in Großbritannien sogar um \$ 0,7 Mrd. gestiegen. Das Zahlungsbilanzdefizit betrug

Großbritannien: Erweiterte Devisenbilanz

	1973 ¹	1974			1975
		Ganzes Jahr	I-III	IV	I
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)					
Zentrale Reserveposition					
Gold und Devisen	+ 750	+ 100	+ 515	- 415	+ 305
SZR	+ 65	+ 105	+ 85	+ 20	-
IWF	+ 15	+ 110	+ 95	+ 15	+ 25
Kreditaufnahmen des Staates in Fremdwährungen	-	-1 500	-	-1 500	-1 000
Zusammen	+ 830	-1 185	+ 695	-1 880	- 670
Übrige Devisenposition					
Pfundguthaben (brutto)					
Amtliche Stellen ²	- 370	-3 300	-2 390	- 910	.
Private	+ 15	- 360	- 395	+ 35	.
Pfundforderungen					
britischer Banken ³	+ 325	+ 340	+ 90	+ 250	.
Fremdwährungstransaktionen					
britischer Banken ⁴	+ 140	+1 765	+1 505	+ 260	.
Zusammen	+ 110	-1 555	-1 190	- 365	.
Gesamtbilanz	+ 940	-2 740	- 495	-2 245	.

¹ Unter Berücksichtigung der Wirkungen der Dollarabwertung auf Goldreserven, SZR-Bestände und IWF-Position.
² Einschließlich der Pfundguthaben internationaler Institutionen (ohne IWF). ³ Ohne Ausfuhrkredite. ⁴ Ohne Handelskredite, ohne die Fremdwährungsverschuldung von Deviseninländern in London zur Finanzierung von Kapitalanlagen im Ausland und ohne Fremdwährungsverschuldung britischer Banken zur Finanzierung von Krediten an den öffentlichen Sektor.

— unter Berücksichtigung einer Fremdwährungskreditaufnahme des öffentlichen Sektors von \$ 2,5 Mrd. — nur \$ 0,5 Mrd. Zusammen mit den Abflüssen in der Fremdwährungsposition der Banken und der Verminderung der Sterlingguthaben der Ölverbraucherländer war dies weniger, als die Zunahme der Sterlingguthaben der öl-exportierenden Länder ausmachte.

Im vierten Quartal jedoch kam es zu einer starken Erhöhung der Kapitalabflüsse im privaten Sektor, die teilweise damit zusammenhingen, daß Saudi-Arabien im Dezember verlauten ließ, es werde künftig alle Ölzahlungen in Dollar statt wie bisher zu einem Viertel in Sterling verlangen. Im November und Dezember stützten die Währungsbehörden das Pfund in hohem Maße, wobei die gesamte Veränderung der zentralen Reserveposition sich in diesem Quartal auf -\$ 1,9 Mrd. belief. Die Gold- und Devisenreserven sanken um \$ 0,4 Mrd., und außerdem beanspruchte die Regierung \$ 1,5 Mrd. von der Eurodollarkreditlinie über \$ 2,5 Mrd., die im Mai eingeräumt worden war.

Im ersten Quartal 1975, als die Regierung die restliche \$ 1 Mrd. von ihrer Eurodollarkreditlinie in Anspruch nahm, stiegen die Gold- und Devisenreserven um \$ 0,3 Mrd. Im Januar wurden wieder erhebliche Marktinterventionen zur Stützung des Pfundes vorgenommen. Danach verbesserte sich jedoch die Situation, und im März waren die Behörden in der Lage, am Markt Devisen aufzunehmen.

Frankreich. Die gesamte Währungsposition verschlechterte sich 1974 um \$ 2,9 Mrd., vor allem weil die Banken ihre kurzfristigen Nettoauslandsverbindlichkeiten um \$ 2,4 Mrd. erhöhten. Die Währungsreserven nahmen deshalb nur um \$ 0,5 Mrd. ab, und dieser Betrag erklärt sich fast gänzlich daraus, daß der Anteil Frankreichs am EWG-Stützungskredit für Italien vom März 1974 nach dessen Umstellung auf eine längerfristige Basis im Dezember 1974 aus den Reserven verschwand. Abgesehen von dieser Transaktion war folglich die zentrale Währungsposition Frankreichs am Ende des Jahres etwa genauso wie zu Beginn. Demzufolge brauchte die Regierung auch nicht auf die im April 1974 eingerichtete Eurodollarkreditlinie über \$ 1,5 Mrd. zurückzugreifen.

Sowohl im öffentlichen Bereich als auch im Bankensektor läßt sich die Entwicklung der Devisenbilanz im Jahr 1974 in zwei Hauptphasen einteilen. Die erste davon deckt die ersten zwanzig Tage des Januar, als der Franken unter Druck geriet und aus der europäischen Schlange ausscherte. Über die Banken war im Januar ein Nettoabfluß von \$ 1,3 Mrd. zu verzeichnen, der zu \$ 0,7 Mrd. aus den zentralen Währungsreserven finanziert wurde. Die zweite Phase umspannt das ganze restliche Jahr, in dem es kumulative Nettozuflüsse im Bankensystem von \$ 3,7 Mrd. gab. Sie waren das Ergebnis sowohl der angespannten monetären Bedingungen im Inland als auch der gezielten Politik, öffentliche und private Unternehmen zu ermutigen, über das Bankensystem Kredit im Ausland aufzunehmen, und sie genügten, um die zentralen Nettowährungsreserven wieder bis knapp über den Stand von Ende Januar aufzustocken.

In den ersten vier Monaten von 1975 stiegen die zentralen Nettoreserven um \$ 1 Mrd. Bei den Banken waren im Januar und Februar weitere kurzfristige Nettozuflüsse von \$ 0,9 Mrd. zu verzeichnen.

Italien. Während des Jahres 1974 hatte Italien die größten außenwirtschaftlichen Finanzierungsprobleme von allen wichtigen Industrieländern. Obwohl Institute des öffentlichen Bereichs weitere netto \$2,3 Mrd. am Eurogeldmarkt aufnahmen, verschlechterte sich die zentrale Währungsposition um \$4,8 Mrd. Die monetäre Neuverschuldung im Ausland belief sich 1974 auf netto \$5,3 Mrd., so daß die Reserven sogar um \$0,5 Mrd. wuchsen.

Wenn man die Geschehnisse im Laufe des Jahres betrachtet, so verringerten sich die Devisenreserven im Januar und Februar um \$1 Mrd. Im März wurden sie dann um \$1,3 Mrd. aufgefüllt, als — zusätzlich zu \$0,4 Mrd. Zuflüssen über das Bankensystem — Italien im Gegenwert von \$1,9 Mrd. kurzfristiger Beistand von den EWG-Partnern gewährt wurde. Während des zweiten Quartals ging der gesamte März-Gewinn wieder verloren, obwohl weitere \$1 Mrd. Zuflüsse im Bankensystem zu verzeichnen waren, und zur Mitte des Jahres waren die Devisenreserven unter dem Niveau von Ende Februar. Um die Lage abzusichern, nahmen die Behörden im dritten Quartal weitere Auslandskredite auf, und zwar bedeutend mehr, als den laufenden Finanzierungsbedürfnissen entsprach: \$1,8 Mrd. wurden auf den IWF gezogen, und die Bank von Italien erhielt ein auf sechs Monate befristetes Darlehen der Deutschen Bundesbank über \$2 Mrd., das mit Gold abgesichert wurde und bis auf zwei Jahre prolongierbar war. Trotz einer Verringerung der kurzfristigen Bankverschuldung im Ausland um \$1,1 Mrd. trugen diese Transaktionen dazu bei, daß die Devisenreserven während dieses Quartals um \$2,9 Mrd. zunahmen und damit Ende September bei \$4 Mrd. lagen. Im vierten Quartal begann der Druck auf die Reserven wieder, wenngleich er weniger stark war als in der ersten Hälfte des Jahres. Die zentralen Währungsreserven sanken um \$0,8 Mrd., obwohl weitere Ziehungen auf den IWF im Betrage von \$0,5 Mrd. getätigt wurden. Außerdem wurden \$1,4 Mrd. des kurzfristigen Beistands anderer EWG-Mitglieder vom März in mittelfristige Kredite mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 3½ Jahren umgewandelt.

Im ersten Teil von 1975 ergab sich eine entscheidende weitere Besserung: das Gesamtdefizit der ersten vier Monate betrug nur noch \$0,2 Mrd. Die zentralen Nettoreserven verzeichneten in diesen Monaten sogar ein leichtes Plus von \$0,1 Mrd., da die Behörden im März und April am Markt erhebliche Devisenkäufe tätigten. Ebenso wurden im März vom deutschen Kredit \$0,5 Mrd. zurückgezahlt, wogegen auf den IWF weitere \$0,4 Mrd. gezogen wurden.

Bundesrepublik Deutschland. Trotz einem Rekordüberschuß in der laufenden Rechnung minderten erhebliche Kapitalabflüsse den Überschuß Deutschlands in der Gesamtzahlungsbilanz 1974 auf \$3,3 Mrd., verglichen mit \$11,8 Mrd. 1973. Da gleichzeitig über das Bankensystem kurzfristige Nettokapitalabflüsse von \$3,7 Mrd. zu verzeichnen waren, ergab sich bei den zentralen Währungsreserven für das gesamte Jahr ein leichter Rückgang um \$0,4 Mrd. — der erste seit 1969.

Wenn man die Entwicklung im Verlaufe des Jahres betrachtet, so konzentrierten sich die Abflüsse aus dem Bankensystem auf zwei Perioden. Die erste davon, mit einem Geldexport von \$0,9 Mrd., lag im Januar, als die Window-dressing-Operationen zum Jahresende aufgelöst wurden. Der hauptsächlichliche Geldexport ergab sich allerdings erst in den letzten vier Monaten des Jahres, als die Liquidität infolge

sowohl der inländischen Rezession als auch der damit zusammenhängenden Lockerung der Geldpolitik stieg und die Banken ihre kurzfristigen Nettoforderungen gegenüber Ausländern um \$ 3 Mrd. aufstockten, wovon vier Fünftel auf Deutsche Mark lauteten. Der Herstatt-Zusammenbruch scheint dagegen per Saldo keine Abflüsse aus dem Bankensystem bewirkt zu haben. Zwar reduzierte im Juli und August das Ausland seine kurzfristigen Guthaben bei deutschen Banken um \$ 2 Mrd., aber dies wurde durch den Abbau der kurzfristigen Forderungen der deutschen Banken gegenüber der übrigen Welt praktisch wettgemacht.

Die zentralen Nettowährungsreserven schwankten im Verlauf des Jahres beträchtlich. Nachdem sie im Januar um \$ 0,9 Mrd. gesunken waren, stiegen sie in den anschließenden vier Monaten um \$ 2,3 Mrd. und gingen dann zwischen Ende Mai und Mitte September wieder um etwa den gleichen Betrag zurück, wobei der größte Teil dieser Bewegung stattfand, bevor der umfangreiche Abfluß aus dem Bankensystem begann. Etwa zwei Drittel des Reservenzugangs in den Monaten Februar bis Mai und über die Hälfte des anschließenden Rückgangs ergaben sich aus Marktinterventionen innerhalb der Schlange. Außerdem führten in der ersten Periode Ziehungen des Federal Reserve System auf die Swaplinie bei der Bundesbank den Dollarreserven Deutschlands \$ 0,4 Mrd. zu; die Swaps waren bis Ende August jedoch wieder zurückgezahlt. Im letzten Vierteljahr, in dem die Gesamtbilanz einen sehr erheblichen Überschuß erbrachte, erhöhten sich die Nettowährungsreserven um \$ 0,8 Mrd., bei gleichzeitigen Geldexporten des Bankensystems von netto \$ 1,7 Mrd.

Im ersten Quartal von 1975, in dem der Überschuß in der Gesamtbilanz ein wenig weiter auf \$ 2,7 Mrd. stieg, ergab sich in den Nettowährungsreserven ein Plus von \$ 2,2 Mrd. Diese Zahl enthält erhebliche amtliche Devisenaufnahmen am Markt und erneute Swapziehungen durch das Federal Reserve System; andererseits intervenierten die deutschen Behörden in dieser Zeit nicht zur Stützung von Währungen der anderen Teilnehmer am europäischen Währungsverbund. Im April, als sich die Deutsche Mark am Devisenmarkt abschwächte, kam es zu kurzfristigen Kapitalexporten der Banken in Höhe von \$ 1,8 Mrd., und die zentralen Nettoreserven verringerten sich um \$ 1,1 Mrd.

Schweiz. Da sich die Behörden der Interventionen an den Devisenmärkten völlig enthielten, war es nicht überraschend, daß die Verbesserung der schweizerischen Nettoauslandsposition um \$ 2,6 Mrd. im vergangenen Jahr sich hauptsächlich in einer Zunahme der Nettoauslandsforderungen der Geschäftsbanken um \$ 2,2 Mrd. niederschlug. Der Anstieg der Nettowährungsreserven um \$ 0,4 Mrd. kam im wesentlichen dadurch zustande, daß die Devisenübernahmen der Nationalbank von den Banken über das Jahresende 1974 um etwa \$ 0,6 Mrd. größer waren als ein Jahr vorher.

Schaltet man die Effekte der Monatsend-Swaptransaktionen zwischen Banken und Nationalbank aus, dann war der Nettoabfluß aus dem Bankensystem am stärksten in der Periode Februar-April 1974, in der er — teilweise infolge der hohen Renditen für Eurofrankeneinlagen — \$ 1,7 Mrd. erreichte. Im letzten Quartal des Jahres gab es einen weiteren leichten Abfluß, obwohl gegen Ende Oktober eine starke Nachfrage nach Schweizer Franken, auch von ölexportierenden Ländern, einsetzte.

Anfang 1975 war dadurch ein solch starker Aufwärtsdruck auf den Franken entstanden, daß die Behörden im Januar und Februar mit Dollarkäufen am Markt über insgesamt \$ 0,8 Mrd. intervenierten. Für das ganze Vierteljahr ergab sich bei

den Reserven jedoch ein leichter Rückgang, vor allem weil die im Rahmen von Swaps mit Geschäftsbanken von der Nationalbank gehaltenen Dollarbestände um \$0,7 Mrd. sanken. Insgesamt erhöhten sich in diesem Quartal die Nettoauslandsforderungen der Banken um \$2,4 Mrd.

Europäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition*

	Jahresende	Gold	Devisen (netto)	IWF-Position	Gesamte zentrale Währungsposition	Devisenposition der Geschäftsbanken	Gesamte Nettoauslandsforderungen	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)	
								Zentrale Währungsposition	Geschäftsbankenposition
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg . . .	1973	1 780	1 860	1 350	4 990	-1 935	3 055	+ 1 165	- 870
	1974	1 780	2 275	1 340	5 395	-1 885	3 510	+ 405	+ 50
Dänemark	1973	75	915	290	1 280	- 40	1 240	+ 495	- 85
	1974	75	555	200	830	330	1 160	- 450	+ 370
Deutschland (BR)	1973	4 965	25 275	3 130	33 370	-2 865	30 505	+ 9 725	+ 2 120
	1974	4 965	24 615	3 345	32 925	835	33 760	- 445	+ 3 700
Finnland	1973	35	510	160	705	15	720	- 95	- 30
	1974	35	400	160	595	- 190	405	- 110	- 205
Frankreich	1973	4 260	3 385	545	8 190	-3 430	4 760	- 1 185	+ 715
	1974	4 260	2 705	770	7 735	-5 840	1 895	- 455	- 2 410
Griechenland . . .	1973	150	825	70	1 045	15	1 060	+ 15	-
	1974	155	745	- 10	890	30	920	- 155	+ 15
Irland	1973	20	910	95	1 025	- 35	990	+ 100	+ 35
	1974	20	1 145	100	1 265	- 25	1 240	+ 240	+ 10
Island	1973	-	65	15	80	- 20	60	+ 10	- 5
	1974	-	25	- 10	15	- 25	- 10	- 65	- 5
Italien	1973	3 480	2 130	770	6 380	- 955	5 425	+ 145	- 180
	1974	3 480	- 460	-1 460	1 560	-1 300	260	- 4 820	- 345
Niederlande	1973	2 295	2 605	945	5 845	- 80	5 765	+ 1 160	- 295
	1974	2 295	3 430	1 135	6 860	- 140	6 720	+ 1 015	- 60
Norwegen	1973	40	1 330	185	1 555	- 25	1 530	+ 250	+ 30
	1974	40	1 610	195	1 845	- 90	1 755	+ 290	- 65
Österreich	1973	880	1 730	255	2 865	- 740	2 125	+ 150	- 145
	1974	880	2 260	265	3 405	-1 145	2 260	+ 540	- 405
Portugal	1973	1 160	1 630	35	2 825	315	3 140	+ 515	+ 100
	1974	1 175	1 005	35	2 215	260	2 475	- 610	- 55
Schweden	1973	245	1 985	235	2 465	625	3 090	+ 945	+ 335
	1974	245	1 210	235	1 690	980	2 670	- 775	+ 355
Schweiz	1973	3 515	4 965	-	8 480	3 635	12 115	+ 1 480	+ 405
	1974	3 515	5 410	-	8 925	5 795	14 720	+ 445	+ 2 160
Spanien	1973	600	5 920	280	6 900	- 195	6 605	+ 1 795	-
	1974	600	5 115	310	6 025	- 100	5 925	- 775	+ 95
Türkei	1973	150	775	80	1 005	.	.	+ 450	.
	1974	150	110	90	350	.	.	- 655	.
Kanada	1973	925	3 850	905	5 680	- 390	5 290	- 270	+ 255
	1974	940	3 620	1 105	5 665	495	6 160	- 15	+ 885
Japan	1973	890	9 935	1 155	11 980	-3 485	8 495	- 6 065	- 3 960
	1974	905	11 185	1 270	13 360	-11 595	1 765	+ 1 380	- 8 110

* Bei den meisten Ländern der Tabelle stimmen die angegebenen Zahlen mit den veröffentlichten Ergebnissen nicht genau überein. Darüber hinaus sind die Methoden der Umrechnung von nicht auf Dollar lautenden Forderungen und Verbindlichkeiten in Dollar nicht einheitlich.

Belgien-Luxemburg. 1974 zeigte sich in der erweiterten Devisenposition eine weitere Verbesserung von \$0,5 Mrd., wovon praktisch alles in die zentralen Reserven einging. Die Dollarreserven stiegen um \$0,7 Mrd., während die amtlichen Bestände an Lire um \$0,4 Mrd. zurückgingen, weil die Swaps mit der Bank von Italien schrittweise aufgelöst wurden.

Die zentralen Währungsreserven verminderten sich in den ersten fünf Monaten um \$0,5 Mrd., stiegen dann aber im verbleibenden Jahr um nahezu \$1 Mrd. Der anfängliche Abgang war mit einem Nettoabfluß von \$0,9 Mrd. im Bankensektor verbunden. Unter dem Einfluß hoher Dollarzinsätze verminderten die Banken bis September ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten per Saldo weiter. Als die Dollarzinsen im vierten Quartal jedoch wieder sanken, machte ein Nettozufluß von \$1 Mrd. über das Bankensystem praktisch den ganzen Abfluß der vorausgegangenen neun Monate rückgängig.

Im ersten Vierteljahr 1975, in dem sich in der Gesamtbilanz ein starker Überschuß ergab, erhöhten sich die zentralen Währungsreserven um weitere \$0,5 Mrd. Außerdem gab es \$0,7 Mrd. kurzfristige Nettokapitalexporte der Banken.

Niederlande. Auch in den Niederlanden schlug sich 1974 der Überschuß in der Gesamtbilanz, der sich auf \$1 Mrd. belief, fast genau in einer Zunahme der Nettowährungsreserven nieder. Sowohl die Bestände an Devisen als auch die Forderungen gegenüber dem IWF gingen im Verlaufe des Jahres um \$0,2 Mrd. hinauf. In den letzteren ist ein Beitrag von \$106 Mio. für Ziehungen im Rahmen der IWF-Ölfazilität enthalten, neben dem kanadischen der einzige, der von einem nicht zur OPEC gehörenden Land geleistet wurde. Außerdem wurden \$0,6 Mrd. Schulden gegenüber anderen EWG-Ländern, die Ende 1973 im Rahmen des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit bestanden hatten, im Januar 1974 zurückgezahlt.

Bei aufwärtsgerichtetem Grundtrend schwankten die zentralen Nettoreserven im Laufe des Jahres beträchtlich; in erheblichem Umfang handelte es sich dabei um Gegenbewegungen zu Veränderungen in der Nettoauslandsposition der Banken. Im ersten Halbjahr, in dem die Behörden den Banken \$0,9 Mrd. wieder überließen, die sie von ihnen im Rahmen von Swaps im letzten Quartal 1973 hereingenommen hatten, sanken die zentralen Nettowährungsreserven um \$0,4 Mrd., während die gesamten kurzfristigen Kapitalabflüsse über das Bankensystem \$0,6 Mrd. ausmachten. Im dritten Quartal dagegen ergab sich ein großenteils saisonal bedingter kurzfristiger Kapitalzufluß zum Bankensystem von \$0,8 Mrd., und die zentralen Reserven erhöhten sich um \$1,1 Mrd. Im vierten Quartal wurde ihr weiterer Anstieg, der sich auf \$0,3 Mrd. belief, durch zwei Faktoren gebremst: einmal kam es zu kurzfristigen Abflüssen von \$0,2 Mrd. über die Banken, und zum anderen wurde der niederländische Anteil von ebenfalls \$0,2 Mrd. an dem Italien im März 1974 gewährten kurzfristigen Beistandskredit der EWG nach seiner Umstellung auf eine längerfristige Basis aus den Reserven herausgenommen.

Im ersten Quartal von 1975 stiegen die zentralen Nettowährungsreserven um weitere \$0,2 Mrd., und auch die kurzfristigen Kapitalabflüsse aus dem Bankensektor scheinen sich fortgesetzt zu haben.

Schweden. Die zentralen Nettoreserven gingen im Verlauf des Jahres um \$0,8 Mrd., d.h. um rund ein Drittel, zurück. Fast der Hälfte davon standen Nettoabflüsse über das Bankensystem gegenüber. Diese waren im wesentlichen das Ergebnis des Zinsgefälles; sie konzentrierten sich auf die erste Jahreshälfte, während die Reserveabgänge bis in den Juli hinein anhielten. In den letzten vier Monaten des Jahres erhöhten sich die Reserven dann wieder leicht. Im ersten Quartal von 1975 ergab sich ein Plus von \$0,2 Mrd. in der Gesamtbilanz, das zu ungefähr gleichen Teilen auf den Anstieg der Reserven und der Nettoauslandsforderungen der Banken entfiel. Im April erreichte der Überschuß den hohen Wert von \$0,4 Mrd., wobei die Reserven um \$0,3 Mrd. hinaufgingen.

Österreich. Die Nettowährungsreserven nahmen letztes Jahr um \$0,5 Mrd. zu, davon drei Viertel als Folge des Anstiegs der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken. Sowohl die Reservenzugänge als auch der Zufluß im Bankensystem konzentrierten sich auf die zweite Hälfte des Jahres, in der sie sogar \$0,7 bzw. 0,5 Mrd. ausmachten. Der Zufluß bei den Banken wurde durch die Erhöhung der kurzfristigen Fremdwährungskredite an inländische Kunden verursacht. Im ersten Quartal des Jahres 1975 stiegen die Reserven um weitere \$0,3 Mrd., obwohl der Zufluß über das Bankensystem zum Stillstand kam.

Dänemark. Die Gesamtverschlechterung von \$0,1 Mrd. in der Auslandsposition des vergangenen Jahres ergab sich aus einem Rückgang der zentralen Währungsreserven um \$0,5 Mrd., die durch kurzfristige Abflüsse von \$0,4 Mrd. über das Bankensystem weitgehend ausgeglichen wurden. Allein in den ersten fünf Monaten des Jahres beliefen sich die Nettokäufe der Banken am Devisenkassamarkt auf \$0,5 Mrd., bei denen es sich um die Gegenposition zu Devisenterminkäufen dänischer Unternehmungen handelte, die sich gegen die Möglichkeit einer Abwertung schützen wollten. Hauptsächlich aus diesem Grunde gingen die Reserven in diesem Zeitraum um \$0,6 Mrd. zurück. Im Juni, als das Vertrauen zurückkehrte, sanken die Nettofremdwährungsforderungen der Banken um \$0,2 Mrd., wovon die Hälfte in die Reserven einging. In den restlichen Monaten des Jahres gab es per Saldo in den Reserven und in der Auslandsposition der Banken keine große Veränderung. Im ersten Quartal 1975 kam es jedoch erneut zu Reservenverlusten, die insgesamt \$0,2 Mrd. ausmachten.

Finnland. Das gesamte Zahlungsdefizit vergrößerte sich von \$0,1 Mrd. 1973 auf \$0,3 Mrd. 1974, wovon zwei Drittel durch Zuflüsse über das Bankensystem finanziert wurden. Der Hauptteil des Defizits ergab sich im Schlußquartal des Jahres. Der ungünstige Trend brach jedoch anscheinend in den ersten Monaten 1975 ab, in denen die Reserven praktisch unverändert auf dem Niveau von \$0,6 Mrd. vom Jahresende 1974 blieben.

Norwegen. Trotz einer weiteren Passivierung in der Bilanz der laufenden Posten ergab sich im Jahr 1974 als Folge höherer Kapitalimporte eine neuerliche Verbesserung in der Auslandsposition Norwegens um \$0,2 Mrd. Während die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um \$0,1 Mrd. stiegen, verzeichneten die zentralen Währungsreserven einen Zugang um \$0,3 Mrd. Zwei Drittel des Reservenzugangs resultierten aus der Stützung, die den Währungen anderer Mitglieder des europäischen Wechselkursverbundes gewährt wurde. Im ersten Quartal von 1975 kehrte sich jedoch

die Reservenbewegung um, da die Krone einer beträchtlichen Stützung innerhalb der Schlange bedurfte, und die Nettodevisenreserven sanken um \$0,3 Mrd.

Spanien. Nachdem die Währungsreserven Spaniens sich in den vorausgegangenen vier Jahren nahezu verachtfacht hatten, begannen sie im ersten Quartal 1974 zurückzugehen, weil sich die Handelsbilanz verschlechterte. Abgesehen von einer kurzen Unterbrechung während der saisonal günstigen Sommermonate setzte sich dieser Abgang bei den Währungsreserven über das ganze Jahr 1974 fort und beschleunigte sich 1975 noch. In den fünfzehn Monaten bis Ende März 1975 beliefen sich die gesamten Nettoreservenverluste auf \$1,3 Mrd., wobei nahezu die Hälfte auf das erste Quartal 1975 entfiel, in dem \$0,5 Mrd. auf den IWF gezogen wurden.

Portugal. Im Verlauf des Jahres 1974 verminderten sich die zentralen Währungsreserven um \$0,6 auf 2,2 Mrd. Im ersten Quartal 1975 ergab sich ein weiterer Reservenverlust von \$0,2 Mrd.

Anderer europäische Länder. In *Griechenland* sanken die Nettowährungsreserven 1974 um \$0,2 Mrd.; die Nettoauslandsposition der Banken veränderte sich kaum. In der *Türkei* zeigten die Nettowährungsreserven, die sich 1973 auf \$1,0 Mrd. nahezu verdoppelt hatten, 1974 einen noch ausgeprägteren Rückgang auf nur noch \$0,4 Mrd. am Jahresende. Der Reservenentzug beschleunigte sich 1975, und am Ende des ersten Quartals war die zentrale Auslandsposition leicht negativ. Andererseits stiegen die Nettowährungsreserven in *Irland* im Verlaufe von 1974 um \$0,2 Mrd., obwohl einige Abflüsse über das Bankensystem zu verzeichnen waren. In den ersten vier Monaten von 1975 sanken die Reserven jedoch leicht.

Kanada. Die gesamte Währungsposition verbesserte sich 1974 um \$0,9 Mrd., und zwar ausschließlich in der Auslandsposition der Banken. Nahezu der gesamte Geldexport des Bankensystems fand in den ersten drei Quartalen des Jahres statt, bevor die Geldpolitik der USA gelockert wurde. Die zentralen Nettoreserven blieben im Gesamtergebnis des Jahres praktisch unverändert. Sie erhöhten sich in den ersten vier Monaten, in denen der kanadische Dollar einen erheblichen Aufschlag gegenüber dem US-Dollar erreichte, um \$0,5 Mrd., aber bis Ende September ging der gesamte Reservengewinn wieder verloren, da sich die Währung abschwächte. Was die Zusammensetzung der Reserven betrifft, so stiegen die Forderungen an den IWF in den letzten vier Monaten des Jahres infolge von Ziehungen auf den Beitrag Kanadas zur IWF-Ölfazilität um \$0,2 Mrd., und die Devisenreserven sanken entsprechend.

Im Januar und Februar 1975 ergab sich in der gesamten Auslandsposition keine große Veränderung. Im März kam es bei weiterhin sinkender Tendenz des kanadischen Dollars zu einem Gesamtdefizit von \$0,5 Mrd., das weitgehend durch einen Zufluß über die Banken gedeckt wurde. Im April jedoch, als die Währung gegenüber dem US-Dollar unter pari sank, verringerten sich die Reserven um \$0,3 Mrd.

Japan. Nach einem Reservenverlust von über \$6 Mrd. im Jahr 1973 befriedigte Japan seinen Finanzierungsbedarf im Jahr 1974 vollständig über das Bankensystem. Der Geldzufluß über die japanischen Banken betrug sogar \$8,1 Mrd., was beträchtlich mehr war als das gesamte außenwirtschaftliche Defizit (\$6,7 Mrd.). Damit gingen die zentralen Nettowährungsreserven um \$1,4 Mrd. hinauf.

Die Finanzierungserfordernisse konzentrierten sich im vergangenen Jahr vor allem auf die ersten sechs Monate. In diesem Zeitraum beliefen sich die kurzfristigen Auslandskreditaufnahmen der Banken per Saldo auf \$8,4 Mrd., was genügte, um das Gesamtdefizit zu decken und \$1,3 Mrd. den Reserven zuzuführen. Zur Jahresmitte verlangsamten die Behörden die Kreditaufnahme der Banken im Ausland beträchtlich, indem sie deren weiteren Rückgriff auf den Euromarkt begrenzten. Obwohl die Verbindlichkeiten der Banken im dritten Quartal um weitere \$0,4 Mrd. stiegen, sanken die zentralen Nettoreserven im Juli und August um \$0,5 Mrd., womit der vorherige Trend sich umkehrte. Im vierten Quartal ergab sich in der Gesamtbilanz ein starker Überschuß, so daß die Nettowährungsreserven, obwohl die Banken ihre kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten um \$0,7 Mrd. reduzierten, um \$0,3 Mrd. wuchsen.

Im ersten Quartal von 1975 folgte einem Gesamtdefizit von \$1,2 Mrd. im Januar, das vollständig durch erneute kurzfristige Mittelzuflüsse im Bankenbereich finanziert wurde, ein Überschuß von \$0,6 Mrd. in den Monaten Februar und März, wobei die zentralen Nettowährungsreserven entsprechend stiegen.

Internationaler Währungsfonds

Im Jahr 1974 machten die Mitgliedsländer mehr als je zuvor von den Mitteln des Fonds Gebrauch. Die Bruttoziehungen betragen insgesamt SZR 4 053 Mio., und auch netto, d.h. nach Abzug von SZR 1 603 Mio. Rückkäufen, ergab sich mit SZR 2 450 Mio. ein Rekord.

Die größere Inanspruchnahme der Fondsmittel resultierte zu einem beträchtlichen Teil aus der im Juni 1974 eingerichteten Fazilität zur Unterstützung von Mitgliedern, die infolge der Auswirkungen der höheren Einfuhrkosten für Erdöl in Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten. Zur Finanzierung dieser Hilfe schloß der Fonds Kreditabkommen mit sieben ölexportierenden Mitgliedern sowie mit Kanada und den Niederlanden über insgesamt SZR 3 051 Mio. ab. Die größten Beiträge leisteten Saudi-Arabien (1 000 Mio.), der Iran (580 Mio.), Venezuela (450 Mio.) und Kuwait (400 Mio.). 33 IWF-Mitglieder zogen 1974 im Rahmen der Ölfazilität insgesamt SZR 1 716 Mio. Die größten Ziehungen waren dabei die von Italien (675 Mio.), Indien (200 Mio.), Jugoslawien (139 Mio.), Pakistan (98 Mio.), Korea (90 Mio.) und Neuseeland (86 Mio.). Die volle Rückzahlung dieser Ziehungen kann auf bis zu sieben Jahre erstreckt werden, verglichen mit fünf Jahren bei normalen Ziehungen. Allerdings wurden die Zinssätze höher angesetzt als für die üblichen IWF-Transaktionen; die Geldgeber erhalten 7%, und die Geldnehmer werden mit dem gleichen Satz belastet.

Außerhalb der Ölfazilität beliefen sich im vergangenen Jahr die Bruttoziehungen auf SZR 2 337 Mio. Acht europäische Länder zogen insgesamt SZR 1 351 Mio., wobei auf Italien SZR 968 Mio. entfielen. Vier andere europäische Länder — Dänemark, Deutschland, Frankreich und die Niederlande — nahmen insgesamt SZR 312 Mio. in Anspruch, um Schulden zurückzahlen zu können, die sich ergeben hatten, weil ihre Währungen im Rahmen der europäischen Schlange von den Währungsbehörden anderer Teilnehmerstaaten gestützt worden waren. Die Entwicklungsländer zogen zusammen SZR 936 Mio., wobei auf Indien SZR 373 Mio. entfielen. Die mit Abstand größte Rückzahlung war 1974 die der Vereinigten Staaten (SZR 1 007 Mio.). Neun Zehntel dieses Betrags ergaben sich aus Dollarziehungen anderer Länder.

Neben der Ölfazilität führte der IWF im September 1974 noch eine andere längerfristige Kreditfazilität ein, die insbesondere Entwicklungsländern zugute kommen soll. Sie gibt Mitgliedern „in bestimmten besonderen Umständen von Zahlungsbilanzschwierigkeiten“ die Möglichkeit, Bereitschaftskreditabkommen mit dem Fonds mit Laufzeiten bis zu drei Jahren (anstelle von nur einem Jahr) abzuschließen, die Mittel des Fonds bis zu 190% (statt 125%) ihrer Quote in Anspruch zu nehmen und sich bei der Rückzahlung bis zu acht Jahren Zeit zu lassen. Zusammen mit den bereits vorher bestehenden Sonderfazilitäten zur Finanzierung von größeren Exportausfällen der Rohstoffländer und von Rohstoffvorräten zum Ausgleich von Produktionsschwankungen bietet der Fonds nach der Einführung der Ölfazilität und der erweiterten Fazilität nunmehr fünf verschiedene Möglichkeiten der Ziehung im Rahmen seines Generalkontos.

Was die Sonderziehungsrechte betrifft, so wurden zu Beginn von 1974 und von 1975 keine neuen Zuteilungen vorgenommen. Die Bruttoübertragungen von Sonderziehungsrechten beliefen sich 1974 auf SZR 1 038 Mio. Die Übertragungen zwischen Teilnehmern mit Designierung erreichten SZR 449 Mio., während SZR 379 Mio. gemäß Vereinbarung zwischen den Ländern der europäischen Schlange zum Ausgleich von Schulden aus Stützungsoperationen am Devisenmarkt übertragen wurden. SZR-Operationen zwischen Ländern und dem IWF-Generalkonto gab es im Betrag von SZR 211 Mio., wovon SZR 120 Mio. der „Rekonstitution“ von SZR-Beständen dienen.

Im ersten Quartal 1975 machten die Gesamtziehungen auf den IWF SZR 1 358 Mio. aus. SZR 769 Mio. betrafen Ziehungen im Rahmen der Ölfazilität, darunter als größte die von Spanien (296 Mio.) und der Türkei (113 Mio.). Außerhalb der Ölfazilität war die größte Ziehung jene Italiens über SZR 300 Mio. Die Nettoinanspruchnahme der Fondsmittel belief sich in diesem Quartal auf SZR 1 116 Mio.

Über die Beendigung der Arbeit des Zwanzigerausschusses zur Reform der Währungsordnung und ihre Fortsetzung durch den neuen Interimsausschuß des Gouverneursrates sowie über die seit 1. Juli 1974 geltende Bewertung des Sonderziehungsrechts auf der Basis eines Korbes aus 16 Währungen wurde bereits berichtet (s. Seite 30–31). Ferner wurde im Oktober 1974 die Allgemeine Kreditvereinbarung (AKV) für weitere fünf Jahre verlängert. Im Januar 1975 wurde grundsätzliche Übereinstimmung über die sechste allgemeine Quotenerhöhung im Fonds erzielt. Der Gesamtbetrag der Quoten soll um $3\frac{1}{2}\%$ aufgestockt werden, aufgerundet auf SZR 39 Mrd. Der Anteil der der OPEC angehörenden IWF-Mitglieder am Gesamtbetrag der Quoten soll verdoppelt werden — von 5 auf 10% —, und der Anteil der Gruppe der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer soll zumindest auf dem derzeitigen Stand von 23% bleiben. Über die Einzelheiten der neuen Quotenstruktur ist noch nichts vereinbart worden.

Nach der Grundsatzübereinstimmung, die auf dem Treffen des Interimsausschusses im Januar 1975 erreicht worden ist, wurde im April formell die Erweiterung der Ölfazilität des IWF bekanntgegeben. Zusätzliche Mittel bis zu SZR 5 Mrd. — neben den von der Vorjahresfazilität noch verbliebenen SZR 540 Mio. — sollen bei öl-exportierenden Ländern und anderen IWF-Mitgliedern mit starker außenwirtschaftlicher Position aufgenommen werden. Der Zugang zu dieser Fazilität soll an strengere Auflagen als bisher geknüpft werden.

Das Gemeinschaftsfloating einiger europäischer Währungen

Das gemeinsame Floating der Währungen von Belgien, Dänemark, Deutschland, den Niederlanden, Norwegen und Schweden wurde in der Berichtsperiode auf der im März 1973 geschaffenen Basis fortgesetzt, nachdem Frankreich am 21. Januar 1974 ausgeschieden war. Das Schlangenband der teilnehmenden Währungen wurde wiederum mehrmals auf seine volle Breite ausgedehnt, wobei während des Frühjahrs 1974, als die Deutsche Mark die stärkste Währung der Gruppe war, und im dritten Quartal, als sie meist die schwächste war, besonders umfangreiche Interventionen erforderlich wurden. Außerdem entschlossen sich die Behörden der teilnehmenden Länder wiederholt, in Dollar zu intervenieren, bevor innerhalb der Schlange die Interventionspunkte gegenüber den Partnerwährungen erreicht wurden. Dies geschah zum Teil deshalb, weil häufig innerhalb der Schlange Druck dadurch entstand, daß am Markt Dollar exzessiv gegen eine spezielle Mitgliedswährung, wie etwa die Deutsche Mark, angeboten wurden oder gefragt waren. Als weiterer Grund kam hinzu, daß Dollarinterventionen, insofern sie die Notwendigkeit zu Interventionen in der Schlange verringern, auch den Umfang des Ausgleichs von Salden aus solchen Interventionen vermindern. Bei EWG-Mitgliedern der Schlange kann dieser Ausgleich zu Schwierigkeiten führen, da er in Aktiva erfolgen muß, deren Zusammensetzung der Struktur der Währungsreserven des Schuldnerlandes entspricht.

Während der Periode neuerlicher Schwäche des US-Dollars zwischen Ende Januar und Mitte Mai 1974 stiegen die sechs in der Schlange verbliebenen Währungen auf 9–11% über ihren nominellen Dollarleitkurs. Ab Anfang März war die Deutsche



Der französische Franken floatet seit 21. Januar 1974 unabhängig.

Mark in der Schlange ganz oben, die schwedische Krone, die dänische Krone und später der belgische Franken unten. Von Anfang März bis Mitte Mai stützten die deutschen Behörden diese Währungen mit etwa \$1,6 Mrd. Während der Erholung des Dollars im Zeitraum Mitte Mai—Anfang September bewegte sich die Schlange ihm gegenüber um rund 8% nach unten. Im Juni verringerten sich die aus Interventionen innerhalb der Schlange resultierenden Forderungen und Verbindlichkeiten bei relativ ruhiger Marktlage fast auf Null. Nach dem Herstatt-Zusammenbruch schwächte sich die Deutsche Mark gegenüber dem Dollar mehr als die anderen Blockwährungen ab, bis sie an die Untergrenze der Schlange gelangte. Der belgische Franken, der holländische Gulden und die norwegische Krone waren in dieser Sommerperiode die stärksten Währungen. Sie stützten die Deutsche Mark im dritten Quartal mit einem Betrag von rund \$1,3 Mrd.

Von Anfang September 1974 bis Anfang März 1975 bewegte sich die Schlange gegenüber dem Dollar stetig — um insgesamt 17% — aufwärts, ohne daß unter den teilnehmenden Währungen stärkerer Druck entstand. Tatsächlich hatten die umfangreichen Dollarkäufe Deutschlands, vor allem im Januar und im Februar 1975, zur Folge, daß die Deutsche Mark nicht bis an die Obergrenze stieg. Anfang März befanden sich die Währungen der Schlange innerhalb eines Bandes von $16\frac{1}{2}\%$ – $18\frac{3}{4}\%$ über ihren nominellen Dollarleitkursen. Danach schwächten sie sich gegenüber dem Dollar etwas ab, doch lag das Band gegen Ende Mai, als der Dollar wieder nachgegeben hatte, nur etwa $2\frac{1}{2}\%$ unter der März-Spitze. Im März sank die Deutsche Mark an die Untergrenze der Schlange, und im April mußte sie von einigen anderen Teilnehmerländern leicht gestützt werden. Zusätzlich verkauften die deutschen Behörden am Devisenmarkt in erheblichem Umfang Dollar.

Nach dem sehr steilen Anstieg des Schweizer Frankens gegenüber allen anderen wichtigen Währungen, der gegen Ende Oktober 1974 einsetzte, begannen die Schweizer Behörden Anfang 1975, bei den Teilnehmern des gemeinsamen Floatings die Möglichkeiten einer Aufnahme des Schweizer Frankens in den Block zu sondieren. Eine Entscheidung ist diesbezüglich noch nicht ergangen. Am 9. Mai deutete der Präsident von Frankreich an, daß der französische Franken angesichts der Verbesserung der französischen Außenwirtschaftslage möglicherweise in den Verbund zurückkehren werde. Später im Monat lag der Franken wieder innerhalb des Bandes von $2\frac{1}{4}\%$ seiner rechnerischen Parität gegenüber den Schlangenwährungen.

Der österreichische Schilling blieb der Schlange während der gesamten Berichtsperiode autonom angeschlossen. Allerdings wurde nach einem starken Aufwärtsdruck auf den Schilling die Kursmarge gegenüber den Verbundwährungen Mitte Mai 1974 von $2\frac{1}{4}\%$ auf $4\frac{1}{2}\%$ erweitert, und der effektive Wechselkurs gegenüber diesen Währungen und dem Schweizer Franken wurde um etwa 3% angehoben.

Sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse

Abgesehen von den Wechselkursentwicklungen, die in Kapitel I und im vorausgegangenen Abschnitt dieses Kapitels beschrieben wurden, nahmen in der Berichtsperiode die wichtigsten Industrieländer erhebliche Änderungen in der administrativen Regulierung des internationalen Kapitalverkehrs vor. Diese bestanden größtenteils

darin, daß in Fortsetzung der bereits Anfang 1974 nach den Ölpreiserhöhungen eingeschlagenen Linie weiterhin Kapitalabwehrmaßnahmen abgebaut und in einigen Fällen auch Kapitalzuflüsse gefördert wurden. In der Schweiz folgte allerdings auf die Beseitigung dieser Beschränkungen so schnell eine starke Bewegung in den Franken, daß sie bald wieder eingeführt und ausgeweitet wurden. Ein anderes wichtiges Ereignis der Berichtsperiode war die Verschärfung der Überwachung und/oder Regelung der Devisengeschäfte der Banken in einer Reihe europäischer Länder wie auch in den Vereinigten Staaten nach den Schwierigkeiten, zu denen es im Frühjahr und Sommer 1974 im Bankensystem gekommen war. In der übrigen Welt schließlich gab es eine Reihe von Verringerungen des Währungsaußenwerts und auch einige wechsellkurspolitische Umorientierungen im Sinne einer Stabilisierung der Währung nicht mehr gegenüber dem Dollar, sondern gegenüber einem Korb von nach der Regionalstruktur des Außenhandels gewichteten ausländischen Währungen.

Regelung und Überwachung der Devisengeschäfte der Banken. Im Anschluß an die starken Verluste im Devisenhandel, die eine kleine Zahl von Banken im Frühjahr und Sommer 1974 erlitt, ging eine Reihe von Ländern daran, die behördlichen Kontrollen und die Aufsicht über diesen Teil der Aktivitäten ihres Bankensystems zu verstärken. Als erstes handelte *Deutschland* Mitte Juli 1974, nachdem gegen Ende Juni die Herstatt-Bank zusammengebrochen war. Die Banken wurden verpflichtet, jeweils zu Monatsende ihre Devisenterminpositionen zu melden. Neben einer gewissen Aufgliederung nach Fälligkeiten und Währungen mußten auch die Positionen gegenüber Inländern und Ausländern gesondert angegeben werden. Im Oktober wurden dann Begrenzungen für die am Ende jedes Geschäftstages offenen Devisenpositionen (Kassa und Termin) eingeführt. Diese Grenzen betragen für die gesamte offene Position einer Bank 30% der haftenden Mittel und für Unterschiedsbeträge zwischen Aktiv- und Passivpositionen, die innerhalb eines Kalendermonats und innerhalb eines Kalenderhalbjahres fällig werden, je 40%. Seit April 1975 müssen die Banken nur noch den Gesamtbetrag ihrer Devisenterminposition ohne weitere Aufgliederung angeben.

In der *Schweiz* wurde die Pflicht der Banken zur Meldung ihrer Devisentermingeschäfte im Juli 1974 auf monatliche Basis umgestellt und Ende Oktober auf die anderen dem Bankengesetz unterstellten Finanzinstitute ausgedehnt. Dem folgte im April 1975 ein Gentlemen's Agreement, nach dem die Banken (und auch die im Devisengeschäft tätigen Nichtbanken-Institute) den Behörden am Ende jedes Geschäftstages alle Devisentransaktionen — Kassa und Termin — ab \$5 Mio. bekanntgeben. Geschäfte außergewöhnlichen Umfangs werden vor ihrer Durchführung gemeldet, und die Behörden können unter bestimmten Umständen in solche Transaktionen eingreifen.

In *Großbritannien* verstärkten die Behörden die Bankenaufsicht im August 1974. Im Dezember 1974 wurden von den Banken Angaben über den Umfang der ihren ausländischen Zweigstellen eingeräumten Devisenhandelsvollmachten verlangt, und die Behörden empfahlen in Zirkularform einen Wohlverhaltenskodex, dessen Zweck es ist, das Verlustrisiko im Devisengeschäft zu vermindern.

In *Österreich* müssen die Banken seit August 1974 ihre Bruttodevisenterminpositionen und damit zusammenhängende Zahlungsbilanzpositionen melden.

In den *Vereinigten Staaten* erließ das Schatzamt Mitte Oktober 1974 neue Bestimmungen, wonach die wichtigsten Inlandsbanken einschließlich ihrer ausländischen Niederlassungen und Tochtergesellschaften verpflichtet sind, ihre Kassa- und Terminforderungen und -verbindlichkeiten in jeder von neun wichtigen Auslandswährungen wöchentlich und monatlich zu melden. Seit Februar 1975 wird auch von amerikanischen Nichtbanken-Unternehmen verlangt, daß sie jede Kassa- und Terminfremdwährungsposition in neun wichtigen Währungen melden, soweit sie einen Gegenwert von \$ 1 Mio. oder mehr erreicht.

In *Luxemburg* werden von den Banken seit September 1974 detailliertere Angaben über ihre Devisenterminkontrakte verlangt, und seit November müssen sie monatlich alle offenen Terminpositionen in ausländischer Währung melden, soweit sie den Gegenwert von lfr 25 Mio. überschreiten.

In *Belgien* wurde im Oktober 1974 die Pflicht zur täglichen Meldung der Terminpositionen in wichtigen ausländischen Währungen eingeführt. Außerdem wurden die Banken verpflichtet, monatlich eine Fälligkeitsgliederung ihrer Netto-devisenpositionen (Kassa, Termin und kombiniert) in führenden Währungen vorzulegen und genaue Angaben über alle einzelnen Devisentermintransaktionen zu machen, die 10% ihrer eigenen Mittel übersteigen. Im Januar 1975 wurde die Aufsicht über die Devisenterminoperationen der Banken verschärft.

Im Bereich der *Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs* wurde in *Deutschland* im September 1974 die Bardepotregelung zur Beschränkung der Auslandskreditaufnahme inländischer Nichtbanken und die Genehmigungspflicht für die Abtretung von Wechseln und ähnlichen Inlandsforderungen an Ausländer aufgehoben. Im Anschluß an diese Maßnahmen wurden die Mindestreservesätze für Auslandsverbindlichkeiten der Banken im Oktober um 8% ermäßigt; die neuen Sätze reichen von 32,2% für Sichteinlagen bis 23% für Spareinlagen. Im Januar 1975 wurden die deutschen Banken und Emissionsinstitute aufgefordert, auf Deutsche Mark lautende Emissionen und Privatplazierungen des Auslands auf DM 300 bzw. 150 Mio. pro Monat zu begrenzen. Diese Regelung wurde im April 1975 durch eine andere ersetzt, wonach die Banken alle auf Deutsche Mark lautenden Anleihen, die von ausländischen Kreditnehmern begeben werden, außerhalb des Landes plazieren.

In *Japan* wurde in der zweiten Hälfte von 1974 eine ganze Reihe von Maßnahmen ergriffen, um den Kapitalzufluß zu fördern. Im August wurden die Bestimmungen über Dollar-Yen-Swaps von in Japan tätigen ausländischen Banken, über die Käufe von kurzfristigen öffentlichen Titeln und unnotierten festverzinslichen Wertpapieren durch das Ausland sowie über Vorauszahlungen für japanische Exporte und Auslandskreditaufnahmen inländischer Industrieunternehmen gelockert. Im September wurden die Reservenerfordernisse und Zinsbegrenzungen für frei konvertierbare Yen-Konten von Ausländern beseitigt, und im Oktober erhielten Ausländer die Genehmigung, neugegebene inländische Schuldverschreibungen und Schuldscheine frei zu erwerben.

Andererseits wurde aber im Juni, also vor diesen Maßnahmen, von den japanischen Banken verlangt, ihre Aufnahmen am Eurodollarmarkt, die während der ersten

Jahreshälfte sehr schnell gestiegen waren, zu beschränken. Im Juli wurden die Banken angewiesen, ihre Dollarausreichungen an Ausländer nicht über den Stand von Ende Juni zu erhöhen. Gegen Ende des Jahres wurden diese Beschränkungen jedoch in bezug auf die Kreditgewährung an im Ausland tätige japanische Gesellschaften gelockert.

In der *Schweiz* wurde das Verzinsungsverbot für Frankeneinlagen von Ausländern Mitte Oktober 1974 aufgehoben, womit die verschiedenen seit 1971 erlassenen Beschränkungen des Zuflusses kurzfristiger Gelder vollständig beseitigt waren. Als auf diesen Schritt hin jedoch sehr schnell Bewegungen in den Franken erfolgten, wurden die Abwehrmaßnahmen wieder eingeführt, und zwar umfassender als zuvor. Gegen Ende November wurde für den Zuwachs an Frankeneinlagen von Ausländern gegenüber dem Stand von Ende Oktober erneut das Verzinsungsverbot und dazu eine Kommission von 3% pro Quartal sowie eine Mindestguthabenbelastung eingeführt. Um eine Umgehung dieser Maßnahmen über den Devisenterminmarkt zu verhindern, wurden die Banken angewiesen, ihre Terminverkäufe von Franken an Ausländer auf oder unter dem Stand von Ende Oktober zu halten. Im Januar 1975 wurde das Verzinsungsverbot auf den Gesamtbestand an ausländischen Frankeneinlagen ausgedehnt und die Kommissionsbelastung auf 10% pro Quartal erhöht. Gleichzeitig wurden die Banken angewiesen, ihre Terminverkäufe von Franken an Ausländer zu reduzieren und dafür zu sorgen, daß die Summe ihrer Fremdwährungsverbindlichkeiten (per Kassa und per Termin) täglich durch die Summe ihrer Fremdwährungsforderungen gedeckt wurde. Diese Maßnahme wurde im April dahingehend erweitert, daß nunmehr die Positionen in jeder von neun wichtigen Währungen sowie die Position in allen übrigen Währungen zusammengenommen ausgeglichen werden müssen.

Die schweizerischen Behörden trafen im November 1974 auch Vorkehrungen, um sicherzustellen, daß die von Ausländern am schweizerischen Markt aufgenommenen Mittel unverzüglich abflossen. Sie führten wieder die Pflicht zur unverzüglichen Konversion aller Beträge am Devisenmarkt ein. Im Dezember wurde diese Regelung noch durch die Vorschrift verschärft, solche Konversionen bei der Nationalbank vorzunehmen. Früher im Jahr, nämlich im Mai, war zur Entlastung des inländischen Kapitalmarkts die Begebung von auf Franken lautenden Anleihen und Notes durch Ausländer sistiert worden. Von August an durften Privatplazierungen von Notes und vom September an Anleiheemissionen von Ausländern wieder vorgenommen werden, und im Mai 1975 wurden alle Beschränkungen für die Privatplazierung von Notes abgeschafft.

In *Schweden* sind seit Frühjahr 1974 eine Reihe von Maßnahmen zur Ermutigung von Kapitalimporten ergriffen worden. Im April 1974 wurde es den Banken erlaubt, die Zinsen für Kredite an Kunden zu erhöhen, wenn dies die inländischen Gesellschaften veranlassen würde, sich mehr Mittel im Ausland zu beschaffen. Gleichzeitig wurde der Mindestzeitraum, für welchen Firmen im Ausland Mittel zur Finanzierung industrieller Investitionen aufnehmen konnten, von zehn auf fünf Jahre reduziert. Im Juni 1974 wurde die Verzinsung aller neuen Fremdwährungseinlagen von Inländern bei schwedischen Banken untersagt. Dem folgte im August die Genehmigung, im Ausland Mittel unabhängig vom Verwendungszweck aufzunehmen.

In *Italien* wurde Anfang Mai 1974 eine Bardepotbestimmung eingeführt, nach der Importeure verpflichtet waren, 50% des cif-Werts einer großen Zahl von Importwaren zinslos für sechs Monate bei der Bank von Italien zu hinterlegen. Ende Juli wurden aufgrund einer Vereinbarung der EWG-Länder die meisten landwirtschaftlichen Importe von dieser Depotpflicht freigestellt, und im März 1975 wurde die gesamte Regelung aufgehoben. Im Juli 1974 verboten die italienischen Behörden jede weitere Zunahme der kurzfristigen Nettoauslandsverschuldung der Geschäftsbanken.

In *Spanien* wurde es den Banken im Juli 1974 gestattet, für Ausländer ohne Beschränkungen Konten in konvertiblen ausländischen Währungen zu eröffnen. Keine Bank darf jedoch insgesamt mehr als das Zweifache ihrer eigenen Mittel an solchen Einlagen mit Befristung bis zu drei Jahren hereinnehmen. Auf solche Weise empfangene Mittel können im Inland und im Ausland ausgeglichen werden, allerdings bei Krediten an Ausländer mit einer Begrenzung von 5% der Gesamteinlagen der betreffenden Bank oder 20% der Eigenmittel des Kreditnehmers.

In *Dänemark* wurde im September 1974 die Höchstgrenze, bis zu der ein einzelnes inländisches Unternehmen im Ausland langfristig Kredit aufnehmen darf, von dkr 5 auf 20 Mio. pro Jahr erhöht. Seit Dezember ist es Deviseninländern anderer EWG-Staaten erlaubt, auf Kronen lautende, an der Kopenhagener Börse notierte Anleihen ohne Beschränkung zu kaufen.

In *Österreich* sind die im November 1972 eingeführten Regelungen für bestimmte Formen ausländischer Investitionen im Inland und für inländische Kreditaufnahmen im Ausland zur Finanzierung von Importen und inländischen Investitionen bis Ende 1975 verlängert worden. Außerdem wurde die Vereinbarung vom August 1971, nach der die Banken darauf verzichteten, die inländische Liquidität durch Aufstockung ihrer Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber Ausländern zu erhöhen, bis Mitte 1975 verlängert. Seit Ende 1974 brauchen die Banken jedoch nicht mehr 75% vom Zuwachs an Schilling-Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern auf zinslosen Konten bei der Nationalbank zu hinterlegen.

In *Großbritannien* wurden die Pfundgarantievereinbarungen, die 1968 ursprünglich für drei Jahre mit einzelnen überseeischen Sterlingraumländern geschlossen worden waren, nicht über Ende 1974 hinaus fortgesetzt. Zu diesem Zeitpunkt hatten die Garantien den größten Teil ihrer früheren Bedeutung verloren, da sie nicht für den seit September 1973 eingetretenen Zuwachs an Guthaben dieser Länder galten, der in einigen Fällen nach den Ölpreiserhöhungen sehr beträchtlich gewesen war.

Auf dem Gebiet der Devisenkontrolle wurden die Beschränkungen für Direktinvestitionen im Ausland im Dezember 1974 leicht verschärft; außerdem wurde es den Banken im Januar 1975 untersagt, Fremdwährungswechsel zwecks Rediskontierung in London in Sterling zu konvertieren, ausgenommen solche, denen Warenbewegungen in den oder aus dem Sterlingraum zugrunde liegen.

In *Finnland* wurde im März 1975 für ein Jahr ein Importdepot eingeführt. Die Depots, die zwischen 5 und 30% des Zollwerts einer langen Reihe von Importwaren betragen, müssen zinslos bei der Bank von Finnland jeweils für sechs Monate gehalten werden.

In *Griechenland* wurde die Drachme im März 1975 vom Dollar gelöst. Die Wechselkurse beziehen sich nun auf Wertänderungen eines nach dem Außenhandel gewichteten Durchschnitts ausländischer Währungen, zu dem der Wert der Drachme in einem festen Verhältnis steht.

In *Island* wurde der Außenwert der Krone gegenüber dem Dollar im Zeitraum Mai 1974–Februar 1975 in mehreren Schritten um insgesamt 38% gesenkt; der Leitkurs der isländischen Krone änderte sich dadurch von ikr 92,80 auf 149,60. Außerdem bestand von Mai bis Dezember 1974 eine Importdepotregelung.

In *Jugoslawien* wurde während der Berichtsperiode die Relation des Dinar zum US-Dollar und zu anderen wichtigen Währungen mehrmals nach unten angepaßt. Im August 1974 wurden die Devisenzuteilungen für Konsumgüterimporte um 15% und für Importe von Rohstoffen und Halbwaren um 10% gekürzt. Gleichzeitig wurde für bestimmte Konsumgüterimporte eine spezielle Genehmigungspflicht geschaffen. Kurz darauf wurde eine Importdepotregelung eingeführt, derzufolge die Importeure 30–50% des Wertes einer großen Anzahl von Waren für 6–12 Monate unverzinslich bei der Zentralbank hinterlegen müssen.

Die *Türkei* wertete das Pfund im Mai 1974 gegenüber dem Dollar leicht auf. Der Gegenwert für 1 US-Dollar verringerte sich dadurch von T£ 14 auf 13,50. Im April 1975 wurde der Kurs jedoch in zwei Schritten wieder auf das alte Niveau zurückgenommen. Zusätzlich wurde der Außenwert des türkischen Pfundes im November 1974, im Januar 1975 und im Mai 1975 gegenüber verschiedenen europäischen Währungen nach unten korrigiert.

In der übrigen Welt wertete *Australien* seine Währung Ende September sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Gold um 12% ab. Gleichzeitig wurde die direkte Bindung zwischen dem australischen Dollar und dem US-Dollar, die nach dem Währungsrealignment vom Dezember 1971 eingeführt worden war, aufgegeben. Seither werden die Wechselkurse des australischen Dollars zu anderen Währungen so festgelegt, daß sein Wert gegenüber einem nach dem Außenhandel gewichteten Durchschnitt ausländischer Währungswerte erhalten bleibt. Außerdem wurden die Beschränkungen für private Kapitalimporte von Mitte 1974 an gelockert. In den Monaten Juni–November lief die Pflicht zur Bildung eines zinslosen Depots von 33 1/3% für Kreditaufnahmen im Ausland (ohne Handelskredite) aus. Die Mindestlaufzeit von Kreditaufnahmen durch Inländer im Ausland und die Mindestrestlaufzeit von festverzinslichen Wertpapieren, die von Ausländern gekauft werden können, wurden im November 1974 bzw. im Januar 1975 von zwei Jahren auf sechs Monate ermäßigt.

Neuseeland, das sich im Juli 1973 vom Dollar gelöst hatte und seine Wechselkurspolitik am Konzept des effektiven Wechselkurses ausrichtete, nahm Kursanpassungen gleichzeitig mit der im September 1974 erfolgten Abwertung des australischen Dollars vor. Der Neuseeland-Dollar wurde gegenüber dem australischen Dollar um 3% aufgewertet und gegenüber allen anderen Währungen um 9% abgewertet.

Südafrika gab im Juni 1974 seine frühere Praxis auf, für lange Zeiträume einen festen Kurs zwischen Rand und US-Dollar aufrechtzuerhalten. Seither fanden eine Reihe von kleineren Anpassungen in beiden Richtungen statt, durch die der Mittelkurs gegenüber dem Dollar insgesamt um 2% gesunken ist.

Hongkong gab den Wechselkurs seines Dollars Ende November 1974 frei und beendete damit die feste Bindung an den US-Dollar, die im Anschluß an die Freigabe des Pfundkurses Mitte 1972 eingeführt worden war.

Im *Nahen Osten* haben eine Anzahl von ölexportierenden Ländern vor kurzem ihre Währungen vom Dollar gelöst und an das Sonderziehungsrecht gebunden. Die Kurse entsprechen dabei dem relativen Goldgehalt der jeweiligen Währung und des Sonderziehungsrechts. Der *Iran* nahm diese Umstellung im Februar vor, *Saudi-Arabien* und *Katar* im März. *Kuwait* löste sich ebenfalls im März vom Dollar und band seine Währung an einen nach dem Handelsvolumen gewichteten Korb von Währungen.

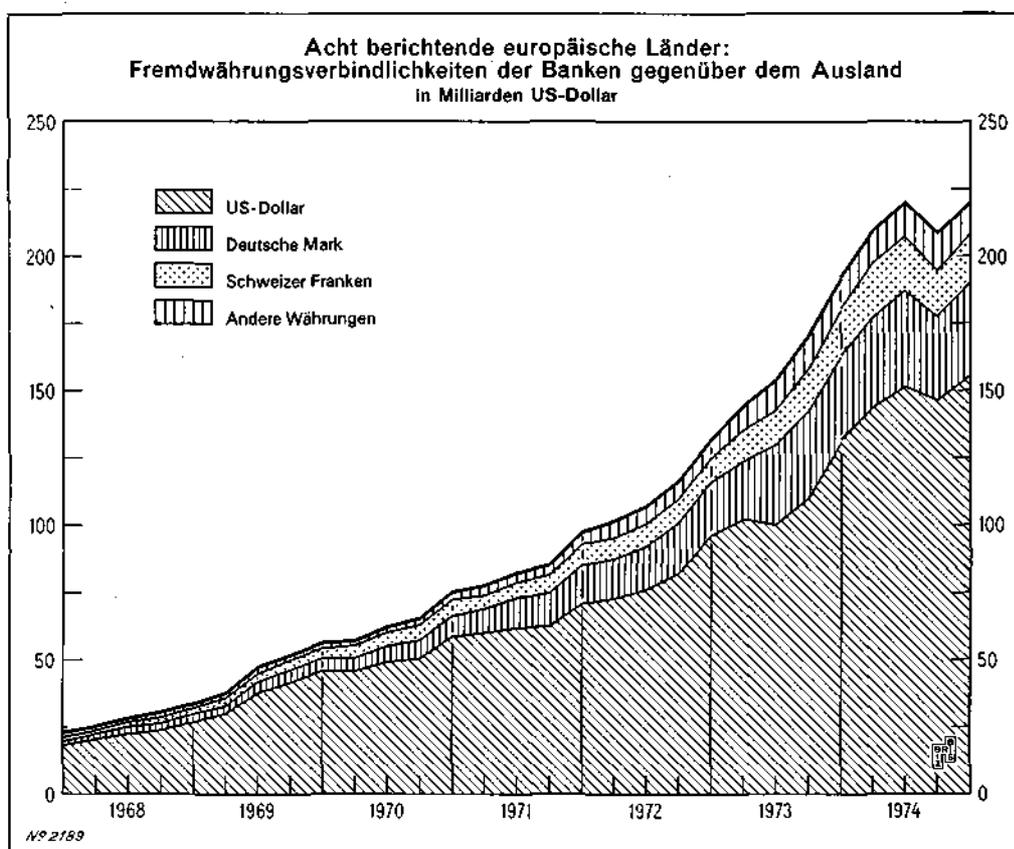
In *Israel* wurde das Pfund im November 1974 gegenüber dem Dollar um 30% abgewertet; der neue Wechselkurs beträgt £6 = US-\$1. Gleichzeitig wurden die Steuern auf bestimmte Importe um 10–20% erhöht und die Einfuhr bestimmter Konsumgüter für sechs Monate verboten.

In den lateinamerikanischen Ländern entwertete sich im Berichtszeitraum eine Anzahl von Währungen erheblich. *Argentinien* wertete Anfang März 1975 den Peso gegenüber dem Dollar auf dem amtlichen Devisenmarkt um 50% von Pesos 5 auf 10 = US-\$1 und auf dem Finanzmarkt um 34% von Pesos 9,98 auf 15,10 = US-\$1 ab. In *Brasilien* wurde der Cruzeiro von Mai 1974 bis Mai 1975 gegenüber dem Dollar zwölfmal nach unten angepaßt, und zwar insgesamt um 18% von Cr\$ 6,6 auf 8,0 = US-\$1. *Chile* verzeichnete eine Entwertung seiner Währung gegenüber dem Dollar in dem mit dem Monat Mai 1975 endenden Jahr um 85%; der Grundkurs beträgt nun Esc 4 300 = US-\$1 und der Touristenkurs Esc 4 800 = US-\$1. In *Kolumbien* entwertete sich der Peso gegenüber dem Dollar um nahezu 15%. Er sank von Pesos 25,6 = US-\$1 im Mai 1974 auf Pesos 30 = US-\$1 im April 1975. *Uruguay* ermäßigte den Wechselkurs des Peso am Handelsmarkt im Zeitraum April 1974–April 1975 von Pesos 1 084 auf 2 330 = US-\$1, d.h. um 54%.

V. DER EUROGELD- UND DER EUROANLEIHEMARKT

Der Eurogeldmarkt

Für den Eurogeldmarkt war 1974 ein außergewöhnlich ereignisreiches Jahr. Die auf Fremdwährung lautenden Bruttoauslandsverbindlichkeiten der Banken in acht berichtenden europäischen Ländern weiteten sich in der ersten Jahreshälfte rasch aus, verzeichneten im dritten Quartal eine beträchtliche Schrumpfung und stiegen erneut gegen Ende des Jahres. Insgesamt nahmen die Bruttoverbindlichkeiten um \$28 Mrd. oder 14% auf \$220 Mrd. zu, was wesentlich unter der 1973 verzeichneten Ausweitung von \$60 Mrd. oder 45% lag. Von der Zunahme im Jahr 1974 dürften ungefähr \$8 Mrd. auf Bewertungsänderungen zurückzuführen sein, die sich aus dem erhöhten Dollargegenwert jener Verbindlichkeiten der Banken ergaben, welche auf



eine gegenüber dem Dollar im Wert gestiegene Währung lauteten. Klammert man diese Wechselkurswirkungen aus, dann hat nur die Dollarkomponente tatsächlich zugenommen, nämlich um \$24 Mrd., während der Anteil der übrigen Währungen am Eurogeldmarkt um \$4-5 Mrd. zurückgegangen sein dürfte. Die mäßige Gesamtausweitung ist vor dem Hintergrund eines Anstiegs der in Dollar ausgedrückten Welthandelspreise um fast 40% und inländischer Inflationsraten zu sehen, die in den meisten Ländern 10% überschritten.

Die Verlangsamung des Wachstums war viel weniger ausgeprägt, wenn man den Nettoumfang des Marktes betrachtet. Werden Doppelerfassungen infolge der Weitergabe von Beträgen zwischen Banken eliminiert, andererseits aber die Positionen gegenüber inländischen Nichtbanken hinzugerechnet, dann haben die von den Banken der acht berichtenden europäischen Länder gewährten Eurokredite um schätzungsweise \$45 auf 177 Mrd. zugenommen, was einer Erhöhung um rund ein Drittel gleichkommt; 1973 hatte der Anstieg \$40 Mrd. oder fast 45% betragen. Der Dollaranteil erhöhte sich um rund \$36 auf 133 Mrd. Erstmals war daher das Nettowachstum des Marktes nicht wesentlich kleiner als seine Zunahme in Bruttoziffern. Der Grund hierfür ist in der Tatsache zu erblicken, daß die Schrumpfung vom dritten Quartal auf den Interbanksektor beschränkt blieb. Der Anstieg der Ausleihungen an Endkreditnehmer setzte sich während des ganzen Jahres fort. Insbesondere ergab sich eine verhältnismäßig starke Erhöhung der Kredite an inländische Nichtbanken, die in den Bruttowerten nicht zum Ausdruck kommt.

Unter Einschluß der Fremdwährungsgeschäfte von Banken außerhalb des europäischen Berichtsgebietes dürfte der Nettoumfang des Eurogeldmarktes im vergangenen Jahr um schätzungsweise \$55 auf rund 210 Mrd. zugenommen haben, nachdem er 1973 um rund \$50 Mrd. gewachsen war.

Im ersten Quartal 1975 scheinen sich die Bruttoauslandspositionen der Banken in den acht berichtenden europäischen Ländern um rund \$10 Mrd. und somit etwas weniger als im Vorquartal erhöht zu haben. Während jedoch die Ergebnisse des vierten Quartals durch den Aufbau von Jahresendpositionen und durch beträchtliche Bewertungseinflüsse aufgebläht waren, wirkte die Glattstellung dieser Positionen im ersten Vierteljahr kontraktiv, und das Ausmaß der Bewertungsänderungen war viel geringer. In Wirklichkeit dürfte daher die Ausweitung der Bruttoauslandspositionen beträchtlich ausgeprägter gewesen sein als in den letzten drei Monaten des Jahres 1974. Anhand von noch sehr unvollständigen Unterlagen könnte der Nettoumfang des Marktes Ende März 1975 in einer ersten Schätzung auf rund \$185 Mrd. für das europäische Berichtsgebiet und auf \$220 Mrd. unter Einbeziehung der Fremdwährungsgeschäfte der Banken in anderen Ländern angesetzt werden.

Aus Quellen der OECD ist zu entnehmen, daß die vom Eurogeldmarkt neu eingeräumten mittel- und langfristigen Konsortialkreditfazilitäten im vergangenen Jahr \$30,2 Mrd. betragen, nach \$24,1 Mrd. 1973. Der Monatsdurchschnitt der neu gewährten Fazilitäten verringerte sich von \$3,5 Mrd. im ersten Halbjahr 1974 auf rund \$1,5 Mrd. in der zweiten Jahreshälfte, und im ersten Vierteljahr 1975 wurde eine weitere, aber geringfügige Abnahme verzeichnet.

Die hauptsächlichen Bestimmungsfaktoren. Der wichtigste Bestimmungsfaktor für das Wachstum des Eurogeldmarktes im vergangenen Jahr war erwartungsgemäß der höhere Ölpreis. Dieser vermehrte sowohl das Angebot von Eurogeldern wie die Nachfrage nach solchen kräftig. Beim Mittelangebot bewirkte er massive Zuflüsse aus den ölexportierenden Ländern. Der Umfang der dem Eurogeldmarkt aus dieser Quelle neu zugeführten Gelder kann allein 1974 mit rund \$24 Mrd. beziffert werden. Ferner scheinen die Einlagen der Ölgesellschaften in der Größenordnung von einigen Milliarden Dollar zugenommen zu haben. Auf der Verwendungsseite nahmen viele

Ölimportstaaten umfangreiche Mittel am Markt auf, um ihre wachsenden Zahlungsdefizite zu finanzieren. Im ersten Halbjahr 1974 beliefen sich die an Regierungen und öffentliche Institutionen eingeräumten neuen lang- und mittelfristigen Kreditlinien am Euromarkt auf etwa \$16,5 Mrd., wovon allein auf Großbritannien, Frankreich und Italien bedeutend mehr als die Hälfte entfiel. Die Regierungen einer Reihe von Staaten nahmen jedoch nicht nur Direktkredite auf oder veranlaßten andere öffentliche Körperschaften zu Kreditaufnahmen, sondern sie regten auch Geschäftsbanken und andere Unternehmen an, auf den Auslandskredit zurückzugreifen. Die japanischen Banken nahmen beispielsweise im ersten Halbjahr 1974 \$9,4 Mrd. im Ausland auf, wovon rund zwei Drittel auf den Eurogeldmarkt entfielen, und in Frankreich liehen private Nichtbankunternehmen \$3 Mrd. längerfristig im Ausland — entweder über die französischen Banken oder unmittelbar von Banken im Ausland.

Die Ölpreiserhöhung übte in verschiedener Hinsicht auch einen indirekten Einfluß auf die Entwicklung des Eurogeldmarktes aus. Die Erwartung, daß die den Vereinigten Staaten zufließenden Ölgelder zu einer nachhaltigen Stärkung des Dollars führen würden, war ein wesentliches Motiv für die Beendigung der verschiedenen amerikanischen Beschränkungen der Kapitalabflüsse im Januar 1974, also etwa ein Jahr vor dem seinerzeit von der Regierung bekanntgegebenen Termin Ende 1974. Ebenso lag der im vergangenen Jahr erfolgten Lockerung der deutschen Maßnahmen gegen den Kapitalimport unter anderem die Überlegung zugrunde, daß die höheren Ölpreise die Deutsche Mark schwächen könnten. Auch eine Reihe anderer Staaten entschloß sich zu solchen Schritten.

Im Gegensatz zu den Folgen der Lockerung von Beschränkungen in anderen Ländern erscheinen die Auswirkungen der Aufhebung der amerikanischen Kontrollen auf das Wachstum des Marktes nicht ganz so leicht bestimmbar. Einerseits würde das Dollarangebot aus den Vereinigten Staaten auf dem Eurogeldmarkt tendenziell erhöht und insbesondere die Rückschleusung von Mitteln in das Ausland erleichtert werden, falls die USA einen übermäßig großen Anteil der Ölüberschüsse an sich ziehen sollten. Andererseits waren die amerikanischen Beschränkungen einer der wesentlichsten Faktoren für das Wachstum des Marktes, was die Nachfrage nach Eurogeldern betrifft. Durch das Fernhalten ausländischer Tochtergesellschaften amerikanischer Firmen und anderer Kreditnehmer von den amerikanischen Finanzmärkten war ein großer Teil ihres Kreditbedarfs auf den Euromarkt abgedrängt worden. Da ihnen der Zugang zu den amerikanischen Märkten nunmehr wieder offensteht, wird der Euromarkt langfristig gesehen den Großteil dieses Geschäfts nur dann behaupten können, wenn das Aufgeld, das er für Dollareinlagen zu zahlen hat, nicht zu groß ist. Dem Markt wird jedoch selbstverständlich weiterhin seine Sachkenntnis, sein Standort und sein Engros-Charakter zugute kommen.

In diesem Zusammenhang ist die Feststellung interessant, daß, während bei den Auslandsniederlassungen amerikanischer Banken die Zuwachsrate ihrer Forderungen von 56% 1973 auf 24% 1974 gesunken ist, jene der Auslandsforderungen amerikanischer Banken selbst von 29 auf 72% stieg. Überdies hatte die Aufhebung der Beschränkungen der Kapitalabflüsse in den Vereinigten Staaten neben anderem zur Folge, daß sich Banken aus den Vereinigten Staaten unmittelbar an Eurokreditkontsortien beteiligten.

Im April 1975 senkte das Federal Reserve System das Mindestreservenerfordernis für Kreditaufnahmen im Ausland durch Mitgliedsbanken von 8 auf 4%. Obwohl dieser Schritt aus anderen Überlegungen heraus erfolgte, wird er sich für den Euromarkt bis zu einem gewissen Grade in gleicher Weise wie die Aufhebung der Beschränkungen der Kapitalabflüsse auswirken. Er wird den Euromarkt noch enger mit dem amerikanischen Markt verbinden und die Wettbewerbsfähigkeit der Banken in den Vereinigten Staaten im internationalen Bereich weiter stärken.

Sieht man von den Folgen der Ölpreiserhöhung und den als Reaktion darauf getroffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen ab, so stand der Euromarkt weiterhin, zumal im ersten Halbjahr 1974, unter dem Einfluß von Faktoren, die sich von jenen des Jahres 1973 nicht wesentlich unterschieden. Die Schwächung der Kapitalmärkte durch die beschleunigte Inflation und durch die verknappte Liquidität dauerte an. Die Emission von Euroanleihen beispielsweise schrumpfte wiederum stark. Gleichzeitig erhöhte der Preis- und Lohnauftrieb im Verein mit rückläufigen Gewinnen den Kreditbedarf der Unternehmen. Das Zusammentreffen eines größeren Kreditbedarfs mit der mangelnden Fähigkeit der Kapitalmärkte, diesen Bedarf zu decken, vermehrte die Abhängigkeit vom Bankkredit. Der Euromarkt befand sich aus zwei Gründen in einer günstigen Lage, diesen Kreditbedarf zu befriedigen: einmal waren die Eurobanken nicht wie die Banken in den nationalen Märkten durch Kreditplafonds oder durch restriktive Leitwerte bezüglich der inländischen Geldversorgung behindert; zweitens konnten sie mit Hilfe von Krediten zu variablen Zinssätzen (Roll-over-Kredite) verhältnismäßig langfristige Finanzierungsmöglichkeiten bieten und dabei sich selbst und ihre Kunden gegen nachteilige Zinsänderungen absichern. Der Umfang der 1974 neu gewährten Konsortialkredite an Privatunternehmen lag mit mehr als \$9 Mrd. um etwa 55% über dem Jahresergebnis 1973. Und trotz dem Rückgang des Interbankgeschäfts wuchsen die direkten Forderungen der Eurobanken gegenüber Nichtbanken 1974 stärker als je zuvor, wenngleich die Einschränkung gemacht werden muß, daß dieses Ergebnis zum Teil auf die Zahlungsbilanzfinanzierung zurückzuführen ist.

Schließlich trugen auch die instabilen Wechselkurse zum Wachstum des Marktes bei. Sie verstärkten beispielsweise den Kurssicherungsbedarf der Wirtschaft. Da entsprechende Abschlüsse, zumal bei längeren Fälligkeiten, auf dem Devisenterminmarkt nicht immer glattgestellt werden konnten, vermochten die Banken den Kurssicherungsbedarf ihrer Kunden dadurch zu befriedigen, daß sie sich selbst durch eine Kombination von Devisenkassageschäften mit Anlagen bzw. Mittelaufnahmen am Eurogeldmarkt absicherten.

Vor dem Hintergrund einer außergewöhnlich raschen Ausweitung des Marktes setzten im Frühjahr des vergangenen Jahres Besorgnisse über die Gefahren ein, die dem Eurogeldmarkt von den enormen Zahlungsbilanzdefiziten, der Inflation und der unberechenbaren Wechselkursentwicklung möglicherweise drohten. Einige wenige Banken erlitten im Devisengeschäft erhebliche Verluste, und da von den Ländern mit den größten Öldefiziten schon vorher manche als bedeutende Eurokreditnehmer aufgetreten waren, befürchtete man, daß Forderungen der Eurobanken in einem gewissen Ausmaß einfrieren oder daß diese Banken durch Devisenbestimmungen behindert werden könnten. Man war auch der Ansicht, daß das Konsortialkreditgeschäft zu rasch gewachsen war und daß die Fristentransformationen des Marktes gefährlich waren. Außerdem wurde erkennbar, daß das rasche Bilanzwachstum bei geringen

Gewinnspannen und hohen Kosten der Aktienemission zu einer beträchtlichen Verschlechterung des Verhältnisses zwischen Eigenmitteln und Krediten der Banken geführt hatte. Eine weitere Quelle der Besorgnis war die Ungewißheit, ob die Zentralbanken im Notfall dem Euromarkt Hilfe leisten würden. Diese Zweifel bewirkten eine weithin beachtete Verlagerung von Einlagen einiger Großbanken vom Euromarkt in die Vereinigten Staaten.

In diesem Klima allgemeiner Ungewißheit traf den Markt gegen Ende Juni die Nachricht vom Zusammenbruch der Herstatt-Bank. Die sich hieraus ergebende Erschütterung des Vertrauens erhöhte die Differenz, um die die Eurobanken die Einlagen-sätze in den Vereinigten Staaten überbieten mußten, wobei der Druck noch dadurch verstärkt wurde, daß gleichzeitig die Liquiditätsverknappung in den Vereinigten Staaten ihren Höhepunkt erreichte. Am meisten litten unter den Auswirkungen des Falles Herstatt am Eurogeldmarkt die kleineren Banken sowie jene Institute, die nicht über den eindeutigen Rückhalt eines Stammhauses verfügten. Diese Marktteilnehmer, wie auch die Banken in einigen großen Defizitländern, sahen sich nun bei der Refinanzierung am Interbankmarkt beträchtlichen Schwierigkeiten gegenüber. Das Aufgeld zur LIBOR (London interbank offered rate), das sie zu zahlen hatten, ging bis zu 2 Prozentpunkten; dies bedeutete, daß ihre Kosten beträchtlich über dem Ertrag aus ihren Beteiligungen an Konsortialkrediten lagen. Obwohl der Zufluß von Ölgeldern zum Markt anhielt, gingen im Juli und August die Interbankverbindlichkeiten und -forderungen stark zurück.

Nach der Erklärung der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer vom 10. September, in der sie ihre Verantwortung für den internationalen Bankenmarkt und ihre Bereitschaft und Fähigkeit bekräftigten, im Notfall zu helfen, begann sich die Marktstimmung langsam zu bessern. Im Interbankgeschäft setzte wieder eine zögernde Aufwärtsentwicklung ein; gleichwohl lag Ende 1974 der Betrag der ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen Banken noch immer weit unter dem Stand zur Jahresmitte.

Im ersten Vierteljahr 1975 machte die Erholung des Vertrauens weitere Fortschritte. Der Abstand der Eurosätze zu den Sätzen in den Vereinigten Staaten verringerte sich, die Fächerung der Zinssätze wurde viel weniger ausgeprägt, und die Forderungen und Verbindlichkeiten sowohl gegen Nichtbanken als auch gegen Banken scheinen sich erheblich erhöht zu haben. Diese neuerliche Expansion vollzog sich trotz einer Anzahl retardierender Einflüsse wie des weltweiten konjunkturellen Abschwungs, der zunehmenden Leistungsfähigkeit der Kapitalmärkte und der Verlangsamung der Zuflüsse von Ölgeldern.

Neben den Erklärungen der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer trugen verschiedene andere Faktoren zu der allmählichen Verbesserung der Stimmung am Markt bei: die positive Reaktion der Eigentümer von Konsortialbanken auf die Aufforderung der Bank von England, sich zu einer Unterstützung dieser Banken zu verpflichten, sollten sie in Schwierigkeiten geraten; die Erklärung der amerikanischen Währungsbehörden, jeder nach soliden Grundsätzen geführten Mitgliedsbank des Federal Reserve System bei vorübergehenden Liquiditätsschwierigkeiten infolge plötzlicher Abzüge von Öldollars oder anderen Einlagen im Notfall Hilfe zu gewähren; die verstärkte Überwachung und Lenkung der Banken durch die Behörden;

die allgemeine Lockerung der geldpolitischen Restriktion; die rückläufigen Zinssätze und die Erholung der Kapitalmärkte; die Tatsache, daß sich trotz schwierigen Bedingungen auf den Euromärkten im Sommer praktisch alle Eurobanken behaupten konnten; und die Erkenntnis, daß die finanziellen Folgen der Ölpreiserhöhungen leichter als ursprünglich befürchtet zu bewältigen waren.

Die Ereignisse des vergangenen Sommers scheinen alles in allem — trotz der zeitweiligen Bedrohung der Stabilität des Systems — einen günstigen Einfluß auf die Entwicklung des Marktes ausgeübt zu haben. Die Banken sind bei der Vergabe neuer Kredite risikobewußter und kritischer geworden. Der Umfang der einzelnen Konsortialkredite und die Zahl der Teilnehmer an den Kreditkonsortien wurden verringert, letzteres teilweise als Folge der Schwierigkeiten der kleineren Banken, und die durchschnittlichen Laufzeiten wurden erheblich kürzer. Die Spannen zu den Interbanksätzen und andere Gebühren, die von den Eurobanken auf neue Kredite mit variablem Zinssatz berechnet werden, wurden kräftig hinaufgesetzt und sollten daher die Möglichkeit zu ausreichenden Rückstellungen gegen Verluste bieten. Infolge der nach der Bonität gestaffelten Zinssätze sind es vornehmlich die Großbanken, denen diese Entwicklung zugute gekommen ist, und da sie auch den Löwenanteil der Ölgelder erhielten, wurde ihre Marktstellung beträchtlich gestärkt. Das Schwergewicht bei neuen Finanzierungen hat sich von der direkten Abdeckung von Zahlungsbilanzdefiziten auf projektgebundene Kredite, wie etwa solche für die Erschließung neuer Energiequellen, verlagert. Nicht zuletzt sind die Banken im Devisenhandel unter der Anleitung der Zentralbanken und durch neue Vorschriften vorsichtiger geworden und widmen nunmehr einer gesunden Bilanzstruktur, vor allem bezüglich ihrer kapitalmäßigen Ausstattung, größere Aufmerksamkeit. All dies läßt die Annahme zu, daß trotz wiedergewonnenem Vertrauen der Markt künftig zu einer weniger stürmischen Entwicklung als in den letzten Jahren neigen wird.

Die Struktur des Marktes. Während sich die Bruttoauslandspositionen der berichtenden Banken in Landeswährung 1974 ungefähr gleich wie 1973 ausweiteten, verlangsamte sich das Wachstum ihrer Dollarverbindlichkeiten von 35 auf 18% und das ihrer Verbindlichkeiten in anderen Fremdwährungen von 73 auf 5%.

Die auf Dollar lautenden Forderungen und Verbindlichkeiten stiegen um \$ 23,6 bzw. 24,3 Mrd., wodurch der Dollaranteil an den gesamten ausstehenden Positionen um 2,5 Prozentpunkte auf 72% zunahm. Der Rückgang der Nettodollarposition der Banken gegenüber dem Ausland um \$ 0,7 Mrd. war wesentlich geringer als die auf \$ 4-4,5 Mrd. geschätzte Zunahme ihrer Nettodollarforderungen gegenüber Inländern. Dies läßt vermuten, daß trotz der Abwärtsentwicklung des Dollars auf den Devisenmärkten die Eurobanken ihre Kassaposition in dieser Währung erhöht haben.

Die Forderungen und Verbindlichkeiten in anderen Fremdwährungen als dem Dollar stiegen um \$ 2,9 bzw. 3,3 Mrd., wobei die Zunahme der Forderungen ausschließlich auf die Deutsche Mark und die der Verbindlichkeiten zu zwei Dritteln auf diese Währung entfiel. Ohne die Bewertungsänderungen aus der Verteuerung der übrigen Eurowährungen gegenüber dem Dollar würde sich, wie bereits erwähnt, eine Schrumpfung um rund \$ 5 Mrd. ergeben haben. Im wesentlichen waren zwei Gründe für die schwache Entwicklung des Anteils der Nichtdollarwährungen maßgeblich. Der eine ist der, daß die ölexportierenden Länder ihre Zahlungen weder in Deutschen

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

Ende	US-Dollar		Andere Fremdwährungen						
	Ins- gesamt	darunter: gegenüber Nicht- banken	Ins- gesamt	darunter:					
				gegenüber Nicht- banken	Deut- sche Mark	Schwei- zer Franken	Pfund Sterling	Gulden	Fran- zösische Franken
Millionen US-Dollar									
Verbindlichkeiten									
1970 Dezember . .	58 700	11 240	16 590	2 450	8 080	5 720	940	550	420
1971 Dezember . .	70 750	9 980	28 980	2 750	14 830	7 760	2 110	860	440
1972 Dezember . .	96 730	11 810	35 200	3 620	19 540	8 810	2 210	1 360	1 080
1973 März	102 070	12 940	41 860	4 740	21 930	11 280	2 940	1 230	1 740
Juni	100 110	13 680	53 620	5 560	29 650	12 940	4 040	2 210	2 260
September . . .	109 740	14 480	60 060	5 810	32 480	15 980	4 050	2 510	2 570
Dezember I . . .	130 470	16 370	60 960	5 610	32 140	17 060	4 790	2 260	2 160
Dezember II ¹ . .	131 380	17 470	60 720	5 630	32 020	17 160	4 560	2 260	2 130
1974 März	143 980	18 660	65 190	6 310	33 310	20 390	4 470	2 090	2 180
Juni	151 680	19 660	67 840	7 310	35 450	19 850	5 100	2 290	2 080
September . . .	146 930	19 930	60 180	7 410	30 740	17 090	4 300	2 370	2 440
Dezember	155 690	23 110	63 990	8 050	34 220	18 250	3 560	2 760	2 270
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern²</i>									
1972 Dezember . .		3 260		1 720					
1973 Dezember I . .		5 020		2 560					
Dezember II ¹ . .		5 020		2 550					
1974 Dezember . . .		8 560		3 780					
Forderungen									
1970 Dezember . .	60 370	11 850	17 880	4 670	10 110	5 080	610	560	400
1971 Dezember . .	71 500	14 360	28 630	6 750	16 220	8 180	1 620	700	490
1972 Dezember . .	98 000	18 340	33 840	8 000	20 390	7 780	2 180	720	700
1973 März	98 100	19 450	43 100	9 230	27 030	8 910	2 420	1 090	1 190
Juni	101 270	20 290	51 330	10 710	32 460	10 180	3 050	1 320	1 470
September . . .	111 880	21 150	55 740	12 420	34 140	13 020	2 740	1 300	1 560
Dezember I . . .	133 760	23 870	54 840	12 000	31 400	14 590	3 150	1 320	1 750
Dezember II ¹ . .	132 110	24 730	55 510	13 980	31 410	15 000	3 080	1 240	1 760
1974 März	146 100	28 710	58 530	14 090	32 950	15 800	3 090	1 220	1 700
Juni	154 170	31 300	59 670	14 790	33 730	16 110	3 130	1 320	1 290
September . . .	148 970	31 300	52 750	15 250	30 390	13 250	2 490	1 480	1 360
Dezember	155 670	34 570	58 450	17 900	34 620	14 330	2 040	1 670	1 480
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern²</i>									
1972 Dezember . .		5 120		3 530					
1973 Dezember I . .		8 830		5 150					
Dezember II ¹ . .		8 820		5 120					
1974 Dezember . . .		16 430		6 330					
Nettoposition									
1970 Dezember . .	1 670	610	1 290	2 220	2 030	- 640	- 330	10	- 20
1971 Dezember . .	750	4 380	1 650	4 000	1 590	420	- 490	- 160	50
1972 Dezember . .	1 270	6 530	-1 360	4 380	850	-1 030	- 30	- 640	- 380
1973 März	- 3 970	6 510	1 240	4 490	5 100	-2 370	- 520	- 140	- 550
Juni	1 160	6 610	-2 290	5 150	2 810	-2 760	- 990	- 890	- 790
September . . .	2 140	6 670	-4 320	6 610	1 660	-2 960	-1 310	-1 210	-1 010
Dezember I . . .	3 290	7 500	-6 120	6 390	- 740	-2 470	-1 640	- 940	- 410
Dezember II ¹ . .	730	7 260	-5 210	8 350	- 610	-2 160	-1 480	-1 020	- 370
1974 März	2 120	10 050	-6 660	7 780	- 360	-4 590	-1 380	- 870	- 480
Juni	2 490	11 640	-8 170	7 480	-1 720	-3 740	-1 970	- 970	- 790
September . . .	2 040	11 370	-7 430	7 840	- 350	-3 840	-1 810	- 890	-1 080
Dezember	- 20	11 460	-5 540	9 850	400	-3 920	-1 520	- 890	- 790
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern²</i>									
1972 Dezember . .		1 860		1 810					
1973 Dezember I . .		3 810		2 590					
Dezember II ¹ . .		3 800		2 570					
1974 Dezember . . .		7 870		2 550					

¹ Ab Dezember 1973 (Dezember II) enthalten die Angaben nicht mehr die Eurodevisenpositionen der BIZ (die bis dahin bei den Zahlen für die schweizerischen Banken berücksichtigt waren); andererseits wurden gewisse langfristige Positionen aufgenommen, die vorher nicht eingerechnet waren. ² Ohne Bundesrepublik Deutschland.

Mark noch in Schweizer Franken erhalten und den größten Teil ihrer Eurogeldanlagen in Dollar tätigten. Zweitens scheint die Schwäche des Eurogeldmarktes im zweiten Halbjahr 1974 besonders den Nichtdollaranteil betroffen zu haben, was vielleicht auch eine Folge des Falles Herstatt ist. Während die Dollarpositionen am Jahresende ihren Stand von der Jahresmitte übertrafen, lagen die Verbindlichkeiten und Forderungen der Banken, die nicht auf Dollar lauteten, selbst unter Einschluß der Bewertungsänderungen noch immer unter ihrem Stand zur Jahresmitte. Die Schrumpfung beschränkte sich jedoch auf den Interbankmarkt.

Ein zweites Merkmal war die verhältnismäßig starke Ausweitung der Direktforderungen gegenüber Nichtbanken, die sich teilweise als Folge der beträchtlichen Kreditgewährung an Regierungen und öffentliche Körperschaften ergab. Die Forderungen gegenüber ausländischen Nichtbanken stiegen um \$ 13,8 Mrd. und gegenüber inländischen Nichtbanken um \$ 8,8 Mrd.; 1973 hatten die Zuwächse \$ 9,5 bzw. 5,3 Mrd. betragen. Die Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken erhöhten sich gleichfalls mehr als 1973, was unter anderem auf erhöhte Einlagen der Ölgesellschaften zurückging. Das Wachstum der Interbankpositionen verlangsamte sich dagegen stark. Die Forderungen gegenüber Banken stiegen beispielsweise im ersten Halbjahr 1974 um \$ 18,8 Mrd., nahmen jedoch im Laufe des Sommers um \$ 12,6 Mrd. ab, bevor sie im vierten Quartal einen erneuten Anstieg um \$ 6,5 Mrd. verzeichneten. Insgesamt schloß das Jahr mit einem Anstieg der Interbankforderungen von \$ 12,7 Mrd. gegen \$ 47,2 Mrd. 1973.

Was den Anteil der Banken in den einzelnen Ländern am Gesamtwachstum des Marktes betrifft, so ist zu bemerken, daß die Zunahme der Auslandsverbindlichkeiten um \$ 27,6 Mrd. das Ergebnis einer Schrumpfung der Verbindlichkeiten der italienischen Banken um \$ 10,3 Mrd. und einer Zunahme der Verbindlichkeiten der Banken der anderen berichtenden europäischen Länder um \$ 37,9 Mrd. war. Bei den Forderungen war das Bild im wesentlichen dasselbe.

Der Rückgang der Positionen der italienischen Banken, der von Ende April bis Ende November bei den Verbindlichkeiten über 50% betrug, verursachte keine größeren Schwierigkeiten, da Forderungen und Verbindlichkeiten gut aufeinander abgestimmt waren. Die Eurokreditaufnahmen des öffentlichen Sektors in Italien waren über Banken außerhalb Italiens abgewickelt worden, wogegen die italienischen Banken im wesentlichen im Zwischenbankgeschäft tätig gewesen waren. Als die italienischen Banken infolge der Besorgnis des Marktes über die italienische Zahlungsbilanz immer größere Aufschläge zur LIBOR zahlen mußten, war das Interbankgeschäft für sie nicht mehr rentabel, und sie ließen ihre Positionen auslaufen. Die Nettoauslandsverbindlichkeiten der italienischen Banken in fremden Währungen erhöhten sich im ersten Halbjahr 1974 von \$ 0,1 auf 1,7 Mrd., reduzierten sich aber im dritten Quartal um \$ 0,7 Mrd.

Mehr als die Hälfte der Ausweitung der Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in den sieben anderen berichtenden europäischen Ländern entfiel allein auf Banken in Großbritannien. Dennoch verlangsamte sich die Wachstumsrate der Bruttoverbindlichkeiten der englischen Banken von 52% 1973 auf 23%. Ihre Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland erhöhten sich von \$ 6,4 auf 8,3 Mrd., was vollständig durch den Anstieg ihrer Nettoforderungen gegenüber inländischen

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 . . .	1973 Dezember	1 800	23 840	1 160	24 450	— 640	610	— 30
	1974 März	2 060	27 140	1 410	28 280	— 650	1 140	490
	Juni	2 280	28 380	1 650	29 810	— 630	1 430	800
	September	2 160	28 080	1 610	29 420	— 550	1 340	790
	Dezember	2 500	31 280	1 650	32 210	— 850	930	80
Deutschland (BR)	1973 Dezember	9 080	6 660	8 130	6 700	— 950	40	— 910
	1974 März	9 480	7 120	8 660	7 300	— 820	180	— 640
	Juni	10 360	7 690	10 210	7 750	— 150	60	— 90
	September	9 540	6 860	10 510	7 030	— 970	170	1 140
	Dezember	11 250	7 680	14 210	8 360	2 960	680	3 640
Frankreich	1973 Dezember	4 510	27 360	1 850	27 630	— 2 660	270	— 2 390
	1974 März	3 890	32 600	1 530	32 300	— 2 360	— 300	— 2 660
	Juni	3 440	31 250	1 160	30 190	— 2 280	— 1 060	— 3 340
	September	3 680	32 510	1 080	31 820	— 2 600	— 690	— 3 290
	Dezember	6 150	90 650	1 440	84 280	— 4 710	— 6 370	— 11 080
Großbritannien . . .	1973 Dezember	6 150	90 650	1 440	84 280	— 4 710	— 6 370	— 11 080
	1974 März	6 060	103 260	1 440	96 150	— 4 620	— 7 110	— 11 730
	Juni	6 960	108 110	1 350	100 230	— 5 610	— 7 880	— 13 490
	September	7 790	106 200	1 410	99 070	— 6 380	— 7 130	— 13 510
	Dezember	7 730	111 100	1 870	102 820	— 5 860	— 8 280	— 14 140
Italien	1973 Dezember	1 820	23 870	790	23 810	— 1 030	— 60	— 1 090
	1974 März	1 590	23 510	870	22 670	— 720	— 840	— 1 560
	Juni	1 890	21 300	850	19 570	— 1 040	— 1 730	— 2 770
	September	1 480	13 660	600	12 610	— 880	— 1 050	— 1 930
	Dezember	1 330	13 610	600	12 510	— 730	— 1 100	— 1 830
Niederlande	1973 Dezember	1 180	9 620	910	9 410	— 270	— 210	— 480
	1974 März	1 260	10 880	1 020	11 050	— 240	170	— 70
	Juni	1 450	10 920	980	11 580	— 470	660	190
	September	1 180	11 140	940	10 920	— 240	— 220	— 460
	Dezember	1 360	11 890	1 040	12 040	— 320	150	— 170
Schweden	1973 Dezember	460	900	220	1 710	— 240	810	570
	1974 März	460	1 120	360	2 090	— 100	970	870
	Juni	490	1 150	350	2 310	— 140	1 160	1 020
	September	540	1 100	380	2 200	— 160	1 100	940
	Dezember	510	1 040	430	2 060	— 80	1 020	940
Schweiz	1973 Dezember	6 560	9 200	7 320	9 630	760	430	1 190
	1974 März	7 240	8 780	8 510	9 460	1 270	680	1 950
	Juni	7 490	9 370	8 680	10 290	1 190	920	2 110
	September	7 250	8 820	8 410	10 280	1 160	1 460	2 620
	Dezember	8 510	10 570	9 160	12 300	650	1 730	2 380
Zusammen	1973 Dezember	31 560	192 100	21 820	187 620	— 9 740	— 4 480	— 14 220
	1974 März*	32 660	209 170	24 120	204 630	— 8 540	— 4 540	— 13 080
	Juni	34 810	219 520	25 600	213 840	— 9 210	— 5 680	— 14 890
	September	33 380	207 110	25 020	201 720	— 8 360	— 5 390	— 13 750
	Dezember	36 870	219 680	30 040	214 120	— 6 830	— 5 560	— 12 390
Japan	1973 Dezember	690	12 930	810	16 300	120	3 370	3 490
	1974 März	750	17 960	970	17 190	220	— 770	— 550
	Juni	770	22 260	1 230	17 070	460	— 5 190	— 4 730
	September	970	23 880	1 280	18 430	310	— 5 450	— 5 140
	Dezember	870	24 080	1 370	19 240	500	— 4 840	— 4 340
Kanada	1973 Dezember	1 090	11 530	400	11 940	— 690	410	— 280
	1974 März	1 120	11 640	390	12 430	— 730	790	60
	Juni	1 260	11 380	420	12 500	— 840	1 120	280
	September	1 230	11 150	380	12 560	— 850	1 410	560
	Dezember	1 610	11 730	410	13 540	— 1 200	1 810	610

* Für Frankreich mit den Zahlen von Ende Dezember 1973.

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

	Ende	US-Dollar			Alle anderen Fremdwährungen		
		Ver- bindlich- keiten	Forde- rungen	Netto- posi- tion	Ver- bindlich- keiten	Forde- rungen	Netto- posi- tion
		Millionen US-Dollar					
Belgien-Luxemburg	1973 Dezember	10 500	11 000	500	13 340	13 450	110
	1974 März	11 850	13 230	1 380	15 290	15 050	— 240
	Juni	12 010	14 100	2 090	16 370	15 710	— 660
	September	12 430	14 640	2 210	15 650	14 780	— 870
	Dezember	13 350	15 210	1 860	17 930	17 000	— 930
Deutschland (BR) . .	1973 Dezember	5 550	5 050	— 500	1 110	1 650	540
	1974 März	5 870	5 360	— 510	1 250	1 940	690
	Juni	6 260	5 630	— 630	1 430	2 120	690
	September	5 720	5 110	— 610	1 140	1 920	780
	Dezember	6 160	6 140	— 20	1 520	2 220	700
Frankreich	1973 Dezember	18 220	20 320	2 100	9 140	7 310	— 1 830
	1974 März	..	..	..	..	..	..
	Juni	21 150	23 840	2 690	11 450	8 460	— 2 990
	September	21 300	23 130	1 830	9 950	7 060	— 2 890
	Dezember	22 650	24 210	1 560	9 860	7 610	— 2 250
Großbritannien . . .	1973 Dezember	69 170	65 460	— 3 710	21 480	18 820	— 2 660
	1974 März	80 690	76 860	— 3 830	22 570	19 290	— 3 280
	Juni	85 520	81 310	— 4 210	22 590	18 920	— 3 670
	September	84 970	81 450	— 3 520	21 230	17 620	— 3 610
	Dezember	88 480	82 910	— 5 570	22 620	19 910	— 2 710
Italien	1973 Dezember	16 280	16 570	290	7 590	7 240	— 350
	1974 März	15 410	14 860	— 550	8 100	7 810	— 290
	Juni	14 160	12 840	— 1 320	7 140	6 730	— 410
	September	9 970	9 130	— 840	3 690	3 480	— 210
	Dezember	10 440	9 770	— 670	3 170	2 740	— 430
Niederlande	1973 Dezember	4 690	5 710	1 020	4 930	3 700	— 1 230
	1974 März	4 950	7 240	2 290	5 930	3 810	— 2 120
	Juni	5 140	7 350	2 210	5 780	4 230	— 1 550
	September	5 360	6 440	1 080	5 780	4 480	— 1 300
	Dezember	5 900	7 180	1 280	5 990	4 860	— 1 130
Schweden	1973 Dezember	500	1 090	590	400	620	220
	1974 März	680	1 410	730	440	680	240
	Juni	680	1 530	850	470	780	310
	September	610	1 460	850	490	740	250
	Dezember	560	1 320	760	480	740	260
Schweiz	1973 Dezember	6 470	6 910	440	2 730	2 720	— 10
	1974 März	6 310	6 820	510	2 470	2 640	170
	Juni	6 760	7 570	810	2 610	2 720	110
	September	6 570	7 610	1 040	2 250	2 670	420
	Dezember	8 150	8 930	780	2 420	3 370	950
Zusammen	1973 Dezember	131 380	132 110	730	60 720	55 510	— 5 210
	1974 März*	143 980	146 100	2 120	65 190	58 530	— 6 660
	Juni	151 680	154 170	2 490	67 840	59 670	— 8 170
	September	146 930	148 970	2 040	60 180	52 750	— 7 430
	Dezember	155 690	155 670	— 20	63 990	58 450	— 5 540
Japan	1973 Dezember	12 350	14 770	2 420	580	1 530	950
	1974 März	17 250	15 550	— 1 700	710	1 640	930
	Juni	21 590	15 310	— 6 280	670	1 760	1 090
	September	23 080	16 530	— 6 550	800	1 900	1 100
	Dezember	22 960	17 150	— 5 810	1 120	2 090	970
Kanada	1973 Dezember	10 840	11 170	330	690	770	80
	1974 März	10 930	11 550	620	710	880	170
	Juni	10 700	11 660	960	680	840	160
	September	10 560	11 770	1 210	590	780	200
	Dezember	11 090	12 700	1 610	640	840	200

* Für Frankreich mit den Zahlen von Ende Dezember 1973.

Nichtbanken von \$6,4 auf 8,9 Mrd. erklärt wird. Zum größten Teil fand der Zufluß im vierten Quartal statt, als das englische Schatzamt eine erste Ziehung in Höhe von \$1,5 Mrd. auf seine Eurokreditlinie von \$2,5 Mrd. vornahm. Neben den britischen verzeichneten nur noch die französischen Banken einen Nettozufluß von Fremdwährungsgeldern. Auch hier wurde die Umschichtung von einer Nettoforderungsposition in Höhe von \$0,3 Mrd. in eine Nettoschuldnerposition von \$0,7 Mrd. durch die Ausweitung der Nettoforderungen gegenüber inländischen Nichtbanken von \$0,7 auf 2,5 Mrd. mehr als aufgewogen. Die Banken in Belgien-Luxemburg verzeichneten mit über 30% erneut den stärksten Zuwachs bei den Bruttositionen; doch ihre Nettosition veränderte sich nur wenig.

Die größten Nettogeldexporteure waren die deutschen und die schweizerischen Banken. In Anbetracht der wichtigen Rolle der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens am Euromarkt müssen bei diesen beiden Ländern auch die Veränderungen der Auslandspositionen in Landeswährung in Rechnung gestellt werden. Die gesamte Nettoauslandsposition der deutschen Banken wandelte sich von Verbindlichkeiten in Höhe von \$0,9 Mrd. in Forderungen von \$3,6 Mrd. Von diesem Abfluß in Höhe von \$4,5 Mrd. entfielen \$2,5 Mrd. auf das vierte Quartal, als sich in Deutschland die Liquiditätslage deutlich entspannte. Die Nettoauslandsforderungen der schweizerischen Banken in Landes- und Fremdwährung erhöhten sich um \$1,2 Mrd.; in diesem Betrag sind jedoch nicht die Treuhandgelder enthalten, d. h. jene Mittel, die von schweizerischen Banken für Rechnung und auf Gefahr ihrer Kunden angelegt werden.

Im ersten Quartal 1975 scheint sich das Wachstum der Eurowährungspositionen in zweierlei Hinsicht von der Zunahme des Jahres 1974 unterschieden zu haben. Einmal entfiel ein großer Teil — wahrscheinlich über zwei Drittel — des geschätzten Zuwachses von \$10 Mrd. bei den Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten auf andere Fremdwährungen als den Dollar — eine Entwicklung, die fast mit Sicherheit in der Schwäche des Dollars an den Devisenmärkten begründet war. Zum zweiten dürfte sich das Interbankgeschäft beträchtlich erholt haben; besonders beim Wachstum der Fremdwährungsverbindlichkeiten scheint es sich zu einem großen Teil um Positionen gegenüber Banken gehandelt zu haben.

Herkunft und Verwendung der Mittel. Was die Herkunfts- und Bestimmungsländer der Eurogelder betrifft, so war das Hauptcharakteristikum im Jahr 1974 ein umfangreicher Nettogeldstrom aus den öllexportierenden Ländern über die berichtenden Banken in Länder außerhalb des europäischen Berichtsgebiets. Die verfügbaren Statistiken enthalten keine gesonderten Zahlen für die öllexportierenden Länder, zeigen jedoch den Nahen Osten (mit Iran und Libyen). Die Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber diesem Gebiet stiegen im vergangenen Jahr um \$19,6 Mrd., das sind nahezu 200%. Um den Gesamtzustrom an Ölgeldern zu ermitteln, müßte zu dieser Zahl eine Schätzung für die Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber anderen Öl-exporteuren, wie Venezuela und Algerien, sowie der Zufluß von Ölgeldern zum Markt über Schweizer Treuhandkonten, über die BIZ und über Banken außerhalb des europäischen Berichtsgebiets hinzugezählt werden. Insgesamt könnte sich der Zufluß an Ölgeldern durchaus auf \$24 Mrd. belaufen haben. Die Zunahme der Forderungen gegenüber Öllexportländern kann auf etwa \$1 Mrd. geschätzt werden, so daß der gesamte Nettozufluß aus diesen Ländern auf grob gerechnet \$23 Mrd. zu veranschlagen ist.

**Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken
gegenüber Devisenausländern**

Positionen gegenüber folgenden Ländern bzw. Ländergruppen:	Dezember 1973			Juni 1974			Dezember 1974		
	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>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien-Luxemburg	6 590	4 070	10 660	7 110	5 150	12 260	6 530	4 070	10 600
Deutschland (BR)	3 600	4 320	7 920	3 360	5 490	8 850	3 770	6 800	10 570
Frankreich	11 240	5 140	16 380	11 610	4 730	16 340	11 410	3 920	15 330
Großbritannien	15 130	6 230	21 360	15 620	6 910	22 530	13 970	5 410	19 380
Italien	11 270	5 080	16 350	8 780	5 090	13 870	6 440	1 930	8 370
Niederlande	4 880	3 060	7 940	5 570	3 400	8 970	5 400	3 740	9 140
Schweden	740	370	1 110	1 160	450	1 610	980	380	1 360
Schweiz	16 430	11 640	28 070	17 230	13 780	31 010	20 580	14 740	35 320
Zusammen	69 880	39 910	109 790	70 440	45 000	115 440	69 080	40 990	110 070
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa	9 820	7 260	17 080	11 040	7 270	18 310	11 080	6 950	18 030
Osteuropa	1 920	1 900	3 720	2 730	2 040	4 770	3 310	1 750	5 080
Kanada	5 700	540	6 240	5 010	530	5 540	4 460	430	4 890
Japan	3 440	140	3 580	4 170	150	4 320	3 530	190	3 720
Karibischer Raum	6 120	1 380	7 500	8 690	1 920	10 510	8 510	1 980	10 490
Lateinamerika	8 190	800	8 990	8 770	960	9 730	8 140	910	9 050
Naher Osten	6 210	4 050	10 260	15 440	5 020	20 460	23 960	5 870	29 830
Singapur	730	260	990	1 200	210	1 410	1 030	250	1 280
Sonstige Länder	6 720	3 240	9 960	9 470	3 370	12 840	9 660	3 250	12 910
Zusammen	48,750	19 570	68 320	66 520	21 370	87 890	73 680	21 580	95 260
Vereinigte Staaten	10 140	460	10 600	11 970	520	12 490	12 600	440	13 040
Zusammen	58 890	20 030	78 920	78 490	21 890	100 380	86 280	22 020	108 300
Nicht auffellbar	2 610	780	3 390	2 750	950	3 700	330	980	1 310
Insgesamt	131 380	60 720	192 100	151 680	67 840	219 520	155 690	63 990	219 680
Forderungen									
<i>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien-Luxemburg	5 580	5 090	10 670	6 230	5 780	12 010	7 060	5 570	12 630
Deutschland (BR)	3 210	10 970	14 180	3 120	12 410	15 530	2 970	12 220	15 190
Frankreich	10 630	4 790	15 420	9 320	4 410	13 730	9 000	3 450	12 450
Großbritannien	21 650	7 390	29 040	23 510	8 620	32 130	20 770	7 210	27 980
Italien	14 280	4 560	18 840	13 830	4 430	18 260	11 240	1 760	13 000
Niederlande	3 740	2 680	6 420	3 490	2 830	6 320	4 160	2 560	6 720
Schweden	520	690	1 210	620	730	1 350	830	800	1 630
Schweiz	4 550	2 980	7 530	4 550	2 920	7 470	5 070	3 000	8 070
Zusammen	64 160	39 150	103 310	64 670	42 130	106 800	61 100	36 570	97 670
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa	7 350	5 090	12 440	9 400	5 470	14 870	10 450	6 320	16 770
Osteuropa	4 660	2 740	7 400	5 460	3 390	8 850	5 890	3 900	9 790
Kanada	3 900	730	4 630	2 850	720	3 570	2 390	520	2 910
Japan	7 510	590	8 100	13 690	350	14 040	14 450	790	15 240
Karibischer Raum	12 060	1 860	13 920	16 300	1 890	18 190	15 430	3 170	18 600
Lateinamerika	7 010	620	7 630	8 660	530	9 190	10 330	550	10 880
Naher Osten	2 060	490	2 550	2 090	530	2 620	2 870	700	3 570
Singapur	1 650	110	1 760	2 180	140	2 320	2 990	170	3 160
Sonstige Länder	7 130	2 200	9 330	9 000	2 150	11 150	10 360	3 360	13 720
Zusammen	59 330	14 430	67 760	69 630	15 170	84 800	75 160	19 480	94 640
Vereinigte Staaten	14 130	690	14 820	19 190	830	20 020	18 670	830	19 500
Zusammen	67 460	15 120	82 580	88 820	16 000	104 820	93 830	20 310	114 140
Nicht auffellbar	490	1 240	1 730	680	1 540	2 220	740	1 570	2 310
Insgesamt	132 110	55 510	187 620	154 170	59 670	213 840	155 670	58 450	214 120

Auch die Entwicklung der Auslandspositionen der berichtenden Banken gegenüber den nichtölexportierenden Ländern außerhalb des Berichtsgebiets reflektierte in hohem Maße die finanziellen Konsequenzen der Ölpreiserhöhungen. Wie schon dargelegt, sind die Nettoforderungen an Japan um \$7,0 Mrd. hinaufgegangen. Und ähnlich zeigte sich auch die Verschlechterung der Zahlungsbilanzposition der lateinamerikanischen Länder in einer Verbesserung der Nettoposition der berichtenden Banken gegenüber diesem Gebiet um \$3,2 Mrd. Die Verbindlichkeiten gegenüber Lateinamerika, die 1973 um über 50% zugenommen hatten, erhöhten sich nur wenig. Ohne Venezuela wären sie erheblich gesunken, und die Verbesserung in der Nettoposition hätte möglicherweise nahezu \$5 Mrd. ausgemacht. Die Nettoforderungen gegenüber Australien, Neuseeland und Südafrika stiegen um \$1,5 Mrd. Die Nettoposition der Eurobanken gegenüber den westeuropäischen Ländern außerhalb des Berichtsgebiets verbesserte sich um \$3,4 Mrd.; das Wachstum an Verbindlichkeiten gegenüber diesen Ländern verlangsamte sich von 37% 1973 auf 6%, während die Forderungen an sie unverändert schnell expandierten. Auch die Forderungen gegenüber den osteuropäischen Ländern verzeichneten einen recht kräftigen Anstieg um \$2,4 Mrd., der aber teilweise ausgeglichen wurde durch eine Erhöhung der von dort empfangenen Mittel um \$1,3 Mrd.

Einen beträchtlichen Zugang von zusammen \$2,8 Mrd. gab es bei den Nettoforderungen an Singapur und die internationalen Bankzentren im karibischen Raum. Jedoch lassen die verfügbaren Statistiken keinen Schluß auf die endgültige Verwendung dieser Mittel zu. In gleicher Weise muß der Zuwachs um \$2,2 Mrd. in den Nettoforderungen an die Vereinigten Staaten vor dem Hintergrund des großen Umfangs der von amerikanischen Banken an das Ausland gewährten Kredite gesehen werden. Tatsächlich ist die Bruttokreditgewährung an die Vereinigten Staaten im ersten Halbjahr, in dem die amerikanischen Banken ihre Auslandsanlagen sehr kräftig aufbauten, um \$5,2 Mrd. gestiegen. Entsprechend dem Umstand, daß die USA die Abwärtsbewegung der Zinssätze anführten, und der damit zusammenhängenden Abschwächung des Dollars gingen die Nettoforderungen an die Vereinigten Staaten in den letzten drei Monaten des Jahres um \$1,1 Mrd. zurück, und im ersten Quartal 1975 scheint die Abnahme noch größer gewesen zu sein.

Alles in allem scheinen die Eurobanken an die ölimportierenden Länder außerhalb ihres eigenen Gebiets mehr Mittel ausgeliehen zu haben, als sie selbst in Form direkter Einlagen von ölexportierenden Ländern erhalten haben; der Fehlbetrag wurde ausgefüllt durch Mittel, die innerhalb des europäischen Berichtsgebiets aufgebracht wurden. Wie aus der nebenstehenden Tabelle hervorgeht, sind die Nettoforderungen der Eurobanken gegenüber draußen um etwa \$2 Mrd. gestiegen, während \$5 Mrd. innerhalb aufgebracht wurden (die Differenz zwischen beiden Zahlen erklärt sich aus der Veränderung der nichtaufteilbaren Position um \$3 Mrd.). Die Rolle, die das europäische Berichtsgebiet 1974 als Nettolieferant von Eurogeldern spielte, ist in Anbetracht des großen Volumens der Eurogeldaufnahmen einiger Länder innerhalb dieses Gebiets sicherlich etwas überraschend. Es gibt jedoch eine Anzahl von Faktoren, die erklären helfen, wie es dazu kam. Zum einen wurde ein Teil der Eurogelder, die vom öffentlichen Sektor dieser Länder aus Zahlungsbilanzgründen aufgenommen worden waren, von ihnen wieder am Eurogeldmarkt angelegt. Zweitens erhöhten die Ölgesellschaften, die in den Statistiken als Gebietsansässige des euro-

päischen Berichtsgebiets erfaßt sind, ihre Eurodollarguthaben im Hinblick auf bevorstehende Zahlungen für die Ölausbeutungsrechte. Und drittens wurde der Markt in großem Umfang mit neuen Mitteln aus Ländern innerhalb des Gebiets, wie der Schweiz und Deutschland, versorgt. So zeigten beispielsweise die Nettoverbindlichkeiten der Banken in den anderen Berichtsländern gegenüber der Schweiz (einschließlich BIZ) eine Zunahme von \$6,7 Mrd. Es muß jedoch unterstrichen werden, daß ein großer Teil der Gelder, die in den Statistiken als von der Schweiz bereitgestellt erscheinen, in dieses Land von außerhalb des europäischen Berichtsgebiets über Treuhandkonten oder auf andere Weise hereingekommen ist. So gesehen ist deshalb die Rolle der berichtenden europäischen Länder als Nettolieferant von Eurogeldern eher statistisch denn echt; ihre tatsächliche Position war wahrscheinlich ziemlich ausgeglichen.

Volumen des Eurogeldmarkts (Schätzung)

(ausstehender Betrag der über die berichtenden europäischen Banken laufenden Fremdwährungskredite)

	Europäisches Berichtsgebiet			Vereinigte Staaten	Übrige Welt	Nicht aufteilbar	Ins-gesamt
	Ins-gesamt	Banken ¹	Nicht-banken				
Milliarden US-Dollar							
Verwendung							
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	38,9	18,1	20,8	9,6	43,1	0,4	92,0
Ende 1973 I	51,3	21,8	29,5	13,2	66,8	0,7	132,0
Ende 1973 II	49,0	19,5	29,5	13,5	67,8	1,7	132,0
Ende 1974	61,9	20,9	41,0	18,2	94,8	2,3	177,0
Herkunft							
Ende 1969	21,7	9,5	12,2 ²	4,1	17,6	0,6	44,0
Ende 1970	27,7	13,5	14,2 ²	4,5	24,0	0,8	57,0
Ende 1971	32,4	16,4	16,0 ²	6,1	31,4	1,1	71,0
Ende 1972	35,2	17,4	17,8 ²	6,9	47,9	2,0	92,0
Ende 1973 I	51,5	24,0	27,5 ²	9,5	68,0	3,0	132,0
Ende 1973 II	50,8	23,3	27,5 ²	9,5	68,3	3,4	132,0
Ende 1974	68,5	31,6	36,9 ²	11,9	95,3	1,3	177,0
Nettoposition³							
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	-
Ende 1973 I	- 0,2	- 2,2	+ 2,0	+ 3,7	- 1,2	- 2,3	-
Ende 1973 II	- 1,8	- 3,8	+ 2,0	+ 4,0	- 0,5	- 1,7	-
Ende 1974	- 6,6	-10,7	+ 4,1	+ 6,3	- 0,7	+ 1,0	-

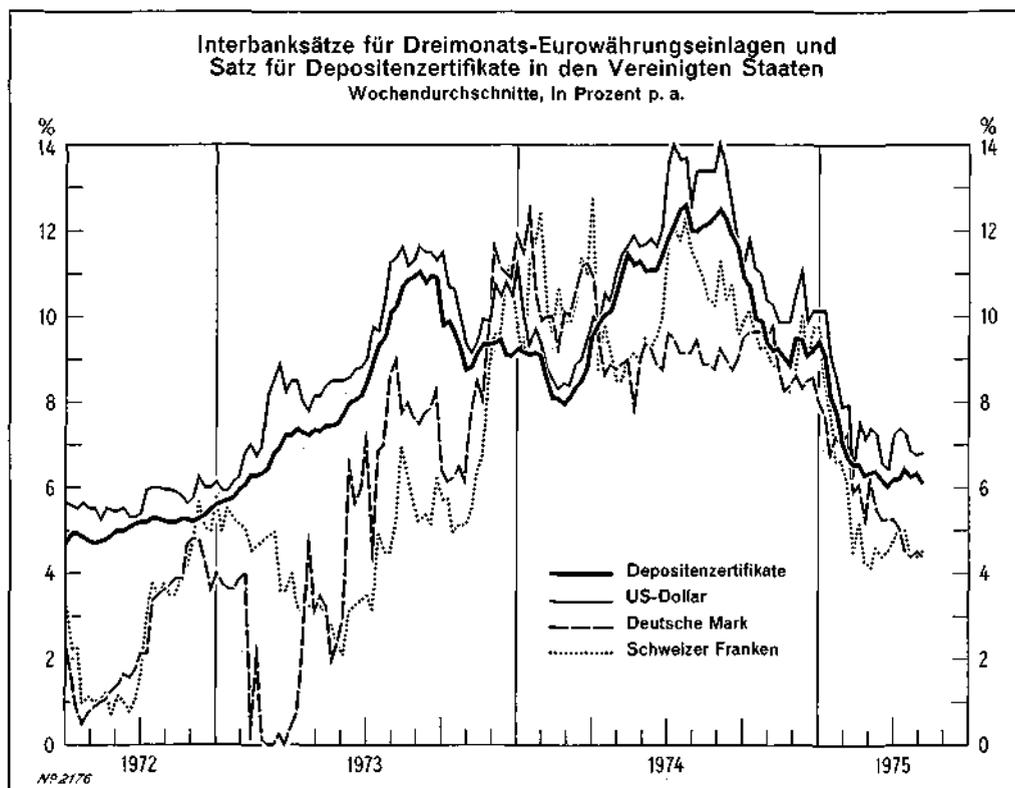
¹ a) „Verwendung“: Auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Geschäftsbanken im Ausgabeland der betreffenden Währung durch die berichtenden Banken zur Verfügung gestellten Fremdwährungsgelder (z. B. DM-Einlagen bei deutschen Banken); b) „Herkunft“: Auch Einlagen von Währungsbehörden des Berichtsgebiets, 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). ² Auch Treuhandgelder, insoweit von den schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsgebiets weitergegeben und insoweit nicht von den schweizerischen Banken selber als Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken außerhalb des Berichtsgebiets gemeldet. ³ Minuszeichen: Das betreffende Land oder Gebiet hat per Saldo Eurogeldmittel bereitgestellt. Pluszeichen: Das betreffende Land oder Gebiet hat per Saldo Eurogeldmittel erhalten.

Einen Gesamtüberblick über die Entwicklung innerhalb des europäischen Berichtsgebiets gibt die obenstehende Tabelle. Auf der Herkunftsseite des Markts kann das Mittelaufkommen von innerhalb des Gebiets auf nahezu \$18 Mrd. geschätzt werden. Davon sind rund \$9,5 Mrd. Nichtbankengelder, wobei die oben erwähnten Einlagen von Ölgesellschaften und Treuhandgelder die größten Einzelkomponenten waren. Die von Banken bereitgestellten neuen Mittel im Betrage von \$8,5 Mrd. enthielten Gelder, die von den berichtenden Banken selbst aus Landeswährung in

Devisen konvertiert wurden, von deutschen Banken am Markt angelegte DM-Beträge sowie Anlagen von Währungsbehörden, von denen ein beträchtlicher Teil indirekt aus ölexportierenden Ländern kam. Auf der Verwendungsseite des Markts kann die erfaßte Mittelaufnahme des europäischen Berichtsgebiets auf etwa \$ 13 Mrd. geschätzt werden. Der größte Teil davon ging an private Nichtbankenunternehmen und an Unternehmungen des öffentlichen Bereichs, von denen einige statistisch als Banken erfaßt sind. Die übrigen Interbankpositionen innerhalb des europäischen Berichtsgebiets, die sich bei der Berechnung des Eurogeldmarktvolumens weitgehend saldieren, gingen 1974 insgesamt erheblich zurück. Dies kommt zum Teil in der Tabelle auf Seite 147 zum Ausdruck, der zu entnehmen ist, daß die Forderungen innerhalb des Berichtsgebiets, nachdem sie im ersten Halbjahr um \$ 3,5 Mrd. zugenommen hatten, in der zweiten Jahreshälfte um \$ 9,1 Mrd. schrumpften.

Die Zinsentwicklung. Im Jahr 1974 ließ das Zusammentreffen eines steilen Anstiegs der Geldmarktsätze in den USA mit der Erhöhung des Aufgelds, das Eurobanken im Gegensatz zu Banken in den USA für Dollar zu zahlen hatten, die Eurodollarsätze auf neue Höchststände ansteigen.

Das Jahr begann mit einer relativ entspannten Marktlage. Die Glättstellung von Positionen, die über das Jahresende aufgebaut worden waren, die Abwärtsbewegung der Geldmarktsätze in den USA, Mittelzuflüsse von amerikanischen Deviseninländern im Anschluß an die Beseitigung der Kapitalexportbeschränkungen in den Vereinigten Staaten sowie ein wachsender Geldstrom aus den ölexportierenden Ländern drückten die Londoner Interbankrate für Dreimonatsgelder von 10½% im Dezember 1973 auf



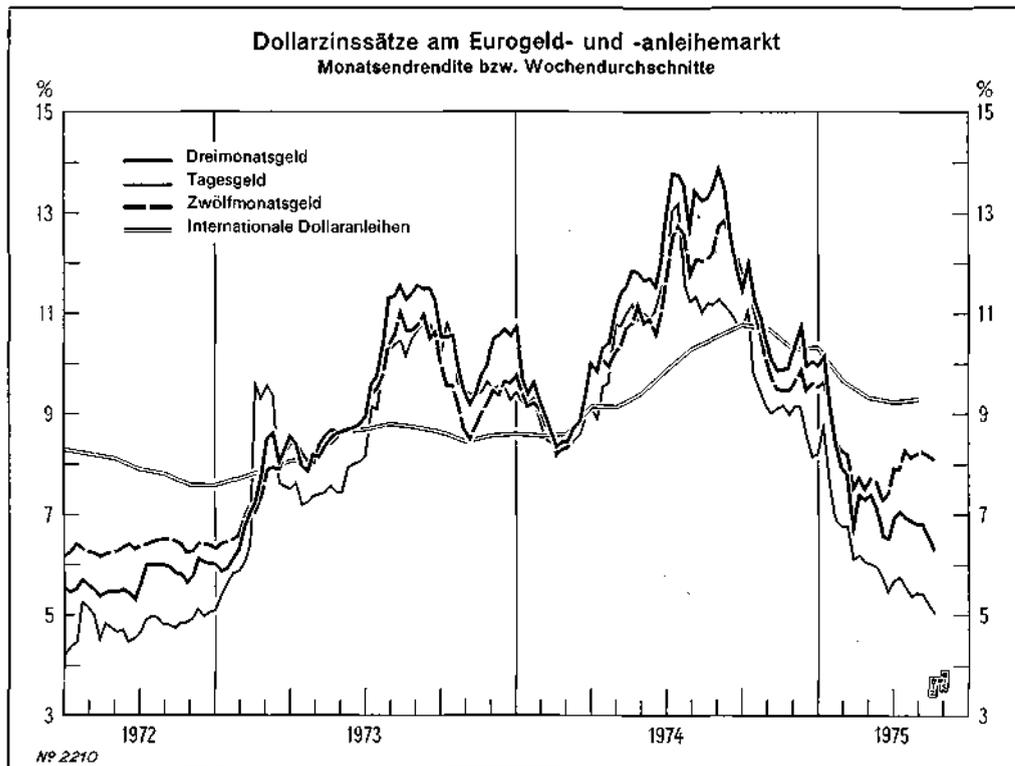
unter $8\frac{1}{2}\%$ in der zweiten Hälfte Februar 1974. Die Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik leitete dann einen neuerlichen Anstieg der Eurodollarsätze ein; jedoch blieb ihr Aufgeld gegenüber den Sätzen für amerikanische Depositenzertifikate sehr niedrig und kam im Verlauf des April, erstmals seit einigen Jahren, nahe an Null. Dies legt den Schluß nahe, daß zu den Zinssätzen, wie sie durch die Entwicklung der amerikanischen Sätze herbeigeführt wurden, das Angebot an Eurogeldern die Nachfrage zu übersteigen neigte. Zwar erreichten die neuen Kreditzusagen, die die Eurobanken gaben, in den ersten vier Monaten 1974 Rekordhöhen, aber ein erheblicher Teil dieser Kreditlinien, insbesondere diejenigen für Regierungen, wurde nicht in Anspruch genommen.

Im Mai begann sich jedoch die Lage zu ändern; das Vertrauen ließ nach, und der Strom der Ölgelder an den Markt scheint zum Teil durch Abzüge anderer Mittel kompensiert worden zu sein. Der Markt wurde folglich zunehmend angespannter; das Aufgeld des Dreimonatssatzes gegenüber den USA erhöhte sich bis Mitte Mai auf gut $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt, und die Wirkungen des Falles Herstatt trieben es bis Ende Juni auf etwa $1\frac{3}{4}$ Prozentpunkte. Bei ebenfalls stark anziehenden amerikanischen Zinsen — der CD-Dreimonatssatz selbst stieg gegenüber seinem Tiefpunkt vom Februar um 4% — erreichte der Eurodollar-Interbanksatz um die Julimitte einen Gipfel von über 14%; das war der höchste jemals verzeichnete Stand. Aber auch dieser Satz reflektierte den Druck auf den Markt nicht vollständig, denn als Folge der Entwicklung einer nach Bonität gestaffelten Zinsstruktur hatten bestimmte Bankengruppen bis zu 16%, d. h. $3\frac{1}{2}$ Prozentpunkte mehr als die Rendite amerikanischer CDs, zu zahlen.

Von September an leitete die Lockerung der amerikanischen Geldpolitik einen langen und steilen Rückgang der Eurodollarsätze ein, der nur vorübergehend gegen Ende 1974 durch die üblichen Jahresultimoeinflüsse unterbrochen wurde. Nachdem der Dreimonats-Eurodollarsatz in der zweiten Märzhälfte 1975 einen Tiefpunkt von $6\frac{1}{2}\%$ erreicht hatte, festigte er sich — unter dem Einfluß der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten — auf über $7\frac{1}{2}\%$ Anfang April, sank aber in der zweiten Maihälfte unter 6% ab. Der Zinsvorsprung des Dreimonats-Eurodollars gegenüber den CD-Sätzen blieb während des ganzen Herbstes 1974 ziemlich hoch, verringerte sich dann aber in den ersten Monaten von 1975 auf $\frac{5}{8}\%$.

Ein wichtiges Merkmal der Zinsentwicklung in der Berichtsperiode waren die Veränderungen, die sich bei der Staffelung der Zinssätze nach Laufzeiten vollzogen. Während Anfang 1974 Monats-, Dreimonats- und Jahressatz fast identisch gewesen waren, existierte im Mai 1975 beispielsweise zwischen Jahres- und Monatsatz eine ungewöhnlich große Spanne von über $2\frac{1}{2}\%$. Zum Teil spiegelte dies einfach die Ansicht des Marktes über die künftige Entwicklung von Inflation und Zinssätzen wider. Aber da diese Spanne viel weiter war als bei den Zinssätzen in den Vereinigten Staaten, mögen in ihr auch die Bemühungen des Marktes zum Ausdruck gekommen sein, eine bessere Fristenkongruenz zu erreichen.

Die Sätze für Euroeinlagen in Nichtdollarwährungen bewegten sich teilweise ganz anders als die Eurodollarsätze. Der Euro-DM-Satz beispielsweise gelangte an seinen höchsten Punkt — $12\frac{5}{8}\%$ für Dreimonatsgeld — bereits im Januar 1974, obwohl die Geldmarktsätze in Deutschland gleichzeitig zurückgingen. Der Grund für



seine Festigkeit lag in den optimistischeren Erwartungen des Devisenmarkts hinsichtlich des Dollars, die sich im Zutagetreten eines Terminabschlags der Mark von über 3,0% zeigten. Zu Beginn des Frühjahrs, als das Vertrauen des Devisenmarkts hinsichtlich des Dollars zu schwinden begann und außerdem die deutschen Zinssätze schnell sanken, ging der Euro-DM-Satz auf etwa 9% zurück. Trotz den heftigen Ausschlägen bei den Eurodollarsätzen blieben sie dann etwa auf diesem Niveau, bis sie im November wieder begannen, sich parallel zum Rückgang der deutschen inländischen Zinssätze nach unten zu bewegen.

Der Euroanleihemarkt

Die weltweite Schwäche der Märkte für langfristiges Kapital im Jahr 1974 verschonte auch den Euroanleihemarkt nicht. Er wurde sogar stärker betroffen als die meisten nationalen Rentenmärkte, teils weil er nicht mit einem halbwegs stetigen Mittelzufluß von institutionellen Anlegern rechnen konnte, teils wegen seiner Anfälligkeit auf Wechselkursunsicherheiten wie auch wegen der Konkurrenz des Eurogeldmarktes. Das Gesamtvolumen an Neuemissionen, das schon 1973 erheblich zurückgegangen war, verringerte sich um weitere 28% auf \$ 3 320 Mio. und machte nur noch 48% des Rekordbetrags von 1972 aus.

Die Hauptgründe des weiteren Emissionsrückgangs waren weitgehend die gleichen wie 1973. Höhere Inflationsraten und die damit zusammenhängende Verschärfung der Geldpolitik führten nicht nur zu einer Rückbildung der Euroanleihekurse,

sondern trieben gleichzeitig die kurzfristigen Zinssätze weit über die Anleiherenditen. Die Furcht vor Kapitalverlusten und die Anziehungskraft der erheblich höheren Sätze für Eurogeldanlagen ließen das Mittelangebot am Euroanleihemarkt zeitweise praktisch versiegen, und auch die Geldnehmer zögerten, zu einer Zeit, in der die weltwirtschaftlichen Aussichten ziemlich unsicher zu werden begannen, langfristige Schulden mit hohem festem Zinssatz einzugehen. Außerdem beeinträchtigte das fehlende Kaufinteresse, verbunden mit den hohen Zinskosten, zu denen die Händler ihre Eigenbestände an Anleihen finanzieren mußten, die Geschäfte an den Sekundärmärkten noch zusätzlich. Diese negativen Faktoren drückten, wie nicht anders zu erwarten, besonders stark auf die öffentlich begebenen Emissionen, so daß das Volumen um über 50% auf \$1 560 Mio. schrumpfte; das waren nur noch 30% des Ergebnisses von 1972. Außerdem ging auch die Durchschnittslaufzeit der angebotenen Anleihen kräftig zurück. Der Betrag der nichtöffentlichen Plazierungen stieg um 24% auf \$1 760 Mio.

Internationale Anleihen und konventionelle Auslandsanleihen
(öffentlich und nichtöffentlich begebene Emissionen)¹

Anleihe-schuldner	Jahr bzw. Quartal	Internationale Anleihen							Auslandsanleihen an nationalen Märkten ²
		US-Dollar	Sonstige Währungen				Ins-gesamt	darunter: Wandelanleihen ³	
			Ins-gesamt	Deutsche Mark ⁴	Gulden	Sonstige			
Millionen US-Dollar									
Westeuropa . . .	1972	1 310	1 310	510	250	550	2 620	130	590
	1973	1 090	960	550	160	250	2 050	180	960
	1974	420	1 000	380	370	250	1 420	—	1 310
	1975/I	250	1 180	820	190	170	1 430	—	600
Kanada	1972	20	340	270	—	70	360	—	1 140
	1973	30	170	170	—	—	200	—	1 010
	1974	380	60	—	—	60	440	—	1 960
	1975/I	130	—	—	—	—	130	—	570
Vereinigte Staaten	1972	1 770	260	90	80	90	2 030	1 070	240
	1973	710	110	50	10	50	820	360	500
	1974	110	—	—	—	—	110	—	80
	1975/I	—	30	—	30	—	30	—	—
Sonstige Industrieländer ⁴	1972	100	380	260	70	50	480	—	60
	1973	60	140	140	—	—	200	—	50
	1974	220	120	120	—	—	340	40	150
	1975/I	140	330	290	30	10	470	10	170
Übrige Länder ⁵ . .	1972	430	120	90	—	30	550	20	340
	1973	350	90	70	20	—	440	80	750
	1974	120	20	—	—	20	140	50	790
	1975/I	20	—	—	—	—	20	—	120
Internationale Institutionen . .	1972	680	210	10	80	120	890	—	2 020
	1973	650	240	20	—	220	890	—	2 040
	1974	680	190	100	20	70	870	—	3 280
	1975/I	300	170	140	30	—	470	—	550
Insgesamt begebene Anleihen	1972	4 310	2 620	1 230	480	910	6 930	1 220	4 390
	1973	2 890	1 710	1 000	190	520	4 600	620	5 310
	1974	1 930	1 390	600	390	400	3 320	90	7 570
	1975/I	840	1 710	1 250	280	180	2 550	10	2 010

¹ Nach Angaben von Weltbank und OECD. ² Einschließlich der privat plazierten nichtmarktfähigen Schuldscheindarlehen. ³ Einschließlich Anleihen mit abtrennbaren Aktienbezugsrechten. ⁴ Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika. ⁵ Einschließlich der osteuropäischen Länder.

Trotz dem düsteren Bild für 1974 insgesamt zeigten sich gegen Ende des Jahres als Folge der allgemeinen monetären Lockerung deutliche Zeichen der Besserung, und im ersten Quartal 1975 vollzog sich am Euroanleihemarkt eine bemerkenswerte Erholung. Mit der Rückkehr zu einer normaleren Fristenstruktur der Zinssätze stieg das Volumen öffentlich aufgelegter Anleihen von einem Monatsdurchschnitt von \$ 80 Mio. in den sechs Monaten April–September 1974 auf etwa \$ 150 Mio. im vierten Quartal und sprang dann im ersten Vierteljahr 1975 auf \$ 460 Mio. Das Volumen öffentlich begebener Emissionen erreichte so mit \$ 1 370 Mio. im ersten Quartal 1975 fast das Gesamtergebnis für das Jahr 1974; die nichtöffentlichen Plazierungen beliefen sich auf \$ 1 180 Mio.

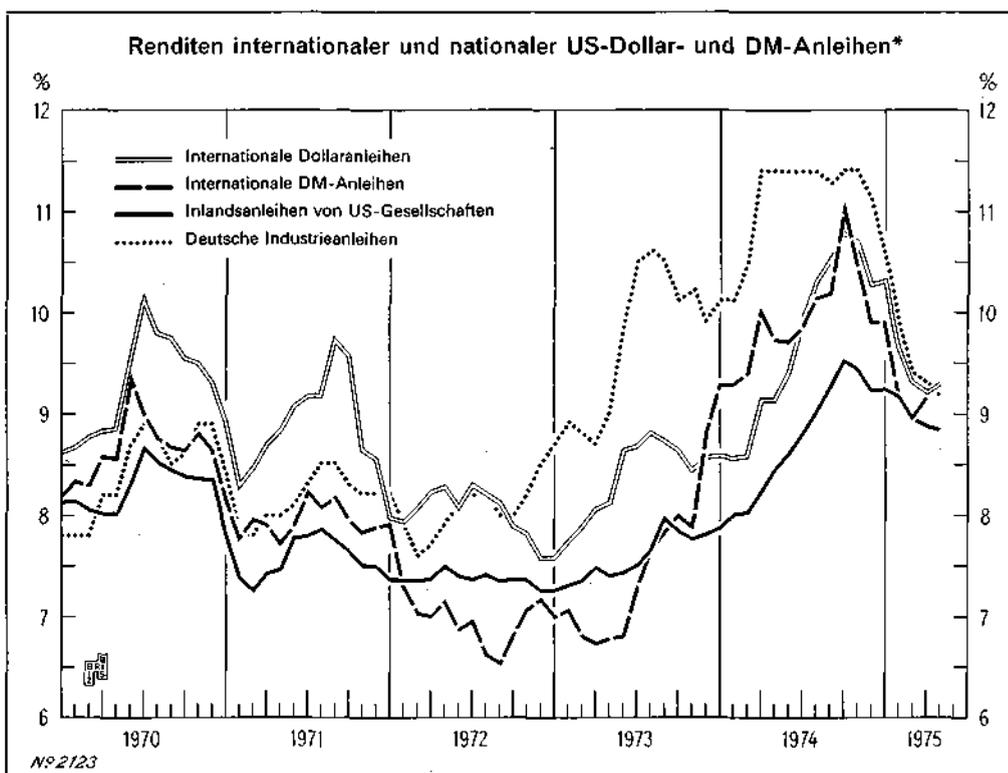
Zwei weitere Faktoren wirkten sich in der Berichtsperiode auf den Euroanleihemarkt aus. Der eine war die Beseitigung der amerikanischen Kapitalexportbeschränkungen. Sie schlug sich im fast gänzlichen Verschwinden von Emissionen amerikanischer Unternehmen nieder, die bis 1972 die bedeutendste einzelne Gruppe von Kreditnehmern auf dem Euroanleihemarkt gewesen waren. Andererseits minderte aber die Öffnung des amerikanischen Kapitalmarktes angesichts der sehr strengen Zulassungsbedingungen nicht wesentlich die Abhängigkeit der meisten Gruppen nichtamerikanischer Kreditnehmer vom Euroanleihemarkt. Abgesehen von Emissionen kanadischer und israelischer Schuldner sowie der Weltbank gab es 1974 am amerikanischen Markt tatsächlich nur zwei öffentlich begebene Emissionen ausländischer Kreditnehmer.

Angesichts der Schwäche des Eurobondmarktes gingen die internationalen Anleiheemissionen westeuropäischer Kreditnehmer von \$ 2 050 auf 1 420 Mio. zurück; doch blieb ihr Anteil am Gesamtvolumen in etwa gleich. Die Entwicklungsländer wurden mit einem Rückgang ihrer Mittelbeschaffungen von \$ 440 auf 100 Mio. nahezu aus dem Euroanleihemarkt hinausgedrängt, während es den internationalen Institutionen gelang, ihre Mittelaufnahmen auf etwa dem Niveau von 1973 zu halten.

Der zweite Faktor waren die Ölpreiserhöhungen, die auf der Angebotsseite des Markts am deutlichsten sichtbar waren. Wachsende Käufe ölexportierender Länder stützten den Markt 1974 und trugen wesentlich zu der bemerkenswerten Belebung der Emissionstätigkeit im ersten Quartal 1975 bei. In den Emissionskonsortien haben arabische Banken an Bedeutung gewonnen, und einige Anleihen wurden an arabische Währungen gebunden.

Was die Währungen betrifft, in denen die Emissionen von 1974 begeben wurden, so verringerte sich der Anteil des Dollars von 63 auf 58% und jener der Deutschen Mark von 22 auf 18%. Jedoch begann sich der Anteil der Deutschen Mark, als Folge der Dollarschwäche an den Devisenmärkten und der relativ günstigen Aussichten für die langfristigen Zinssätze in Deutschland, in den Schlußmonaten von 1974 stark zu vergrößern; er erreichte im ersten Quartal 1975 49%, wogegen der Dollaranteil auf 33% zurückfiel. Angesichts der gedrückten Verfassung der Aktienmärkte gab es 1974 unter den internationalen Emissionen fast keine Wandelanleihen.

Die Renditen für internationale Dollaranleihen stiegen von 8½% zu Beginn von 1974 auf einen Gipfel von 10¾% im Spätsommer, gingen dann aber bis zum Frühjahr 1975 wieder auf etwa 9¼% zurück. Der Abschlag der Euroanleiherenditen im Vergleich zu den kurzfristigen (d.h. Dreimonats-)Eurodollarsätzen war in den ersten



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

beiden Monaten von 1974 verschwunden, aber mit dem steilen Anstieg der Eurödollar-sätze vergrößerte er sich im Frühjahr stark und betrug im Sommer mehr als 3 Prozentpunkte. Mit der weltweiten Lockerung der Geldpolitik sanken jedoch die Eurodollar-sätze im Lauf des Herbstes wieder unter die Euroanleiherenditen, und im Mai 1975 rentierten internationale Dollaranleihen um rund 3 Prozentpunkte höher als Dreimonats-Eurodollar.

Im Gegensatz zu den internationalen Emissionen expandierten die konventionellen Auslandsanleihen an nationalen Märkten (einschließlich Privatplazierungen) 1974 stark; sie stiegen um 43% auf \$ 7 570 Mio. Die größten Anteile daran hatten: die Weltbank mit \$ 3 080 Mio., von denen \$ 2 150 Mio. in ölexportierenden Ländern aufgebracht wurden; Kanada mit \$ 1 960 Mio., wovon fast alles in den USA plazierte wurde; und Israel mit \$ 560 Mio., die ausschließlich in den USA untergebracht wurden. Im ersten Quartal 1975 erreichte das Emissionsvolumen der konventionellen Auslandsanleihen den Rekordstand von \$ 2 010 Mio.

VI. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum eine rege Tätigkeit in Aufgabebereichen entfaltet, die der Erleichterung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken dienen. Neben den regelmäßigen Treffen der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppenländer und der Schweiz und den Verwaltungsratssitzungen organisierte sie periodische Zusammenkünfte von Experten der Zentralbanken; auf der Tagesordnung standen dabei die Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Eurogeldmarkts sowie andere die Zentralbanken interessierende wirtschaftliche, monetäre, technische und juristische Problemkreise zwecks Analyse und gegenseitiger Unterrichtung.

An den Arbeiten des „Ausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für die Reform der internationalen Währungsordnung und damit zusammenhängende Fragen“ (Zwanzigerausschuß) blieb die Bank bis zu seiner Auflösung im Juni 1974 als Beobachter beteiligt. Danach war sie mit Beobachterstatus in den seitherigen Sitzungen des im Oktober 1974 errichteten „Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem“ vertreten.

Ferner erfüllte die Bank nach wie vor Sekretariatsfunktionen für den Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und den Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit sowie für deren Unterausschüsse und Expertengruppen, die normalerweise mit der Erstellung von Berichten als Diskussionsgrundlage für die Notenbankpräsidenten betraut sind. Zu nennen sind hier besonders der Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten; eine Gruppe für die technischen Fragen der Währungsintegration; eine Gruppe, die periodisch die Entwicklung des Geldvolumens in den Mitgliedstaaten und die durch die Koordinierung der nationalen Währungspolitiken aufgeworfenen Probleme prüft; eine Gruppe für die Förderung der Harmonisierung der von den Mitgliedstaaten angewandten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß wie dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich); und eine Gruppe, die sich mit der Ausarbeitung eines Personalstatuts für den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit befaßt.

Diese Ausschüsse und Gruppen hielten 1974/75 in regelmäßigen Abständen eine große Zahl von Sitzungen ab, gewöhnlich in Basel. Ihre Arbeit führte in einer

Reihe von Fällen zu Beschlüssen der Zentralbankpräsidenten oder zur Verabschiedung von Stellungnahmen zuhanden der Finanzminister der EWG-Staaten; zu den behandelten Themen gehörten das Wechselkurssystem der Gemeinschaft (Arbeitsweise; Anpassung; eventuelle Assoziation anderer Länder), die Rückschleusung von Kapital (Gemeinschaftsanleihen), die Europäische Rechnungseinheit, die Goldfrage und die Entwicklung an den Eurogeldmärkten.

Ferner stellt die Bank das Sekretariat des „Ausschusses für Bestimmungen und Überwachungsmaßnahmen auf dem Gebiet der Banken und des Devisenverkehrs“, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer im Dezember 1974 errichtet haben. Angesichts der im letzten Jahr aufgetretenen Störungen im internationalen Bankenbereich soll der Ausschuss auf Weisung der Zentralbankpräsidenten seine besondere Aufmerksamkeit der Notwendigkeit eines internationalen Frühwarnsystems zuwenden.

Seit August 1964 erfüllt die Bank den Auftrag der Minister der Zehnergruppenländer, die Finanzierung ihrer Zahlungsbilanzüberschüsse und -defizite statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer der Gruppe sowie den Zahlungsbilanzausschuss (Arbeitsgruppe 3) der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) entsprechend zu informieren. Darüber hinaus führt sie seit Jahren als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die Eurogeldmarktstatistik. Auch an anderen Arbeiten der Zehnergruppe und der OECD wirkte sie mit. Insbesondere war sie an der Arbeitsgruppe beteiligt, die das am 9. April 1973 in Paris unterzeichnete Abkommen über die Errichtung eines OECD-Fonds für wirtschaftlichen Beistand ausgehandelt hat. Der Fonds soll in außergewöhnlichen Umständen als zusätzliche Kreditquelle für Länder in ernststen wirtschaftlichen Schwierigkeiten fungieren. Die Bank hat sich bereit erklärt, die Tätigkeit des Fonds sowohl als Agent wie auch durch Finanzierungshilfen an Mitgliedsländer für deren Beiträge zu Darlehen des Fonds zu unterstützen, insbesondere durch Kredite an die Zentralbanken dieser Länder.

Ferner erfüllte die Bank nach wie vor Sekretariatsfunktionen für die EDV-Fachleute der Zentralbanken der Zehnergruppenländer, um den Informationsaustausch zwischen Zentralbanken über Computer-Hardware und -Software zu fördern und sie in einem weiten Bereich damit zusammenhängender Probleme zu unterstützen. In ihren Sitzungen befaßten sich die Experten unter anderem intensiv mit den technischen Aspekten der Standardisierung im Bankwesen, an der innerhalb der International Standards Organisation gearbeitet wird, mit der Entwicklung in den in rascher Wandlung begriffenen Bereichen der automatischen Nachrichtenübermittlung und elektronischer Systeme für internationale Zahlungen sowie mit deren wirtschaftspolitischen Implikationen. Die Experten haben auch die Sicherheit und Zuverlässigkeit von elektronischen Systemen für internationale Zahlungen untersucht. Ferner wurde beschlossen, bei der BIZ eine experimentelle Datenbank zur Speicherung gesamtwirtschaftlicher Daten insbesondere aus dem monetären Bereich zu errichten, die für die Zentralbanken von Bedeutung sind. In anderen Sitzungen — in Basel und bei verschiedenen Zentralbanken — wurde eine Anzahl technischer Fragen behandelt, so die Authentifizierung übermittelter Nachrichten, Codes für Zahlungsoperationen und damit zusammenhängende interne Buchungsverfahren sowie die Standardisierung des Informationsaustausches zwischen Zentralbanken.

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1975 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

* * *

Die Bilanzsumme vom 31. März 1975 erreichte, verglichen mit den Abschlußzahlen früherer Geschäftsjahre, wiederum einen Rekord, nämlich Fr. 41 940 402 173, gegenüber einer Vorjahressumme von Fr. 31 615 466 191.

Der Zuwachs von Fr. 10 324 935 982 oder 33% war absolut und relativ wesentlich größer als im vorangegangenen Geschäftsjahr (Fr. 6 365 Mio. und 25%). Fast ein Zehntel beruhte allerdings auf der De-facto-Aufwertung bestimmter Währungen, ganz besonders des Schweizer Frankens.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren

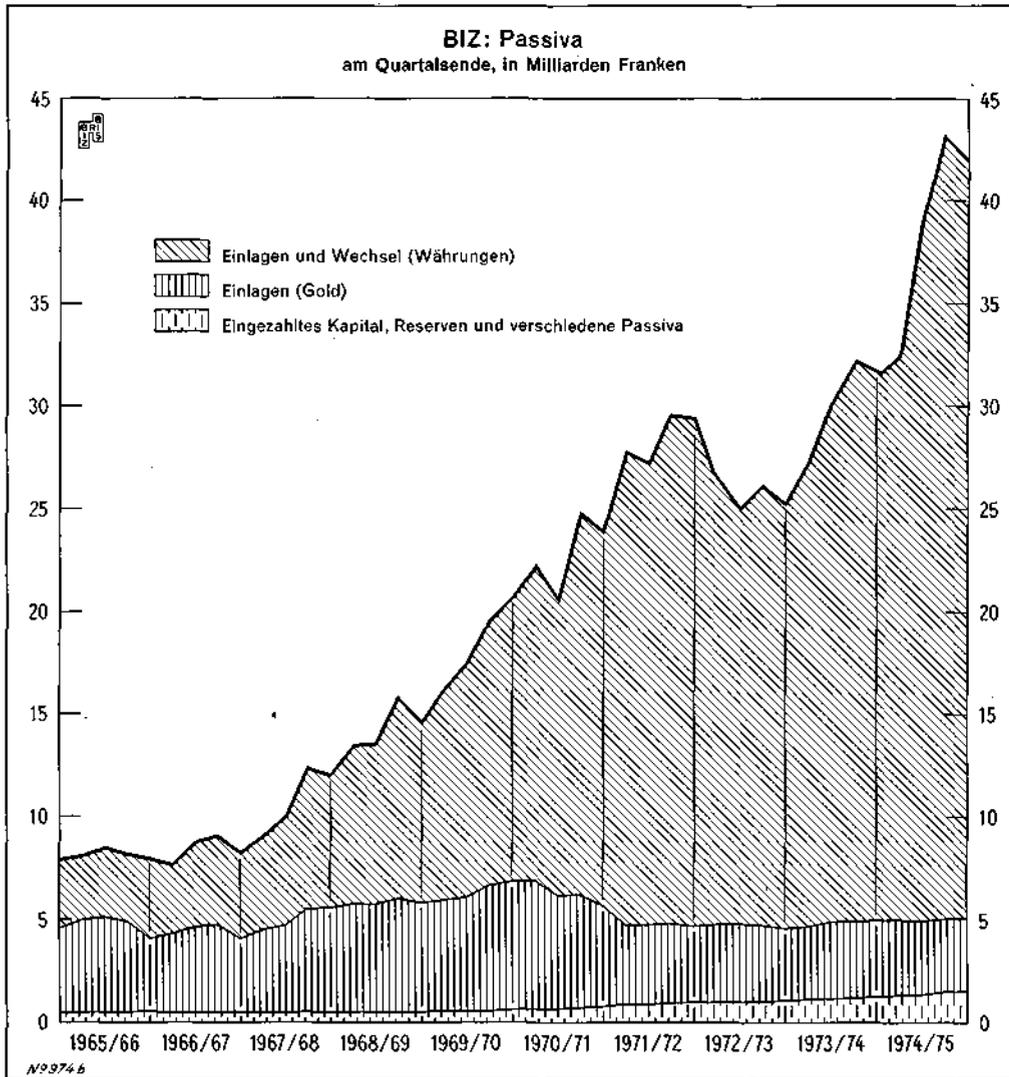
Ende des Geschäftsjahrs am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung zum Vorjahr	
		Millionen Franken	Prozent
1966	7 882	+ 32	—
1967	8 232	+ 350	+ 4
1968	12 041	+ 3 809	+ 46
1969	14 643	+ 2 602	+ 22
1970	20 699	+ 6 056	+ 41
1971	23 856	+ 3 157	+ 15
1972	29 362	+ 5 506	+ 23
1973	25 250	— 4 112	— 14
1974	31 615	+ 6 365	+ 25
1975	41 940	+ 10 325	+ 33

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 Pfandvertrags 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 Geschäftsjahrs Fr. 1 091 Mio., verglichen mit Fr. 1 014 Mio. an seinem Beginn).

* „Franken“ (abgekürzt: Fr.) bedeutet in diesem Kapitel, sofern nichts anderes angegeben wird, stets Goldfranken (zu 0,290 322 58 ... g Feingold – Artikel 4 der Statuten). Die Umrechnung der bilanzierten Währungsbeträge in Goldfranken erfolgte beim US-Dollar über die amtliche Parität von 1 US-\$ = 0,736 662 g Feingold, bei den Währungen des europäischen Floatingblocks über den Leitkurs und bei den übrigen Währungen über den mittleren Marktkurs gegenüber dem US-Dollar vom 26. März 1975.

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)



BIZ: Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahrs am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
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
1974*	967	30 378	270	31 615
1975*	1 122	40 435	383	41 940

* Nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr.

A. Kapital, Reserven, Rückstellungen und verschiedene Passiva

a) Eingezahltes Kapital Fr. 300 703 125

Das genehmigte Kapital ist unverändert geblieben, ebenso das begebene Kapital, das aus 481 125 zu 25% eingezahlten Aktien besteht.

b) Reserven

1. *Gesetzlicher Reservefonds* Fr. 30 070 313

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

2. *Allgemeiner Reservefonds*

nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 62 Mio. aus dem Reingewinn von 1974/75 (gemäß Artikel 51 Ziffer 4 der Statuten) Fr. 371 447 193,
verglichen mit vorher Fr. 309,4 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds* Fr. 75 175 781

Dieser Fonds hat bereits 1973 den nach Artikel 51 Ziffer 5 der Statuten höchstmöglichen Betrag von einem Viertel des eingezahlten Kapitals erreicht und sich seither nicht mehr verändert.

4. *Freier Reservefonds*

nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 93 Mio. aus dem Reingewinn von 1974/75 Fr. 344 518 200,
verglichen mit vorher Fr. 251,5 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1974/75 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 821 211 487,
verglichen mit vorher Fr. 666,2 Mio. (Erhöhung: Fr. 155 Mio., gegenüber Fr. 118 Mio. im vorangegangenen Geschäftsjahr).

c) Verschiedenes Fr. 265 671 759,
verglichen mit Fr. 140,5 Mio. (Erhöhung: Fr. 125,2 Mio.).

d) Rückstellung für Bauvorhaben Fr. 90 548 730,
verglichen mit Fr. 103,2 Mio. Die Verringerung um Fr. 12,7 Mio. ergibt sich aus Aufwendungen in Höhe von Fr. 28,8 Mio. abzüglich einer Wechselkursdifferenz von Fr. 16,1 Mio.

e) Gewinn- und Verlustrechnung (vor Gewinnverwendung) Fr. 182 063 281

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1974/75 — der höchste, der jemals erzielt worden ist. Er übertrifft den Reingewinn aus dem Vorjahr (Fr. 145,1 Mio.) um Fr. 37 Mio. Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns von 1974/75, auf die bereits mehrfach im Zusammenhang mit den Reserven Bezug genommen worden ist, sind in Abschnitt 7 dieses Kapitels enthalten; sie sehen wie schon im Vorjahr die Verwendung von Fr. 27 063 281 für die am 1. Juli 1975 zu zahlende Dividende vor.

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 Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung
	1974	1975	
	Millionen Franken		
Einlagen von Zentralbanken	28 809	38 861	+ 10 052
Einlagen von anderen Einlegern	1 017	909	- 108
Wechsel	552	665	+ 113
Zusammen	30 378	40 435	+ 10 057

Die Einlagen von Zentralbanken haben sich sehr stark erhöht — praktisch um den gleichen Betrag wie die Fremdmittel überhaupt, die eine Wachstumsrate von 33% erreichten. Der Zuwachs bestand hauptsächlich aus US-Dollar, die damit den größten Teil der Bilanzausweitung bestritten. Die Veränderungen in den beiden anderen Kategorien waren gering und hoben sich praktisch auf: Einlagen von „anderen Einlegern“ — vor allem Geschäftsbanken — wurden fällig, während der Betrag der — sämtlich auf Schweizer Franken lautenden — Wechsel höher ausgewiesen werden mußte, weil diese Währung im Laufe des Geschäftsjahrs gegenüber dem Goldfranken an Wert gewann.

Innerhalb der gesamten Fremdmittel hat sich der bereits vorher dominierende Anteil der Einlagen von Zentralbanken weiter auf 96% erhöht.

BIZ: Fremdmittel nach Laufzeit und Sachkategorien

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Wechsel		
	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung
	1974	1975		1974	1975		1974	1975	
Millionen Franken									
Auf Sicht	2 851	3 079	+228	147	365	+ 218	—	—	—
Bis zu 3 Monaten	244	481	+237	22 691	29 197	+ 6 506	—	665	+665
Mehr als 3 Monate	614	9	-605	3 279	6 639	+ 3 360	552	—	-552
Zusammen	3 709	3 569	-140	26 117	36 201	+ 10 084	552	665	+ 113

Der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln ist von 12 auf 9% gesunken, derjenige der Währungseinlagen von 86 auf 89% gestiegen.

a) Goldeinlagen

Fr. 3 568 515 858,

verglichen mit Fr. 3 709 Mio. am Beginn des Geschäftsjahrs. Die Verringerung um Fr. 140 Mio. oder 4%, die den Vorjahreszuwachs von Fr. 183 Mio. größtenteils kompensierte, beruht darauf, daß Zentralbanken Guthaben von mehr als drei Monaten abzogen. Der übrige Rückgang in dieser Kategorie erklärt sich durch Rekonversionen in Sichteinlagen und Übertragungen auf Einlagen bis zu drei Monaten.

b) Währungseinlagen

Fr. 36 201 238 861,

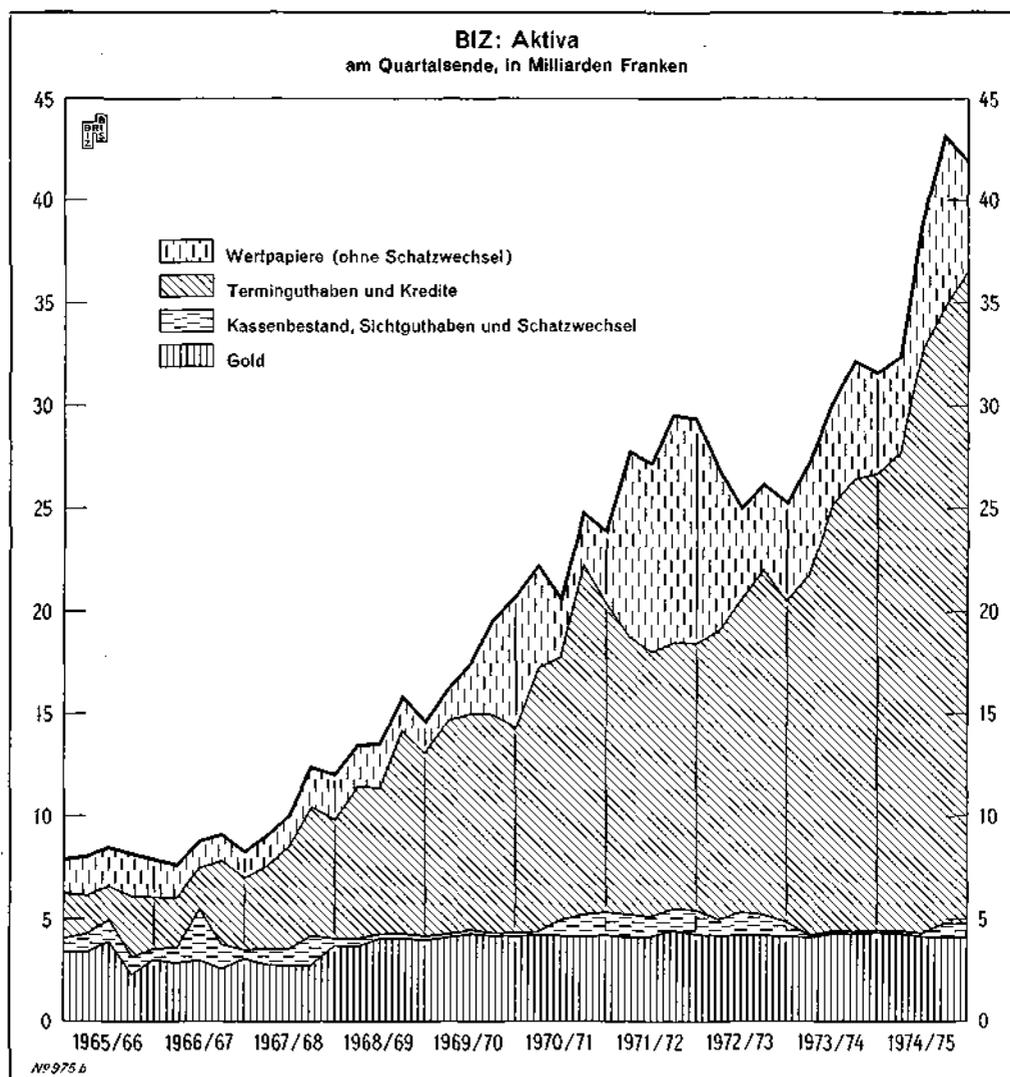
verglichen mit Fr. 26 117 Mio. Die sehr kräftige Erhöhung um Fr. 10 084 Mio. — nahezu doppelt soviel wie im Vorjahr — oder 39% verteilt sich zu fast zwei Dritteln auf Einlagen bis zu drei Monaten und zu einem Drittel auf solche von mehr als drei Monaten. Auch die Sichteinlagen verzeichneten einen — vor allem prozentual bedeutenden — Zuwachs.

c) Wechsel

Fr. 665 449 072,

verglichen mit Fr. 552 Mio. Die Erhöhung um Fr. 113 Mio. beruht, wie erwähnt, ausschließlich auf der Wertsteigerung des Schweizer Frankens.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)



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

BIZ: Aktiva nach Sachkategorien

Aktiva	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung
	1974	1975	
Millionen Franken			
Kassenmittel			
Gold	4 332	4 122	— 210
Währungen	47 4 379	87 4 209	+ 40 — 170
Schatzwechsel			
Währungen	8	515	+ 507
Terminguthaben und Kredite			
Gold	71	104	+ 33
Währungen	22 242 22 313	31 782 31 886	+ 9 540 + 9 573
Sonstige Wertpapiere			
Währungen	4 889	5 143	+ 254
Zusammen			
Gold	4 403	4 226	— 177
Währungen	27 186 31 589	37 527 41 753	+ 10 341 + 10 164

Zur Struktur der Aktiva ist folgendes zu bemerken:

a) Gold Fr. 4 121 836 539,

verglichen mit Fr. 4 332 Mio. am Beginn des Geschäftsjahrs. Es handelt sich ausschließlich um Goldbarren. Die Verringerung um Fr. 210 Mio. beruht darauf, daß Goldeinlagen, wie bereits erwähnt, abgezogen wurden und daß die Bank Gold für Swaps gegen Devisen sowie für Goldanlagen verwendete. Andererseits hat sich der als Pfand reservierte Teil des Goldbestands (vgl. Anmerkung 3 zur Bilanz) im Laufe des Geschäftsjahrs von Fr. 761 auf 334 Mio. vermindert.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 86 656 247,

verglichen mit Fr. 47 Mio. (Erhöhung: Fr. 40 Mio.).

c) Schatzwechsel Fr. 515 658 921,

verglichen mit Fr. 8 Mio. Der Zuwachs von Fr. 507 Mio. beruht darauf, daß die Bank ab Oktober 1974 wieder Schatzwechsel kaufte.

Die Zuwächse in den Kategorien b und c decken zusammen den Anstieg der Währungs-Sichtverbindlichkeiten bei weitem.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 31 885 841 821,

verglichen mit Fr. 22 313 Mio. (Erhöhung: Fr. 9 573 Mio. — 93% der Bilanzausweitung). Die Goldkomponente dieser Forderungen vergrößerte sich durch die erwähnte befristete Anlage von Gold von Fr. 71 auf 104 Mio. Die Währungskomponente wuchs von Fr. 22 242 Mio. um fast die Hälfte — Fr. 9 540 Mio. — auf Fr. 31 782 Mio., da die Bank zusätzliche Anlagen, hauptsächlich in US-Dollar, auf einer größeren Anzahl von Märkten vornahm sowie Zentralbanken Fazilitäten einräumte.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 5 143 319 658,

verglichen mit Fr. 4 889 Mio. Der mäßige Zuwachs um Fr. 254 Mio. beruht insbesondere auf dem Erwerb von Wechseln, die an einem Markt begeben worden sind.

In der folgenden Tabelle sind die „Terminguthaben und Kredite“ und die „sonstigen Wertpapiere“ nach der *Laufzeit* gegliedert.

**BIZ: Laufzeit der „Terminguthaben und Kredite“
und der „Sonstigen Wertpapiere“**

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung
	1974	1975	
	Millionen Franken		
Bis zu 3 Monaten	21 967	27 546	+5 579
Mehr als 3 Monate	5 235	9 483	+4 248
Zusammen	27 202	37 029	+9 827

Aus der Tabelle wird ersichtlich, daß beide Laufzeitkategorien eine Erhöhung um einen vergleichbaren Betrag aufzuweisen haben.

f) Verschiedenes Fr. 187 088 986,

verglichen mit Fr. 26 Mio. Die starke Zunahme um Fr. 161 Mio. hat im wesentlichen buchungstechnische Gründe, da bestimmte Goldswaps zu marktnahen Preisen abgeschlossen wurden.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen positiven Saldo (zu erhaltendes Gold) von Fr. 39 521 613, verglichen mit Fr. 3 Mio. Die Zunahme um Fr. 37 Mio. beruht auf dem bereits im Zusammenhang mit dem Goldbestand (Abschnitt a) erwähnten Abschluß von Swaps Gold (das per Termin zurückgekauft wurde) gegen Devisen.

* * *

Das Geschäftsvolumen der Bank hat sich 1974/75 parallel zur Entwicklung der Bilanz und des Gewinns weiter vergrößert und einen höchst beachtlichen Umfang erreicht.

3. Die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

In Übereinstimmung mit den bestehenden Vereinbarungen war die Bank im Berichtsjahr weiterhin als Treuhänder für die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegebenen neuen Schuldverschreibungen der Deutschen Äußeren Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe), die nun sämtlich getilgt sind, sowie der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig.

Das Finanzjahr 1974/75 der Young-Anleihe ging am 1. Juni 1975 zu Ende. Die Zinsen für das Finanzjahr im Gegenwert von rund Fr. 27,7 Mio. wurden der Bank ordnungsgemäß gezahlt und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Die Tilgung von Konversionsschuldverschreibungen für das Finanzjahr 1974/75 erfolgte ausschließlich durch Käufe am Markt. Alle ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen wurden am 1. Dezember 1972 getilgt. Die Endfälligkeit für die Konversionsschuldverschreibungen ist der 1. Juni 1980.

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

Ausgabe	Währung	Einlösungswert*			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1973/74	1974/75	
Amerikanische	\$	67 019 000	16 239 000	1 662 000	49 118 000
Belgische	bfr	202 869 000	47 447 000	4 527 000	150 895 000
Britische	£	20 665 500	4 799 400	486 900	15 379 200
Deutsche	DM	14 509 000	3 308 000	295 000	10 906 000
Französische	ffr	501 834 000	117 812 000	11 857 000	372 165 000
Niederländische	hfl	52 578 000	12 065 000	1 185 000	39 328 000
Schwedische	skr	92 780 000	21 763 000	2 293 000	68 724 000
Schweizerische	sfr	58 393 000	13 463 000	1 264 000	43 666 000

* Einlösungswert am 1. Mai 1975 gemäß den Bestimmungen des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953, jedoch ohne Berücksichtigung der Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969, der Wechselkursfreigabe und der Einführung — und in bestimmten Fällen späteren Änderung — von Leitkursen für verschiedene Emissionswährungen.

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 anwendbar ist, wenn der Außenwert einer Emissionswährung der Young-Anleihe infolge der Freigabe des Wechselkurses oder der Einführung eines Leitkurses sich wesentlich ändert, ohne daß die Parität der betreffenden Währung formell angepaßt wird, wurde vom Treuhänder den Regierungen der Länder, in denen Schuldverschreibungen der Anleihe ausgegeben worden sind, mit dem Ersuchen unterbreitet, sich der Angelegenheit anzunehmen und alles zu tun, um sicherzustellen, daß eine angemessene Lösung gefunden wird.

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

Die folgende Tabelle zeigt den Stand dieser Anleihe.

Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959-1973	1974	
Amerikanische	\$	1 667 000	1 192 000	101 000	374 000
Britisch-niederländische	£	856 600	591 400	49 300	215 900
Schweizerische	sfr	7 102 000	4 319 000	404 000	2 379 000

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

In der folgenden Tabelle sind die ausstehenden Beträge der von der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl in den Jahren 1954–1961 ausgegebenen gesicherten Anleihen zusammengestellt, für die die Bank gemäß dem von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft abgeschlossenen Pfandvertrag als Pfandhalter fungiert.

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 1975 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten	Regierung der Vereinigten Staaten	\$ 100 000 000	30 700 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	84 800 000	3½	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50 000 000	14 969 800	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	8 480 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	lfr 5 000 000	—	3½	1961
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 ²	598 467	4%	1977
7	1957	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	—	4%	1974
8			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	—	5½	1975
9			Kapitalmarktemission	\$ 7 000 000	—	5	1962
10	1957	Luxemburg	Verschiedene Banken	\$ 3 000 000	—	5	1962
11	1958	Vereinigte Staaten	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	51 307 036	5%	1982
12			Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	9 700 000	5	1978
13			Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4½	1963
14	1960	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	10 150 000	5%	1980
15			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1963
16			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1964
17	1961	Luxemburg	Kapitalmarktemission	\$ 3 400 000	—	5	1965
18	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	65 359 012	5½	1986
19	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	23 200 000	4½	1981

¹ Die ursprünglichen Anleihegläubiger waren die Rheinische Girozentrale und Provinzialbank und die Landesbank für Westfalen Girozentrale. Diese beiden Institute fusionierten am 1. Januar 1969 unter der Firma Westdeutsche Landesbank Girozentrale. ² Diese in französischen Franken abgeschlossene Anleihe ist im Jahr 1959 auf Deutsche Mark umgestellt worden. Der ursprüngliche Betrag war 350 000 000 alte französische Franken.

Im Geschäftsjahr 1974/75 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 10 Mio. für Zinsen und von rund Fr. 41 Mio. als Tilgungsbeträge entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahrs hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 178 Mio. vermindert.

5. Die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit

Seit 1. Juni 1973 ist die Bank Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit. Diese am 6. April 1973 von den Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft errichtete Institution befindet sich immer noch im Anfangsstadium ihrer Tätigkeit, so daß die Bank als ihr technischer Agent nach wie vor lediglich Buchungsoperationen vorzunehmen hatte. Im wesentlichen waren dabei auf den für den Fonds geführten Konten die folgenden Vorgänge und Positionen festzuhalten:

- die Verbindlichkeiten und Forderungen der am europäischen Währungsverbund beteiligten EWG-Zentralbanken gegenüber dem Fonds aus ihren Interventionen in EWG-Währungen zur Einhaltung der Bandbreite von 2,25 %;
- die periodischen Abrechnungen dieser Verbindlichkeiten und Forderungen — im allgemeinen am Ende des Monats nach der Intervention;
- die mit dem kurzfristigen Währungsbestand zusammenhängenden Operationen.

Im Laufe des abgeschlossenen Geschäftsjahrs wechselten wie schon im Vorjahr die beteiligten Zentralbanken, deren Zahl sich am 20. Januar 1974 auf vier verminderte, als Schuldner und Gläubiger ab. Diese gegenläufigen Bewegungen waren jedoch nicht alle gleich groß und von ganz unterschiedlicher Wirkung auf die einzelnen Länder je nach ihrer wirtschaftlichen Bedeutung und ihrer Reserveposition.

Insgesamt waren die beim Fonds im Zusammenhang mit Interventionen verbuchten Beträge wesentlich niedriger als 1973/74; dies beruhte vor allem auf der kleineren Zahl der Verbundwährungen sowie darauf, daß die Zentralbanken verstärkt Dollarinterventionen vornahmen, die nicht über die Konten des Fonds laufen. Infolgedessen hat sich der Umfang der vom Agenten des Fonds durchgeführten Buchungsoperationen etwas reduziert.

6. Änderung von Artikel 51 und 52 der Statuten der Bank

Der Verwaltungsrat hat in seiner Sitzung vom 13. Mai 1975 beschlossen, für den 8. Juli 1975 eine außerordentliche Generalversammlung einzuberufen und ihr die Änderung von Artikel 51 und 52 der Statuten vorzuschlagen. Er hat sich zu diesem Schritt durch die internationale Währungsentwicklung der letzten Jahre veranlaßt gesehen.

Gemäß Artikel 4 der Statuten wird das Kapital der Bank in Goldfranken* von einem bestimmten Goldgewicht ausgedrückt, und nach Artikel 51 der Statuten ist der Dividendenbetrag als Prozentsatz des eingezahlten Kapitals festgelegt. Da die Jahresdividende auf 9% des eingezahlten Kapitals begrenzt ist — nämlich auf eine Dividende von 6%, die gegenüber jeder anderweitigen Verwendung des Reingewinns bevorrechtigt ist, zuzüglich einer Zusatzdividende von maximal 3% —, können pro Geschäftsjahr höchstens 56,25 Goldfranken je Aktie verteilt werden.

* Zur Vermeidung von Missverständnissen wird in diesem Abschnitt 6 der Ausdruck „Franken“ als Abkürzung für „Goldfranken“ nicht verwendet.

Zwecks Auszahlung an die Aktionäre muß dieser Goldfrankenbetrag in eine Zahlungswährung — nach bestehender Praxis Schweizer Franken — umgerechnet werden.

Aus dieser Methode der Dividendenbestimmung, die von der üblichen Praxis der Gesellschaften insofern abweicht, als diese ihre Dividende im allgemeinen nach dem Nettogewinn des Geschäftsjahrs bemessen, ergaben sich bis 1970 keine wesentlichen Probleme. Seither hat die Ausschüttung an die Aktionäre, bedingt durch Wechselkursänderungen und insbesondere durch die sukzessiven Erhöhungen des offiziellen Goldpreises in den Vereinigten Staaten, beträchtlich geschwankt, obwohl durchwegs die gleiche statutarisch höchstzulässige Goldfranken-Dividende erklärt worden ist. Auch wurde es immer schwieriger, den Aktionären einen angemessenen Ertrag für ihren Kapitalanteil zu sichern; ohne die Begrenzung durch Artikel 51 Ziffer 2 und 3 der Statuten hätte angesichts der Zunahme der Gewinne der Bank eine höhere Dividende ausgeschüttet werden können.

Zwar würde sich die Frage anders stellen, wenn der offizielle Goldpreis entweder erhöht oder abgeschafft werden würde, doch wären die Schwierigkeiten damit nicht behoben. Da die Gewinne der Bank fast ausschließlich in Devisen anfallen, würde ihr Goldfrankenbetrag, falls der Goldpreis steigt, im selben Verhältnis sinken. Angesichts des Vorrangcharakters der Dividende von 6% gemäß Artikel 51 Ziffer 2 der Statuten wäre es in einem solchen Fall denkbar, daß eine Dotierung der Reserven nur noch unzureichend oder sogar überhaupt nicht mehr möglich ist. Dadurch könnte die Ausweitung der Tätigkeit der Bank beeinträchtigt werden.

Der Verwaltungsrat hält es für angezeigt, dieser unbefriedigenden Situation ein Ende zu setzen, und hat deshalb beschlossen, eine Änderung von Artikel 51 und in Verbindung damit auch von Artikel 52 der Statuten zu empfehlen, um die statutarische Bindung der Dividende an das eingezahlte Kapital aufzuheben und die Möglichkeiten für die Dotierung und Verwendung des Besonderen Dividenden-Reservefonds zu erweitern. Infolge dieser Änderungen bliebe es dem Verwaltungsrat überlassen, den Betrag der von ihm der Generalversammlung zur Genehmigung vorzuschlagenden Jahresdividende nach eigenem Ermessen zu bestimmen, so daß die Aktionäre einen besser auf die jeweiligen Verhältnisse abgestellten Anteil am Gewinn erhalten könnten. Darüber hinaus würde die derzeitige Begrenzung des Betrags aufgehoben werden, der aus dem Reingewinn dem Besonderen Dividenden-Reservefonds zugeführt werden kann, und ebenso würde der Verwaltungsrat im Zusammenhang mit seinen Dividendenempfehlungen mehr Entscheidungsspielraum erhalten, um gegebenenfalls auf den Besonderen Dividenden-Reservefonds zurückgreifen zu können.

Diese Maßnahmen sollen die Bank in die Lage versetzen, den Aktionären auch bei ungleichen finanziellen Ergebnissen einen angemessenen Ertrag von einer gewissen Gleichmäßigkeit zu gewährleisten, ohne dabei die angesichts der Ausweitung ihrer Tätigkeit und der Entwicklung ihrer Bilanz unabdingbare Aufstockung ihrer Eigenmittel vernachlässigen zu müssen.

Die vorgeschlagenen Änderungen können, wenn die außerordentliche Generalversammlung vom 8. Juli 1975 sie gutheißt, erst in Kraft treten, nachdem die schweizerische Regierung sie im Einvernehmen mit den Regierungen der anderen Signatarstaaten des Abkommens über die Bank von 1930 gebilligt hat.

Wegen der Bedeutung der vorgeschlagenen Neuregelung erscheint es angezeigt, den Privataktionären — d.h. den nicht zum Kreis der Zentralbanken gehörenden Aktionären, die in dieser Eigenschaft gemäß Artikel 14 der Statuten keinen Zutritt zu den Generalversammlungen haben — die Möglichkeit zu bieten, ihre Aktien zu angemessenen Bedingungen zu verkaufen. Deshalb wird die Bank diesen Aktionären im Auftrag eines Konsortiums von Zentralbanken ein Rückkaufsangebot unterbreiten, sobald die außerordentliche Generalversammlung vom 8. Juli 1975 die genannten Statutenänderungen gutgeheißen hat. Dieses Angebot gilt für drei Monate von dem ebengenannten Datum an. Der Angebotspreis wurde für alle im Eigentum von Privataktionären befindlichen Stücke unabhängig von der Ausgabe, zu der sie gehören, einheitlich auf sfr 3 100 je Aktie (ex Dividende) festgesetzt.

7. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1975 abgelaufene fünfundvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 187 622 476 (im Vorjahr: Fr. 168 212 066; 1972/73: Fr. 136 048 276). Der beträchtliche Anstieg ist vor allem darauf zurückzuführen, daß die Bank ein außerordentlich stark erweitertes Geschäftsvolumen zu verzeichnen hatte und daß ein größerer Teil ihrer Eigenmittel aus Währungen bestand.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 5 559 195 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Die Rückstellung für Bauvorhaben wird dieses Jahr nicht dotiert. Nach der obengenannten Zuweisung verblieb ein Reingewinn von Fr. 182 063 281 (im Vorjahr: Fr. 145 063 281; 1972/73: 122 063 281). Die Verwendung dieses Betrags wird durch Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 182 063 281 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 18 042 187 zur Zahlung der Vorrangdividende von 6% p. a. (Fr. 37,50 je Aktie);
2. Fr. 9 021 094 — ein Betrag, der innerhalb des statutarischen Rahmens von 20% des verbleibenden Reingewinns liegt — zur Zahlung der höchstzulässigen Zusatzdividende von 3% p. a. (Fr. 18,75 je Aktie);
3. Fr. 62 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
4. Fr. 93 000 000 — den Rest des verfügbaren Reingewinns — zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statuten-gemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme dieser Vorschläge beträgt die Gesamtdividende Fr. 56,25 je Aktie. Sie wird am 1. Juli 1975 in Schweizer Franken an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1975 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Im Interesse der Aktionäre hat der Verwaltungsrat in seiner Sitzung vom 11. März 1975 angesichts der nach wie vor großen Differenz zwischen der offiziellen Goldparität und dem Marktkurs des Schweizer Frankens wiederum die Konversion der Dividende in Schweizer Franken zur amtlichen Goldparität dieser Währung am Ende des Geschäftsjahrs beschlossen, also zu sfr 1 = 0,217 592 5926 g Feingold, so daß die

Dividende wie letztes Jahr mit sfr 75,05 je Aktie gezahlt wird. Durch den Kursverlust, den diese Methode der Umrechnung der Dividende in Schweizer Franken bedingte, entstanden der Bank über die in der Bilanz und in der Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1975 als Dividende ausgewiesene Summe von Fr. 27 063 281 hinaus zusätzliche Kosten, zu deren Deckung ein Betrag von Fr. 9 222 082 von den Einkünften für das Geschäftsjahr 1974/75 abgesetzt wurde.

8. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Herr Bernard Clappier übernahm im Juni 1974 von Herrn Olivier Wormser das Amt des Gouverneurs der Bank von Frankreich und damit ex officio auch dessen Sitz im Verwaltungsrat. In der Verwaltungsratssitzung vom 9. Juli 1974 drückte der Vorsitzende Herrn Wormser die Anerkennung und den Dank aller Verwaltungsratsmitglieder für seine außerordentlich erfolgreiche Tätigkeit für die BIZ während seiner über fünfjährigen Amtszeit aus.

In der Verwaltungsratssitzung vom 9. Juli 1974 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Gordon W. H. Richardson, Gouverneur der Bank von England, nach dem Rücktritt von Herrn Michael J. Babington Smith an dessen Stelle Lord O'Brien of Lothbury gemäß Artikel 27 Ziffer 2 und Artikel 28 der Statuten für die am 6. Mai 1975 endende Restlaufzeit des Mandats von Herrn Babington Smith in den Verwaltungsrat berufen hatte. Im April 1975 wurde Lord O'Brien von Herrn Richardson gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten erneut zum Verwaltungsratsmitglied bestellt.

In der Verwaltungsratssitzung vom 12. November 1974 teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Clappier die Herren Marcel Théron und Gabriel Lefort zu seinen Stellvertretern ernannt hatte. Herr Théron ersetzte Herrn André de Lattre, der zum Präsidenten und Generaldirektor des Crédit National berufen worden war, und Herr Lefort löste Herrn Henri Koch ab. Der Vorsitzende dankte den Herren de Lattre und Koch für ihr wertvolles Wirken im Dienste der Bank.

In der Sitzung vom 20. Januar 1975 nahm der Verwaltungsrat mit größtem Bedauern die Mitteilung des Vorsitzenden zur Kenntnis, daß Herr Dr. Donato Menichella beschlossen hatte, seinen Sitz im Verwaltungsrat am 31. Dezember 1974 zur Verfügung zu stellen. Der Vorsitzende würdigte die außerordentlichen Verdienste, die sich Herr Dr. Menichella um die Bank und die Zusammenarbeit der Zentralbanken in seiner ungewöhnlich langen Amtszeit von fast dreißig Jahren erworben hatte.

In derselben Sitzung gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Guido Carli, Gouverneur der Bank von Italien, Herrn Dr. Paolo Baffi auf den durch den Rücktritt von Herrn Dr. Menichella freigewordenen Platz im Verwaltungsrat berufen hatte. Diese Berufung erfolgte gemäß Artikel 27 Ziffer 2 und Artikel 28 der Statuten für die am 7. November 1975 endende Restlaufzeit des Mandats von Herrn Dr. Menichella. Ferner teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Dr. Carli Herrn Dr. Rinaldo Ossola als Nachfolger von Herrn Dr. Baffi zu seinem Stellvertreter ernannt hatte. Er sprach Herrn Dr. Baffi die Anerkennung der Bank für seine wertvolle Arbeit als Stellvertreter während mehr als vierzehn Jahren aus.

Ende Februar 1975 wurde Herr Cecil de Strycker als Nachfolger von Herrn Robert Vandeputte Gouverneur der Belgischen Nationalbank und damit ex officio

an dessen Stelle Mitglied des Verwaltungsrats. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Februar 1975 dankte der Vorsitzende Herrn Vandeputte im Namen aller Verwaltungsratsmitglieder für seine überaus erfolgreiche Tätigkeit für die Bank während einer Amtszeit von mehr als vier Jahren.

Herr Krister Wickman, dessen Mandat im Verwaltungsrat am 31. März 1975 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 11. März 1975 gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 31. März 1978 in den Verwaltungsrat gewählt.

Herr Dr. Henri Guisan, der 1941 zur BIZ gekommen und seit 1955 ihr Rechtsberater gewesen war, trat Ende September 1974 in den Ruhestand. In der Verwaltungsratssitzung vom 10. September 1974 würdigte der Vorsitzende im Namen aller Verwaltungsratsmitglieder die große Fähigkeit und fachliche Kompetenz, die Herr Dr. Guisan in seiner bedeutenden und höchst wertvollen Arbeit für die Bank stets bewiesen hatte. In derselben Sitzung ernannte der Verwaltungsrat Herrn Prof. Dr. F. E. Klein mit Wirkung vom 1. Oktober 1974 zum Rechtsberater und Direktor; Herr Prof. Klein hatte seit 1968 das Amt des Stellvertretenden Rechtsberaters der Bank innegehabt.

In der Verwaltungsratssitzung vom September 1974 wurde Herr Dr. Antonio d'Aroma, seit 1962 Generalsekretär der Bank, zum Beigeordneten Generaldirektor und Herr Dr. Günther Schleiminger, von der Deutschen Bundesbank, zum Generalsekretär ernannt. Beide Ernennungen traten am 1. Januar 1975 in Kraft.

Am 31. März 1975 trat Herr Dr. Karl Schmid, Beigeordneter Direktor, nach über achtzehnjähriger wertvoller und von großem Einsatz getragener Tätigkeit als Leiter zuerst der EZU-Sektion der Bank, dann der EWA-Sektion und schließlich der Sektion Buchhaltung in den Ruhestand.

* * *

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank die Nachrichten vom Ableben von Herrn Roger Auboin am 16. Oktober 1974 und von Herrn Dr. Raffaele Pilotti am 30. August 1974 auf. Herr Auboin war von 1938 bis zu seiner Pensionierung im Jahr 1958 Generaldirektor der Bank, Herr Dr. Pilotti seit ihrer Gründung im Jahr 1930 bis zu seinem Eintritt in den Ruhestand im Jahr 1951 ihr Generalsekretär gewesen.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Industrieländer durchlaufen derzeit die tiefste und umfassendste Rezession seit dem Kriege. Der Abschwung begann unvermittelt zu Anfang des vergangenen Jahres mit Absatzschwierigkeiten in der Autoindustrie und den mit ihr verbundenen Branchen nach dem plötzlichen Ausbruch der Ölkrise. Als erste wurden die Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland und Großbritannien getroffen. Bis zur Jahresmitte 1974 war der Rückgang mäßig und auf einzelne Bereiche beschränkt, doch danach verbreiterte und beschleunigte er sich. Italien und Frankreich wie auch viele der kleineren Länder gerieten nun ebenfalls in die Flaute, und in den vier größten Ländern knickte die Produktionskurve noch wesentlich stärker ab, als Zögern und Schwäche die meisten Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage erfaßten.

Eine Analyse der gegenwärtigen Rezession hat vor allem zu erklären, warum sie so viel schwerer als die früheren Konjunkturerinbrüche der Nachkriegszeit ist. Vier hauptsächlichliche Kausalfaktoren sind zu nennen:

1. Die enorme Erdölhaussse. Sie führte erstens dazu, daß sich wegen der höheren Autobetriebskosten und der ungeklärten künftigen Treibstoffversorgung die Auto- nachfrage bedeutend mehr als in früheren Flaute abschwächte sowie auch die Nachfrage nach anderen vom Erdöl abhängigen Gütern und Leistungen — etwa im Lufttransport — nachzugeben begann, und zog zweitens infolge der geringen Preiselastizität der Ölnachfrage Kaufkraft von anderen Kategorien des Ausgabenstroms ab.

2. Die Heftigkeit der Inflation. Der Preis- und Lohnauftrieb war sowohl 1973 wie 1974 außergewöhnlich stark. Sein Ursprung lag in der durch Lieferschwierigkeiten bei hoher Nachfrage bedingten Rohstoffhaussse, zu der sich dann noch spekulative Kräfte aus dem Zusammenbruch des Wechselkurssystems gesellten. Und als der Rohstoffboom abklang, trieben Erdölhaussse, Lohneskalation und eine kräftige Verteuerung der Industriegüter die Inflation noch mehr voran — obwohl die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bereits stockte. Diese heftige Inflation verschärfte die Rezession, weil sie in mehrfacher Weise die Realkaufkraft beschnitt. In den meisten Staaten wurde der reale Umfang der Unternehmensinvestitionen und der Ausgaben in verschiedenen Bereichen des öffentlichen Sektors stärker in Mitleidenschaft gezogen als in früheren Rezessionen. In einigen Ländern schrumpfte sogar — trotz steigenden Nominallohnen — der reale Konsum.

3. Die Parallelität der internationalen Konjunkturentwicklung. Für die meisten Industriestaaten lagen die Konjunkturwendepunkte näher beieinander als sonst. Es gab daher nur ganz wenige Länder, deren noch gute Konjunktur die allgemeinere Rezession milderte. Diese wurde durch die Gleichzeitigkeit des Abschwungs insofern, als sie das Wachstum des Welthandelsvolumens in Mitleidenschaft zog, sogar noch verstärkt.

4. Die harte Stabilisierungspolitik. Verdoppelte oder verdreifachte Inflationsraten veranlaßten die Währungsbehörden zu einschneidender Restriktion. In maßgebenden Ländern wurde dafür gesorgt, daß das Geldvolumen langsamer wuchs als

das nominelle Bruttosozialprodukt, und die Zinssätze — die inländischen wie die internationalen — stiegen so hoch wie noch nie. Angesichts der starken Verteuerung des Geldes wurden aufschiebbare Ausgaben mehr als sonst zurückgestellt, und geradezu drastisch war der Rückschlag im Wohnungsbau — was allerdings nicht nur an der Knappheit und den Kosten des Hypothekarkredits lag.

Die Schwere der Rezession bot ein Angriffsziel für die Stabilitätsstrategen am grünen Tisch, die die einschneidenden Maßnahmen der Geldpolitik besonders heftig kritisierten. Selbstverständlich wirkte die Restriktion restriktiv, und so einfach lagen die Dinge nicht, daß die Rezession dann plötzlich schlimmer geworden wäre, als man erwartet hatte.

Was aber war zu tun? Die Inflation hatte eindeutig ein gefährliches Ausmaß erreicht und verschärfte sich weiter, obwohl die Gesamtnachfrage nicht mehr so schnell wuchs oder sogar schrumpfte. Die wenigen einkommenspolitischen Versuche richteten kaum etwas dagegen aus. Und wo es einschneidende Preiskontrollen gab, ohne daß der Staat gleichermaßen einschneidende Lohnkontrollen hätte durchsetzen können, kamen die Unternehmen stark unter Druck — so etwa in Großbritannien und den Niederlanden. Es lag hier nicht einfach ein mechanistischer Zusammenhang nach der Quantitätstheorie vor. Der Inflationsstoß ließ sich keineswegs allein durch eine Geldmengenausweitung erklären; vielmehr gingen die Antriebskräfte von der Preisseite — zuerst bei den Rohstoffen, dann beim Erdöl — aus, und Anfang 1974 ergriff das Fieber die Preise und Löhne in der Industrie. Inflationsmentalität und Geldwertskepsis wurden zu einer allgemeinen Erscheinung, und keine Gruppe war bereit, sich zum allgemeinen Wohl zurückzuhalten. Unter diesen Umständen erhielt die Inflationsbekämpfung in der Geldpolitik die höchste Priorität. Dies war unumgänglich; auf eine mögliche Selbstkorrektur zu vertrauen, hätte bedeutet, ein Übermaß gegenteiliger Erfahrung zu ignorieren.

Und der Erfolg? Gewiß, in den meisten Staaten hat die Inflation deutlich nachgelassen, und die fieberhafte Atmosphäre ist gewichen. Man kann natürlich einwenden, der Rohstoffboom hätte sowieso zu Ende gehen müssen und die Erdölhausse sei eine einmalige Erscheinung gewesen. Doch war durchaus offen, ob dieser Einfluß ohne wesentliche Abschwächung der Nachfrage einmalig geblieben wäre oder ob die Tendenzwende bei den Rohstoffpreisen sich ohne Änderung des konjunkturellen Klimas fortgesetzt hätte. Als Erfolg ist ferner zu vermerken, daß sich die Großhandelspreise in vielen Ländern stabilisiert oder zurückgebildet haben, daß es in der Wirtschaft wieder Preiswettbewerb gibt und daß sich der Anstieg der Verbraucherpreise allgemein verlangsamt hat. Weniger Erfolg haben die Bemühungen im Bereich der Tariflohnbildung gebracht, obwohl der Auftrieb hier ebenfalls gemäßigt worden ist — am eindrucklichsten in Deutschland, doch sogar dort bedurfte es energischer Führung, um zu Beginn dieses Jahres den Anstieg in der neuen Lohnrunde auf etwa 6,5 % zu begrenzen. Nichtsdestoweniger geht der Lohndruck mitten in der Rezession weiter, und fast jede Woche wird irgendwo in der Welt in einer konjunkturell darniederliegenden Branche gestreikt.

In Großbritannien war bislang von einer Mäßigung nicht viel zu bemerken; es gab Lohnforderungen von über 30%, und der Preisindex zog nach. In Kreisen der Arbeitnehmervertreter scheint es ein Glaubensgrundsatz zu sein, daß die Löhne

mindestens im Ausmaß der Verbraucherpreiserhöhung steigen müssen, auch wenn diese zum Teil importiert worden ist, die nominelle Nachfrage ins Ausland überfließt — mit entsprechenden Folgen für die Zahlungsbilanz — und der Kostendruck auf die Gewinne die Investitionstätigkeit lähmt. Doch wenn etwas sicher ist, dann dies, daß der reale Verbrauch eingeschränkt werden muß und daß die Arbeitnehmerschaft ihren Anteil hieran zu tragen haben wird. Offen ist lediglich, welches Ausmaß an Arbeitslosigkeit dabei in Kauf genommen werden muß und eine wie große finanzielle Last den Unternehmen aufgebürdet wird.

Da die Situation in den Industrieländern immer noch inflationäre Züge aufweist und zudem gewisse strukturelle Anpassungen in der Produktion erforderlich sind, kann die Zukunft derzeit nicht eindeutig positiv gesehen werden. Die Vereinigten Staaten und Deutschland sind auf Expansionskurs gegangen, und die amerikanische Konjunktur dürfte sich bald wieder beleben, während es in Deutschland vielleicht noch etwas länger dauern wird. Andere Länder haben die Konjunktur ebenfalls angekurbelt, jedoch nicht so kräftig; und einige wenige, wie Großbritannien, halten noch an der Restriktion fest. Es scheint daher nicht, daß eine rasche und nachhaltige Erholung bevorsteht bzw. daß sie ohne Probleme erreicht werden kann.

Im internationalen Zahlungsverkehr brachte die Vervierfachung des Ölpreises den meisten Ländern Ungleichgewichte von noch nie dagewesener Höhe. Im Leistungsbilanzvergleich 1973–1974 ist der Überschuß der Ölexportstaaten von rund \$5 auf 70 Mrd. gestiegen — mit einem effektiven Zahlungsüberschuß von \$55 Mrd. —, während die OECD-Länder einen Fehlbetrag von \$33 Mrd. verzeichneten und das Defizit der nichtölexportierenden Entwicklungsländer von \$8 auf rund 25 Mrd. wuchs.

Die Ungleichgewichte waren jedoch nicht starr: die Einfuhren der OPEC-Länder haben sehr rasch zugenommen, während die Nachfrage nach Öl bedingt durch seinen hohen Preis, den sehr milden Winter und die Verschärfung der Rezession zurückgegangen ist. Der OPEC-Überschuß, dessen höchster Quartalswert im vergangenen Jahr rund \$17,5 Mrd. betrug, wird für das erste Quartal 1975 auf einen um etwa ein Drittel geringeren Wert geschätzt. In einigen Industrieländern schloß der Außenhandel im zweiten Halbjahr 1974 wesentlich günstiger als in der ersten Jahreshälfte ab, und im Anfangsquartal von 1975 befanden sich fast alle Industriestaaten in einer beträchtlich verbesserten Position, obwohl es außerhalb der Erdölbilanz nach wie vor große Überschüsse und Defizite gab. Andererseits nahm der Fehlbetrag der nichtölexportierenden Entwicklungsländer zu, da sie ihren Ölverbrauch weniger einzuschränken vermochten und ihre Einfuhr von Industriegütern wuchs.

Die Situation bleibt somit instabil. Die Entwicklungsländer werden danach trachten müssen, ihre aufgeblähten Handelsdefizite abzubauen, und in den Industriestaaten wird der Ölverbrauch steigen, wenn die Konjunktur sich wieder belebt. Es besteht Übereinstimmung, daß die Zahlungsströme sowie die Erzeugung und Verwendung von Energie nach wie vor dringend einer grundlegenden Anpassung bedürfen, doch wegen der vielfachen Verzweigungen des Problems und der bestehenden Interessenkonflikte gelang bisher noch keine Einigung auf eine wirksame politische Linie im nationalen wie im internationalen Bereich.

Obwohl die Finanzierung im vergangenen Jahr für eine ganze Reihe von Staaten schwierig war, ist das Problem im ganzen doch einigermaßen glatt bewältigt worden.

Die Defizite konnten im wesentlichen mit Krediten vom Euromarkt und von amerikanischen Banken finanziert werden, wozu umfangreiche Anlagen von Ölgeldern in Pfund Sterling und US-Dollar beitrugen. Unter den Industriestaaten war lediglich Italien auf offiziellen Beistand angewiesen.

Die Entwicklungsländer zapften eine Vielzahl von Finanzquellen an; die größten Kredite wurden in New York und an den Euromärkten aufgenommen. Daneben war die prompte Initiative des IWF zur Errichtung einer besonderen Ölfazilität sehr nützlich, und gleiches gilt von den im Rahmen seiner allgemeinen Quoten gebotenen Ziehungsmöglichkeiten. Die Ölländer selbst gewährten anderen Entwicklungsländern Direktkredite und unentgeltliche Leistungen in Höhe von rund \$ 2,5 Mrd.

Für das laufende Jahr hat der IWF eine weitere besondere Ölfazilität von SZR 5 Mrd. geschaffen, die vornehmlich für Entwicklungsländer bestimmt ist. Auch in der OECD ist für die Mitgliedstaaten eine als Sicherheitsnetz gedachte Fazilität mit Quoten von insgesamt \$ 25 Mrd. vereinbart worden. Erneut hat sich gezeigt, daß die Zusammenarbeit bei der Finanzierung leichter ist als bei der grundlegenden Anpassung.

Als sich in den Ölländern die Überschüsse akkumulierten, bestand von vornherein Übereinstimmung, daß die Öldefizite nicht durch ein freies Abwärtsfloaten der Wechselkurse bewältigt werden konnten, da damit ein sich selbst verstärkender Schrumpfungsprozeß in Gang gesetzt worden wäre. Deshalb wurde die Anspannung an den Devisenmärkten mit Hilfe außerordentlich umfangreicher Interventionen der Defizitländer in Grenzen gehalten, und die Kursbewegungen gingen im allgemeinen nicht über einen bestimmten Rahmen hinaus. Doch da der Dollar nach wie vor die hauptsächliche Transaktions- und Reservewährung war, blieb das System im Prinzip ein Dollar-System, und die Disparität zwischen dem reichlichen Dollarangebot und der relativen Knappheit verschiedener europäischer Währungen schlug sich in einer Entwertung des Dollars gegenüber diesen Währungen nieder. Besonders stark stieg der Schweizer Franken, und auch die Deutsche Mark festigte sich erheblich.

Die Dollarschwäche setzte nach Januar 1974 ein, sobald die Vereinigten Staaten die Kapitalausfuhr freigegeben hatten. Bei ungestümer Nachfrage nach Dollarmitteln weitete sich die Kreditgewährung amerikanischer Finanzinstitute an das Ausland, zum Teil für Direktinvestitionen, außerordentlich kräftig aus. Der Abfluß war weniger durch Zinsdifferenzen als vielmehr durch die bloße Verfügbarkeit der Gelder bedingt, wie sich auch am Eurodollarmarkt zeigte. Für einige Monate, in denen die restriktive Geldmengenpolitik der amerikanischen Währungsbehörden auf dem Höhepunkt war, kehrte sich die Entwertung des Dollars um, doch vom September an setzte sie sich bei erneuten großen Abflüssen abermals durch.

Die Wechselkursbewegungen hatten aber auch Gründe auf der Nachfrageseite. Wären die Empfänger der Dollarüberschüsse insgesamt bereit gewesen, ihre liquiden Mittel ausschließlich in Dollar zu halten, so hätte die umfangreiche Dollaraufnahme und -weitergabe die Devisenmärkte neutral gelassen. Aus mehreren Gründen wurden die Mittel jedoch zum Teil in anderen Währungen, vornehmlich Deutschen Mark und Schweizer Franken, angelegt — einmal, um künftige Zahlungsverpflichtungen in Nichtdollarwährungen abzudecken, vor allem aber aus dem Wunsch, die liquiden Währungsbestände zu diversifizieren, ein Wunsch, der sich mit pessimistischerer

Beurteilung der internationalen politischen Lage verstärkte. Von welchen Motiven sich die Anleger leiten ließen, erhellt beispielsweise daraus, daß das Interesse an DM- und Schweizerfranken-Euroeinlagen in Zeiten stieg, in denen Dollareinlagen um 1½-2% besser rentierten. Und mit zunehmender Schwäche des Dollars wurde sein Kurs durch Verschiebung der Zahlungstermine noch mehr gedrückt.

Früher einmal hatte man sich von der Herausbildung zusätzlicher Reservewährungen eine Verringerung der auf dem Dollar ruhenden Last und damit eine Stärkung des Weltwährungssystems versprochen. In der Praxis jedoch hat die Diversifikation der Reserven destabilisierend gewirkt. Die zwei Inseln der Wechselkursstabilität im System sind einerseits die Länder im und um den europäischen Währungsverbund und andererseits die USA mit der großen Gruppe jener Staaten, die eine feste Kursrelation zum Dollar beibehalten haben. Zwischen diesen beiden Zonen haben die Zentralbanken Deutschlands, der Schweiz und der Vereinigten Staaten zeitweise interveniert, um die Entwicklung des gegenseitigen Kursverhältnisses zu glätten, freilich ohne überzeugenden Erfolg. So hört man Klagen, die jetzigen Kurse entsprächen nicht der „fundamentalen“ Situation, d. h. der Grundverfassung der Zahlungsbilanzen. Doch ohne volle Interventionsverpflichtung der Notenbanken haben nunmehr auch die Geldbewegungen „fundamentalen“ Charakter.

Unter solchen Umständen blieb die Reform zur Schaffung eines neuen Systems stabiler Paritäten blockiert. Es heißt immer wieder, die gegenwärtige Lage schließe eine solche Lösung aus; ebensogut kann man aber sagen, daß es den Behörden maßgebender Länder wichtiger war, keine Beschränkungen einführen zu müssen oder die Unabhängigkeit der nationalen Geldpolitik zu bewahren, als sich der Disziplin fester Paritäten zu unterwerfen. Die Konzeption eines Systems stabiler Wechselkurse, in dem die Sonderziehungsrechte die Reservefunktion von Dollar und Gold übernehmen würden, hat schon immer einen ziemlich theoretischen Anstrich gehabt. Die eigentliche Kernfrage ist die Regelung des konkreten Verhältnisses zwischen den Ländern des Dollarbereichs und jenen im europäischen Währungsverbund. Die Vereinigten Staaten hätten ihren Anteil zur Stabilisierung des Dollarkurses am Markt beizutragen, und die anderen Länder müßten eine übermäßige Reservenakkumulation vermeiden. Beide Seiten hätten ihre Geldpolitik auf angemessene Weise zu koordinieren. Fortschritte in dieser Richtung würden den Willen zur Zusammenarbeit beweisen und könnten die Grundlage einer neuen internationalen Währungsordnung sein.

RENÉ LARRE

Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1975

AKTIVA

BILANZ VOM
(vor und nach Verwendung)

	<u>Goldfranken</u>
Gold	4 121 836 539
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ...	86 656 247
Schatzwechsel	515 658 921
Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	34 456 320
von mehr als 3 Monaten	69 255 234
Währungen	
bis zu 3 Monaten	23 669 505 224
von mehr als 3 Monaten	<u>8 112 625 043</u>
	31 885 841 821
Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	3 841 940 986
von mehr als 3 Monaten	<u>1 301 378 672</u>
	5 143 319 658
Verschiedenes	187 088 986
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	<u>1</u>
	<u>41 940 402 173</u>

Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten.
Währungen werden wie folgt umgerechnet: der US-Dollar zur amtlichen Goldparität von US-\$ 1 = 0,736 662 Gramm Feingold; alle anderen Währungen zu den Leit- bzw. Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Anmerkung 2: Zu erhaltendes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1975: 39 521 613 Goldfranken.

Anmerkung 3: Gold im Gegenwert von 334 005 808 Goldfranken war am 31. März 1975 im Zusammenhang mit erhaltenen Einlagen verpfändet.

31. MÄRZ 1975

des Reingewinns)

PASSIVA

	<u>Vor Verwendung</u> Goldfranken	<u>Nach Verwendung</u> Goldfranken
Stammkapital		
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%lger Einzahlung	300 703 125	300 703 125
Reserven		
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	309 447 193	371 447 193
Besonderer Dividenden-Reservefonds	75 175 781	75 175 781
Freier Reservefonds	<u>251 518 200</u>	<u>344 518 200</u>
	666 211 487	821 211 487
Einlagen (Gold)		
Zentralbanken		
auf Sicht	3 046 058 516	
bis zu 3 Monaten	480 323 189	
von mehr als 3 Monaten	9 048 872	
Andere Einleger		
auf Sicht	<u>33 085 281</u>	
	3 568 515 858	3 568 515 858
Einlagen (Währungen)		
Zentralbanken		
auf Sicht	338 421 163	
bis zu 3 Monaten	28 455 185 639	
von mehr als 3 Monaten	6 531 911 995	
Andere Einleger		
auf Sicht	26 584 638	
bis zu 3 Monaten	742 010 714	
von mehr als 3 Monaten	<u>107 124 712</u>	
	36 201 238 861	36 201 238 861
Wechsel		
bis zu 3 Monaten	665 449 072	665 449 072
Verschiedenes		
	285 671 759	265 671 759
Rückstellung für Bauvorhaben		
	90 548 730	90 548 730
Gewinn- und Verlustrechnung		
	182 063 281	—
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1975</i>	—	27 063 281
	<u>41 940 402 173</u>	<u>41 940 402 173</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 1975 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 25. April 1975

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1975 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	216 576 673
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	419 402
Direktion und Personal	22 188 943
Geschäfts- und Bürokosten	<u>6 345 852</u>
	<u>28 954 197</u>
Geschäftsertrag	187 622 476
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	<u>5 559 195</u>
Reingewinn für das am 31. März 1975 abgeschlossene Geschäftsjahr	182 063 281
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>	
Dividende von 6% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
37,50 Goldfranken je Aktie	18 042 187
	<u>18 042 187</u>
Zusatzdividende (statutarisches Maximum) von 3% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
18,75 Goldfranken je Aktie	9 021 094
	<u>9 021 094</u>
	155 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	62 000 000
	<u>62 000 000</u>
	93 000 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds	93 000 000
	<u>93 000 000</u>
	<u> —</u>
	<u> —</u>

Veränderung der Rückstellung für Bauvorhaben in dem am 31. März 1975 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Stand am 1. April 1974	103 251 698
Dazu: Kursdifferenz	16 113 357
	<u>119 365 055</u>
Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen	<u>28 816 325</u>
Stand am 31. März 1975 gemäß Bilanz	<u>90 548 730</u>

VERWALTUNGSRAT

Dr. J. Zijlstra, Amsterdam	Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank
Henri Deroy, Paris	Stellvertretender Vorsitzender

Baron Ansiaux, Brüssel
Dr. Paolo Baffi, Rom
Dr. Guido Carli, Rom
Bernard Clappier, Paris
Dr. Leonhard Gleske, Bremen
Dr. Karl Klasen, Frankfurt a. M.
Dr. Fritz Leutwiler, Zürich
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, London
Gordon W. H. Richardson, London
Cecil de Strycker, Brüssel
Krister Wickman, Stockholm

Stellvertreter

Dr. Otmar Emminger, Frankfurt a. M., oder
Johannes Tüngeler, Frankfurt a. M.
Georges Janson, Brüssel
Christopher W. McMahon, London, oder
M. J. Balfour, London
Dr. Rinaldo Ossola, Rom, oder
Prof. Francesco Masera, Rom
Marcel Théron, Paris, oder
Gabriel Lefort, Paris

DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Antonio d'Aroma	Beigeordneter Generaldirektor
Dr. Milton Gilbert	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
R. T. P. Hall	Chef der Bankabteilung
Dr. Günther Schleiminger	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
Dr. Antonio Rainoni	Direktor
Maurice Toussaint	Direktor
Prof. Dr. F. E. Klein	Rechtsberater

D. H. Stapleton	Stellvertretender Generalsekretär
Robert Chaptinel	Stellvertretender Direktor
Dr. Warren D. McClam	Beigeordneter Direktor
M. G. Dealtry	Beigeordneter Direktor
R. G. Stevenson	Beigeordneter Direktor
Rémi Gros	Beigeordneter Direktor