

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **SECHSUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT**

**1. APRIL 1975 – 31. MÄRZ 1976**

**BASEL**

**14. Juni 1976**

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung . . . . .	I
I. Die Grundzüge der wirtschaftlichen Entwicklung 1975-1976	2
Von der Rezession zur Erholung: ein Erfolgsbericht (S. 2); Schwierigkeiten in Sicht? (S. 4); unterschiedliche Verhaltensmuster (S. 5)	
II. Rezession und Erholung in der westlichen industrialisierten Welt . . . . .	8
Die Schwankungen der Industrieproduktion 1974-1976 (S. 9); weiteres Wachstum außerhalb des OECD-Bereichs (S. 12); die Rolle der Verbrauchernachfrage, der staatlichen Politik und der Vorratsanpassungen in der Konjunkturwende und der Erholung (S. 13); die Belebung der Verbraucherausgaben (S. 13), Anregung der Gesamtnachfrage durch staatliche Maßnahmen (S. 16), Vorratsanpassungen und Welthandel (S. 18); die Bedeutung der gewerblichen Investitionen für den Fortgang der konjunkturellen Erholung (S. 19)	
III. Inflation und Geldpolitik . . . . .	23
Die Preissteigerungen der letzten Jahre (S. 23); Bestimmungsgründe für die Verlangsamung der Inflation (S. 25); internationale Rohstoffpreise (S. 26), Nominallöhne, Lohnkosten je Produkteinheit und Gewinnspannen (S. 27); Prioritäten der Wirtschaftspolitik und die Wechselwirkung zwischen Inflation und Devisenkursen (S. 29); das künftige Problem (S. 31); die Rolle der Geldpolitik (S. 32); die Praxis der Aufstellung monetärer Zielgrößen (S. 35), die Probleme monetärer Kontrolle (S. 36)	
IV. Die heimischen Kredit- und Kapitalmärkte . . . . .	40
Verschiebungen bei den sektoralen Finanzierungsströmen (S. 40); Finanzierung der Unternehmen (S. 42); Kreditaufnahme und Ausleihungen der privaten Haushalte (S. 44); die Finanzierung des öffentlichen Kreditbedarfs (S. 46); vergleichende Betrachtung der Zinsentwicklung (S. 48); die Entwicklung auf den wichtigsten Märkten: Vereinigte Staaten (S. 50), Bundesrepublik Deutschland (S. 52), Japan (S. 54), Großbritannien (S. 54), Frankreich (S. 55), Italien (S. 56)	

## V. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr . . . . . 57

Welthandel (S. 58); Zahlungsbilanzen (S. 61): *Vereinigte Staaten* (S. 63), *Italien* (S. 65), *Frankreich* (S. 65), *Japan* (S. 66), *Großbritannien* (S. 67), *Schweiz* (S. 67), *Bundesrepublik Deutschland* (S. 68), *Kanada und Schweden* (S. 69), *Belgien-Luxemburg und Niederlande* (S. 69); die Finanzierung der Überschüsse und Defizite: *entwickelte Länder* (S. 69), *Ölausfuhrländer* (S. 75), *Entwicklungsländer ohne Ölorkommen* (S. 76)

## VI. Die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte . . . . . 77

Die wesentlichen Bestimmungsgründe für die Entwicklung auf den internationalen Märkten (S. 78); der Eurogeldmarkt: die wichtigsten Zahlen (S. 80); Eurogeldmarkt: Herkunft und Verwendung der Mittel (S. 87); das gesamte internationale Kreditgeschäft der Banken (S. 87); Zinssätze (S. 92); die internationalen Anleihemärkte (S. 94)

## VII. Die internationale Währungslage . . . . . 99

Entwicklung der Wechselkurse (S. 99): *Bewegungen der effektiven Wechselkurse 1975-1976* (S. 99), *der europäische Wechselkursverbund* (S. 102), *die längerfristigen Aspekte des Floating* (S. 104), *Floating und Zinssätze* (S. 108); Weltwährungsreserven (S. 110); Gold-erzeugung und Goldmarkt (S. 114); das internationale Währungssystem (S. 117)

## VIII. Die Tätigkeit der Bank . . . . . 124

Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 124); die Tätigkeit der Bank-  
abteilung (S. 126): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 127), *Aktiva (Mittelverwendung)*  
(S. 129); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 131); die Bank  
als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für  
Kohle und Stahl (S. 132); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungs-  
politische Zusammenarbeit (S. 133); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 134);  
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 135)

## Schlußbemerkungen . . . . . 137

\* \* \*

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1976.

## VERZEICHNIS DER GRAPHIKEN(+) UND TABELLEN

	Seite
Rezession und Erholung in der westlichen industrialisierten Welt	
Zyklen der Industrieproduktion ♦ . . . . .	10
Rezession und Erholung der Industrieproduktion . . . . .	11
Der Beitrag der Veränderung der Nachfragekomponenten zur Veränderung des realen Bruttosozialprodukts . . . . .	14
Private Haushalte: Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen . . . . .	15
Durchschnittliche Arbeitslosenquoten . . . . .	20
Das reale Wachstum der Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) ♦ . . . . .	21
Inflation und Geldpolitik	
Preise und Löhne ♦ . . . . .	24
Verbraucherpreise . . . . .	25
Weltmarktpreise: Economist-Index (auf Dollarbasis) ♦ . . . . .	26
Löhne in der Industrie . . . . .	27
Die Interdependenz zwischen Veränderungen effektiver Wechselkurse und ausge- wählter Preise ♦ . . . . .	31
Geldvolumen und Verbraucherpreise ♦ . . . . .	33
Vergleich des „realen“ monetären Wachstums in zwei Phasen der Rezession und des beginnenden Aufschwungs. . . . .	34
Das Bankensystem: Monetärer Überblick . . . . .	38
Die heimischen Kredit- und Kapitalmärkte	
Finanzierungsüberschüsse und -defizite der Sektoren ♦ . . . . .	41
Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte . . . . .	45
Staatsfinanzierung . . . . .	47
Zinssätze für kurz- und langfristige Anlagen ♦ . . . . .	49
Vereinigte Staaten: Mittelnachfrage und -angebot an den Kreditmärkten. . . . .	51
Bundesrepublik Deutschland: Mittelaufnahme und Kreditgewährung der nicht- finanziellen Sektoren . . . . .	53

## Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel . . . . .	58
Entwickelte Gebiete: Industrieproduktion, Außenhandelsvolumen und Terms of trade 1972-1975 ♦ . . . . .	59
Industrieländer: Exporte in OPEC- und Planwirtschafts-Länder . . . . .	60
Leistungsbilanzsalden . . . . .	62
Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden . . . . .	64
Entwickelte Länder: Währungsposition . . . . .	71
Ölausfuhrländer: Aufteilung der anlagefähigen Überschüsse (Schätzung) . . . . .	76

## Die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken (Landes- und Fremdwährungen) in den einzelnen berichtenden Ländern, den USA, dem karibischen Raum und Singapur . . . . .	81
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken (Dollar und andere Fremdwährungen) in den einzelnen berichtenden Ländern und dem karibischen Raum . . . . .	82
Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken (Dollar und andere Fremdwährungen) . . . . .	84
Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung) . . . . .	86
Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie der US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten . . . . .	88/89
Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und Abstand zu den Inlandszinsen ♦ . . . . .	93
Dollarzinssätze am Eurogeld- und Euroanleihemarkt ♦ . . . . .	94
Internationale Anleihen . . . . .	95
Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ♦ . . . . .	98

## Die internationale Währungslage

Effektive Wechselkursveränderungen seit dem Washingtoner Realignement ♦ . . . .	101
Gruppenfloating europäischer Währungen und unabhängiges Floating des Schweizer Frankens gegenüber dem US-Dollar ♦ . . . . .	103
Ausgewählte Industrieländer: Veränderung der effektiven Wechselkurse, der relativen Preise und Kosten sowie Leistungsbilanzsalden 1970-1976 ♦ . . . . .	106
US-Dollar und DM: Wechselkurse und Zinsgefälle 1973-1976 ♦ . . . . .	108
Veränderung der Weltwährungsreserven 1973-1975 . . . . .	111
Weltgolderzeugung . . . . .	114
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte) . . . . .	115
Goldmarktpreise ♦ . . . . .	116

## Die Tätigkeit der Bank

Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren . . . . .	126
Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren . . . . .	127
Fremdmittel (Herkunft) . . . . .	128
Fremdmittel (Laufzeit und Sachkategorien) . . . . .	129
Aktiva (Sachkategorien) . . . . .	129
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“ . . . . .	130
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) . . . . .	131
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930. . . . .	132
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl . . . . .	133

# SECHSUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

## AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 14. Juni 1976 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 46. Geschäftsjahr (1. April 1975–31. März 1976) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 5 588 025 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 178 876 749 Goldfranken (im Vorjahr: 182 063 281 Goldfranken; im 44. Geschäftsjahr: 145 063 281 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank (Neufassung vom Juli 1975) 47 876 749 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 100 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 52 400 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den Rest von 78 600 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1975/76 den Aktionären am 1. Juli 1976 gezahlt.

Das einleitende Kapitel I des Berichts gibt einen Überblick über die wirtschaftlichen Probleme und Maßnahmen in der schwersten Nachkriegsrezession und der anschließenden Erholung, die jetzt allgemein gut voranzukommen scheint. In Kapitel II wird der Konjunkturverlauf eingehender analysiert, während Kapitel III untersucht, inwieweit Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation erzielt wurden und welche Rolle dabei die Geldpolitik spielt. Kapitel IV befaßt sich mit den Auswirkungen dieser Vorgänge auf die inländischen Kredit- und Kapitalmärkte. Was den internationalen Bereich angeht, so beschreibt Kapitel V den Wandel der Außenhandels- und Zahlungsbilanzstrukturen. Daran anschließend unterrichtet Kapitel VI über die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte, mit Schwerpunkt auf den Euromärkten. Das Thema von Kapitel VII sind die Devisenmärkte, das Floating, die Weltreserven, das Gold und die Währungsreform. Kapitel VIII unterrichtet über die Tätigkeit der Bank im Geschäftsjahr, die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse.

## I. DIE GRUNDZÜGE DER WIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG 1975—1976

Zwei Generalthemen durchziehen diesen Bericht. Das erste ist die Erkenntnis, daß der schwere Konjunkturreinbruch in den Industrieländern 1974—1975 und die nun folgende, breit fundierte Erholung einige der mehr unmittelbaren Probleme entschärft haben, die noch vor einem Jahr als unlösbar erschienen. Die Marktwirtschaften haben mehr Widerstandskraft und Anpassungsfähigkeit bewiesen, als selbst ihre treuesten Anhänger zu hoffen gewagt hatten. Dies sollte den Prognostikern mehr Bescheidenheit einflößen — und den Wirtschaftspolitikern Mut. Denn Mut werden sie brauchen, wenn die zweite Aussage dieses Berichts sich als zutreffend erweist — daß nämlich die großen langfristigen Grundprobleme weder vom Abschwung noch von der nunmehr laufenden Erholung gelöst, sondern bloß unterdrückt oder zugedeckt worden sind. Für die Wirtschaftspolitik wird die Stunde der Wahrheit kommen, wenn der Aufschwung an Stärke gewinnt und neue Anspannungen auftreten. Und einige Länder scheinen dafür besser gerüstet zu sein als andere.

### **Von der Rezession zur Erholung: Ein Erfolgsbericht**

Das Bild des Rückschlags und der Erholung wird in Kapitel II gezeichnet. Die Rezession war länger und schmerzhafter als jede andere seit der Wirtschaftskrise der dreißiger Jahre. Jetzt allerdings befinden sich die meisten Industrieländer wieder in einem kräftigen konjunkturellen Aufschwung, der in mancher Hinsicht offenbar ziemlich genau dem bekannten Muster entspricht. Nach der Erschütterung des Vertrauens durch das Miteinander von Geldentwertung und rückläufiger Konjunktur hat sich bei Unternehmen und privaten Haushalten wieder ein rasch wachsender Optimismus durchgesetzt, und die Erholung nimmt jetzt anscheinend mehr oder minder den lehrbuchmäßigen Verlauf. Diese Wendung zum Besseren war nicht zuletzt den Regierungen zu danken, die mit Erfolg das Nötige taten, damit der Rückschlag nicht zur Depression ausartete. Das reale BSP hat nunmehr in den konjunkturell führenden großen Ländern — USA, Deutschland, Frankreich — wieder den gleichen Stand wie vor dem Rückschlag erreicht. Einige Branchen, in denen noch vor neun Monaten die Aussichten ziemlich düster erschienen — z.B. die Autoindustrie —, kamen wieder recht gut in Fahrt. Gewiß, die Arbeitslosigkeit bleibt beunruhigend hoch, doch sie steigt nicht mehr und nimmt neuerdings in mehreren Ländern sogar wieder ab. Ebenso trifft es zu, daß die Erholung noch nicht alle Bereiche erfaßt hat — die Investitionsgüterindustrie liegt noch zurück —, doch ist nach einem so schweren Rückschlag kaum etwas anderes zu erwarten. Auch schreitet sie nicht in sämtlichen industrialisierten Staaten gleich stark voran. Dennoch müßte man schon ziemlich pessimistisch sein, wollte man glauben, daß der Aufschwung, der jetzt in allen bedeutenderen Industrieländern in Gang ist, auf halbem Weg zum Stillstand kommen wird.

Unterdessen hat sich die Geldentwertung beträchtlich abgeschwächt (Kapitel III). Im Frühjahr 1976 waren die Verbraucherpreise in der Schweiz nur noch um rund

2½%, in den Vereinigten Staaten und Deutschland um 5–6% und in den meisten anderen Ländern um rund 8–11% höher als ein Jahr vorher. Auch in Großbritannien zieht sich das Ungeheuer zweistelliger Inflationsraten nach den neuesten Zahlen jetzt allmählich zurück. In Italien freilich hat die Teuerung seit Jahresbeginn eine Wendung zum Schlechteren genommen. Was die Geldmenge betrifft, so wuchs sie in einigen wichtigen Ländern während des Abschwungs und der beginnenden Erholung verhältnismäßig langsam (wenn auch mit einer Beschleunigung seit Mitte 1975). Es scheint also, daß aus dem inflationären Übermaß des vorangegangenen Zyklus die richtigen Lehren gezogen worden sind.

Die inländische Kredit- und Kapitalmarktätigkeit (Kapitel IV) nahm angesichts der in vielen Wirtschaftsbereichen fast krisenmäßigen Verhältnisse einen bemerkenswert glatten Verlauf. Bis zum Frühjahr gingen die Zinssätze zurück oder zumindest nicht hinauf — ein ganzes Jahr lang nach dem Tiefpunkt der Konjunktur. Allerdings zogen sie Anfang 1976 in einigen der von Devisenmarktstörungen betroffenen Länder kräftig an, und seither zeichnet sich eine allgemeinere Befestigungstendenz ab. Die Zinsstruktur hat sich weithin normalisiert und damit zur Wiederherstellung eines gesunden Marktes für langfristige Finanzierungsmittel beigetragen. Die Unternehmen vermochten daraufhin ihre Schuldenstruktur zu verbessern. Die gewaltige Ausweitung des Finanzierungsdefizits der öffentlichen Haushalte scheint noch niemanden „aus dem Markt verdrängt“ zu haben. Da der Kreditbedarf des Unternehmenssektors per saldo stark zurückgegangen ist, war es ohne weiteres möglich, sie aus dem beträchtlichen Ersparniszuwachs der privaten Haushalte zu finanzieren.

Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr (Kapitel V) wurde viel weniger beeinträchtigt, als befürchtet worden war. Zwar hat der Wirtschaftsrückschlag in den Industrieländern das Welthandelsvolumen erstmals seit dem Krieg schrumpfen lassen, doch seit Herbst 1975 nimmt es dank dem Aufschwung wieder recht kräftig zu. Und was noch wichtiger ist: die Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen haben eher abgenommen, und sie erwiesen sich als finanzierbar. Der Leistungsbilanzüberschuß des OPEC-Bereichs war 1975 nur noch rund halb so groß wie im Jahr vorher; der hohe Fehlbetrag der Industrieländer in ihrer Gesamtheit verschwand praktisch ganz (allerdings nur bis zum Herbst), und das Defizit der Entwicklungsländer ohne eigene Ölvorkommen wurde reibungsloser als erwartet finanziert — nicht zuletzt dank der kräftigen Ausweitung des internationalen Aktivgeschäfts der Banken.

Die Entwicklung der internationalen Bankkreditgewährung (Kapitel VI) war in wenigstens zweierlei Hinsicht bemerkenswert. Erstens gaben die Geschäftsbanken sowohl über den Eurogeldmarkt als auch aus inländischen Mitteln in großem Umfang Kredite an Entwicklungs- und andere Defizitländer. In Verbindung mit der vorausgegangenen Kreditgewährung, vorwiegend an Industriestaaten, läuft dies auf ein wachsendes Engagement der Geschäftsbanken in der Zahlungsbilanzfinanzierung hinaus. Zweitens haben die Geschäftsbanken entgegen allen Besorgnissen über das immer größere Ausmaß dieser Art des Kreditgeschäfts 1975–1976 generell viel besser abgeschnitten als 1974. Ihre Gewinne und ihr Nettovermögen haben zugenommen, wenn auch ihre Bilanzstruktur noch Anlaß zu Bedenken gab.

Wer von Natur aus optimistisch ist, konnte im letzten Jahr sogar der internationalen Währungsszene eine befriedigende Seite abgewinnen (Kapitel VII). Im

Sommer eroberte der US-Dollar einen Teil des von Anfang 1974 bis Frühjahr 1975 verlorenen Bodens zurück, und seither tendierte er relativ fest — sowohl der effektive Wechselkurs als auch das Kursverhältnis zum Floatingblock. Ferner wurde in Washington, Rambouillet und Jamaika Übereinkunft über eine Reihe von Fragen zur Weltwährungsordnung erzielt. Diese Vereinbarungen können zwar kaum eine „Reform“ genannt werden, haben aber zumindest das Verdienst, das IWF-Abkommen in Übereinstimmung mit unserer jetzigen Wirklichkeit zu bringen.

### **Schwierigkeiten in Sicht?**

Eine solche positive Beurteilung des derzeitigen wirtschaftlichen Geschehens läßt jedoch zahlreiche — in den einzelnen Kapiteln dieses Berichts analysierte — Grundprobleme außer acht.

Schon einige Zeit vor dem letzten Konjunkturbruch wurde in den bedeutenden Industrieländern der Wachstumstrend der realen Erzeugung — und noch mehr der Anlagekapitalbildung — flacher. Die Arbeitslosenzahlen scheinen trotz der Erholung der Produktion nur langsam von ihrer sozial unannehmbaren Höhe herunterzukommen. Die Unternehmen haben noch keine besondere Begeisterung für mehr Investitionen gezeigt, und alle Wirtschaftsprognosen rechnen auch für die Zukunft mit hoher Arbeitslosigkeit. Die Teuerungsrate liegt zwar tiefer als vor einem Jahr, doch in sämtlichen Ländern (mit Ausnahme der Schweiz) viel höher als in der entsprechenden Phase früherer Konjunkturzyklen. Die Rohstoffe (vor allem Nahrungsmittel) sind, gemessen an der Schwere der Rezession, im großen und ganzen eher teuer geblieben, und seit einiger Zeit befinden sich ihre Preise wieder auf einem steigenden Trend. Der Lohnauftrieb hat sich zwar verlangsamt, geht aber noch immer über die erwartete Produktivitätsverbesserung hinaus. Die beträchtliche Ausweitung der öffentlichen Defizite 1974–1975 war wohl größtenteils rezessionsbedingt, verstärkte jedoch in einigen Ländern einen bereits seit mehreren Jahren vorhandenen Trend. Im Konjunkturabschwung konnten diese Fehlbeträge finanziert werden, ohne daß die Geldmenge übermäßig wuchs. Wird es den Währungsbehörden aber gelingen, die Entwicklung im Griff zu behalten, wenn erst einmal die Kreditnachfrage der Unternehmen wieder steigt?

Im außenwirtschaftlichen Bereich begannen sich die Leistungsbilanzen der wichtigen Industrieländer mit dem Aufschwung zu verschlechtern. Daraus erhellt die labile Natur des im ersten Halbjahr 1975 erreichten Gleichgewichts. Gleichzeitig besteht für viele der Entwicklungsländer ohne eigene Ölvorkommen kaum Aussicht auf Exportmehreinnahmen im Ausmaß der Verteuerung ihrer Importe von Energieträgern, Nahrungsmitteln und gewerblichen Erzeugnissen. Die Finanzierung der Zahlungungleichgewichte verlief bisher bemerkenswert glatt, vor allem dank offiziellen Finanz- und Kredithilfen, doch in beträchtlichem Umfang auch unter Beteiligung der Geschäftsbanken. Bis zu welchem Punkt freilich kann von den Geschäftsbanken erwartet werden, daß sie diese Funktion auch künftig erfüllen? Und wäre ihr wachsendes Engagement in der Staatsfinanzierung überhaupt zu begrüßen? Was die Wechselkurse betrifft, so stehen der relativen Stabilität des Dollars die schweren Störungen gegenüber, zu denen es in Europa in den ersten Monaten von 1976 kam — mit dem Sturz der Lira, dem Verfall des britischen Pfundes und dem Ausscheiden des französischen Frankens aus dem europäischen Währungsverbund. Der stetig größer wer-

dende Schwankungsbereich der Wechselkurse in Europa ist ein Zeichen für tiefwurzelnde internationale Ungleichgewichte und läßt zugleich ernsthaft daran zweifeln, ob diese mit Höher- und Tieferbewertungen zu korrigieren sind. Was die relative Stabilität des Dollar/DM-Kurses seit letztem Sommer betrifft, so ist die Bewährungsprobe noch längst nicht in vollem Umfang bestanden. Grundsätzlich ist zur internationalen Währungsfrage zu sagen, daß in den Konferenzen von Washington und Jamaika zwar das System von Bretton Woods formell liquidiert, aber kein neues System wirklich bindender Regeln zur Zahlungsbilanzanpassung und -finanzierung geschaffen worden ist. Wie wenig geordnet die Dinge nach wie vor sind, erhellt daraus, daß die Interventionen der Zentralbanken 1975-1976 Ausmaße erreichten, die an die alten Zeiten der festen Wechselkurse erinnerten. Und mit welchem Ergebnis?

Zwischen der optimistischen Deutung der jüngsten Entwicklung und der tieferen Sorge über ungelöste Grundprobleme besteht weitgehend natürlich kein Widerspruch. Der Optimismus, einerseits, findet seine Ursache und Rechtfertigung darin, daß die Industrieländer eine bemerkenswerte Fähigkeit an den Tag gelegt haben, sich aus der drückenden Rezession zu befreien, und daß sie die Teuerung bis zu einem gewissen Grade zurückzudämmen vermochten. Die Probleme andererseits sind jene, die ihrer Natur nach im weiteren Aufschwung wieder ungelöst an die Oberfläche kommen dürften. Man kann es auch so formulieren, daß die meisten Wirtschaftspolitiker vor einem Jahr glücklich gewesen wären, es mit den Problemen eines Aufschwungs zu tun zu haben — der damals in der Tat sehr weit entfernt schien.

Die Gegensätze im jetzigen Stadium der wirtschaftlichen Entwicklung sind jedoch nicht nur eine Frage der zeitlichen Perspektive. Wie in den folgenden Kapiteln darzulegen versucht wird, war das vergangene Jahr vor allem durch eine zunehmende Divergenz in der Wirtschaftspolitik und -entwicklung der bedeutenderen Industrieländer gekennzeichnet. Diese unterschiedlichen Tendenzen gehören wesentlich mit zum Gesamtbild und dürfen daher nicht übergangen werden.

### **Unterschiedliche Verhaltensmuster**

Den westlichen Industrieländern waren seit den späten sechziger Jahren mehrere allen gemeinsame Aufgaben gestellt — als letzte und überraschendste 1973-1974 die gewaltige Verschlechterung ihrer Terms of trade durch die enorme Verteuerung von Erdöl und Rohstoffen. 1975 waren die preislichen Austauschrelationen zwar nicht mehr ganz so ungünstig wie im — diesbezüglich schlimmsten — zweiten Quartal 1974, doch lagen sie Ende 1975 immer noch um etwa 10-12% schlechter als Mitte 1973.

Es wäre jedoch ein Fehler, ganz auf diesen außenwirtschaftlichen „Schock“ abzustellen. Denn starke Störkräfte hatte es schon eine Zeitlang vorher gegeben: als offensichtlichste die Inflation, hingegen als wichtigste — und wahrscheinliche Wurzel vieler Schwierigkeiten (einschließlich der Inflation) — eine allmähliche, aber grundlegende Änderung der Einkommens- und Wachstumsstruktur. Aus nicht ohne weiteres ersichtlichen Gründen kam es um die letzte Jahrzehntwende zu mehreren ineinandergreifenden Änderungen: der reale Kapitalzins sank; der Anteil der Löhne und Gehälter am Volkseinkommen stieg zulasten der Gewinne; die Anlageinvestitionen der Unternehmen schrumpften; der Staatsanteil am BSP wuchs; die Zunahme der Produktionskapazität — und damit das reale Wachstum selbst — schwächte sich ab.

Gleichwohl verschrieben sich die Regierungen in jener Zeit schon beim Auftreten der kleinsten Nachfrageschwäche einer expansiven Geld- und Finanzpolitik, um den steigenden Realeinkommensansprüchen und dem legitimen Verlangen nach Sicherung der Arbeitsplätze zu entsprechen. In der mäßigen Flaute von 1971/1972 beispielsweise beschlossen zahlreiche Länder gleichzeitig hochexpansive Maßnahmen zur Geldschöpfung und Ausgabensteigerung, ohne darauf Rücksicht zu nehmen, daß die Kapazitätsausweitung sich bereits verlangsamte hatte. Das Ergebnis war eine weltweite Inflation, eine gestörte Entwicklung der Märkte für kurz- und langfristiges Kapital und schließlich ein schwerer Konjunkturrückschlag mit hoher Arbeitslosigkeit. Der Erdöl- und Rohstoffpreisboom gab sowohl dem Preisanstieg — von der Kostenseite her — wie auch der Rezession — durch Nachfrageminderung — einen neuen Schub. Doch der Hauptantrieb war er nicht.

Unterdessen brach die von Bretton Woods überkommene Weltwährungsordnung zusammen: der US-Dollar, der gegenüber anderen Währungen und dem Gold überbewertet war, hatte seine Fähigkeit verloren, die Funktionen der unbestrittenen internationalen Reservewährung auszuüben. Bei freien Wechselkursen und reichlicher Verfügbarkeit internationalen Kredits konnte jedes einzelne Land weitgehend selber „entscheiden“, wie es die schwierigen Anpassungen der siebziger Jahre vornehmen wollte — in einer Welt, die durch eine sich wandelnde Wachstumsstruktur, wesentlich höhere Erdöl- und Rohstoffpreise sowie dadurch gekennzeichnet war, daß es keine vereinbarten Regeln für den internationalen Anpassungsprozeß gab.

Die „Entscheidung“ fiel von Land zu Land sehr verschieden aus, je nach Tradition, politischem Aufbau und Gesellschaftsstruktur. Am einen Ende des Spektrums befinden sich Deutschland, die Schweiz, die USA und vielleicht Japan. Zwar wäre es kühn zu behaupten, diese Länder hätten ihre großen Probleme tatsächlich gelöst; doch ebenso klar ist, daß sie in dieser Hinsicht viel weiter gekommen sind als andere. Den Anfang machten alle vier, als sie frühzeitig der Geldentwertung den Kampf ansagten, selbst auf die Gefahr, sich — und die Welt — in Rezession und hohe Arbeitslosigkeit zu führen. In den zwei Jahren danach sanken die realen Tariflöhne in den Vereinigten Staaten, und in Deutschland, der Schweiz und Japan gewannen sie nur mäßig hinzu. Die Teuerung wurde wesentlich gedämpft — unmittelbar durch binnenwirtschaftliche Maßnahmen, daneben in Deutschland und der Schweiz aber auch durch den Anstieg des Währungsaußenwerts. Die realen Zinssätze wurden positiv, die Verhältnisse an den Kredit- und Kapitalmärkten wieder normal. Und nicht zuletzt steht auch für die Zukunft Vorsicht auf dem Programm: alle vier Länder scheinen entschlossen, das Defizit des öffentlichen Sektors wesentlich zu verringern. Es ist vielleicht auch kein Zufall, daß von diesen Ländern drei — Deutschland, die Schweiz und die USA (ein viertes ist Kanada) — ausdrückliche (und öffentlich bekanntgegebene) Geldmengenziele aufgestellt haben. Und ebensowenig ist es ein Zufall, daß gerade Deutschland, Japan und die USA die Voraussetzungen boten, um die Welt aus der Rezession herauszuführen.

Dies können sie sich in der Tat wohl leisten. Nicht nur befinden sie sich in einer verhältnismäßig starken außenwirtschaftlichen Position, sondern sie beginnen den Aufschwung auch unter Bedingungen, die hoffen lassen, daß er nicht nach dem Muster „wie gewonnen, so zerronnen“ verläuft. Die bisherigen Tarifabschlüsse waren maßvoll, die Ertrags- und Selbstfinanzierungskraft der Wirtschaft ist entweder gestiegen

oder sollte dies zumindest anerkanntermaßen tun, und Unternehmen wie Banken weisen wieder eine bessere Bilanzstruktur auf. Kurz, es besteht Hoffnung (wenn auch noch nicht Gewißheit), daß die Anlagekapitalbildung ohne inflatorische Begleiterscheinungen gesteigert und dabei die Arbeitslosigkeit vermindert werden kann.

Am anderen Ende des Spektrums liegen jene Länder, in denen die Teuerung immer noch 10% weit übersteigt, die Leistungsbilanzen nach wie vor (oder wieder) hohe Fehlbeträge aufweisen und der Außenwert der Währung sinkt. Die Hauptbeispiele dieser Gruppe sind Italien und Großbritannien. Es ist zu beachten, daß in beiden Ländern das Defizit der öffentlichen Haushalte bereits seit Jahren wächst und daher sein Umfang nicht nur rezessionsbedingt sein kann. Betrachtet man die letzten Jahre, so scheint es, daß in beiden Staaten das Abwärtsfloaten seinen Platz eher in einem Teufelskreis als in einem Prozeß der Anpassung hat. An diesen Beispielen ist deutlich zu sehen, daß Floaten (sogar nach unten), mag es unter den gegebenen Umständen auch unvermeidlich sein, den Ländern keinen Freipaß gibt, sich über das Gebot realer binnenwirtschaftlicher Anpassung hinwegzusetzen, wenn sie die Inflation ausmerzen und außenwirtschaftlich wieder ins Gleichgewicht kommen wollen. Die jüngste Erfahrung Großbritanniens zeigt, wie schwierig es ist, aus diesem Teufelskreis auszubrechen, selbst wenn Regierung wie öffentliche Meinung die Notwendigkeit hierzu jetzt einsehen und bereit sind, drastische Maßnahmen zu ergreifen bzw. hinzunehmen.

Zwischen der Extremposition dieser beiden großen Länder, in denen die Inflation am festesten verwurzelt ist, und dem entgegengesetzten Ende liegt die übrige industrialisierte Welt. Auch wenn hier die Geldentwertung im allgemeinen zurückgedämmt werden konnte, steigen Löhne und Preise immer noch beunruhigend rasch. Im Frühjahr 1976 waren die Preise in den meisten Ländern dieser Gruppe, so in den Benelux-Staaten, Frankreich, Kanada und Schweden, um 8–11% und die Löhne um 13–16% höher als ein Jahr vorher.

Offensichtlich haben die Industrieländer somit sehr unterschiedlich auf den Wandel ihrer Wachstums- und Einkommensstruktur und auf die Verschlechterung ihrer Terms of trade reagiert. Zudem läßt sich die Frage, welche von ihnen die erforderliche reale Anpassung tatsächlich vorzunehmen vermochten, kaum verläßlich beantworten — nicht einmal für jene Länder, die, soweit das nun zu sehen ist, weitaus am besten abgeschnitten haben. Dies liegt daran, daß die Rezession die Leistungsbilanzen ausgeglichen und die Teuerung verlangsamt hat. Doch mit zunehmender Erholung werden die echten Anpassungsprobleme — die 1974 von den meisten klar erkannt, jedoch von der Rezession unter den Teppich gekehrt worden waren — wieder zum Vorschein kommen.

Die so deutlich in der Wechselkursentwicklung zu Tage tretenden Unterschiede im Verhaltensmuster der größeren Industrieländer verdienen die volle Aufmerksamkeit der öffentlichen Meinung und der Wirtschaftspolitik — nicht nur in den Ländern, die im Teufelskreis von Inflation und Außenwertverringerung gefangen sind, sondern über die Grenzen hinweg. Denn wie sollten einige Länder prosperieren können, während in anderen das Wirtschaftsleben in ernsthafte Bedrängnis zu geraten droht.

## II. REZESSION UND ERHOLUNG IN DER WESTLICHEN INDUSTRIALISIERTEN WELT

Bereits seit einiger Zeit erholen sich die westlichen Industrieländer jetzt wieder von der schlimmsten Rezession seit den dreißiger Jahren.

Nach dem Boom von 1972/73 geriet die Konjunktur gegen Ende 1973 bis ins Jahr 1975 hinein in einen Abwärtstrend, der gemessen an Industrieproduktion, realem BSP und Beschäftigung alle anderen Konjunkturreinbrüche der Nachkriegszeit an Steilheit klar übertraf und zudem etwa doppelt so lange dauerte. Sein ungewöhnliches Ausmaß erklärt sich durch das Zusammentreffen mehrerer Gründe, die bereits im Vorjahresbericht erörtert wurden: die internationale Gleichzeitigkeit des Booms hatte Energie und Rohstoffe weltweit verknappt; die starken, hartnäckigen Inflationskräfte bewirkten geld- und güterwirtschaftliche Verzerrungen, einen raschen Vorratsabbau und eine drastische Schrumpfung der Anlagekapitalbildung; der Höhenflug der Rohstoffpreise und die Vervierfachung der Ölkosten beeinträchtigten die Nachfrage; und dazu kamen dann noch die Wirkungen einer restriktiven Geld- und Finanzpolitik, die darauf gerichtet war, zweistellige Inflationsraten auf einen erträglichen Stand zurückzuführen. Sobald der Prozeß der Rückbildung einmal lief, trieben die kräftig steigende Arbeitslosigkeit und die inflationsbedingte Aushöhlung des Geldvermögens die Sparquote der privaten Haushalte unerwartet hinauf, und dadurch beschleunigte sich der Rückgang wesentlich über praktisch alle offiziellen und privaten Prognosen hinaus.

Kein Wunder, daß bis Anfang 1975 die Stimmung in allen westlichen Industrieländern in schwarzen Pessimismus umgeschlagen war. Fallende Gewinnraten bei zunehmender Freisetzung von Kapazität hatten den Optimismus der Wirtschaft untergraben. Die hohe Arbeitslosigkeit, die sich stark auf die jungen Jahrgänge und auf bestimmte Branchen konzentrierte, hatte verständliche Beunruhigung ausgelöst. Zudem ließ der Fortbestand hoher Inflationsraten — der innerhalb des traditionellen wirtschaftswissenschaftlichen Denkens schwer mit der immer geringeren Beanspruchung des Produktionspotentials zu vereinbaren war — den Regierungen wenig Spielraum für eine Lockerung ihrer antiinflationären Politik und praktisch keine Chance, aktiv etwas für die Konjunktur zu tun, solange nicht eine klare Abschwächung des inflatorischen Drucks zu erkennen war. All dies löste düstere Vorhersagen aus. Verschiedentlich wurde damit gerechnet, daß die Rezession weitergehen und sich vertiefen würde, sofern man nicht sogar von einer weltweiten Depression und der Krise des Kapitalismus sprach.

Wir wissen jetzt, daß der Aufschwung gerade etwa um die Zeit begann, als der Pessimismus am stärksten war. Gemessen an der Industrieproduktion setzte er im Frühjahr 1975 in Japan und den USA und dann im Sommer in der Bundesrepublik ein; von dort breitete er sich nach und nach auf fast ganz Westeuropa aus.

Der Verlauf der Rezession und die Konjunkturwende sind das Thema dieses Kapitels. Es will die Faktoren aufzeigen, die den Aufschwung herbeiführten, und ihre Stärke ermitteln. Die Schlußfolgerungen sind verhältnismäßig optimistisch, was

die nächste Zukunft betrifft; doch haben es offenbar nur wenige Länder — und selbst diese nicht ganz — geschafft, jene Kräfte unter Kontrolle zu bringen, die die Inflation wieder anheizen, die Kapitalbildung behindern, den internationalen Wirtschaftsverkehr stören und dadurch den derzeitigen Konjunkturaufschwung vorzeitig bremsen könnten.

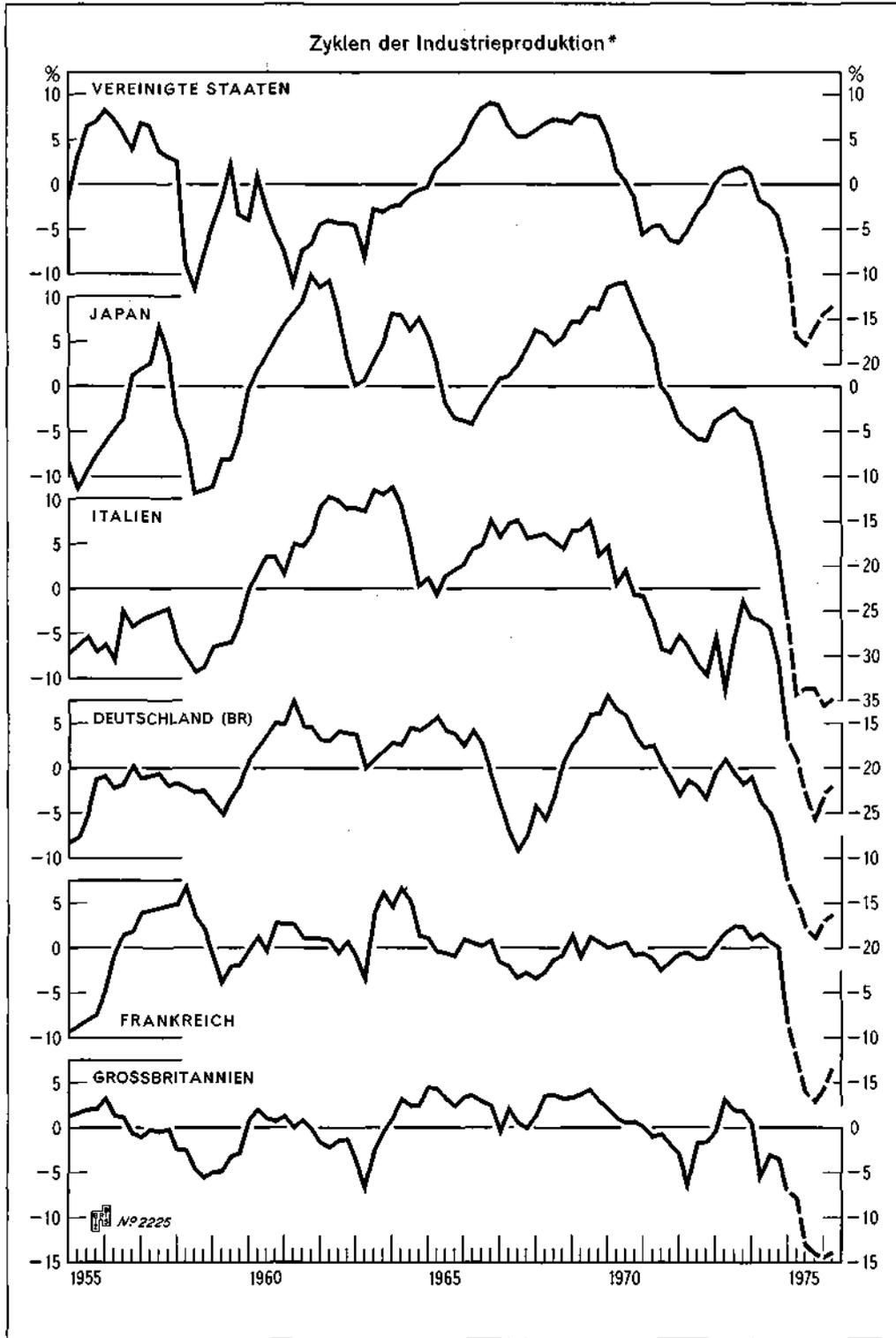
### **Die Schwankungen der Industrieproduktion 1974–1976**

Der synchrone Verlauf des Wirtschaftswachstums hörte gegen Ende 1973 auf, als die Produktion in mehreren wichtigen Industrieländern ihren Höhepunkt erreichte. Der jähe Produktionsabfall 1974 und Anfang 1975, die Verflachung der Rezession gegen Jahresmitte und die anschließende Erholung können deutlich an den Indexkurven der Industrieproduktion abgelesen werden. Da vierteljährliche BSP-Zahlen für den weiten Bereich der hier untersuchten Länder nicht verfügbar sind, dienen die Indizes der Industrieproduktion als Ersatz; sie eignen sich, auch wenn sie die tatsächliche Wirtschaftsleistung viel mangelhafter wiedergeben, gut für den internationalen Vergleich. Diese Indexkurven zeichnen das konjunkturelle Auf und Ab in den einzelnen Ländern nach. Sie lassen einen zeitlichen Vor- und Rücklauf zwischen den großen und den kleinen Industrieländern sowie die Stärke und Dauer der Ausschläge erkennen.

Die Rezession von 1974/75 war die schwerste der Nachkriegszeit. Die Besonderheiten des letzten Zyklus sowohl im Zeitvergleich für ein Land wie auch im internationalen Ländervergleich sind aus der umstehenden Graphik über die Abweichungen der Industrieproduktion vom auf logarithmischer Basis berechneten linearen Trend der Wachstumswerte ersichtlich. Jeder Kurvenpunkt gibt die prozentuale Abweichung des tatsächlichen Index der Industrieproduktion vom Trendwert an. Im Zeitraum 1955–1974, für den die Wachstumstrends berechnet wurden, war das langfristige Durchschnittswachstum (in der Graphik durch die waagrechten Geraden dargestellt) am stärksten in Japan und Italien (12,3 und 7,1%), am schwächsten in den USA und Großbritannien (4,6 und 3,6%). Im großen und ganzen hielt sich die Produktion in Frankreich und Großbritannien viel näher am Trend als in den USA und Japan.

Bei der Betrachtung der Graphik fällt u. a. auf, daß die Rezession von 1974/75 in einigen großen Ländern einsetzte, als dort das Niveau der Industrieproduktion bereits unter dem Trend der letzten zwanzig Jahre lag. Ja es scheint, daß der Trend selber sich gegen Ende der sechziger Jahre grundlegend gewandelt haben könnte. Ab 1971 erreichte jedenfalls der Produktionsindex in den meisten dieser Länder das langfristige Trendniveau nicht mehr, außer (in einigen Fällen) im Boomjahr 1973. Die Frage liegt daher nahe, ob in der Schwere der Rezession nicht eher ein deutlicher Bruch im Wachstumstrend der westlichen industrialisierten Welt zu sehen ist statt lediglich die Verschärfung eines gewöhnlichen Konjunkturzyklus durch ein zufälliges Zusammentreffen von „Sonderfaktoren“ (synchroner Verlauf von Auf- und Abschwung, drastische Verteuerung des Erdöls).

Die zeitliche Abfolge der Rezession von 1974/75, des unteren Wendepunkts und der anschließenden Erholung ist aus der Tabelle auf Seite 11 ersichtlich. Die Industrieproduktion erreichte ihren Höhepunkt zuerst im Oktober 1973 in Großbritannien und dann im November in Japan, der Bundesrepublik und den USA. Diesen Vorläufern folgten die anderen Industriestaaten mit Abständen von etwa vier



\* Prozentuale Abweichungen des Index der Industrieproduktion von dem auf logarithmischer Basis berechneten linearen Trend. Dieser wird durch die Nulllinien dargestellt. Der Durchschnitt der effektiven jeweiligen Wachstumsraten (auf der Basis von Vierteljahreswerten für den Zeitraum 1955-1974) beträgt: USA 4,6%; Japan 12,3%; Italien 7,1%; Deutschland 5,4%; Frankreich 5,7%; Großbritannien 3,6%.

bis zwölf Monaten. Zunächst ging die Produktion in den führenden Ländern nur wenig zurück. Alles deutete auf eine verhältnismäßig milde Rezession hin, sowohl in den Vereinigten Staaten wie in Europa. Doch nach der Kumulierung nachfragemindernder Kräfte in der zweiten Hälfte 1974 fiel die Produktion in den meisten Staaten deutlich ab. In praktisch allen entwickelten Ländern war der Rückgang im vierten Quartal 1974 und im ersten Quartal 1975 sehr stark. In den USA beispielsweise sank die industrielle Erzeugung in der Zeit vom dritten Quartal 1974 bis April 1975 um 12,3%, nach nur 1% in den zehn Monaten davor. Zur Jahreswende 1974/1975 hin stellten die privaten Haushalte, kaufkraftgeschwächt und mit stark gedämpften Zukunftserwartungen, bereits viele Ausgaben zurück, besonders für Gebrauchsgüter. Die finanzielle Lage der Unternehmen hatte sich deutlich verschlechtert; sie mußten Vorräte drastisch abbauen und ihre Investitionstätigkeit einschränken; beides verschärfte die bereits in Gang gekommene Verringerung der Produktion.

Im Frühjahr 1975, als das konjunkturelle Klima in der industrialisierten Welt am schlechtesten war, keimte die erste Saat der Erholung aus. Um jene Zeit führten die wichtigsten Länder, nach rund anderthalbjähriger Flaute, die geldpolitischen Zügel nicht mehr so straff und hatten, wenn auch behutsam, finanzpolitisch bereits einiges für die Konjunktur getan.

Nach der massiven Schrumpfung stabilisierte sich die Industrieproduktion zuerst in Japan (Februar) und den USA (April) sowie in einigen kleineren Staaten. Während die oberen Wendepunkte über einen Zeitraum von ungefähr zwölf Monaten

Rezession und Erholung der Industrieproduktion

	Rezession			Erholung				
	Konjunkturhoch 1973/74 <sup>1</sup>	Konjunkturtief 1975 <sup>1</sup>	Anzahl Monate	Prozentuale Veränderung der Produktion			Letzter Monat	Anzahl Monate
				Hoch/Tief	3. Quartal 1974/Tief	Tief/letzter Monat		
<b>Länder an der Spitze des Abschwungs</b>								
Großbritannien . . . . .	Okt. 73	Aug.	22	- 10,6	- 8,5	1,8	März 76	7
Deutschland (BR) . . . . .	Nov. 73	Juli	20	- 11,5	- 8,7	7,0	März 76	8
Japan . . . . .	Nov. 73	Febr.	15	- 20,4	- 13,9	16,7	März 76	13
USA . . . . .	Nov. 73	April	17	- 13,5	- 12,3	11,4	April 76	12
<b>Mittelfeld (4-6 Monate Abstand)</b>								
Schweiz . . . . .	März 74 <sup>2</sup>	März <sup>2</sup>	12	- 18,5	- 16,0	14,0	Dez. 75 <sup>3</sup>	9
Kanada . . . . .	März 74	Sept.	18	- 8,0	- 5,9	4,5	März 76	6
Italien . . . . .	April 74	Aug.	16	- 15,6	- 13,6	9,4	März 76	7
<b>Nachzügler (mehr als 6 Monate Abstand)</b>								
Österreich . . . . .	Juni 74	Okt.	16	- 9,9	- 8,7	3,2	Febr. 76	4
Belgien . . . . .	Juni 74	Juli	13	- 13,8	- 12,5	9,6	Febr. 76	7
Finnland . . . . .	Juni 74	Juli	13	- 10,3	- 10,0	7,5	Dez. 75	5
Niederlande . . . . .	Juni 74	Juli	13	- 10,0	- 9,7	6,0	März 76	8
Spanien . . . . .	Juni 74	März	9	- 11,7	- 9,3	2,7	Dez. 75	9
Schweden . . . . .	Juni 74	Juli	13	- 5,6	- 4,2	6,9	Febr. 76	7
Frankreich . . . . .	Juli 74	Mai	10	- 13,1	- 5,6	9,0	März 76	10
Norwegen . . . . .	Nov. 74	Sept.	10	- 4,9	- 2,8	6,3	März 76	6

<sup>1</sup> Höhe- und Tiefpunkte berechnet als zentrierte Dreimonatsdurchschnitte von saisonbereinigten Indexzahlen der Industrieproduktion gemäß Angaben der einzelnen Länder. <sup>2</sup> Erstes Quartal. <sup>3</sup> Viertes Quartal.

gestreut gewesen waren, wurde der untere Wendepunkt ziemlich einheitlich etwa um den Sommer 1975 erreicht, vor allem in den wichtigsten europäischen Volkswirtschaften. Die Erholung zeigte sich zuerst in der Form, daß die Verbrauchernachfrage rascher wuchs und die Vorräte nicht weiter abgebaut und später im Jahr sogar etwas aufgestockt wurden, sowie darin, daß in einigen Ländern die Exportwirtschaft wieder mehr Aufträge erhielt und der Wohnungsbau sich erholte. Die Struktur des Aufschwungs schien darauf hinzudeuten, daß sich der Ausgabenanstieg von wichtigen Staaten — USA, Japan, Bundesrepublik — in sich gegenseitig verstärkender Wechselwirkung über den Außenhandel auf ihre Handelspartner übertrug.

Die Erholung, gemessen als prozentualer Anstieg der Industrieproduktion vom unteren Konjunkturwendepunkt bis zur letztverfügbaren Monatszahl, hat den vorangegangenen Produktionsabfall bereits zu einem wesentlichen Teil wettgemacht — in Belgien, der Bundesrepublik, Frankreich, Japan, der Schweiz und den USA zu rund drei Vierteln, in Italien und den Niederlanden etwa zur Hälfte. Unter den großen Ländern sind nur Großbritannien und Kanada Nachzügler, doch war dort die Rezession auch weniger schlimm.

Düsterer ist das Bild freilich, wenn man nochmals einen Blick auf die Graphik wirft. In allen bedeutenden Ländern ist die Industrieproduktion noch weit vom Durchschnittswachstum der letzten zwanzig Jahre entfernt. Nur ein Produktionszuwachs, der wesentlich über den Höchstwerten von 1973–1974 läge, könnte jenen Trend wahren. Nach dem rein graphischen Eindruck dürfte das nicht sehr wahrscheinlich sein.

#### **Weiteres Wachstum außerhalb des OECD-Bereichs**

Wenn der Konjunkturzyklus die westlichen Industrieländer ziemlich einheitlich erfaßte, so gilt dies glücklicherweise nicht für die Welt als Ganzes. Obwohl die Rezession sich bis Anfang 1975 nach und nach über die ganze industrialisierte Welt ausgebreitet hatte, verzeichneten die osteuropäischen Staaten und zahlreiche zur Industriewirtschaft aufstrebende Länder nach wie vor ein — wenn auch verlangsamtes — Wachstum. Viele von ihnen setzten ihre nationalen Investitionsprogramme im Rahmen des Möglichen fort und bezogen daher weiterhin Ausrüstungen, Produktionsgüter und andere gewerbliche Erzeugnisse aus der industrialisierten Welt. Die OPEC-Länder unternahmen sogar große Anstrengungen, um das Wachstum ihrer Volkswirtschaften voranzutreiben und einen überwältigenden Importstrom zu absorbieren. Insoweit erhielt die reale Wirtschaftstätigkeit in einigen Industrieländern sogar Impulse vom Ausland her. Näheres dazu in Kapitel V.

In Osteuropa wuchs die Industrieproduktion 1975 nach wie vor allgemein stark, mit Raten von 7,5% in der Sowjetunion bis 12,4% in Rumänien. Den Hauptmotor bildeten überall die industriellen Anlageinvestitionen. Produktivitätssteigerungen, dies war eines der wesentlichen Ziele, sollten die Verteuerung von Rohstoffen und Erdöl auffangen und gelernte Arbeitskräfte ersetzen, an denen es zum Beispiel in der DDR und Polen fehlte. Die Landwirtschaft blieb im Gegensatz zur Industrie durchschnittlich hinter den Planzielen zurück und ist die stärkste Bremse des wirtschaftlichen Gesamtwachstums.

Was die Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen betrifft, so profitierte ihr Wachstum bis weit in das Jahr 1974 hinein von den hohen Rohstoffpreisen — und

somit von steigenden Exporteinnahmen —, die in dieser Ländergruppe als Ganzes anfänglich die Verteuerung des Rohöls ausgeglichen hatten. Später bekamen sie dann aber natürlich die Rezession in den großen Industrieländern zu spüren. Ihre Exporte gingen mengenmäßig zurück, und die Terms of trade verschlechterten sich mit dem Zusammenbruch der Rohstoffpreise und der stetigen Verteuerung von Fertigwaren, die sich aus der anhaltenden Inflation in den Industrieländern und in einigen Fällen auch aus der Höherbewertung von Währungen ergab. Gleichwohl fanden viele Entwicklungsländer noch einen Weg, gewerbliche Erzeugnisse im früheren Umfang zu importieren, indem sie Handelskredite in Anspruch nahmen, sich an die internationalen Kapital- und Geldmärkte wandten und auf ihre Devisenreserven zurückgriffen, um ihre wachsenden Handelsbilanzdefizite zu finanzieren.

### **Die Rolle der Verbrauchernachfrage, der staatlichen Politik und der Vorratsanpassungen in der Konjunkturwende und der Erholung**

Es ist nicht leicht, den relativen Beitrag der einzelnen Nachfragekomponenten zur Konjunkturwende und zum jetzigen, für die meisten Beobachter so überraschend gekommenen Aufschwung zu ermitteln. Vierteljährliche BSP-Zahlen stehen nur in wenigen Ländern zur Verfügung, und die Angaben über Vorratsinvestitionen sind in den meisten Fällen unzuverlässig. Man ist daher zur Hauptsache auf die BSP-Jahreszahlen angewiesen, die für 1975 immer noch stark die zumindest bis zum Sommer vorherrschenden Rezessionskräfte zum Ausdruck bringen und insofern gerade für jenes Jahr wenig aussagekräftig sind. Vorratsinvestitionen und Auslandsnachfrage trugen ganz wesentlich zur Konjunkturbelebung bei, genau wie diese Nachfragekomponenten ja umgekehrt auch den Abschwung im vierten Quartal 1974 und im ersten Quartal 1975 erheblich verstärkt hatten (vgl. umstehende Tabelle). Der Wohnungsbau erholte sich in einigen Ländern etwas, beispielsweise in den USA, Großbritannien und der Bundesrepublik — zum Teil wegen der allgemein mehr Spielraum gebenden Kreditpolitik —, doch trug dieser Faktor nur wenig zum Wachstum des BSP in den letzten Monaten von 1975 bei. Auf der negativen Seite blieben die Anlageinvestitionen der Unternehmen im allgemeinen bis in das Jahr 1976 hinein der hauptsächliche Hemmfaktor der Gesamtnachfrage.

*Die Belebung der Verbraucherausgaben.* Im wesentlichen jedoch war die Erholung, die 1975 in den meisten Ländern die Konjunkturentwicklung kennzeichnete, durch das Verhalten der Verbraucher bedingt, das ja auch schon in der Rezession des Jahres davor eine bedeutende Rolle gespielt hatte. 1975 leistete der private Verbrauch einen erheblichen positiven Beitrag zur Veränderung des BSP in der Bundesrepublik, Frankreich, Japan, den Niederlanden und den USA, um nur die wichtigsten Beispiele zu nennen; in den USA etwa hatte die Belebung des privaten Verbrauchs einen positiven Effekt von 0,6 Prozentpunkten auf die Entwicklung des BSP, das per saldo gleichwohl um 2,0% schrumpfte. In Österreich, Frankreich und den Niederlanden, wo der Rückgang der Investitionstätigkeit das ganze Jahr hindurch der hauptsächliche Depressionsfaktor war, oder in der Bundesrepublik, wo die Außenwirtschaft und die Investitionstätigkeit kontraktiv wirkten, reichte die positive Wirkung ebenfalls nicht aus, um die negative anderer Sektoren auszugleichen. In Japan war der Verbrauch der wichtigste Bestimmungsgrund für die Ausweitung des realen BSP und als solcher

Der Beitrag der Veränderung der Nachfragekomponenten zur Veränderung des realen Bruttosozialprodukts

	Jahr	Reales BSP	Außenbeitrag	Investitionen			Verbrauch	
		Veränderung in %		Vorräte	Anlagen	Wohnungsbau	privat	öffentlich
		Beitrag zur prozentualen Veränderung des BSP*						
Belgien . . . . .	1973	6,2	- 1,5	1,0	0,4	1,2	4,5	0,7
	1974	4,0	0,2	0,5	0,8	0,6	1,7	0,4
	1975	- 1,4	0,4	- 2,5	- 0,5	- 0,1	0,5	0,8
Dänemark . . . . .	1973	2,8	- 5,7	3,2	2,0		3,0	0,3
	1974	1,9	4,6	1,2	- 2,1		- 2,1	0,4
	1975	- 1,0						
Deutschland (BR) . . . . .	1973	5,1	2,1	0,7	0,2	0,0	1,6	0,6
	1974	0,4	3,0	- 1,2	- 1,2	- 0,9	0,1	0,6
	1975	- 3,4	- 3,6	- 0,4	- 0,5	- 0,6	1,2	0,5
Finnland . . . . .	1973	6,5	- 1,3	1,8	1,0	0,3	3,8	0,9
	1974	4,4	- 2,0	2,7	0,5	0,4	2,2	0,6
	1975	0,0	- 3,8	0,5	1,4	- 0,7	2,0	0,6
Frankreich . . . . .	1973	5,8	- 0,4	0,8	1,1	0,4	3,5	0,5
	1974	3,8	0,6	- 0,5	0,5	0,3	2,5	0,4
	1975	- 2,5	1,6	- 4,2	- 1,0	- 0,2	1,3	0,0
Großbritannien . . . . .	1973	6,5	0,4	2,0	0,7	- 0,2	2,9	0,7
	1974	- 0,3	1,0	- 0,8	- 0,2	- 0,2	- 0,7	0,5
	1975	- 1,7	0,2	- 2,2	- 0,2	0,2	- 0,2	0,6
Italien . . . . .	1973	6,8	- 1,3	2,3	1,5	0,2	3,9	0,3
	1974	3,4	1,5	- 0,7	0,6	0,2	1,6	0,3
	1975	- 3,7	2,7	- 2,7	- 2,0	- 0,6	- 1,2	0,1
Japan . . . . .	1973	9,9	- 1,4	1,7	3,7	1,0	4,2	0,6
	1974	- 1,2	1,2	0,2	- 2,8	- 0,8	0,7	0,3
	1975	2,0	1,8	- 2,5	- 0,9	- 0,1	3,2	0,6
Kanada . . . . .	1973	6,9	- 0,7	0,5	1,8	0,4	4,4	0,7
	1974	2,8	- 3,2	1,0	1,4	- 0,1	2,5	1,5
	1975	0,2	- 0,9	- 2,5	0,9	- 0,5	2,2	1,0
Niederlande . . . . .	1973	4,7	1,3	0,3	1,2	0,1	1,7	0,1
	1974	3,3	2,1	0,8	- 0,3	- 0,8	1,5	0,0
	1975	- 1,8	- 0,5	- 2,7	- 0,6	- 0,4	1,8	0,7
Norwegen . . . . .	1973	3,9	- 2,4	0,1	3,7	0,2	1,7	0,7
	1974	5,3	- 2,5	3,0	2,3	- 0,0	2,1	0,5
	1975	2,7	- 2,9	- 1,2	3,2	0,4	2,6	0,7
Österreich . . . . .	1973	5,8	- 1,3	3,5	0,9		2,4	0,4
	1974	4,1	0,6	0,6	0,3		2,1	0,4
	1975	- 2,0	0,8	- 2,8	- 1,7		1,4	0,3
Schweden . . . . .	1973	3,5	2,1	- 0,4	0,4	- 0,1	1,0	0,5
	1974	4,2	- 1,6	2,6	0,7	- 0,4	2,3	0,7
	1975	0,5	- 1,9	0,7	- 0,4	- 0,5	1,6	1,0
Schweiz . . . . .	1973	3,2	0,4	1,0	- 0,2	0,2	1,4	0,3
	1974	2,0	1,0	2,6	- 0,5	- 1,2	- 0,3	0,3
	1975	- 7,0	3,8	- 4,0	- 4,9	- 0,9	- 1,4	0,4
Spanien . . . . .	1973	8,1	- 1,0	0,6	3,2	0,3	4,4	0,5
	1974	5,0	- 1,1	0,7	1,1		3,7	0,5
	1975	0,7	0,2	- 0,1	- 1,1		1,4	0,3
USA . . . . .	1973	5,3	0,9	0,6	1,3	- 0,2	2,8	- 0,1
	1974	- 1,8	0,8	- 0,7	- 0,3	- 1,2	- 0,5	0,1
	1975	- 2,0	0,6	- 1,5	- 1,6	- 0,7	0,6	0,6

\* Die Prozent-Beiträge der BSP-Komponenten addieren sich zur prozentualen Veränderung des BSP (Abweichungen durch Runden).

fast so stark wie der entgegengesetzte Einfluß der schwachen Investitionstätigkeit und des Vorratsabbaus. Nur in Italien und der Schweiz nahm die Verbrauchernachfrage 1975 deutlich ab. In beiden Ländern wirkte auch ein beträchtlicher Rückgang der Anlageinvestitionen kontraktiv, so daß das reale BSP schrumpfte; ein positiver Beitrag der Außenwirtschaft, d. h. eine reale Verbesserung der Leistungsbilanz, spiegelte weitgehend einen Vorratsabbau wider.

Der günstige Einfluß des privaten Verbrauchs kann auf die stabilisierende Wirkung der öffentlichen Übertragungen und auf den Rückgang der Sparquoten zurückgeführt werden. Der erste dieser beiden Faktoren beruhte sowohl auf automatischen Stabilisatoren (Arbeitslosengelder usw.) als auch auf gezielten Maßnahmen zur Erhöhung des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte durch Transferzahlungen verschiedener Art. Das Realeinkommen der privaten Haushalte vor Steuern und staatlichen Übertragungen verringerte sich 1975 in den USA, der Bundesrepublik und Italien. Nach Berücksichtigung von Steuern und Übertragungen hingegen stieg das ausgabefähige Realeinkommen der privaten Haushalte nach Schätzungen der OECD im Bereich zwischen minimal 0,9 bzw. 1,4% (Italien und USA) und maximal 3,0 bzw. 4,4% (Frankreich und Bundesrepublik); nur in Großbritannien blieb es praktisch unverändert.

Selbst bei dem in praktisch allen Ländern eingetretenen Anstieg des verfügbaren Realeinkommens hätten die Verbraucherausgaben nicht im tatsächlich gegebenen Ausmaß zunehmen können, wenn sich nicht die Sparquoten im zweiten Halbjahr 1975 von dem sehr hohen Stand zurückgebildet hätten, den sie 1974 und Anfang 1975 erreicht hatten.

Private Haushalte: Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen

	1969	1970	1971	1972	1973	1974*		1975*	
	Prozent								
						1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr
Deutschland (BR)	13,4	13,9	13,8	14,9	14,2	14,4	15,8	17,0	15,0
Frankreich . . . . .	14,8	17,0	16,9	16,7	17,8	17,2		17,5	
Großbritannien . . . . .	8,2	9,1	8,8	10,0	10,9	12,0	15,1	13,4	14,3
Japan . . . . .	19,2	20,0	20,7	22,1	22,0	22,9	23,7	23,8	22,8
Kanada . . . . .	5,4	5,3	7,4	8,9	8,7	8,7	8,6	10,0	8,3
USA . . . . .	5,6	7,4	7,7	6,2	8,1	7,7	7,4	8,6	7,9

\* Saisonbereinigt; Angaben der einzelnen Länder.

Die Zukunftserwartungen der privaten Haushalte waren so pessimistisch gewesen wie noch nie seit dem Krieg, bedingt durch den Schock der Vervielfachung des Ölpreises, die Hartnäckigkeit zweistelliger Preissteigerungsraten, die sowohl die Kaufkraft als auch den Realwert des Geldvermögens drastisch beschnitten, und die ständige Gefahr der Arbeitslosigkeit, die schließlich ihren höchsten Stand seit den dreißiger Jahren erreichte. Angesichts solcher Ungewißheiten hatten die Haushalte die Anschaffung von Gebrauchsgütern und Wohnungseigentum zurückgestellt, die normalerweise hohe Anzahlungen oder eine erhebliche Finanzierungslast mit sich bringt. Wohnungseigentum war wegen seiner raschen Verteuerung und der in den meisten

Ländern bis Mitte 1975 herrschenden Knappheit und Kostspieligkeit von Hypothekarkrediten während ungewöhnlich langer Zeit nur zögernd erworben worden. Daher dehnte sich der Anteil der Ersparnisbildung am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte enorm aus. Die höchsten Quoten wurden im allgemeinen im ersten Halbjahr 1975 erreicht.

Danach gingen die Sparquoten langsam zurück — z.B. in der Bundesrepublik von 17,0 auf 15,0% in der zweiten Jahreshälfte 1975, in den USA von 8,6 auf 7,9%, in Kanada von 10,0 auf 8,3%. In Großbritannien allerdings, das nach wie vor die stärkste Inflation aller Industrieländer hatte, blieb die Sparquote auf dem hohen Stand von rund 14%. Warum die Sparquoten in den meisten großen Ländern gesunken sind, ließe sich erst nach eingehenderen Untersuchungen beurteilen. Als Gründe kommen die Abschwächung der Inflation, die Wertsteigerung des Geldvermögens und die Wiederkehr des Vertrauens in Frage. Gleichwohl sind die Sparquoten verglichen mit früher immer noch sehr hoch, und es ist nicht ausgeschlossen, daß ein weiteres Absinken die Verbrauchernachfrage recht kräftig stimulieren würde. Daß es tatsächlich dazu kommen könnte, zeigen z.B. die hohen Zahlen der Neuzulassung von Personenkraftwagen in vielen Ländern seit Anfang 1976.

*Anregung der Gesamtnachfrage durch staatliche Maßnahmen.* Die Finanz- und Geldpolitik wurde 1975 in den meisten Industrieländern im großen und ganzen expansiv gestaltet. Alle bedeutenden Staaten beschlossen umfassende Ankurbelungsmaßnahmen: Steuererleichterungen für Verbraucher und Unternehmen, wesentlich verbesserte Übertragungszahlungen besonders für Pensionempfänger und Arbeitslose sowie zusätzliche öffentliche Arbeiten. Hinzu kamen die — obgleich oft mit beträchtlicher Verzögerung — über das Steuersystem wirkenden automatischen Stabilisatoren, und in zahlreichen Ländern erhielt das BSP 1975 auch vom Staatsverbrauch bescheidene Impulse.

Verringerte Steuereinnahmen zumindest in der ersten Jahreshälfte und erhöhte Ausgaben brachten dem öffentlichen Sektor riesige Finanzierungsdefizite ein, die zum großen Teil das zwangsläufige Ergebnis der schweren Rezession im privaten Sektor waren. Inwieweit automatische Stabilisatoren und gezielte Konjunkturmaßnahmen an den öffentlichen Defiziten beteiligt waren, ist schwer zu bestimmen, doch liegen aus nationalen Quellen Schätzungen ihrer relativen Wirkung vor. In den Vereinigten Staaten hatte der Bund 1975 ein um \$62 Mrd. höheres Defizit als im Vorjahr, und von diesem Zuwachs wird fast die Hälfte konjunkturbedingten Mehrausgaben und Mindereinnahmen zugeschrieben. Nach französischen Angaben dürfte etwa ein Viertel des rund ffr 43 Mrd. betragenden Defizits von 1975 durch die Wirkung automatischer Stabilisatoren bedingt sein. In der Bundesrepublik verdreifachte sich das Kassendefizit des öffentlichen Sektors 1975 auf DM 70 Mrd., wovon rund ein Drittel auf die Wirkung der automatischen Stabilisatoren zurückgeführt wird. Eine solche Aufteilung ist jedoch nicht für Italien und Großbritannien verfügbar, wo die öffentlichen Defizite selbst im vorangegangenen Boom enorm hoch waren. Die relative Größe der Budgetdefizite und deren Finanzierung werden in Kapitel IV behandelt.

Der Anstieg der staatlichen Transferzahlungen während der Konjunkturflaute beruhte zu einem erheblichen Teil auf der Wirkung automatischer Stabilisatoren. Mit dem — seit der großen Depression beispiellosen — Anschwellen der Arbeitslosigkeit wurde der bereits zehnjährige Aufwärtstrend der Transferzahlungen noch

wesentlich steiler. In den USA etwa verdoppelte sich die Arbeitslosigkeit in den achtzehn Monaten bis zur unteren Konjunkturwende im zweiten Quartal 1975 auf 8,3 Mio. Im selben Zeitraum wuchsen die Übertragungszahlungen im Rahmen aller staatlichen Programme um fast 45% auf einen Jahreswert von \$175 Mrd. im zweiten Quartal 1975. Das waren rund 16% des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte und 49% der Bundesausgaben in jenem Jahr. In der Bundesrepublik erhöhten sich die Übertragungen 1975 um 25% auf rund die Hälfte des Betrags der Nettolöhne und -gehälter, verglichen mit einer Relation von 39% im Jahr zuvor. Auch in Frankreich, Japan, Kanada und vielen anderen Ländern wuchsen die Übertragungen stark.

Die bedeutende Rolle der automatischen Stabilisatoren und der Übertragungszahlungen wurde in den meisten Staaten von umfassenden finanzpolitischen Konjunkturmaßnahmen flankiert. In den Vereinigten Staaten gab es, neben stark vermehrten Transferzahlungen, das im März verabschiedete Steuersenkungsgesetz 1975, das Ermäßigungen der Sätze der persönlichen Quellensteuer und der Unternehmenssteuern für den Rest von 1975 (im Betrag von rund \$12 Mrd.), pauschale Rückvergütungen von fast \$10 Mrd. und zusätzliche Barleistungen an Sozialversicherungsempfänger vorsah. Die fiskalische Wirkung dieses Pakets war verglichen mit ähnlichen Konjunkturprogrammen der Nachkriegszeit ungewöhnlich stark. Die Steuervergünstigungen für Einzelpersonen und Unternehmen wurden für das erste Halbjahr 1976 verlängert.

Andere große Industrieländer lockerten im Laufe des Jahres 1975 die Zügel der Finanzpolitik weiter. Die deutsche Bundesregierung, die bereits Ende 1974 eine Prämie von 7½% zur Ankurbelung der Investitionstätigkeit gewährt hatte, ließ im August Maßnahmen hauptsächlich zugunsten von Bauinvestitionen, des Wohnungsbaus und öffentlicher Arbeiten folgen. Die französischen Behörden traten das Pedal ihrer bereits seit der ersten Hälfte von 1975 expansiven Finanzpolitik im September noch mehr durch: eine Investitionssteuergutschrift, umfassende Investitionen im öffentlichen Bereich und erhöhte Transferzahlungen garantierten erhebliche Impulse bis ins Jahr 1976 hinein. Die italienischen Behörden beschlossen, nachdem sie die Konjunkturpolitik Anfang 1975 zu lockern begonnen hatten, im August eine Reihe reflektorischer Haushaltsmaßnahmen zugunsten von Wohnungs- und Krankenhausbau, öffentlichen Arbeiten und Landwirtschaft. In Japan gab die Regierung, als der Wirtschaftsaufschwung im zweiten Halbjahr 1975 ins Stocken geriet, für das im März 1976 endende Etatjahr weitere Impulse in Form von Mehrausgaben für öffentliche Arbeiten und finanziellen Hilfen an Unternehmen.

Im Gegensatz zur allmählichen Neuorientierung auf dem europäischen Kontinent mußten in Großbritannien die Bestrebungen 1975 zunehmend auf die Bekämpfung der Inflation gerichtet werden, selbst als die Arbeitslosigkeit stetig bis auf 1,2 Mio. im Februar 1976 stieg. Die freiwillige Einkommenspolitik bildete den Eckstein des staatlichen Stabilisierungsprogramms. Lediglich bescheidene Beträge dienten zur Förderung industrieller Investitionsprojekte und der Bautätigkeit. Gleichzeitig stieg aber der öffentliche Verbrauch beträchtlich an und beanspruchte einen wachsenden Teil des verfügbaren Potentials.

Parallel zum allmählichen Übergang zu finanzpolitischen Anregungsmaßnahmen wurde allgemein die Geldpolitik gelockert (siehe Kapitel IV). Die entscheidende

geldpolitische Wende trat aber, obwohl die kurzfristigen Zinssätze in Deutschland, Großbritannien und den USA ihren Höhepunkt bereits überschritten hatten, erst um den Jahreswechsel 1974/1975 ein, als die Zentralbanken in rascher Folge die Diskontsätze senkten. Bei schwacher Kreditnachfrage aus dem privaten Sektor und fortschreitender Lockerung der Liquiditätspolitik blieb die Tendenz der kurzfristigen Sätze allgemein abwärtsgerichtet. Die hauptsächlichlichen Ausnahmen waren die Vereinigten Staaten und Großbritannien, wo die Geldmarktsätze im Sommer und Frühherbst nach restriktiven Eingriffen eine Zeitlang stiegen. In den Anfangsmonaten von 1976 setzten die Zinsen ihre Abwärtsentwicklung fort, außer in Ländern, in denen die Behörden durch Devisenmarktschwierigkeiten zu Beschränkungsmaßnahmen veranlaßt wurden. Im Mai zeichnete sich sowohl an den nationalen wie an den internationalen Märkten eine allgemeinere Befestigung der kurzfristigen Sätze ab.

In anderen Ländern wurde die Konjunkturpolitik 1975 ebenfalls in dem Maße expansiver, wie der Sog der Rezession sie nacheinander bei stark schrumpfendem Welt-handelsvolumen erfaßte. Die Niederlande und Dänemark gaben Impulse durch Steuer-senkungen und öffentliche Arbeiten, die Schweiz setzte zu ersten Hilfsmaßnahmen zugunsten der in große Schwierigkeiten geratenen Bauwirtschaft an, und Österreich verfolgte einen leicht expansiven Kurs. In Irland, Australien und Neuseeland ging von den Staatshaushalten eine stärkere Anregungswirkung aus. Finnland versuchte die Zügel angesichts eines schwierigen Zahlungsbilanzproblems relativ straff zu halten, und Spanien mäßigte seine expansive Linie, um den Anstieg der Inlandspreise zu dämpfen. In mehreren Ländern gingen fiskalische Maßnahmen in unterschiedlichem Umfang mit einkommenspolitischen Schritten einher, z.B. in den Niederlanden, Norwegen, Dänemark und Schweden sowie in Neuseeland. Im allgemeinen lockerten die kleineren Länder in Übereinstimmung mit den großen auch die Geldpolitik, wobei allerdings in Finnland, Griechenland, Neuseeland und Südafrika außenwirtschaftliche Überlegungen dies nur begrenzt zuließen.

*Vorratsanpassungen und Welthandel.* Während die — finanz- und geldpolitisch gestützte oder sogar stimulierte — Verbrauchernachfrage die Grundlage des Konjunktur-aufschwungs war, erhielt dieser weitere Anstöße von den Vorratsinvestitionen und der damit einhergehenden Wiederbelebung des Welthandels.

Sehr große und plötzliche Vorratsanpassungen gab es sowohl in der Rezession von 1974/75 wie in der anschließenden Erholung. Diese Bewegungen verstärkten die Ausschläge in Produktion und Welthandel in einem Ausmaß, das in den meisten Industrieländern für die Nachkriegszeit einmalig war. Daneben machten die umfangreichen Lagerauflösungen, die im ersten Halbjahr 1975 vorgenommen wurden, Platz für Mehrproduktion und Neubevorratung während des Aufschwungs im weiteren Verlauf des Jahres und Anfang 1976. Durch den Rückgang der Verbrauchernachfrage in den großen Ländern gegen Ende 1974 war die Reichweite der Vorräte so hoch gestiegen wie noch nie, besonders in den Vereinigten Staaten. Gleichzeitig wurde die Finanzierung überhöhter Bestände durch die akute Verschlechterung der Unter-nehmensliquidität — ihrerseits die Folge von Gewinneinbußen und restriktiver Geld-politik — sowohl erschwert wie verteuert. Die Unternehmensleitungen räumten daher ihre Lager an Enderzeugnissen für den Konsum und an Vorprodukten. Um ihre Produktionsgüterbestände im Verhältnis zu Erzeugung und Absatz, die ihrerseits

sanken, zu verringern, mußten die Firmen ihre Käufe über das Maß der Produktionsschrumpfung hinaus einschränken. Daß in den meisten Ländern die Vorräte sowohl an End- und Halberzeugnissen wie an Vorprodukten gleichzeitig abgebaut wurden, wirkte sich fast sofort drastisch auf die Einfuhren der Industrieländer aus. Dies zeigt sich deutlich in der kräftigen Verbesserung der Handelsbilanz fast aller Industriestaaten.

In der zweiten Hälfte von 1975 lief der Vorratsabbau in den USA und Japan allmählich aus, und in Europa verlor er an Stärke. Infolgedessen hatte der Anstieg der Verbrauchernachfrage eine Multiplikatorwirkung auf die Produktion, und bis zum Jahresende gab es in mehreren Ländern Branchen, in denen die Bevorratung wieder deutlich in Gang gekommen war. Wie im Abschwung, so zog die Vorratsanpassung nun auch in der Erholung erneut die Importe mit, die sich entsprechend verstärkten. Dies wird für die zweite Hälfte von 1975 durch die allmähliche Verschlechterung der Handelsbilanzen der wichtigsten Industrieländer bestätigt.

### **Die Bedeutung der gewerblichen Investitionen für den Fortgang der konjunkturellen Erholung**

Während die meisten Anzeichen auf eine umfassende konjunkturelle Erholung hindeuten, die nunmehr die gesamte industrialisierte Welt erfaßt, und der Aufschwung dem üblichen Muster der vorangegangenen Nachkriegszyklen zu gleichen scheint, hängen die Aussichten für ein dauerhaftes wirtschaftliches Wachstum großenteils von der Entwicklung der Anlageinvestitionen im Unternehmenssektor ab.

Ein Wiederanspringen der Investitionstätigkeit würde die Nachfrage nach Investitionsgütern, Zwischenprodukten und Bauleistungen beleben — in Bereichen also, die derzeit Überkapazitäten haben. Allerdings dürfte die Funktion der Investitionen als expansiver Nachfragefaktor kaum eine entscheidende Rolle spielen; es kann nämlich davon ausgegangen werden, daß der gegenwärtige Erholungsprozeß schnell genug voranschreitet, um größere Bedenken hinsichtlich einer künftig ungenügenden Gesamtnachfrage zu zerstreuen. Die Investitionstätigkeit besitzt jedoch noch eine andere Funktion: sie schafft zusätzliche Kapazitäten und *kann* neue Arbeitsplätze schaffen. Dies muß allerdings nicht so sein: in vielen Fällen kann sie auch zu einem Abbau der Beschäftigung führen.

Der in den letzten Jahren beschleunigte Anstieg der Arbeitskosten in den meisten Industrieländern — vor allem in Westeuropa — hat den Unternehmen einen enormen Anreiz geliefert, die Rationalisierungsinvestitionen zulasten der Mittel für Kapazitätserweiterungen (und Schaffung neuer Arbeitsplätze) zu bevorzugen. Die Schärfe der Rezession hat natürlich diese Entwicklung, die wahrscheinlich vor einigen Jahren begann, noch beschleunigt. Die Gefahr dieses Investitionsverhaltens — sollte es trotz der konjunkturellen Erholung fort dauern — besteht darin, daß die wachsende Wirtschaft in Kapazitätsengpässe geraten könnte, während noch eine erhebliche Arbeitslosigkeit herrscht. Die Wahrscheinlichkeit einer solchen Entwicklung ergibt sich deutlich aus den gegenwärtigen Arbeitslosenzahlen, die bis jetzt außerordentlich hoch geblieben sind.

Um ein solches Ungleichgewicht zu vermeiden, ist in den meisten westlichen Ländern eine erhebliche Ausweitung der Investitionsausgaben für *beide* oben erwähnten

Durchschnittliche Arbeitslosenquoten<sup>1</sup>

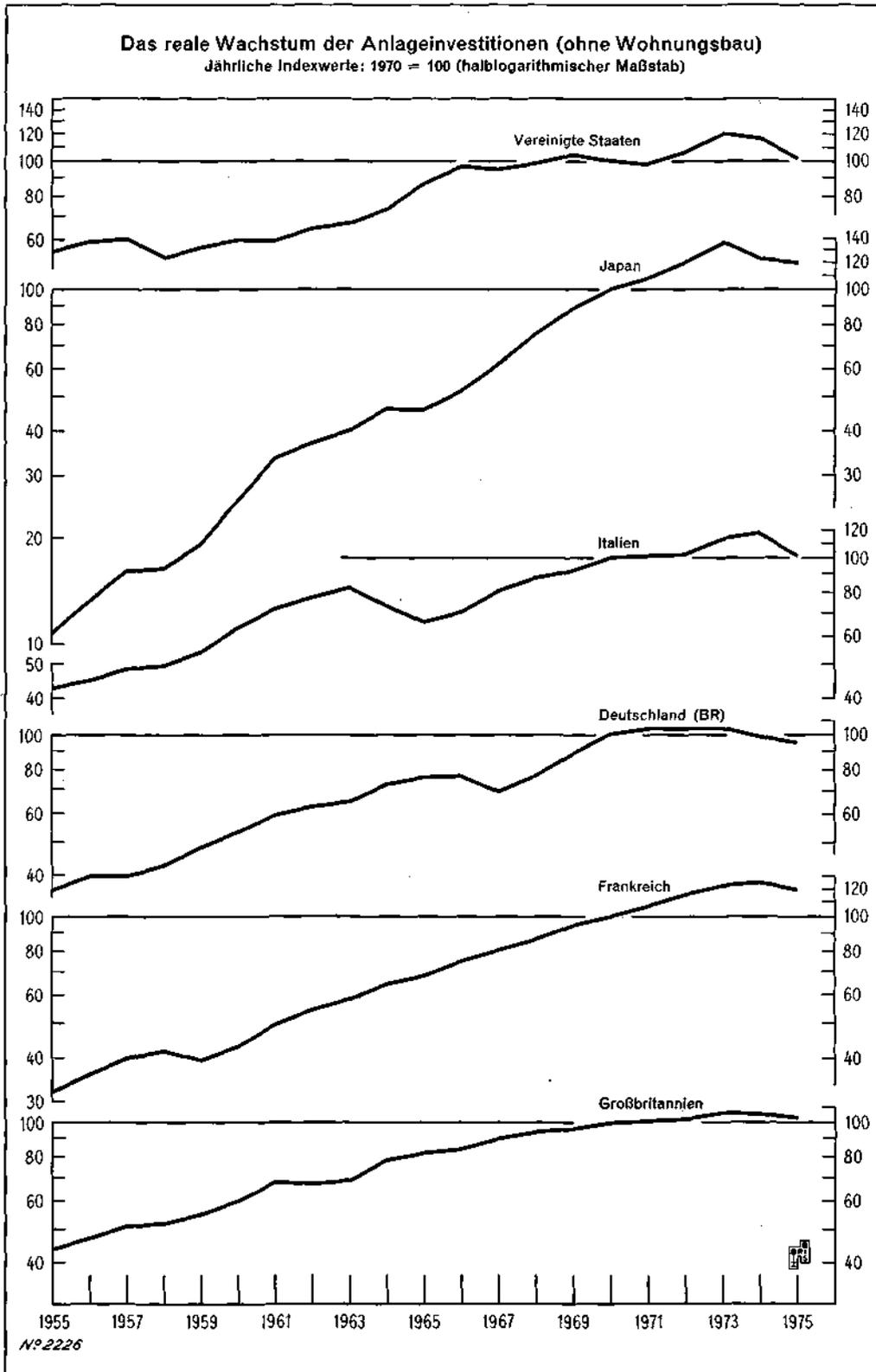
	1966-70	1971-75	1974		1975		1976 letzter Monat
			1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	
			als Prozentsatz des gesamten Arbeitskräftepotentials				
Deutschland (BR) . . . . .	1,0	2,1	2,4	3,0	4,8	4,7	4,8 <sup>2</sup>
Frankreich . . . . .	1,7	2,6	2,0	2,5	3,6	4,1	4,4 <sup>3</sup>
Großbritannien . . . . .	2,1	3,2	2,5	2,7	3,4	4,6	5,3 <sup>3</sup>
Italien . . . . .	3,5	3,3	2,8	2,9	3,3	3,4	3,5 <sup>4</sup>
Japan . . . . .	1,2	1,4	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0 <sup>5</sup>
USA . . . . .	3,9	6,1	5,1	6,2	8,4	8,5	7,5 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Auf der Basis nationaler Definitionen, die nicht ohne weiteres von Land zu Land vergleichbar sind. Bereinigt um saisonale Bewegungen. <sup>2</sup> April. <sup>3</sup> März. <sup>4</sup> Viertes Quartal von 1975. <sup>5</sup> Februar.

Zwecke erforderlich. Es erübrigt sich, darauf hinzuweisen, daß ein ausgesprochener Investitionsboom, zusätzlich zu einem bereits nachhaltig steigenden privaten und öffentlichen Verbrauch, ebenso gefährlich sein könnte wie überhaupt keine Erholung der Kapitalausgaben, da hier eine neue Inflationswelle vorprogrammiert würde. Was die westlichen Industrieländer daher brauchen, um sich wieder den hohen und ausgewogeneren Wachstumsraten der frühen sechziger Jahre zu nähern, ist ein relativ mäßiger Anstieg der Gesamtausgaben bei einem zunehmenden Anteil der Investitionen auf Kosten des Verbrauchs.

Die Aussichten, dieses zweite Ziel zu erreichen, sind alles andere als ermutigend. Das ungewöhnliche Zusammentreffen von heftiger Inflation und tiefgreifender Rezession in den Jahren 1974-1975 beeinträchtigte die Unternehmensgewinne und die Selbstfinanzierungskraft in den meisten Ländern äußerst stark. Im längerfristigen Zusammenhang akzentuierte diese zyklische Verschlechterung der Gewinnsituation jedoch nur den Niedergang der realen Kapitalverzinsung, den die meisten Länder seit den sechziger Jahren erlebt haben. Vor diesem Hintergrund vollzog sich der Zusammenbruch der Investitionstätigkeit in den Jahren 1974-1975. Die bemerkenswerte Verbesserung der Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen in den Vereinigten Staaten in der zweiten Jahreshälfte 1975 sollte ebenfalls in diesem Zusammenhang gesehen werden. Der konjunkturelle Umschwung in der Gewinnentwicklung hat nämlich bisher nur die Verschlechterung während der Rezession kompensiert und vorläufig wenig dazu beigetragen, den langfristigen Verfall der Unternehmensgewinne wettzumachen.

Die verfügbaren Angaben über die Einengung der Gewinnmargen liefern ein beunruhigendes Bild, das kaum optimistische Ausblicke für die Erweiterungsinvestitionen verspricht. Nach nationalen Quellen verringerte sich die Kapitalverzinsung in Deutschland auf 14,4% im Jahr 1974, verglichen mit 22,7% im Jahr 1970. In Großbritannien war die Abnahme noch stärker; nach Berücksichtigung von Kapitalwerterhöhungen und Wiederbeschaffungsbewertung sank die reale Kapitalverzinsung nach Besteuerung von 7-9% in den frühen sechziger Jahren auf etwa 3,5% Anfang der siebziger Jahre und fast Null 1974, wenn man die Steuererleichterungen für Werterhöhungen der Lagerbestände unberücksichtigt läßt. Auch in den USA verringerte sich der Realertrag des (zu Wiederbeschaffungskosten bewerteten) Kapitals nach Besteuerung von der Mitte der sechziger Jahre bis 1973 schätzungsweise um fast die Hälfte.



Infolge der konjunkturbedingten Ertragsminderung ist außerdem der Cash-flow der Unternehmen (Abschreibungen und einbehaltene Gewinne) deutlich weiter gesunken. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil die Investitionen ziemlich eng mit dem Cash-flow verknüpft sind. So beruhte beispielsweise in Japan die schwache Investitionstätigkeit während der vergangenen zwei Jahre ohne Zweifel zum Teil auf dem scharfen Rückgang der Selbstfinanzierungskraft. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß die Selbstfinanzierungsquote von rund 83% im Jahr 1972 auf nur noch 50% 1974 und schätzungsweise 59% 1975 zurückging. Dasselbe gilt für Frankreich, wo die Selbstfinanzierungsquote für Anlageinvestitionen im Jahr 1975 auf 58% sank, nach 64% im Jahr zuvor.

Die Auswirkungen dieser Entwicklung auf die Anlageinvestitionen außerhalb des Wohnungsbaus sind evident. Mit Ausnahme von Frankreich wurde der Aufwärtstrend dieser Investitionen schon einige Zeit vor der Rezession unterbrochen: in den USA bereits 1966 und in Deutschland, Großbritannien, Italien und Japan 1970-1971.

Als Pendant zu der Verschlechterung der Unternehmensgewinne kam es zu einem längerfristigen allmählichen, dann während der Rezession zu einem ausgeprägten weiteren Anstieg des Anteils der Einkommen aus unselbständiger Arbeit am Volkseinkommen. In einer Zeit, als die Verschlechterung der Terms of trade der Industrieländer (vgl. Kapitel V) eine Stabilisierung oder sogar eine Abnahme der Reallöhne gerechtfertigt hätte, geschah das Gegenteil: die Löhne stiegen weiterhin stärker als die Lebenshaltungskosten; die einzige erwähnenswerte Ausnahme waren dabei die Vereinigten Staaten. Die Last der Anpassung traf damit fast ausschließlich die Gewinne. In einigen Ländern haben die Regierungen im Lauf der Jahre selbst noch zu der Gewinnverkürzung beigetragen, indem sie die Steuern auf Unternehmensgewinne erhöhten.

Es ist noch zu früh abzuschätzen, ob die derzeitige Erholung in Bahnen verläuft, die das Einkommen so weit zugunsten der Gewinne umverteilen, daß ein angemessenes Wachstum der kapazitätserweiternden und arbeitsplatzschaffenden Investitionen gesichert ist. Es gibt einige Anzeichen, daß sich die Entwicklung in den Vereinigten Staaten in dieser Richtung bewegt: dem Rückgang der Reallöhne während der Rezession folgt nunmehr eine wesentliche Verbesserung der Unternehmensgewinne. Aber wird dieser Prozeß anhalten? Es deutet ebenfalls einiges darauf hin, daß in Deutschland durch eine angemessene Übereinkunft der Sozialpartner erreicht werden kann, was die USA durch das Spiel der Marktkräfte erreichen mögen: die mäßigen Lohnabschlüsse während der ersten Monate des Jahres 1976 sind dazu angetan, eine günstige Ausgangsposition für wachsende Unternehmensgewinne zu schaffen. Aber wird sich dies fortsetzen? In einem großen Teil der hochentwickelten Welt stellen sich die Aussichten alles andere als glänzend dar. Das freie Wirken der Marktkräfte wird abgelehnt, weil es dazu beitragen kann, Härten und Ungerechtigkeiten zu schaffen. Gleichzeitig ist es schwierig, andere politisch annehmbare Wege für die Sicherstellung einer Investitionstätigkeit zu finden, die ausreichen würde, die Arbeitslosigkeit zu absorbieren und die Wachstumsrate auf das in den sechziger Jahren erreichte Niveau anzuheben. Nach wie vor wird aber gerade dies weithin erwartet.

### III. INFLATION UND GELDPOLITIK

Die konjunkturelle Talfahrt hat in der Tat die Inflation in den industrialisierten Ländern — wenn auch mit einer ungewöhnlich langen Verzögerung — gebremst, und die erste Phase des Aufschwungs hat dazu beigetragen, die vorangegangenen Fortschritte im Kampf gegen die Geldentwertung zu festigen. Das Ausmaß des Erfolges ist jedoch bis jetzt von Land zu Land sehr unterschiedlich geblieben. Überdies besteht die Gefahr einer erneuten Verstärkung des Preisauftriebs, sollte die synchronisierte Erholung außer Kontrolle geraten. Es ist daher äußerst wichtig, daß die Geldpolitik dazu beiträgt, für ein auch weiterhin gemäßigtes Tempo des Aufschwungs zu sorgen, indem sie die Zunahme der monetären Größen knapp hält.

Während sich dies angesichts der umfangreichen öffentlichen Defizite als eine schwierige Aufgabe erweisen mag, ergibt sich aus der Statistik des letzten Jahres zumindest ein beruhigender Aspekt: in vielen Ländern blieb das Wachstum des Geldvolumens während der Rezession und des beginnenden Aufschwungs schwächer als in der vergleichbaren Phase des vorangegangenen Zyklus.

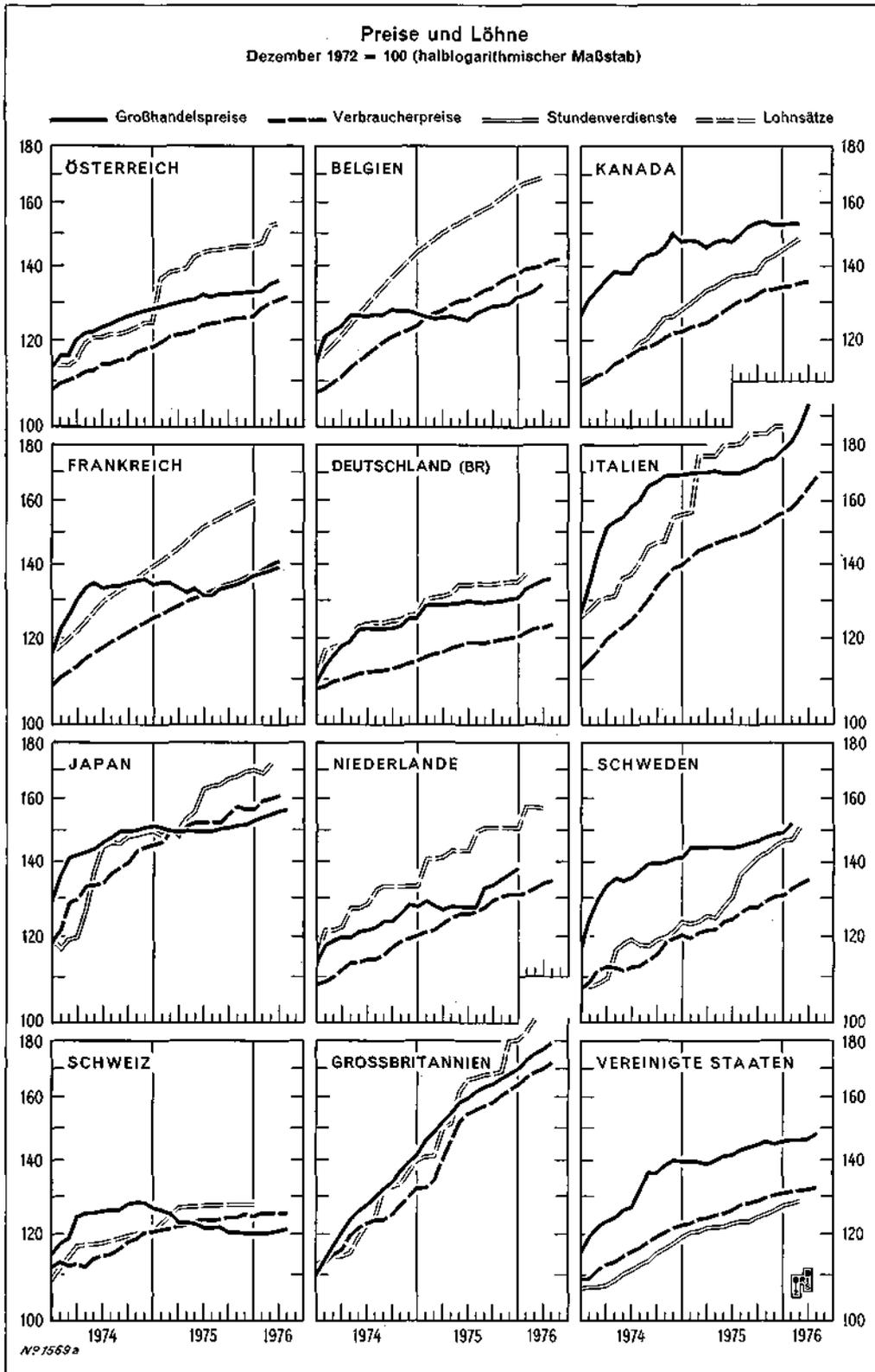
#### Die Preissteigerungen der letzten Jahre

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich nun seit etwa eineinhalb Jahren allmählich abgeschwächt, wobei allerdings einige Länder befriedigendere Ergebnisse erzielt haben als andere.

Es mag in Erinnerung gerufen werden, daß sich 1974 die Inflationsraten trotz der Ende 1973 beginnenden Rezessionsattacke außerordentlich beschleunigt hatten. Vor allem unter dem Einfluß der vorangegangenen starken Preiserhöhungen für Erdöl und Rohstoffe erreichte der Anstieg der Verbraucherpreise allgemein in den letzten Monaten von 1974 sein höchstes Niveau. Im Dezember lagen die Zwölfmonatsraten der Geldentwertung in den meisten Ländern zwischen 10 und 25 %. Nur in zwei Ländern — Deutschland und der Schweiz — hat sich der Preisanstieg während des Jahres 1974 tatsächlich abgeschwächt.

Die Großhandelspreise begannen unterdessen etwa im Sommer oder Frühherbst jenes Jahres langsamer zu steigen. Um die Jahreswende befanden sie sich endgültig auf einem stabileren Pfad, und in der ersten Jahreshälfte 1975 blieb der Preistrend in den meisten Ländern relativ flach. In einigen Staaten, so in den Benelux-Ländern, Frankreich und der Schweiz, gaben die Großhandelspreise während dieses Zeitraums sogar etwas nach. Von den größeren Ländern hatte nur Großbritannien einen fortgesetzten kräftigen Anstieg zu verzeichnen.

Der Aufwärtstrend der Verbraucherpreise, die dieser Entwicklung mit dem üblichen time-lag folgten, knickte etwa um den Jahreswechsel 1974/1975 ab. 1975 lag die Zuwachsrate in den meisten Ländern wesentlich niedriger als im vorangegangenen Jahr. So war es einer ansehnlichen Gruppe von Ländern — Dänemark, Deutschland,



Japan, Österreich, der Schweiz und den Vereinigten Staaten — gelungen, den Anstieg der Verbraucherpreise bis Dezember auf Jahresraten von  $3\frac{1}{2}$ - $7\frac{1}{2}$ % zu drücken. In einer Reihe anderer Staaten (Benelux, Frankreich, Italien, Kanada, Schweden) lag er bei 9-11%. Andererseits erhöhten sich die Verbraucherpreise in Großbritannien auf das ganze Jahr gesehen immer noch um fast 25%.

**Verbraucherpreise**

	Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand						
	1971	1972	1973	1974	1975		1976
	Dezember	Dezember	Dezember	Dezember	Juni	Dezember	letzter Monat
	Prozent						
Belgien . . . . .	5,6	6,4	7,3	15,7	12,5	11,0	9,7 <sup>1</sup>
Dänemark . . . . .	5,7	7,1	12,6	15,5	10,6	4,3	8,9 <sup>1</sup>
Deutschland (BR) . . . . .	5,8	6,5	7,8	5,9	6,4	5,4	5,2 <sup>1</sup>
Finnland . . . . .	8,6	7,1	14,1	16,9	18,1	18,1	16,7 <sup>2</sup>
Frankreich . . . . .	6,0	6,9	8,5	15,2	11,7	9,6	9,6 <sup>2</sup>
Großbritannien . . . . .	9,0	7,7	10,6	19,2	26,1	24,9	18,9 <sup>1</sup>
Italien . . . . .	4,7	7,4	12,5	24,5	19,0	11,2	13,9 <sup>2</sup>
Japan . . . . .	4,6	5,3	19,1	21,9	13,4	7,6	9,3 <sup>1</sup>
Kanada . . . . .	5,0	5,1	9,1	12,3	10,3	9,5	8,9 <sup>1</sup>
Niederlande . . . . .	8,4	7,9	8,2	10,9	10,3	9,1	9,8 <sup>1</sup>
Österreich . . . . .	4,9	7,6	7,8	9,7	8,3	6,8	7,7 <sup>1</sup>
Schweden . . . . .	7,1	6,2	7,5	11,6	10,6	8,9	11,1 <sup>2</sup>
Schweiz . . . . .	6,6	6,9	11,9	7,6	8,0	3,4	2,2 <sup>1</sup>
Spanien . . . . .	9,7	7,3	14,2	17,9	17,1	14,1	16,2 <sup>1</sup>
USA . . . . .	3,4	3,4	8,8	12,2	9,3	7,0	6,1 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> April.    <sup>2</sup> März.

In den ersten Monaten von 1976 ist die Entwicklung verhältnismäßig unterschiedlich verlaufen. Der Anstieg der Preise gegenüber dem jeweiligen Vorjahresniveau hat sich in Ländern wie Belgien, Kanada, der Schweiz und den Vereinigten Staaten weiter verlangsamt, und im Sechsmonatsvergleich würde das Bild noch besser aussehen. In Großbritannien z. B. verlangsamte sich der Preisanstieg auf Jahresrate hochgerechnet von Oktober bis April auf 15,4%, was verglichen mit den Ergebnissen des Jahres 1975 eine bemerkenswerte Verbesserung darstellt. Andererseits scheint sich der Verbraucherpreisauftrieb in mehreren Ländern neuerdings wieder verstärkt zu haben. Diese Preiserhöhungen dürften bis zu einem gewissen Grad die ersten Wirkungen des erneuten Anstiegs der Großhandelspreise widerspiegeln, der in vielen Ländern seit dem Sommer 1975 in Gang gekommen ist.

Nichtsdestoweniger ergeben sich aus dem allgemeinen Bild der Preisbewegungen seit den ersten Monaten von 1975 zwei auf der Hand liegende Schlußfolgerungen. Erstens haben die westlichen Industrieländer eine allgemeine Verlangsamung der Preisinflation erlebt. Zweitens schwankt das Ausmaß des erreichten Erfolges von Land zu Land sehr stark. Wie können diese Entwicklungen erklärt werden?

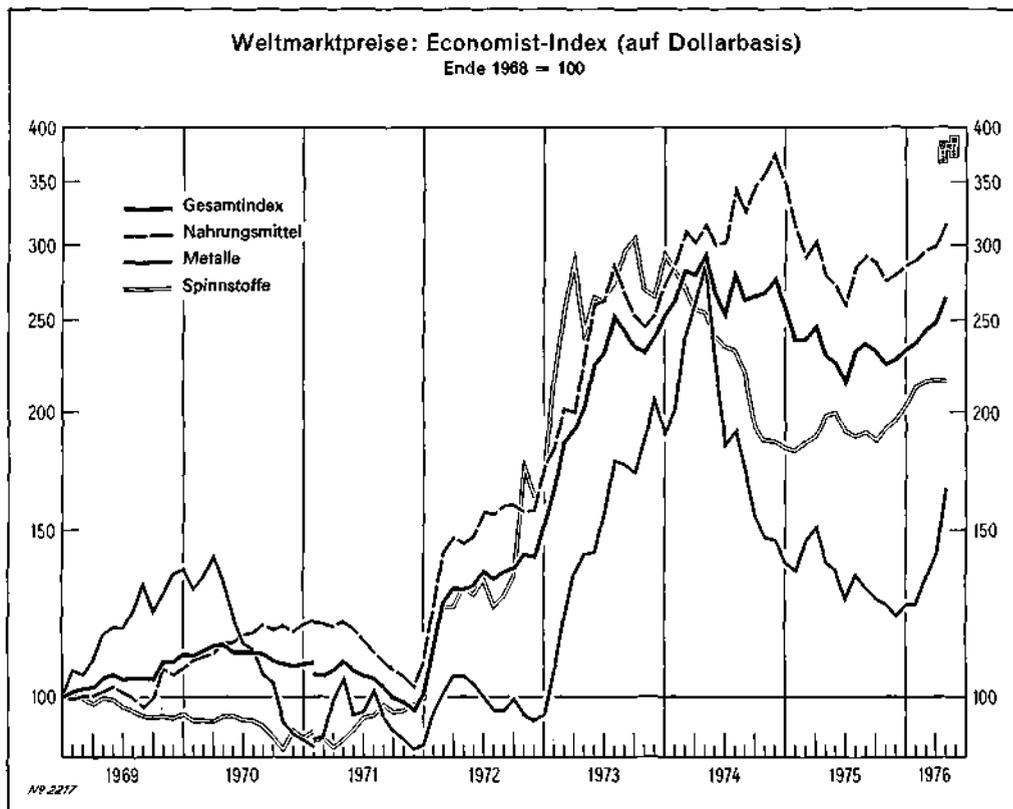
**Bestimmungsgründe für die Verlangsamung der Inflation**

Der wichtigste Einzelfaktor, der zur Verlangsamung der Inflation beitrug, war die weltweite Rezession selbst. Ihr Einfluß war einmal indirekt fühlbar, nämlich durch die Abwärtsbewegung der Weltmarktpreise für Rohstoffe, und zum anderen unmittelbar

durch die Abschwächung der Nachfrage am Arbeitsmarkt und auf den Warenmärkten. Allerdings reagierten die Preise der Endprodukte auf den Nachfragerückgang erst relativ spät, was allgemein auf die Stoßkraft der Inflation selbst und speziell auf den Zeitraum zurückzuführen ist, den die vorangegangene Erhöhung der Öl- und Rohstoffpreise brauchte, um ihre Wirkung auf das gesamte Preissystem zu entfalten.

*Internationale Rohstoffpreise.* Der Hauptfaktor für das Nachlassen des Inflationsdrucks im letzten Jahr war der Rückgang der Rohstoffpreise auf den Weltmärkten. Gemäß dem Economist-Index (dessen Preise in Dollar angegeben sind) begannen sie im Durchschnitt im Frühjahr 1974 zu sinken, wobei sich die Abnahme bis ungefähr Mitte 1975 in unregelmäßigen Sprüngen fortsetzte. Innerhalb des Gesamtindex gaben zuerst die Preise für Spinnstoffe nach, gefolgt von einem scharfen Einbruch bei den Metallpreisen im April, während die Nahrungsmittelpreise weiterhin kräftig stiegen, bis sie dann gegen Ende 1974 ebenfalls zurückgingen. Diese Preissenkungen schlugen sehr schnell — wenn auch mit unterschiedlichem Tempo — auf die Großhandelspreise der einzelnen Länder durch (siehe Graphik S. 24). Mitte 1975 war der Economist-Index noch rund 2,2mal (im April 1974: fast dreimal) so hoch wie Ende 1971.

Der Rohölpreis, der nicht im Preisindex für Rohstoffe enthalten ist, ging bis zum Spätsommer 1975 etwas zurück, was auf der Nachfrageschwäche und auf den Bemühungen einiger erdölproduzierender Länder beruhte, einen größeren Marktanteil



zu gewinnen. Im September beschlossen die OPEC-Länder jedoch eine neue Erhöhung ihrer Basis-Abgabepreise um 10%, die bis zur Jahresmitte 1976 in Kraft bleiben soll. Seit damals haben die effektiven Marktpreise mit der weltwirtschaftlichen Erholung angezogen.

Seit dem letzten Sommer ist der allgemeine Rohstoffpreisindex wieder gestiegen, zunächst wegen der Entwicklung bei den Nahrungsmitteln, später aber auch bei Spinnstoffen und Metallen. Im Frühjahr 1976 hatte der Index wieder das über 2,6fache seines Niveaus vom Dezember 1971 erreicht, womit rund die Hälfte seiner während der Rezession verzeichneten Abnahme wettgemacht war. Der Anstoß zu diesen Veränderungen kam hauptsächlich vom erneuten Konjunkturaufschwung; allerdings wurden die Nahrungsmittelpreise auch durch Sonderfaktoren in die Höhe getrieben, so durch eine weitere schlechte Getreideernte in der Sowjetunion und die Verringerung des Kaffeeangebots nach schweren Frostschäden in Brasilien.

*Nominallöhne, Lohnkosten je Produkteinheit und Gewinnspannen.* Ebenso wie der Rückgang der Weltrohstoffpreise zu einer Verlangsamung der inländischen Inflation führte, zeitigte der günstigere Trend der Verbraucherpreise einen mäßigenden Einfluß auf den Anstieg der Nominallöhne. Darüber hinaus hatte die Abschwächung der inländischen Nachfrage aufgrund ihrer direkten Einwirkungen auf den Arbeitsmarkt und die Warenmärkte ein gewisses Nachlassen des Lohndrucks zur Folge, verursachte gleichzeitig freilich auch eine wesentliche Auszehrung der Gewinnspannen.

Löhne in der Industrie<sup>1</sup>

	Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand						
	1971	1972	1973	1974	1975		1976
	Dezember	Dezember	Dezember	Dezember	Juni	Dezember	letzter Monat
	Prozent						
Belgien . . . . .	12,6	15,0	16,3	24,1	19,6	18,0	12,3 <sup>2</sup>
Dänemark . . . . .	13,9	11,3	24,7	22,4	20,2	14,7	.
Deutschland (BR) . . . . .	5,6	9,3	7,5	15,0	9,8	8,0	4,2 <sup>3</sup>
Finnland . . . . .	19,2	11,4	19,2	24,6	23,5	18,9	.
Frankreich . . . . .	10,7	12,2	15,9	20,3	17,2	14,8	.
Großbritannien . . . . .	9,0	14,0	14,7	26,7	24,3	20,7	19,3 <sup>4</sup>
Italien . . . . .	10,8	12,1	25,4	24,1	31,1	20,3	.
Japan . . . . .	13,8	16,9	19,1	25,6	12,9	13,8	14,6 <sup>4</sup>
Kanada . . . . .	8,6	8,2	9,5	16,6	17,7	13,2	13,3 <sup>3</sup>
Niederlande . . . . .	15,0 <sup>2</sup>	10,7 <sup>4</sup>	14,2 <sup>2</sup>	16,6 <sup>4</sup>	13,4 <sup>4</sup>	13,9 <sup>4</sup>	13,5 <sup>3</sup>
Österreich . . . . .	12,5	7,2	12,0	15,3	15,8	10,4	.
Schweden . . . . .	10,6	11,3	8,6	13,7	9,1	18,7	22,7 <sup>4</sup>
Schweiz . . . . .	8,9	8,5	9,2	10,7	8,3	5,8	.
Spanien . . . . .	12,1	19,8	24,7	31,4	24,5	26,2 <sup>5</sup>	.
USA . . . . .	6,0	6,5	6,6	11,7	10,2	7,1	6,6 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Monats-, Wochen- oder Stundenverdienste; kursiv gesetzte Zahlen: Tariflöhne      <sup>2</sup> März.      <sup>3</sup> Januar.  
<sup>4</sup> Februar.      <sup>5</sup> Oktober.      <sup>6</sup> Juli.

Die Reaktion der Nominallöhne war von Land zu Land sehr unterschiedlich. In einigen Ländern verringerte sich die Zuwachsrates deutlich. Dies war besonders in Deutschland, der Schweiz und den Vereinigten Staaten der Fall, wo die Effektiv- bzw.

Tarifflöhne 1975 nur um 6–8% stiegen, ebenfalls in Japan, wo das Wachstum der Einkommen nur halb so groß war wie 1974. Einer weiteren Gruppe von Ländern, die Belgien, Dänemark, Frankreich, Kanada und die Niederlande einschließt, gelang es, die Lohninflation nicht unbeträchtlich zu vermindern, jedoch blieben die Zuwachsraten mit 13–18% hoch. In wieder anderen Ländern — Finnland, Italien, Spanien und Großbritannien — reichte die Zunahme der Nominallöhne von fast 20 bis zu rund 25%.

Gemessen an den Lohnkosten je Produkteinheit waren die Unterschiede in der Lohnentwicklung noch größer. In den Vereinigten Staaten und Deutschland blieben die Kosten je Produkteinheit in der verarbeitenden Industrie 1975 praktisch stabil, während sie in Japan um 6% zunahmen, allerdings verglichen mit einem Anstieg um fast 35% 1974. In allen drei Fällen, besonders aber in den Vereinigten Staaten, spiegeln diese Ergebnisse bereits Fortschritte in der Erzeugung je Arbeitsstunde im Rahmen des beginnenden Aufschwungs wider. In den meisten anderen Ländern jedoch lag der Anstieg der Lohnkosten je Produkteinheit im letzten Jahr bei nicht weniger als 15–25%, in manchen Fällen sogar noch höher. Diese Zunahmen beruhen teilweise auf der niedrigen Kapazitätsauslastung sowie auf der Tatsache, daß Arbeitskräfte gehortet wurden.

In vielen Fällen blieb jedoch die beunruhigende Tatsache bestehen, daß die Zuwachsrate der Löhne in keinem angemessenen Verhältnis zu den effektiven oder potentiellen Produktivitätsfortschritten stand. In vielen Ländern, besonders in Westeuropa, waren die Löhne durch Indexbindungen eng mit der Entwicklung der Verbraucherpreise verknüpft worden; dies hatte vor allem die Wirkung, daß eine schnelle Inflationsdämpfung schwerer zu erreichen war. Diese Indexbindungen sind in einigen Ländern (z. B. den Benelux-Staaten und Italien) stärker institutionalisiert als in anderen, und sie haben es praktisch unmöglich gemacht, die Realeinkommen grundsätzlich so anzupassen, wie es aufgrund der Terms-of-trade-Verluste durch die höheren Erdöl- und Rohstoffpreise angemessen gewesen wäre.

Unter diesen Umständen hat eine Reihe von Ländern neue einkommenspolitische Initiativen ergriffen. In jedem dieser Fälle war es das Ziel, die aufwärtsgerichtete Lohn-Preis-Spirale zu unterbrechen.

In Großbritannien trug die Einwilligung der Gewerkschaften in ein Programm zur freiwilligen Beschränkung von Lohnerhöhungen wesentlich zur Dämpfung der Inflation bei. Im Rahmen dieser Vereinbarungen wurde die Erhöhung des Wochenlohns ab August 1975 für ein Jahr auf £6 begrenzt; für Jahreseinkommen über £8 500 wurden überhaupt keine Anhebungen bewilligt. Diese Begrenzung kam einer jährlichen Erhöhung um durchschnittlich 12% gleich. Die Übereinkunft folgte einer Zwölfmonatsperiode, in der die Tariflöhne um fast 35% gestiegen waren. In seinem Budget vom April 1976 bot der Schatzkanzler ein Bündel von Steuererleichterungen an, das er an die Einwilligung der Gewerkschaften in eine neue Leitlinie für das Wachstum der Löhne in einem einjährigen Zeitraum ab Anfang August 1976 knüpfte. In der anschließenden Vereinbarung wurde für die Wochentariflöhne eine Erhöhung um maximal 5% vorgesehen, mit einer Begrenzung auf £4 nach oben und £2,50 nach unten. Diese Vereinbarung sollte den durchschnittlichen Anstieg der Effektivverdienste während des Jahres bei rund 6% halten, und auf dieser Basis waren die Steuererleichterungen in vollem Umfang zu gewähren.

In Kanada veranlaßte eine stark belastete Arbeitsmarktsituation die Regierung im Oktober 1975 zu einem umfassenden Preisstabilisierungsprogramm mit für die meisten Gruppen obligatorischen Preis- und Einkommensleitlinien. Dadurch soll der Preisanstieg von 10% bei der Einführung der Maßnahmen im Laufe von drei Jahren auf rund 4% zurückgeführt werden.

In einigen Ländern schienen Fortschritte in der Bekämpfung der Inflation von der Änderung oder zeitweiligen Aufhebung der Indexbindungen abzuhängen. In den Niederlanden, wo die Preissteigerungen 1975 fast ebenso hoch wie 1974 waren, froh die Regierung alle Tarifvereinbarungen für sechs Monate ab Dezember 1975 ein; allerdings war hiervon nicht die halbjährliche automatische Lohnanpassung von Anfang 1976 erfaßt. In Belgien, wo das gegenwärtig geltende Indexierungssystem sowohl den öffentlichen wie den privaten Sektor umfaßt und häufige Anpassungen erfordert, wurde beschlossen, für Löhne oberhalb eines bestimmten Betrags die Verknüpfung mit den Preisen eine Zeitlang zu beseitigen. In Italien wurde allerdings die vereinbarte Gleitkala als Ergebnis einer zu Jahresbeginn 1975 erreichten neuen Übereinkunft zwischen Gewerkschaften und Arbeitgebern noch reagibler auf Preiserhöhungen gemacht. Seit dieser Zeit haben sich angesichts des Sturzes der Lira und des Wiederaufflammens der inflationären Tendenzen die Stimmen vermehrt, die für eine Modifizierung der Indexbindung eintreten.

#### **Prioritäten der Wirtschaftspolitik und die Wechselwirkung zwischen Inflation und Devisenkursen**

Die Inflation folgte in den industrialisierten Ländern ganz verschiedenen Pfaden. Auf einige Gründe für diese Abweichungen wurde weiter oben hingewiesen; im wesentlichen hingen sie jedoch davon ab, welche Prioritäten die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern gesetzt hat und auf welche Weise die angestrebten politischen Ziele über ihren direkten Wechselkurseffekt auf die Inflationsrate selbst zurückwirkten.

Vor gerade zwei Jahren standen alle Industrieländer, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, grundsätzlich vor dem gleichen Problem, wie sie nämlich die Auswirkungen der enormen Preissteigerungen für Erdöl und Rohstoffe verkraften könnten. Die unterschiedliche Reaktion kam vor allem darin zum Ausdruck, ob sie sich für die Inflationsbekämpfung — und damit gegen die Stützung der Konjunktur — oder für die Hinnahme höherer Leistungsbilanzdefizite entschieden.

Drei große Länder — Deutschland, Japan und die Vereinigten Staaten — waren die ersten, die einen klaren Kurs zur Eindämmung der Geldentwertung verfolgten. Ein weiteres Land, das sich der Inflation hartnäckig widersetzte, war die Schweiz.

Am anderen Ende der Skala rangierten verschiedene Länder, die einen relativ hohen Beschäftigungsstand aufrechtzuerhalten suchten. Diese Gruppe umfaßte Großbritannien, Kanada, Norwegen und Schweden, die damals alle damit rechnen konnten, ohne große Schwierigkeiten Kredite aus dem Ausland zu erhalten.

Die übrigen Länder befanden sich irgendwo zwischen diesen Positionen. In einigen Fällen, so in Belgien, Frankreich und Dänemark, bedingte der Wechselkursverbund eine gewisse monetäre Disziplin. In verschiedenen Ländern, so in Dänemark,

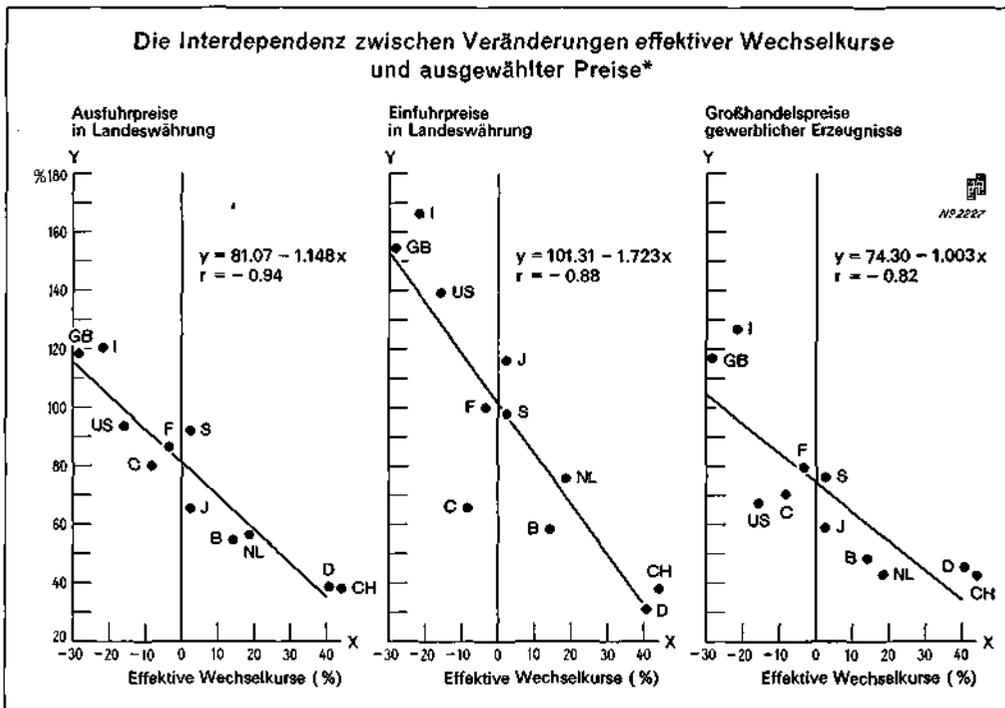
Frankreich, Italien und Spanien, erschwerte es der große Umfang der erdölbedingten Defizite, unmittelbar eine ausgeglichene Leistungsbilanz anzustreben; hier mußten daher binnenwirtschaftliche Beschränkungen mit Kreditaufnahmen im Ausland verbunden werden.

Die sich aus den verschiedenen Erfahrungen ergebende wichtigste Schlußfolgerung scheint ziemlich klar auf der Hand zu liegen. Einerseits gelang es denjenigen Ländern, die unverzüglich, energisch und beharrlich gegen die Inflation ankämpften, bemerkenswert gut, diese wieder besser in den Griff zu bekommen. Außerdem konnten sie sich dabei im wesentlichen auf marktkonforme Mittel stützen. Auf der anderen Seite fanden sich diejenigen Länder, die der Produktion und Beschäftigung ein größeres Gewicht beigemessen hatten, selbst nach zwei Jahren mit anscheinend unlösbaren Problemen der Lohn-Preis-Inflation konfrontiert, zugleich aber auch mit den meisten Übeln der Rezession. In verschiedenen Fällen erschien daher die Zuflucht zur Einkommenspolitik, oft als Ergänzung zur Geld- und Finanzpolitik, bald als der einzige befriedigende Weg, aus der Inflationsspirale auszubrechen.

Ein zweiter wesentlicher Grund für die unterschiedliche Heftigkeit der Inflation liegt in der Wirkungsweise des Systems flexibler Wechselkurse.

Seit einigen Jahren ist nunmehr das Abschneiden der einzelnen Länder hinsichtlich der Preis- und Lohnentwicklung eng mit der relativen Bewegung ihrer Wechselkurse verbunden. Einer Auffassung zufolge impliziert die bei flexiblen Wechselkursen größere Autonomie der Geldpolitik, daß die Entwicklung des Außenwerts der Währung rein passiv das Ergebnis der Inflationsrate darstellt, für die sich ein Land im Verhältnis zu den Preissteigerungsraten anderer Länder „entscheidet“. Obwohl daran sicher etwas Wahres ist, zeigt doch die Erfahrung, daß die Beziehungen zwischen Inflation und flexiblen Wechselkursen sehr viel komplexer sind. Die Kausalbeziehungen wirken in beiden Richtungen und tendieren oft dazu, sich selbst zu verstärken. Dies beruht auf der Tatsache, daß die Wechselkursbewegungen häufig die Folge von Veränderungen bei Faktoren wie Vertrauen, Erwartungen und dem Zusammenspiel von Geld- und Finanzpolitik sind. Daher können sie durch ihre Wirkung auf die Import- und Exportpreise einen unabhängigen Einfluß auf den Anstieg der inländischen Preise und Löhne ausüben. Dieser Einfluß ist besonders stark in offenen Volkswirtschaften mit einem großen Gewicht des Außenhandels sowie in Ländern, in denen die Löhne unmittelbar auf Änderungen des Verbraucherpreisniveaus reagieren.

Unter einem anderen Aspekt läßt sich somit sagen, daß von energischen Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation nicht nur direkte Wirkungen auf die inländischen Preise und Löhne, sondern auch indirekte über den Wechselkurs zu erwarten sind. Die wirtschaftspolitischen Aktionen für sich genommen können zusammen mit den Erwartungen, die sie auslösen, den Wechselkurs mehr festigen, als sich unmittelbar aus den Kaufkraftparitäten ergibt. Auf diese Weise verstärkt eine Währungsaufwertung durch Verbilligung der Importe und Druck auf die Exportgewinne die direkten Wirkungen der Stabilisierungsbemühungen und trägt zu ihrem Erfolg bei. Wenn die heimischen Preissteigerungen andererseits den Außenwert der Währung sinken lassen, wird dies eher die Inflation noch nähren — und ein solcher Circulus vitiosus kann dann nur mit drastischen politischen Maßnahmen durchbrochen werden.



\* Kumulative prozentuale Veränderungen 1968-1975.  
 B = Belgien, D = Deutschland, F = Frankreich, GB = Großbritannien, I = Italien, J = Japan, C = Kanada, NL = Niederlande, S = Schweden, CH = Schweiz, US = Vereinigte Staaten.

Daß ein starkes Abhängigkeitsverhältnis zwischen Wechselkursen und Binneninflation existiert, ist vielleicht a priori genügend klar. Dieses Problem wird ausführlicher in Kapitel VII erörtert; an dieser Stelle gibt die obenstehende Graphik eine zusammenfassende Übersicht über die wechselseitige Beziehung zwischen prozentualer Veränderung der effektiven Wechselkurse und der Preise (für den Zeitraum 1968-1975) in einer Reihe von Ländern. Sie zeigt z. B., daß in jenen Ländern, die eine beträchtliche Abwertung erlebt haben — Italien und Großbritannien —, die prozentuale Zunahme der Importpreise in Landeswährung rund fünfmal so hoch und der Anstieg der Großhandels- sowie der Exportpreise in Landeswährung rund 2½-3mal so groß war wie in Deutschland und der Schweiz, die beachtliche Aufwertungen verzeichneten.

### Das künftige Problem

Da sich die meisten Volkswirtschaften noch immer weit unterhalb der vollen Kapazitätsauslastung bewegen, besteht für den vor uns liegenden Teil des Jahres Hoffnung auf eine weitere Abschwächung des Lohnkosten- und Preisdrucks. Sobald der Aufschwung an Tempo gewinnt, könnte diese Abschwächung noch deutlicher werden, da ein Produktivitätsfortschritt die Lohnstückkosten der Erzeugung reduzieren würde. Selbstverständlich ist es ganz normal — und sogar wünschenswert —, wenn die Unternehmen angesichts der stark geschmälernten Rentabilität versuchen, ihre Gewinnspannen auf ein befriedigendes Niveau anzuheben. Im jetzigen Stadium wird daher der Preistrend noch mehr als sonst davon abhängen, wie stark die Stückkosten der Produktion begrenzt werden können.

Soweit es die Nominallöhne betrifft, ist die jüngste Entwicklung in einigen Ländern im großen und ganzen ermutigend. In Deutschland hat die neue Lohnrunde Anhebungen um etwa  $5\frac{1}{2}$ –6% gebracht. In den Vereinigten Staaten, wo die Liste der neuen Lohnverhandlungen lang ist, haben sich die Abschlüsse bisher bei etwa 9–10% bewegt, während die Produktivität in jüngster Zeit beträchtlich gewachsen ist. In Kanada hat die neue Einkommenspolitik der Regierung offensichtlich dazu beigetragen, den Lohnanstieg zu mäßigen, obwohl sich die nach den Leitlinien zugestandenen Ausnahmen als problematisch erweisen. In der Frühjahrsrunde der Lohnverhandlungen in Japan wurden die 1975 gegenüber dem Vorjahr erzielten bemerkenswerten Erfolge bei der Dämpfung der Lohnexpansion weiter konsolidiert. Besonders ermutigend ist schließlich, daß die Gewerkschaften in Großbritannien eine Verschärfung der allgemeinen Leitlinien für die Zunahme der Löhne und Gehälter für ein weiteres Jahr ab August akzeptiert haben; allerdings kann die Konstruktion der neuen Lohnformel zu weiteren Verzerrungen der Lohnstruktur führen.

In einer Reihe von Ländern sind jedoch Fortschritte an der Lohnfront weniger sichtbar gewesen. In Italien beispielsweise, wo Verhandlungen über neue Dreijahresverträge laufen, haben sich die Gewerkschaften nicht nur mit äußerster Härte gegen jede Änderung der Indexbindung an die Lebenshaltungskosten gestellt, sondern zugleich eine wesentliche Anhebung der Reallöhne gefordert.

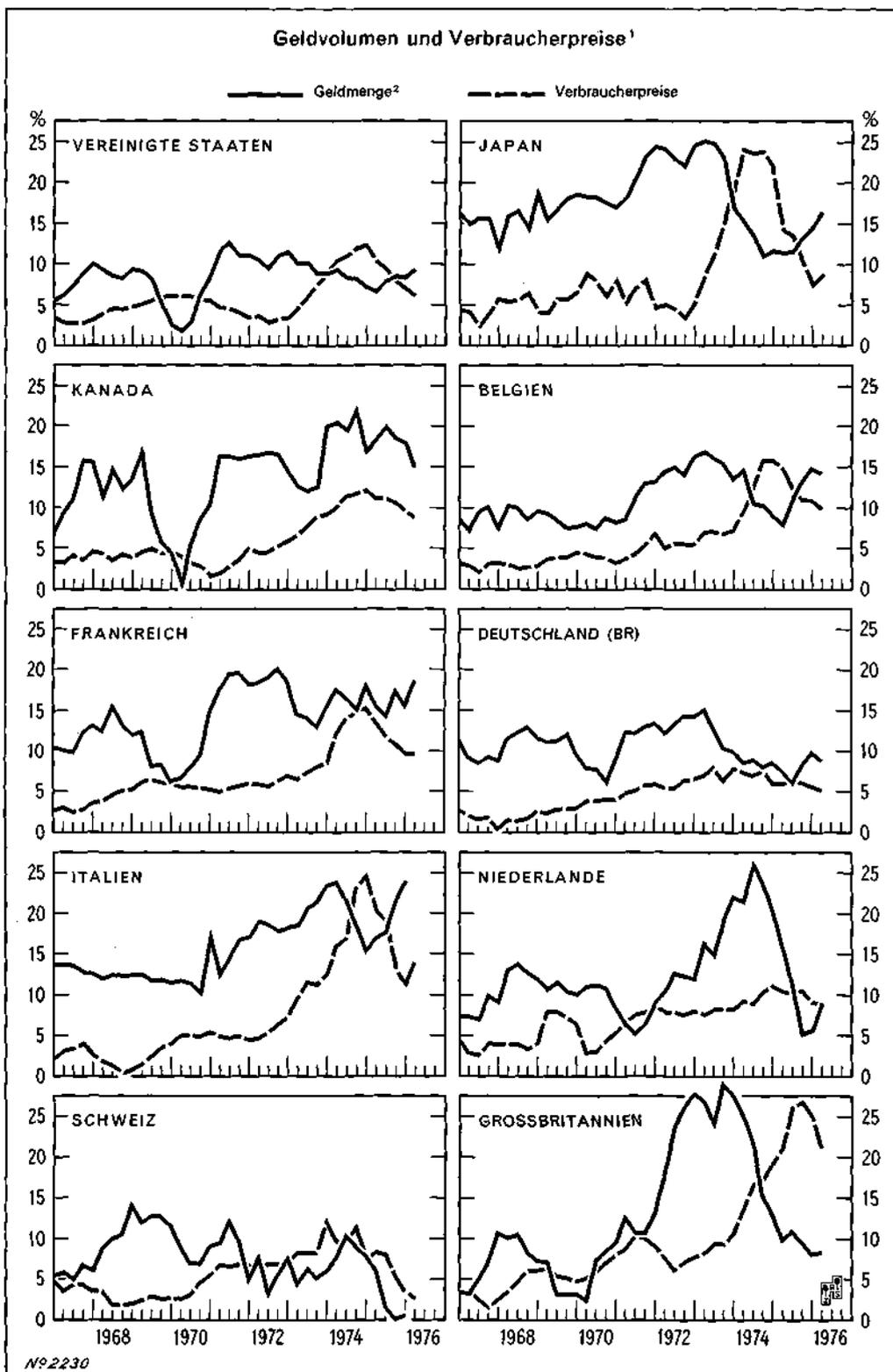
Grundsätzlich jedoch geht die größte unmittelbare Gefahr eines Wiederaufflammens der Inflation von der Entwicklung auf den Weltrohstoffmärkten aus. Seit dem letzten Sommer, als der Aufschwung Konturen gewann und immer mehr Länder erfaßte, ziehen die internationalen Rohstoffpreise wieder an. Dieser steigende Preistrend wirkt sich bereits deutlich auf die Großhandelspreise aus, und er könnte schon bald auch zunehmend in den Verbraucherpreisen an die Oberfläche kommen. Dann wäre es nur noch eine Frage der Zeit, bis die Löhne erfaßt werden.

Wie sind nun die Aussichten einzuschätzen, daß sich die Entwicklung tatsächlich in solchen Bahnen bewegt? Dies wird sehr weitgehend davon abhängen, wie ausgeprägt der Aufschwung in den einzelnen Ländern verläuft und wie er zwischen ihnen synchronisiert ist. Wie in Kapitel I dargelegt wurde, hat sich die konjunkturelle Erholung bereits als stärker und umfassender erwiesen, als früher erwartet worden war. Die Gefahr einer Wiederkehr des gleichzeitigen Booms der Jahre 1972–1973 mit rapide wachsenden Weltmarktpreisen kann nicht von der Hand gewiesen werden.

Kurz gesagt, besteht gegenwärtig für die Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder in jeder Hinsicht Veranlassung, die Gesamtnachfrage an straffen Zügeln zu führen. Nur wenn sichergestellt ist, daß die Volkswirtschaften mit maßvollem Tempo wachsen, wobei die gegenseitige Belebung durch den internationalen Warenaustausch gebührend berücksichtigt wird, kann ein Wiederaufflammen der Inflation vermieden und genügend Spielraum für eine langfristige starke Investitionstätigkeit geschaffen werden.

### **Die Rolle der Geldpolitik**

Die zuständigen Stellen in den einzelnen Ländern haben sich angesichts der vor ihnen liegenden Probleme bemüht, herauszufinden, wie die Irrtümer der Jahre 1972–1973 vermieden und auch im weiteren konjunkturellen Aufschwung Erfolge bei der



<sup>1</sup> Veränderungen im Zwölfmonatsabstand; Quartalswerte.

<sup>2</sup> M2; für Deutschland und Großbritannien M3.

Eindämmung der Inflation erzielt werden können. In diesem Zusammenhang geht man vielfach davon aus, daß die Orientierung an einem monetären Wachstum, das stetiger als in der Vergangenheit verläuft, zu diesem Ziel beitragen könnte.

Die „Wiederentdeckung“ des Geldes ist kein Phänomen aus jüngster Vergangenheit. Nichtsdestoweniger hat das letzte Jahrzehnt weiteres eindrucksvolles Anschauungsmaterial für eine langfristige enge Beziehung zwischen monetärer Expansion und Preissteigerungen geliefert, sowohl weltweit wie auch im nationalen Bereich. Wie die vorstehende Graphik zeigt, ging dem verschärften Tempo der Preissteigerungen in den Jahren 1972–1974 eine wesentliche Beschleunigung des monetären Wachstums voraus. Mehr noch, dieses schnellere Voranschreiten des monetären Wachstums war bereits in der Rezession von 1970–1971 in Gang gekommen. Im Lichte dieser Erfahrungen konzentrierte sich die Aufmerksamkeit zunehmend auf die „monetären Gesamtgrößen“ — vor allem die Geldbasis, das Geldvolumen (in seinen verschiedenen Abgrenzungen) sowie die Bankkredite — und ihre Beziehungen zur Endnachfrage.

Es ist ermutigend zu sehen, daß die Wachstumsraten des Geldvolumens während der Rezession und des beginnenden Aufschwungs nicht ebensostark wie im vorangegangenen Zyklus gestiegen sind. Es gibt selbstverständlich mehrere Möglichkeiten, den Grad der Liquiditätsversorgung zu messen und zwischen beiden Phasen zu vergleichen. Da im zweiten Zyklus die konjunkturelle Talfahrt sehr viel steiler war und die Preise wesentlich schneller stiegen, scheint es nützlich zu sein, zwei Vergleiche anzustellen: einmal zwischen den kumulativen realen Veränderungen der Geldversorgung in den beiden Zeiträumen und zum anderen zwischen diesen und der Veränderung des realen BSP. Damit können einige Erkenntnisse darüber gewonnen werden, wie die reale Liquidität in der betreffenden Konjunkturphase im Vergleich zu ihrem Anstieg in der gleichen Phase des vorangegangenen Zyklus *gewachsen* ist; dieser Vergleich sagt aber selbstverständlich nichts darüber aus, ob die Liquiditätsversorgung zu einem bestimmten Zeitpunkt angemessen (oder zu reichlich) war.

Das reale Wachstum des Geldvolumens war — wie die Tabelle zeigt — in allen größeren Ländern von Mitte 1973 bis Ende 1975 sehr viel maßvoller als in der

Vergleich des «realen» monetären Wachstums in zwei Phasen der Rezession und des beginnenden Aufschwungs

	Kumulative Veränderung			
	Juni 1969 — Dezember 1971		Juni 1973 — Dezember 1975	
	Reales Geldvolumen <sup>1</sup>	Reales BSP	Reales Geldvolumen <sup>1</sup>	Reales BSP
	Prozent			
Deutschland (BR) . . . . .	15,0	10,3	7,9	— 0,3
Frankreich . . . . .	19,5	14,9	11,2	— 0,4
Großbritannien . . . . .	5,4	4,9	— 11,5	— 1,3
Italien . . . . .	28,5	4,4 <sup>2</sup>	13,2	— 7,2 <sup>2</sup>
Japan . . . . .	39,4	22,7	— 3,5	1,8
USA . . . . .	10,2	3,8	— 1,6	— 1,0

<sup>1</sup> Bereinigt um entsprechende Veränderungen der Verbraucherpreise. M3 in Deutschland, Großbritannien und USA; M2 in den anderen Ländern. <sup>2</sup> Industrielle Produktion.

ungefähr entsprechenden Phase des vorangegangenen Konjunkturzyklus. Zwischen den einzelnen Ländern bestanden jedoch einige ziemlich ausgeprägte Unterschiede. In Großbritannien, Japan und den USA ergab sich sogar eine reale monetäre Kontraktion; hier entwickelte sich das Geldvolumen schwächer als das reale BSP. Umgekehrt kam es in Deutschland, Frankreich und Italien zu einem monetären Wachstum, das deutlich über die Bewegung des realen BSP hinausging. Im ganzen gesehen scheint die günstigere Entwicklung in der gegenwärtigen Konjunkturphase der Tatsache zuzuschreiben zu sein, daß den monetären Größen mehr Aufmerksamkeit gewidmet wurde. Eine Rolle kann auch der starke Rückgang der Nachfrage des privaten Sektors nach Bankkrediten gespielt haben, der eine Verlangsamung des monetären Wachstums sehr erleichtert hat.

*Die Praxis der Aufstellung monetärer Zielgrößen.* Die Währungsbehörden sind sich zwar im wesentlichen über die langfristigen inflationären Folgen einer übermäßigen Geldexpansion einig, unterscheiden sich aber sehr in ihren Auffassungen zur Geldmengenpolitik und selbst im Ausmaß ihrer konkreten Geldmengensteuerung.

Bis jetzt sind nur wenige Zentralbanken dazu übergegangen, Normen in Form von Zielen oder Orientierungsdaten für das Wachstum monetärer Gesamtgrößen zu setzen. Zwischen ihnen bestehen erhebliche Unterschiede bezüglich der Art der gewählten Normen, deren Zweck und der Flexibilität ihrer Handhabung. Gemeinsam ist einigen Ländern die Auffassung, daß eine Kenntnis dieser Normen (besonders, wenn sie restriktiver Natur sind) in der Öffentlichkeit inflationäre Erwartungen dämpft.

In den Vereinigten Staaten arbeitet der Federal Reserve Board seit 1970 mit monetären Zielen, doch erst seit Frühjahr 1975 veröffentlicht er sie auch. Es werden mehrere Gesamtgrößen beachtet, und das Ziel für jede Gesamtgröße gibt den zulässigen Wachstumsspielraum für das kommende Jahr an. Da die Ziele vierteljährlich neu gesetzt werden und der zulässige Wachstumsspielraum recht groß ist, können die Behörden ziemlich flexibel vorgehen.

In der Schweiz hatten die Behörden ein Wachstumsziel von 6% für die Zentralbankgeldmenge im Jahr 1975 festgesetzt. Dies erwies sich als mehr als ausreichend, da das BSP nominal geringfügig und real um 7% abnahm. Derselbe Wert wurde für 1976 beibehalten, wird aber überprüft werden, sollte die wirtschaftliche Erholung stärker als erwartet ausfallen.

Die Deutsche Bundesbank arbeitet ebenfalls mit einem monetären Wachstumsziel. Seine Zwecke scheinen allgemeiner konzipiert zu sein als in den Vereinigten Staaten und der Schweiz. Das Ziel wird als jährliche Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge ausgedrückt (Bargeldumlauf und Mindestreserve-Soll der Kreditinstitute bereinigt um Änderungen der Reservesätze), die, wie sich gezeigt hat, der Entwicklung von  $M_3$  weitgehend entspricht ( $M_3$  enthält neben  $M_2$  auch die Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist). Für 1976 wurde wiederum ein Wert von 8% festgesetzt, nunmehr jedoch als Zunahme im Jahresdurchschnitt 1976 gegenüber dem Jahresdurchschnitt 1975 definiert. Da der für 1975 festgesetzte Wert von 8% Wachstum im Jahresverlauf überschritten wurde, was durch die Entwicklung gegen Jahresende bedingt war, beinhaltet die neue Zielgröße einen tatsächlichen Rückgang der Wachstumsrate im Jahresverlauf. Mit der Bekanntgabe dieses Geldmengenziels verband die Bundesbank die Hoffnung, daß Unternehmen und Gewerkschaften

„bemüht sein werden, diesen monetären Rahmen möglichst im Sinne einer Ausweitung der Produktion und der Beschäftigung und nicht für Preis- und Kostenerhöhungen zu nutzen“.

Auch in Kanada widmete die Zentralbank den monetären Gesamtgrößen vermehrt Aufmerksamkeit, mit Schwerpunkt auf  $M_1$ . Erst im Oktober vergangenen Jahres wurden Ziele bekanntgegeben, als die Bank von Kanada erklärte, daß der Trend der Geldausweitung in den Grenzen von 10–15% pro Jahr gehalten werden solle. Als im Februar 1976 deutlich wurde, daß das Wachstum von  $M_1$  über der Obergrenze lag, wurde die Geldpolitik verschärft. Darüber hinaus wurde erklärt, daß die Wachstumsrate schrittweise herabgesetzt werden müsse, wenn sie mit dem im Wirtschaftsprogramm der Regierung implizierten Rückgang der Inflation zu vereinbaren sein solle.

Die Bank von Italien bedient sich schon seit langem der „monetären Basis“, mußte jedoch in letzter Zeit auch Gewicht auf ein System zur Begrenzung der gesamten Kreditzunahme legen. Im November letzten Jahres wurde die inländische Kreditgewährung für 1976, in ihrem Rahmen ferner die Kreditfinanzierung des staatlichen Haushaltsdefizits und hierbei wiederum der Direktkredit der Bank von Italien an das Schatzamt begrenzt.

In anderen Ländern scheinen die Zentralbanken den Zinssätzen Hauptbedeutung beizumessen. In einigen Fällen wurde jedoch zeitweise auch das Kreditvolumen mittels Plafondierung oder Richtwerten oder durch direkte Beeinflussung der Liquidität der Geschäftsbanken beschränkt. In diesen Ländern scheint man die Geldmenge mehr als einen Indikator — vor allem für die Effizienz der allgemeinen Wirtschaftspolitik — anzusehen und nicht so sehr als ein ausdrückliches, für die Gestaltung der Geldpolitik maßgebliches Ziel. Der Grund für diese Haltung ist zum Teil darin zu suchen, daß nur ein loser Zusammenhang zwischen Geldmenge und Ausgaben feststellbar ist. In weitem Maße ist diese Haltung aber, besonders in Ländern wie Belgien, Frankreich und den Niederlanden, Ausdruck der Offenheit der Volkswirtschaft und der Rücksichtnahme auf außenwirtschaftliche Belange. Bis zu einem gewissen Grad mag sie auch eine Reaktion auf bedeutende und häufig auftretende destabilisierende Kräfte im Inland sein, die die Zentralbank allein nur schwer beeinflussen kann. So äußern sich etwa die Behörden Großbritanniens dazu, wie schnell nach ihrer Meinung die Geldmenge wachsen soll, doch das tatsächliche Ergebnis wird stark von der Lohn-Preis-Entwicklung, dem öffentlichen Kreditbedarf und dem Markt für Staatspapiere bestimmt.

*Die Probleme monetärer Kontrolle.* Der Möglichkeit — oder der Bereitschaft — der Zentralbanken, ausschließlich die monetären Gesamtgrößen zu steuern, scheinen durch zwei Reihen von Faktoren Grenzen gesetzt zu sein.

Einmal bestehen zahlreiche technische Probleme, die in den meisten Ländern mit unterschiedlicher Intensität auftreten. Eines davon sind gleichgewichtsstörende kurzfristige Verlagerungen in der Liquiditätspräferenz, die zu starken Schwankungen der Zinssätze führen können, wenn die Wachstumsrate der Geldmenge starr konstant gehalten wird. Da nur wenige Zentralbanken bereit sind, solche kurzfristigen Schwankungen zu akzeptieren, wird eine entsprechende Anpassung der Geldmenge häufig für unumgänglich erachtet. Hinzu kommt, daß es immer eine Zeit dauert, bevor die Zentralbanken beurteilen können, ob die großen monetären Aggregate tatsächlich dem

Ziel entsprechen, und noch mehr Zeit, um herauszufinden, ob die korrigierende Maßnahme den erwarteten Erfolg zeitigt. Schließlich scheint es zwischen den verschiedenen Geldanlagen erhebliche langfristige Verlagerungen zu geben, die zum großen Teil Folge ständiger Neuerungen im Finanzsystem sind. Aufgrund all dieser Schwierigkeiten neigen die Zentralbanken dazu, mehrere Variablen gleichzeitig zu beachten.

Die grundlegendere Frage ist jedoch, inwieweit eine Zentralbank tatsächlich in der Lage ist, im jeweils vorgegebenen gesellschaftlichen und politischen Rahmen die Geldmenge zu steuern. Um dieses Problem im größeren Zusammenhang zu erkennen, ist es nützlich, die jüngsten Veränderungen nicht einfach nur der Geldmenge, sondern auch der ihr entsprechenden Kreditkategorien näher zu betrachten.

In den meisten Ländern lag 1974 das Wachstum der Geldmenge und des Quasigeldes (im wesentlichen Termin- und Spareinlagen) erheblich unter seinem Durchschnittswert in der Rezessions- und Aufschwungsphase von 1969–1973. In einigen von ihnen beschleunigte es sich jedoch im letzten Jahr erneut, häufig so sehr, daß die Raten der vorangegangenen Phase mehr oder minder wieder erreicht wurden. Da jedoch 1975 der Preisanstieg noch relativ stark war, lag die Geldschöpfung real allgemein unter der von 1969–1973. Selbst nominal war die Geldausweitung in einigen Ländern wie Großbritannien, Japan, den Niederlanden, der Schweiz und den Vereinigten Staaten gemessen an früheren Wachstumsraten recht gering. Kanada erzielte im Vergleich mit 1974 sogar eine erhebliche Verlangsamung der monetären Expansion.

Die Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor schwächte sich 1975 in einer Reihe von Ländern ab — besonders in Großbritannien, Deutschland (dort schon seit 1974) und den Niederlanden, aber deutlich auch in Belgien, Frankreich und Japan. In den Vereinigten Staaten schrumpfte das Volumen dieser Ausleihungen sogar absolut. Der Hauptfaktor für diese Veränderungen war anscheinend der starke Rückgang der Unternehmensinvestitionen, vor allem der Vorratsbildung, in einigen Fällen aber auch eine vermehrte langfristige Kreditaufnahme außerhalb des Bankensystems. Demgegenüber waren die Bankausleihungen an den privaten Sektor in einigen Ländern im Durchschnitt noch recht erheblich, im wesentlichen dort, wo man sich am stärksten bemühte, die Rezession abzumildern, und wo es ausgeprägte Lohnerhöhungen gab.

Auffallend ist, in welchem starkem Maße die Geldschöpfung in vielen Ländern durch monetäre Finanzierung der Defizite des öffentlichen Sektors bedingt war. Wären diese Defizite nicht entstanden — bzw. nicht weiter angewachsen — und wären sie nicht durch das Bankensystem finanziert worden, hätte in einigen Fällen die Zuwachsrate der Geldmenge weit unter einen annehmbaren Stand absinken können. Mit anderen Worten, es ist sehr zweifelhaft, ob eine so starke Lockerung der Geldpolitik, z. B. durch offenmarktpolitische Maßnahmen, möglich gewesen wäre, daß dadurch die Wirkung des enormen Rückgangs der Kreditnachfrage aus dem privaten Sektor hätte ausgeglichen werden können.

Trotz des Übergangs zu flexiblen Wechselkursen standen den Veränderungen der Geld- und Quasigeldmenge nach wie vor zu einem großen Teil Veränderungen bei den Nettoauslandsforderungen des Bankensystems gegenüber. Der Grund hierfür mag

Das Bankensystem: Monetärer Überblick

	Jahr	Beitrag zum Wachstum der Geld- und Quasigeldmenge durch Veränderung der			Veränderung der Geld- und Quasigeldmenge <sup>1</sup>	Veränderung des		
		Nettoauslandsforderungen	Inlandskredite an den			realen BSP	BSP-Preisindex	nominalen BSP
			öffentlichen Sektor	privaten Sektor				
Prozent								
Belgien . . . . .	1969-73	2,2	4,1	6,5	12,4	5,3	5,7	11,3
	1974	-2,0	5,5	4,3	9,0	4,0	12,7	17,2
	1975	2,6	4,8	7,7	14,8	-1,5	13,2	11,5
Dänemark . . . . .	1969-73	1,6	-2,8	11,5	10,1	3,9	7,8	12,0
	1974	-0,7	0,2	9,7	8,4	1,9	11,2	13,3
	1975	-1,5	4,4	16,8	25,1	-1,0	11,5	10,5
Deutschland (BR) . . . . .	1969-73	2,2	0,8	10,2	13,3	4,4	6,7	11,4
	1974	0,3	2,2	5,0	9,5	0,4	7,0	7,4
	1975	2,3	6,1	4,0	13,6	-3,4	8,2	4,5
Finnland . . . . .	1969-73	1,9	-3,3	16,1	15,3	5,9	7,7	14,1
	1974	-4,4	-0,6	25,9	17,2	4,4	19,2	24,4
	1975	-6,2 <sup>2</sup>	4,0 <sup>2</sup>	27,2 <sup>2</sup>	23,4 <sup>2</sup>	0,0	16,5	16,5
Frankreich . . . . .	1969-73	1,5	-0,5	15,5	16,8	5,6	6,2	12,1
	1974	-2,0	3,1	15,8	18,1	3,8	11,6	15,8
	1975	2,8	4,2	12,8	16,0	-2,5	12,3	9,5
Großbritannien . . . . .	1969-73	1,1	1,4	9,7	16,8	3,2	7,9	11,4
	1974	-4,9	5,8	8,9	12,8	-0,3	13,1	12,8
	1975	-3,2	8,9	0,1	7,7	-1,7	26,4	24,3
Italien . . . . .	1969-73	-0,2	7,2	11,9	20,6	4,0	7,3	11,6
	1974	-2,9	8,9	14,2	16,3	3,4	16,3	20,3
	1975	-1,1	13,4	10,3	23,7	-3,7	17,2	12,9
Japan . . . . .	1969-73	0,8	0,0	18,9	20,6	9,2	6,9	16,7
	1974	-1,9	2,3	12,4	11,5	-1,2	20,7	19,3
	1975	-0,7	5,0	11,6	14,5	2,0	7,3	9,4
Kanada . . . . .	1969-73	0,6	1,5	12,0	13,3	5,2	5,0	10,5
	1974	2,5	-0,8	16,9	19,4	2,8	13,8	17,0
	1975	-1,1 <sup>2</sup>	2,2 <sup>2</sup>	12,9 <sup>2</sup>	13,3 <sup>2</sup>	0,2	9,6	9,8
Niederlande . . . . .	1969-73	3,7	0,3	10,6	14,1	4,9	7,7	13,0
	1974	1,8	0,4	13,0	14,6	3,3	8,8	12,4
	1975	4,3	3,4	8,1	12,1	-1,8	10,9	8,9
Norwegen . . . . .	1969-73	1,5	3,9	7,6	13,5	3,7	8,7	12,7
	1974	1,2	1,0	8,5	11,2	5,3	9,5	15,3
	1975	3,6	3,2	10,6	15,5	2,7	11,9	14,9
Österreich . . . . .	1969-73	1,2	2,4	10,9	14,3	6,5	6,3	13,2
	1974	0,2	1,9	9,9	12,2	4,1	10,5	15,0
	1975	5,5	5,9	9,2	19,4	-2,0	8,9	6,7
Schweden . . . . .	1969-73	1,9	1,7	6,9	9,0	2,9	6,4	9,5
	1974	-1,1	3,4	8,9	8,1	4,2	8,7	13,3
	1975	2,2	3,0	9,4	10,1	0,5	13,8	14,4
Schweiz . . . . .	1969-73	1,9	0,9	7,2	9,1	4,1	8,0	12,4
	1974	0,0	-0,7	6,0	4,2	2,0	6,6	8,7
	1975	0,7 <sup>3</sup>	0,9 <sup>3</sup>	5,6 <sup>3</sup>	6,0 <sup>3</sup>	-7,0	6,3	-1,1
Spanien . . . . .	1969-73	3,5	1,5	16,9	21,0	6,8	7,8	15,1
	1974	-0,9	2,1	18,6	19,3	5,0	13,9	19,6
	1975	-0,7	3,1	17,2	18,4	0,7	16,4	17,2
USA . . . . .	1969-73	0,5	4,0	7,8	12,1	3,4	5,1	8,7
	1974	-0,9	2,1	7,4	9,4	-1,8	9,7	7,7
	1975	0,9	4,8	-1,1	6,0	-2,0	8,7	6,5

<sup>1</sup> Dezember bis Dezember. Entspricht der Summe der ersten drei Spalten; Abweichungen sind bedingt durch Veränderungen bei nichtspezifizierten Forderungen und Verbindlichkeiten.  
<sup>2</sup> September bis September.  
<sup>3</sup> November bis November.

Quelle: IWF, *International Financial Statistics*, und nationale Angaben.

oft die Interventionspolitik der Zentralbanken sein, aber auch die Währungs politik selbst spielt hier eine Rolle. In Deutschland etwa, wo die Bundesbank ihre eigenen Nettoauslandsaktiva 1975 verringerte, wurden die Banken durch eine reichliche Liquidität und die schwache Kreditnachfrage veranlaßt, ihre Nettoauslandsforderungen stark zu erhöhen. Auch in verschiedenen anderen Ländern des europäischen Währungsverbunds war die monetäre Expansion zu einem erheblichen Teil von einer Veränderung der Nettoauslandsforderungen begleitet. In den meisten Fällen nahmen die zentralen Devisenreserven beträchtlich zu, in Frankreich und den Niederlanden sowie in Österreich auch die Nettoauslandsposition der Geschäftsbanken.

Dagegen wirkte sich in bestimmten anderen Ländern der Rückgang der Nettoauslandsforderungen des Bankensystems negativ auf das Wachstum der Geld- und Quasigeldmenge aus, so etwa in Finnland, Großbritannien, Italien und Japan.

Für die Währungsbehörden wird es eine schwierige, dem Kurs von 1975 mehr oder weniger entgegengesetzte Aufgabe sein, das Wachstum der Geldmenge während der gegenwärtigen Aufschwungsphase maßvoll zu halten. Früher oder später wird sich die Kreditnachfrage aus dem privaten Sektor als Folge erneuter Lageraufstockung und vielleicht auch wegen zunehmender Anlageinvestitionen beleben. Die Frage stellt sich, ob es möglich sein wird, gleichzeitig die Finanzierung des öffentlichen Sektors durch das Bankensystem zu reduzieren. Dies wird im wesentlichen davon abhängen, ob das Haushaltsdefizit des öffentlichen Sektors verringert werden kann. Hierauf haben die Zentralbanken allerdings keinen Einfluß.

Als weiteres Hindernis könnte sich für die monetäre Kontrolle ein übermäßiger autonomer Anstieg der Nominallöhne erweisen. In vielen Ländern liegt die Zuwachsrate der Löhne schon deutlich über jener der Produktivität, und diese Tendenz könnte sich mit fortschreitendem Aufschwung noch verstärken und ausbreiten. Je mehr die Zentralbanken sich gehalten fühlen, diese Lohnerhöhungen unter dem Aspekt der Geldversorgung zu „finanzieren“, desto höher wird der Geldmengenzuwachs ausfallen. Soweit es jedoch den Ländern gelingt, praktikable Formen der Einkommenspolitik auszuhandeln, wird die Geldexpansion tendenziell entsprechend niedriger ausfallen. Tatsächlich ist eine erfolgreiche Eindämmung der Lohn-Preis-Spirale, mit all ihren politischen Komponenten, Grundvoraussetzung für ein maßvolleres und stetigeres Ansteigen der Geldmenge.

Die Schlußfolgerung dieses kurzen monetären Überblicks ist, daß es in der Geldpolitik keine technischen Tricks gibt, die es gestatten würden, die Einlagenverbindlichkeiten des Bankensystems zu steuern, ohne die auf die Entwicklung ihrer Aktiva einwirkenden Einflüsse und damit auch alle übrigen Zwänge gebührend zu berücksichtigen, denen die Zentralbanken in ihrer Politik unterworfen sind. Möglicherweise wurde bis vor einigen Jahren zuviel Gewicht der Frage beigemessen, wie die Ausgaben durch das Bankensystem finanziert wurden, und diese Optik mag dazu geführt haben, daß zu wenig auf die möglichen inflationären Folgen einer Zunahme der Geldmenge geachtet worden ist. Im monetären Denken wie in der Geldpolitik hat in letzter Zeit eine gesunde Reaktion auf diese einseitige Sicht der Dinge eingesetzt. Es wäre bedauerlich, würde diese Reaktion durch Nichtbeachtung der die Veränderungen im Aktivgeschäft der Banken bestimmenden Kräfte das Pendel in das andere Extrem ausschlagen lassen.

## IV. DIE HEIMISCHEN KREDIT- UND KAPITALMÄRKTE

Die Kredit- und Kapitalmärkte der wichtigsten Länder standen ganz im Zeichen der konjunkturellen Flaute, der expansiven Finanz- und Geldpolitik sowie der beträchtlichen Verlangsamung der Inflation. Die konjunkturelle Erholung hat sich bis jetzt nur wenig auf den Märkten ausgewirkt, jedoch beeinflussten die Währungsstörungen der ersten Monate von 1976 die Zinsentwicklung in einigen europäischen Finanzzentren, und neuerdings zeichnet sich ein umfassenderer Anstieg der Sätze ab.

Natürlich lockerte das Zusammenspiel der drei obengenannten Faktoren ganz allgemein die in den Jahren 1973–1974 bestehenden Spannungen und leitete die Rückkehr zu normaleren Marktbedingungen ein. Die Zinssätze sanken überall beträchtlich, obwohl sie dann in den Monaten März–Mai des laufenden Jahres in Belgien und Frankreich wieder anzuziehen begannen und in Italien und Großbritannien verhältnismäßig rasch stiegen. Der Abstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen hat sich in den meisten Ländern normalisiert. Die realen Zinssätze haben wieder positive Werte angenommen, zumindest in den Ländern, die in ihrem Kampf gegen die Inflation deutliche Erfolge erzielten. Die Unternehmen konnten daher ihre Schuldenstruktur erheblich konsolidieren, indem sie kurzfristige Verbindlichkeiten durch die Begebung von Schuldverschreibungen oder Aktien ersetzten.

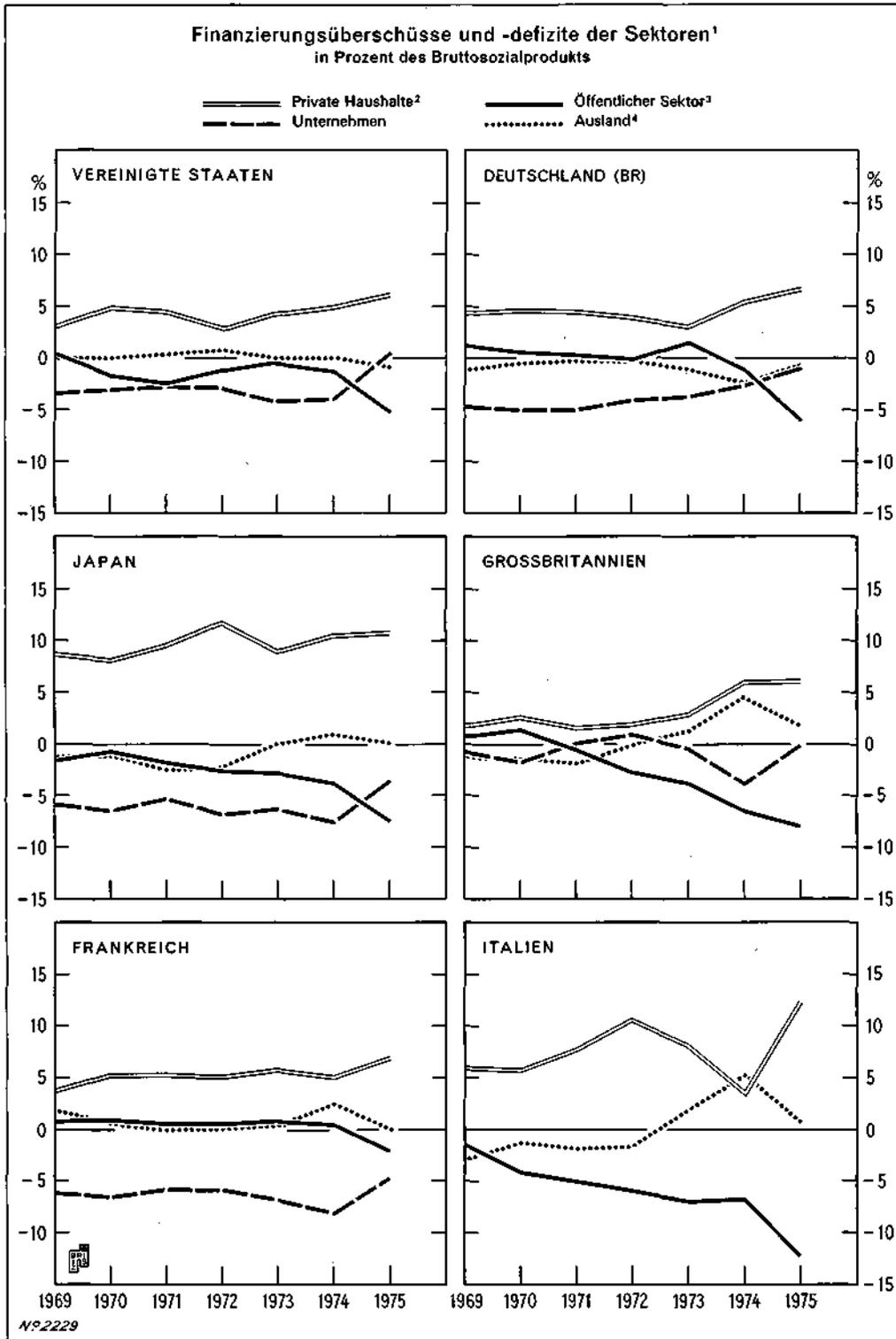
Diese günstige Entwicklung vollzog sich trotz einer dramatischen Ausweitung des öffentlichen Finanzierungsbedarfs, die bis jetzt weder andere Ansprüche an das Sozialprodukt verdrängte noch zu einem unangemessenen Wachstum des Geldvolumens geführt hat. Die Erklärung hierfür liegt naturgemäß in der ungewöhnlichen Tiefe der konjunkturellen Talsohle, die von einer entsprechenden Gegenbewegung der Finanzierungsströme im privaten Sektor begleitet war.

Das Bild ist jedoch weitaus weniger ermutigend, wenn man die einzelnen Länder etwas näher betrachtet. Die positive Einschätzung gilt nämlich mit geringen oder überhaupt keinen Einschränkungen nur für die Schweiz, Deutschland und die USA — dieselben Länder also, deren überdurchschnittliche Erfolge bei der Meisterung der wirtschaftspolitischen Probleme in den vorangegangenen Kapiteln bereits herausgestellt worden sind. Dort hingegen, wo inflationäre Triebkräfte immer noch stark zu sein scheinen — erwähnenswerte Beispiele sind Italien und Großbritannien —, ist das Risiko groß, daß die Normalisierung der Finanzmärkte nur kurzlebiger Natur sein wird. Es ist kein Zufall, daß die öffentlichen Defizite in diesen beiden Ländern den höchsten Anteil am BSP erreichten, in denen zudem die rezessionsbedingte Ausweitung von 1974–1975 mit seit einigen Jahren wachsenden strukturellen Deckungslücken zusammentraf.

### **Verschiebungen bei den sektoralen Finanzierungsströmen**

In den bedeutenden Industrieländern haben während des letzten Jahres bei der Herkunft und Verwendung der Kredit- und Kapitalmarktmittel einige bemerkenswert große Verlagerungen stattgefunden.

Auf der Nachfrageseite führten einschneidende Kürzungen der Anlage- und Vorratsinvestitionen der Unternehmen — die den Rückgang der Selbstfinanzierungs-



<sup>1</sup> Die sektorale Gliederung ist von Land zu Land unterschiedlich; sie entspricht den nationalen Angaben, mit der Ausnahme, daß in Deutschland der Wohnungsbau den privaten Haushalten und nicht dem Unternehmenssektor zugerechnet wurde. <sup>2</sup> In Italien der gesamte private Sektor. <sup>3</sup> In Italien nur der zentrale Haushalt. <sup>4</sup> Überschuß des Auslands: Nettokreditgewährung an das Inland (= Leistungsbilanzdefizit).

kraft noch übertrafen — zu einer drastischen Reduzierung der Neuverschuldung. Andererseits schwoll der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors stark an, da sich gleichzeitig ungewöhnlich große antizyklische Budgetdefizite ergaben.

Das Mittelangebot war dadurch charakterisiert, daß die privaten Haushalte — teils wegen der höheren Sparquoten und teils wegen der rückläufigen Ausgaben für den Wohnungsbau — eine außergewöhnlich hohe Zunahme ihrer finanziellen Nettoforderungen verzeichneten. In den meisten Ländern, außer Deutschland, wuchs das Nettoangebot an Finanzierungsmitteln der privaten Haushalte schneller als die Nettonachfrage der Unternehmen und des öffentlichen Sektors zusammen. Der Unterschied schlug sich in einer Verbesserung der Leistungsbilanz nieder, wobei entweder die Kreditaufnahmen aus dem Ausland vermindert oder die Ausleihungen an das Ausland verstärkt wurden.

Eine der auffälligsten Erscheinungen des letzten Jahres war die ungewöhnlich starke Abnahme des Nettofinanzierungsbedarfs der Unternehmen, die in den USA, Japan, Großbritannien und Frankreich rund 3–4% des BSP gleichkam. Nur in Deutschland, wo die Investitionen und mit ihnen die Neuverschuldung der Unternehmen bereits seit 1971 abgebröckelt waren, lag die Abnahme mit einer Relation von etwa 1½% erheblich darunter.

Die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte waren in allen Ländern sehr hoch. In den Vereinigten Staaten und Japan scheinen sie jedoch auf Jahresbasis und im Verhältnis zum BSP nicht sehr weit von dem bisher üblichen zyklischen Muster und ihrem langfristigen Aufwärtstrend abzuweichen. Sehr viel ungewöhnlicher ist die Zunahme während der Jahre 1974 und 1975 in einigen europäischen Ländern.

Was die öffentlichen Haushalte betrifft, so waren die Finanzierungsdefizite des letzten Jahres in jüngerer Vergangenheit ohne Parallele. Sie reichten von etwa 2% des BSP in Frankreich bis 5–8% in den USA, Deutschland, Japan und Großbritannien. In Italien stieg das Defizit allein des zentralen Haushalts auf 12% des BSP.

Die Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte wiesen in der Vergangenheit beträchtliche zyklische Veränderungen auf, und auch die Verschlechterung in den Jahren 1974 und 1975 war offensichtlich vor allem auf die konjunkturelle Talfahrt zurückzuführen. Ebenso eindrucksvoll sind jedoch die unterschiedlichen Bewegungen über einen längeren Zeitraum hinweg. Während sie in Deutschland und den Vereinigten Staaten größtenteils eher konjunktureller Natur sind, scheint sich in Italien, Großbritannien und in einem geringeren Ausmaß auch in Japan eine deutliche Trendkomponente in Richtung steigender Defizite ausgewirkt zu haben. In Frankreich gelang es der Regierung zumindest bis zum vergangenen Jahr, das Budget im großen und ganzen ausgeglichen zu gestalten und die Anlageinvestitionen sowie die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt auf einem stabilen Wachstumspfad zu halten (vgl. Kapitel II).

### **Finanzierung der Unternehmen**

Die rückläufige Investitionstätigkeit und Neuverschuldung der Unternehmen im Jahr 1975 sind vor dem Hintergrund der hohen Kreditaufnahme in früheren Jahren zu sehen, die eine ernsthafte Aufweichung der Liquiditäts- und Eigenkapitalbasis zur

Folge hatte. In den USA z.B. stiegen die gesamten Verbindlichkeiten der Produktionsgesellschaften von 50% des Grundkapitals in den frühen sechziger Jahren auf fast 100% 1974, während das Verhältnis von liquiden Forderungen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten (alle nichtfinanziellen Gesellschaften) von rund 40 auf 24% abnahm. In Deutschland verminderte sich bei einem der Bundesbank regelmäßig berichtenden Kreis von Gesellschaften der Anteil des Eigenkapitals und der Rücklagen an der gesamten Bilanzsumme in den Jahren 1965–1974 von 30 auf 24%, während die kurzfristigen Verbindlichkeiten von 41 auf 45% zunahm. In Großbritannien erhöhte sich der Marktwert der festverzinslichen Schuld der Produktions- und Handelsgesellschaften von £9 Mrd. 1964 auf 23 Mrd. im Dezember 1974; die Mittel wurden fast ausschließlich im Bankensystem beschafft. Im gleichen Zeitraum verminderte sich die bereinigte reale Verzinsung des investierten Kapitals sehr stark. In den Niederlanden weiteten sich während des gleichen Zeitraums die für den privaten Sektor ermittelten Verbindlichkeiten — ebenfalls hauptsächlich gegenüber Banken — so kräftig aus, daß sie im Verhältnis zum Volkseinkommen von 64 auf fast 94% stiegen.

Nach vielen Jahren eines anhaltenden wirtschaftlichen Wachstums, in denen die Grundsätze kaufmännischer Vorsicht nicht mehr im früheren Umfang beachtet worden waren, enthüllte die konjunkturelle Flaute den Unternehmensleitungen nun die sich aus dieser Situation ergebenden Gefahren. Darüber hinaus entfielen mit dem kräftigen Anstieg der langfristigen Zinssätze und den wachsenden Aussichten auf eine Verlangsamung der Preissteigerungen nunmehr die Verschuldungsanreize, die durch eine immer schneller voranschreitende Geldentwertung und sinkende reale Zinslasten geschaffen worden waren. In den frühen Stadien des Anpassungsprozesses wurden auch die liquiden Aktiva der Unternehmen vermindert (USA, Großbritannien) oder nicht erhöht (Deutschland). Im Ergebnis dienten die gesamten durch die Kürzung der Investitionen frei gewordenen Finanzmittel zur Schuldentilgung.

Gleichzeitig wurde auch die Schuldenstruktur der Unternehmen etwas konsolidiert, die sich zuvor merklich zugunsten der kurzfristigen Verbindlichkeiten verschoben hatte. Dies wurde durch die nachhaltige Erholung der Wertpapiermärkte im letzten Jahr ermöglicht. In den USA erreichte die Auflegung von Rentenwerten durch nichtfinanzielle Gesellschaften einen Rekordstand von \$27 Mrd., verglichen mit einem bereits beachtlichen Betrag von \$20 Mrd. 1974. Die Aktienemissionen erhöhten sich um \$6 auf 12 Mrd.; dabei wurden im besonderen die akuten Bilanzprobleme der Versorgungsunternehmen und der Banken entschärft, doch hatten sich bis Anfang 1976 noch viele andere Emittenten angeschlossen. In Frankreich verdoppelte sich die Auflegung von Anleihen der Unternehmen im letzten Jahr, während in Japan die Ausgabe industrieller Schuldverschreibungen um über 50% stieg und sich die Aktienemission nahezu verdreifachte. In Deutschland und Großbritannien, Ländern, in denen die Anleihefinanzierung für den Unternehmenssektor keine große Rolle spielte, entwickelten sich die Aktienemissionen besonders günstig; in der Bundesrepublik erhöhte sich die Ausgabe neuer Aktien um 50%, und in Großbritannien erreichte sie wieder einen Betrag von £1,3 Mrd., nachdem der Markt in den beiden vorangegangenen Jahren fast ausgetrocknet war. In Frankreich und Deutschland haben die Unternehmen anscheinend auch kurzfristige Verbindlichkeiten konsolidiert, indem sie sich vermehrt langfristig bei Banken verschuldeten, häufig zu niedrigeren Zinskosten.

Die Kreditaufnahme der Unternehmen bei Banken verminderte sich in den Vereinigten Staaten wegen des niedrigeren Verschuldungsbedarfs und des gesteigerten Zuflusses von Eigenkapital in den ersten drei Quartalen von 1975 — auf Jahresrate hochgerechnet — um \$16 Mrd. und wuchs in anderen Ländern deutlich verlangsamt. In Deutschland beispielsweise lag der Betrag der Bankausleihungen an Unternehmen im September kaum über dem entsprechenden Vorjahresstand. Gleichzeitig emittierten die Unternehmen weniger kurzfristige Papiere, und zumindest zeitweilig verbesserte sich ihre Bilanz auch durch das langsamere Wachstum der Forderungen und Verbindlichkeiten aus dem Warenverkehr einschließlich der internationalen Handelskredite, die sich im Vorjahr kräftig ausgeweitet hatten.

In den Wintermonaten zeichnete sich in der Entwicklung der Bankkredite an den Unternehmenssektor in Deutschland, Frankreich und einigen anderen Ländern eine Aufwärtstendenz ab. Da sich jedoch der Cash-flow verbessert hatte und die Investitionstätigkeit weiterhin sehr schwach war, blieb die Nachfrage der Unternehmen nach kurzfristigen Krediten im allgemeinen bescheiden.

Auch die Banken ergriffen im letzten Jahr Maßnahmen zur Verbesserung ihrer Bilanzstruktur. In diesem Zusammenhang waren die Insolvenzen — sie erreichten keine großen Ausmaße — ein weniger ernstes Problem, als befürchtet worden war; allerdings wurde die Bauwirtschaft in einigen Ländern schwer getroffen. Die Ausleihungen waren jedoch risikoreicher geworden, so daß die Banken strengere Maßstäbe bei neuen Kreditvergaben anlegten und sich weniger stark um Termineinlagen bemühten. In nicht wenigen Ländern konnten sie ihre Gewinnspanne ausweiten und ihre Reserven anreichern, weil sie sich in der Anpassung der Sollzinsen nach unten zurückhielten. In verschiedenen europäischen Ländern und ebenso in den Vereinigten Staaten wurde die Kapitaldecke der Banken durch die Emission von Schuldverschreibungen und Aktien verstärkt.

### **Kreditaufnahme und Ausleihungen der privaten Haushalte**

Ein Element des hohen Finanzierungsüberschusses der Haushalte im Jahr 1975 war das auf das ganze Jahr gesehen niedrige Verschuldungsniveau. Die Jahreszahlen verdecken jedoch die zyklischen Bewegungen. Ein Rückgang begann 1974 und setzte sich während der ersten Hälfte des vergangenen Jahres fort. Da dies nach einer äußerst starken Expansion der Konsumenten- und Hypothekarverschuldung während der vorangegangenen inflationären Boomperiode geschah, dürfte auch im Sektor der privaten Haushalte eine gewisse Konsolidierung der finanziellen Verhältnisse stattgefunden haben. Gegen Ende des Jahres zeichnete sich jedoch in den meisten der größeren Länder eine erneute Expansion der Verschuldung der Haushalte ab.

Die Zunahme der Hypothekarkredite beschleunigte sich in Großbritannien, Kanada und den Vereinigten Staaten. Im letzteren Land erreichte der Anstieg der Hypothekarkredite für Wohnbauten im vierten Quartal von 1975 eine Jahresrate von \$45 Mrd., verglichen mit \$28 Mrd. ein Jahr zuvor; damit entwickelten sich diese Kredite zu einem tragenden Element der privaten Kreditnachfrage. Da diese Entwicklung dem Anstieg der Ausgaben für Bauleistungen voraneilte, diente ein großer Teil des Zuwachses — zumindest am Anfang — dazu, Käufe von bereits bestehenden Häusern zu finanzieren, womit der Wirtschaft ganz allgemein neue Liquidität

zugeführt wurde. In einigen anderen Ländern, einschließlich Deutschland, war der Wiederanstieg der Hypothekarkreditvergabe weniger ausgeprägt und das Niveau weiterhin eher gedrückt.

Die Konsumentenkredite verminderten sich in den Vereinigten Staaten während der ersten Hälfte von 1975, erhöhten sich aber in der zweiten Jahreshälfte auf Jahresbasis um \$12 Mrd. Eine Beschleunigung in der Vergabe persönlicher Bankdarlehen gegen Ende letzten Jahres, die einer Periode langsamen Wachstums folgte, war ebenfalls ein Merkmal der Entwicklung in einer Reihe von Ländern, so in Frankreich, Großbritannien und Deutschland. In einigen Fällen kam hierin eine Lockerung gezielter Restriktionsmaßnahmen zum Ausdruck.

Das wichtigste Element der Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte war jedoch eine starke Zunahme der finanziellen Forderungen. In welchen Formen fand sie statt? Die Einlagenbildung beanspruchte den Hauptteil der Ausweitung im letzten Jahr — rund zwei Drittel in den Vereinigten Staaten und fast drei Viertel in Deutschland und Japan. In den Vereinigten Staaten war dies ein wesentlich höherer Anteil als im Jahr 1974, in dem Bargeld und Einlagen nur 54% der gesamten Vermögensbildung ausgemacht hatten. Der Anteil der Einlagen erhöhte sich auch in Deutschland, während er in Japan etwas abnahm. In den meisten Staaten verschob sich jedoch die Struktur der Einlagenbildung fühlbar. In Großbritannien, den Vereinigten Staaten und Japan verminderte sich der Anteil von Bargeld und Sichteinlagen, während derjenige der Termin- und Spareinlagen zunahm oder hoch blieb. Innerhalb der letzteren Kategorie gab es ebenfalls eine Veränderung: in praktisch allen größeren Industrieländern wurden außerordentlich hohe Spareinlagen bei Banken und speziellen Sparinstituten aufgebaut, was in einer ganzen Reihe von Staaten nicht als Wachstum des Geldvolumens erfaßt wird; gleichwohl stellen Spareinlagen potentielle Liquidität dar. Sollten sich die privaten Haushalte dazu entschließen, ihre Konsumquote zu erhöhen, könnten sie ihre Verbrauchsausgaben ohne weiteres durch Rückgriff auf diese Einlagen finanzieren.

Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte

	Jahr	Sichteinlagen und Bargeld	Termin- und Spareinlagen <sup>1</sup>	Einlagen insgesamt und Bargeld	Wertpapiere und Geldmarktpapiere <sup>2</sup>	Versicherungs- und Pensionsforderungen	Sonstige Forderungen
		in Prozent der gesamten Geldvermögensbildung					
USA . . . . .	1973	9,7	50,0	59,7	16,0	23,4	0,9
	1974	6,7	47,1	53,8	17,5	30,8	- 2,1
	1975	5,3	59,9	65,2	10,1	27,2	- 2,5
Deutschland (BR) . . . . .	1973	2,5	61,8	64,3	18,4	17,2	0,1
	1974	9,2	59,9	69,1	13,8	17,1	—
	1975	9,1	64,8	73,9	10,8	15,3	—
Japan . . . . .	1973	21,4	57,6	79,0	7,9	11,4	1,7
	1974	14,0	64,4	78,4	8,6	13,8	- 0,8
	1975	9,6	64,4	74,0	12,0	12,8	1,2
Großbritannien . . . . .	1973	45,4 <sup>3</sup>	31,0	76,4	- 12,4	37,2	- 1,2
	1974	38,9 <sup>3</sup>	24,2	63,1	1,5	36,4	- 1,0
	1975	3,8 <sup>3</sup>	50,1	53,9	- 10,1	50,9	5,3

<sup>1</sup> Einschließlich Mittel bei Bausparkassen; in Japan auch Treuhandforderungen, in Großbritannien auch «national savings». <sup>2</sup> Einschließlich Anteilen an Investmentfonds. <sup>3</sup> Alle Einlagen bei Banken.

Der Wertpapiererwerb der privaten Haushalte stieg in Japan beträchtlich und erreichte auch in Deutschland im ersten Halbjahr und in den Vereinigten Staaten gegen Jahresende ein vergleichsweise hohes Niveau. In den beiden letzteren Ländern wurde der Betrag für das ganze Jahr jedoch dadurch begrenzt, daß die Haushalte zeitweise per saldo Papiere veräußerten. In Großbritannien verminderten die privaten Haushalte per saldo sogar ihr Wertpapierportefeuille während des Jahres erheblich. Der Anteil des Wertpapiererwerbs an der gesamten Vermögensbildung der privaten Haushalte stieg nach den — allerdings lückenhaften — vorliegenden Angaben nur in Japan, und zwar vor allem in Form von Bankschuldverschreibungen, während er in den Vereinigten Staaten deutlich zurückging. Lediglich in Japan und Belgien entfiel vom gesamten Wertpapierabsatz ein bedeutender Teil auf die Käufe der privaten Haushalte. In den übrigen Ländern wurde der Anleihemarkt im wesentlichen nicht von den privaten Haushalten unmittelbar gestützt, sondern mehr von Finanzinstituten, die ihre Käufe hauptsächlich aus Einlagen der privaten Haushalte finanzierten.

Die Zunahme der Forderungen der privaten Haushalte gegenüber Versicherungen und Pensionskassen schien im letzten Jahr in Deutschland, Japan und den Vereinigten Staaten mit ihren übrigen Finanzanlagen nicht Schritt gehalten zu haben. Allerdings hatten diese Forderungen in den beiden letztgenannten Ländern 1974 kräftig zugenommen. In Großbritannien erhöhten sich im letzten Jahr die Mittelzuflüsse für Zwecke des Vertragssparens beachtlich; vermutlich handelte es sich hier um eine verzögerte Reaktion auf die Auszehrung des realen Wertes dieser Sparverträge durch die Inflation.

#### **Die Finanzierung des öffentlichen Kreditbedarfs**

Der Kreditbedarf der öffentlichen Haushalte schnellte im vergangenen Jahr steil in die Höhe, nachdem er sich bereits 1974 kräftig ausgeweitet hatte. Die folgende Tabelle gibt einen ungefähren Überblick über die Herkunft der von den jeweiligen zentralen Haushalten aufgenommenen Mittel; nur für Deutschland beziehen sich die Angaben auf alle öffentlichen Haushalte. Der Finanzierungsbedarf ist auf der Basis von Kassenzahlen ohne Tilgungen, aber einschließlich der Darlehensvergaben angegeben.

Die Mittelbeschaffung bei Banken spielte in allen Ländern eine wesentliche und in den meisten sogar eine dominierende Rolle. Auf diese Weise wurden in Großbritannien, Belgien und den Niederlanden etwa ein Viertel und in den Vereinigten Staaten ungefähr 40% des Kreditbedarfs gedeckt; in Deutschland, Frankreich, Italien und Japan betrug der Anteil annähernd drei Viertel. Darüber hinaus stellte in drei Ländern — Frankreich, Italien und Japan — die Zentralbank selbst zwischen einem Drittel und der Hälfte des gesamten Bedarfs zur Verfügung.

Die Begebung von Wertpapieren deckte den größten Teil des staatlichen Kreditbedarfs in Großbritannien, den Vereinigten Staaten, Japan, den Niederlanden sowie in der ersten Hälfte des Jahres in Deutschland. Die meisten Papiere wurden jedoch an Banken und andere Einlageninstitute abgesetzt, sehr wenig dagegen an den nicht-finanziellen Sektor. Selbst in den Vereinigten Staaten wurden Papiere des Schatzamtes in Höhe von \$47 Mrd. bei Banken und anderen privaten Finanzinstituten plziert,

Staatsfinanzierung<sup>1</sup>

	Jahr	Belgien	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Japan	Niederlande	USA
		Milliarden Einheiten der Landeswährung							
Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte <sup>2</sup> . . . .	1973	69,0	8,9 <sup>3</sup>	- 7,4	4,2	9 265	.	2,4	18,4
	1974	81,0	27,2 <sup>3</sup>	- 6,3	6,4	9 735	.	5,1	29,4
	1975	145,0	65,5 <sup>3</sup>	31,5	10,4	16 800	.	9,9	101,5
Finanzierungsbedarf der Zentralregierung . . . . .	1973	71,0	2,7	- 7,2	2,4	7 495	860	- 0,5	13,0
	1974	76,3	10,1	- 4,3	3,5	8 660	2 660	1,1	18,6
	1975	128,0	34,0	43,0	8,4	14 150	5 325	6,4	91,9
finanziert durch: Zentralbank . . . . .	1973	- 0,5	- 1,8 <sup>3</sup>	- 3,3		5 015 <sup>4</sup>	1 230	- 1,8	9,7
	1974	5,2	- 1,8 <sup>3</sup>	4,1		6 500 <sup>4</sup>	3 000	- 1,8	5,6
	1975	- 0,6	6,3 <sup>3</sup>	18,9	1,2	5 425 <sup>4</sup>	2 145	0,1	9,3
					0,1				
Geschäftsbanken . . . . .	1973	41,2	8,6 <sup>3</sup>	- 6,0	2,1	870	- 245	- 0,8	- 6,8
	1974	22,3	21,6 <sup>3</sup>	- 0,4		1 565	- 345	0,3	1,9
	1975	31,4	44,7 <sup>3</sup>	12,2		4 775	2 000	1,8	28,1
Andere inländische Quellen . . . . .	1973	33,8	4,5 <sup>3</sup>		1,7	1 505		2,1	9,8
	1974	50,3	6,8 <sup>3</sup>		1,9	595		2,6	8,9
	1975	97,8	11,2 <sup>3</sup>	2,1	5,8	3 950	- 125	4,5	49,2
Ausländische Quellen . . . . .	1973	- 3,5	0,6 <sup>3</sup>	- 8,0	- 0,5	105	8	-	0,3
	1974	- 1,5	0,8 <sup>3</sup>		1,5	-		-	2,2
	1975	- 0,6	3,3 <sup>3</sup>		0,5	-		-	7,3

<sup>1</sup> Teilweise aufgrund von Schätzungen der BIZ. <sup>2</sup> Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen auf der Basis von Kassenzahlen. <sup>3</sup> Alle öffentlichen Haushalte; die Angaben für Banken schließen Restposten bei der Veränderung der Guthaben ein. <sup>4</sup> Nur diejenige kurzfristige Verschuldung, die für die Geldbasis relevant ist.

während die inländischen Nichtbanken (vor allem Unternehmen und Gemeinden) nur \$18 Mrd. aufnahmen. Außerdem war ein sehr großer Teil der begebenen Papiere kurz- oder mittelfristig. Die Mittelbeschaffung durch Anleihen machte in Deutschland nur etwa 7½% der gesamten öffentlichen Kreditaufnahme aus und betrug in den Vereinigten Staaten lediglich 5% der gesamten Emissionen des Schatzamtes. In Deutschland und Großbritannien kamen die Behörden bewußt der Vorliebe der Anleger für kurze Laufzeiten entgegen, um Auftriebendenzen bei den langfristigen Zinssätzen möglichst klein zu halten. Ferner ist daran zu erinnern, daß in Frankreich, Italien und Belgien die staatliche Kreditaufnahme außerhalb des eigentlichen Bankensystems den Rückgriff auf Mittel spezialisierter Spareinlageninstitute einschließt.

Die zeitweise weitverbreitete Besorgnis, eine hohe staatliche Verschuldung könnte einen unerwünschten Zinsauftrieb oder eine monetäre Explosion verursachen, hat sich schließlich als übertrieben oder zumindest voreilig herausgestellt. Die umfangreichen öffentlichen Emissionen und die Befürchtungen hinsichtlich des künftigen Bedarfs haben lediglich eine allgemein abwärtsgerichtete Tendenz der langfristigen Zinssätze verlangsamt oder zeitweilig unterbrochen. Die private Kreditnachfrage erwies sich als so schwach, daß sich die enorme öffentliche Kreditaufnahme im Bankensystem in den meisten Ländern mit einem mäßigen Wachstum des Geldvolumens vereinbaren ließ, obwohl der Aufbau verhältnismäßig liquider Forderungen nicht zu vermeiden war.

### Vergleichende Betrachtung der Zinsentwicklung

Unter dem Einfluß der anhaltend geringen Nachfrage des privaten Sektors nach Bankkrediten und von Maßnahmen zur Erhöhung der Bankenliquidität schwächten sich die Zinssätze im vergangenen Jahr generell weiter auf das niedrigste Niveau seit zwei Jahren ab. Das Ausmaß und die Dauer dieses Rückgangs war jedoch in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich (vgl. die nebenstehende Graphik).

Anfang 1975 gingen die kurzfristigen Zinsen noch weltweit stark zurück, in Europa wesentlich rascher als in den Vereinigten Staaten.

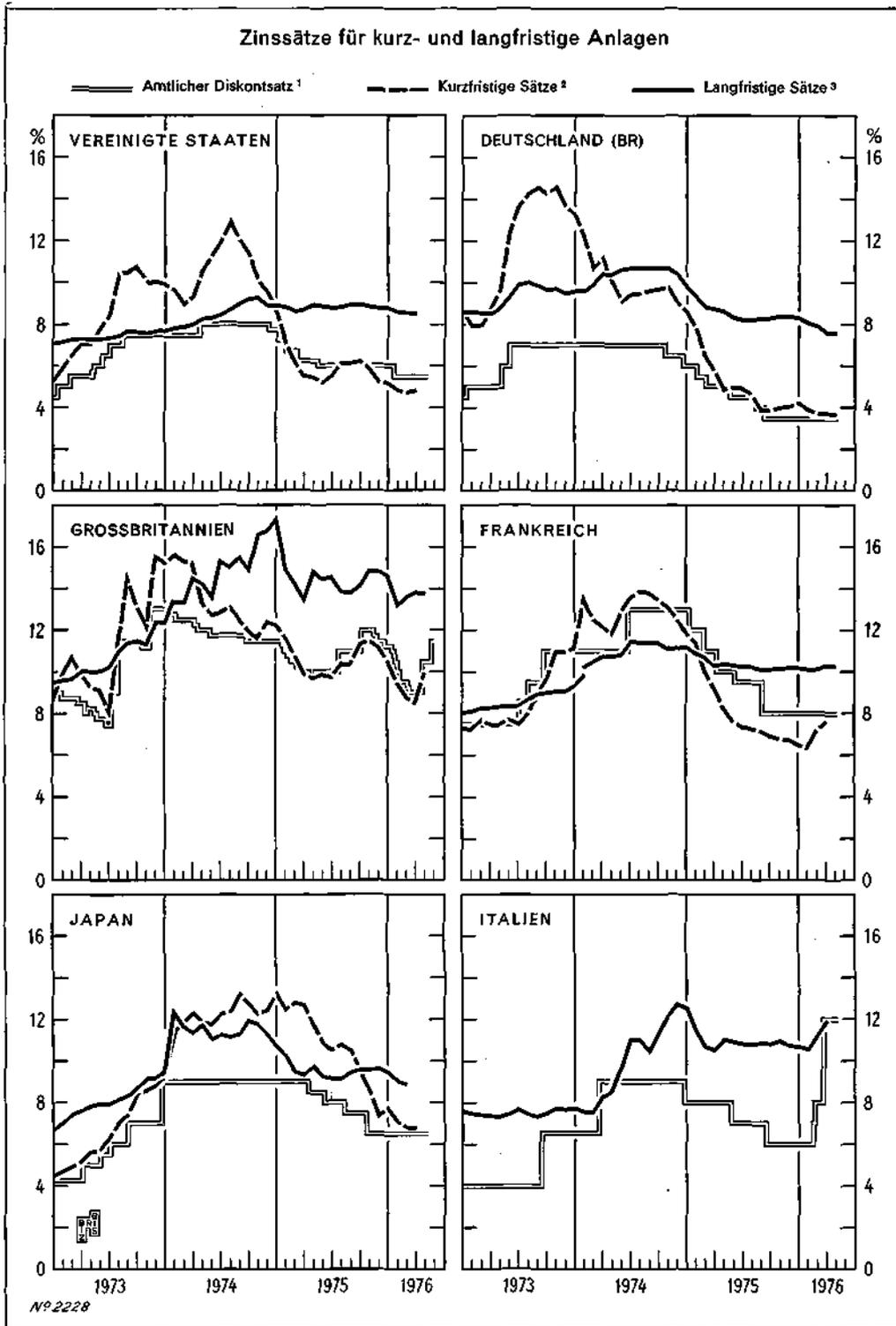
Während der Sommermonate verlief die Entwicklung dann wieder unterschiedlich. In den USA wurden Anstrengungen zur Dämpfung der Beschleunigung des monetären Zuwachses unternommen, die mit den großen staatlichen Kassenausgaben einherging, und gleichzeitig war die kurzfristige Kreditaufnahme der öffentlichen Hand beträchtlich. Die Geldmarktsätze stiegen infolgedessen ab Juni; der Satz für Federal funds festigte sich in der Zeit von Mai bis Anfang Oktober um  $1\frac{1}{4}$  Prozentpunkte. In Großbritannien förderten die Behörden von April bis Oktober einen größeren Zinsabstand zwischen den Inlands- und den Dollarzinsen, nachdem das Pfund Sterling auf den Devisenmärkten immer wieder unter Druck geriet. In Frankreich, der Bundesrepublik Deutschland, der Schweiz und Japan verzeichneten die Sätze für kurzfristige Anlagen jedoch bei zunehmenden monetären Impulsen vom Frühjahr an lediglich eine zeitweilige Stabilisierung, ehe sie wieder sanken.

Ab Oktober, als die Federal Reserve aufgrund des unerwartet geringen Wachstums der Geldmenge im Spätsommer Erleichterungen der Mindestreserveverpflichtungen einführte, gaben die Geldmarktsätze in den Vereinigten Staaten nach und gingen im Verhältnis zum Trend in anderen Ländern zurück.

Nach einer allgemeinen Abschwächung Anfang 1976 zeigten die Zinssätze des amerikanischen Geldmarktes in jüngster Zeit wieder steigende Tendenz, liegen jedoch immer noch etwa auf dem Niveau der ersten Monate von 1975 — eine ungewöhnliche Erfahrung in einer Aufschwungsphase. Auch die britischen Zinssätze sanken bis April 1976 weiter, haben seitdem jedoch wieder deutlich angezogen. Die unterschiedliche Entwicklung in anderen Ländern war eine Zeitlang durch die wirtschaftspolitische Reaktion auf die Unruhe am Devisenmarkt bedingt; ein Anstieg in Belgien, Frankreich und Italien stand einer leichten Abschwächung in Deutschland und der Schweiz gegenüber. In Japan, das im Zyklus der kurzfristigen Zinsen deutlich hinter den anderen Ländern zurückliegt, hielt die fallende Tendenz der Geldmarktsätze an.

Auch die Zinsen für langfristige Anlagen waren bis zum Frühjahr 1975 weit unter die früheren Höchstwerte gefallen, vor allem in Großbritannien und Italien, wo sie — wenigstens nominell — vorher am höchsten gewesen waren. In der Bundesrepublik Deutschland waren kräftige Stützungskäufe der Bundesbank notwendig, um einen Anstieg im Herbst zu verhindern, doch — wie auch in den USA — ermutigte der unverkennbare Rückgang der Inflation zu einer weiteren bescheidenen Rückbildung in den ersten Monaten von 1976. In den letzten Wochen sind die langfristigen Renditen in einigen Ländern wieder etwas gestiegen.

Da die Abschwächung der Sätze für kurzfristige Mittel viel ausgeprägter als bei langfristigen Ausleihungen war, trat wieder in allen Ländern eine Normalisierung der



<sup>1</sup> Großbritannien: Leitzinssatz.    <sup>2</sup> USA: Satz für Federal funds; Deutschland und Großbritannien: Satz für dreimonatiges Zwischenbankgeld; Frankreich: Tagesgeldsatz; Japan: Satz für tägliches Geld.    <sup>3</sup> USA: Aaa-Obligationen von Firmen; Deutschland: öffentliche Anleihen; Großbritannien: zwanzig Jahre laufende Staatspapiere; Frankreich: Schuldverschreibungen von öffentlichen und halböffentlichen Körperschaften; Japan: Telefon- und Telegraphenanleihen; Italien: Anleihen der Industriekreditinstitute.

Zinsstruktur ein. Die wichtigen kurzfristigen Sätze unterschritten die langfristigen — bereits im Frühjahr 1974 in Großbritannien, dann um die Jahreswende in den USA und Frankreich und schließlich im Frühjahr 1975 in Deutschland sowie in Italien. In Japan, wo die monetären Beschränkungen länger aufrechterhalten wurden als in anderen Ländern, trat die Normalisierung erst im Herbst ein.

Diese Inversion der Renditenkurven, die besonders günstige Bedingungen für die Emission von Wertpapieren schuf, wurde (wie normalerweise zu erwarten) durch die nachlassende Wirtschaftstätigkeit herbeigeführt. Der Abschwung veranlaßte die Währungsbehörden, die Beschränkungen für Kreditgewährungen zu einer Zeit zu lockern, als die Nachfrage nach Bankkredit ohnehin zurückging. Gleichzeitig wurden die Unternehmen angeregt, ihre Schuldenstruktur in der bereits früher in diesem Kapitel beschriebenen Weise zu konsolidieren, was die Abschwächung der Sätze für langfristige Anlagen verlangsamte.

Das Verhältnis der langfristigen Sätze gegenüber der Inflationsrate blieb von Land zu Land sehr verschieden. In den Ländern, in denen der Preisanstieg in letzter Zeit am geringsten war — Deutschland, Schweiz, USA —, hielten sich die Renditen auf einem solchen Niveau, daß der Anleger einen einigermaßen normalen Realertrag erwarten durfte. In anderen Ländern hingegen sind die Kapitalerträge zwar nominal höher als in den drei obengenannten Staaten, aber nach wie vor nicht ausreichend, um die Zwölfmonats-Teuerungsraten auszugleichen. Die derzeitigen Preissteigerungsraten sind in einigen dieser Länder jedoch niedriger, oder eine Abnahme wird erwartet. Unter diesen Aspekten könnten die langfristigen Zinssätze eine bessere Realrendite erbringen, als es auf den ersten Blick scheint.

### **Die Entwicklung auf den wichtigsten Märkten**

In den *Vereinigten Staaten* hat die Politik der Federal Reserve, die auf ein stabileres langfristiges Wachstum der Geldmenge abzielte, im vergangenen Jahr zu merklichen kurzfristigen Veränderungen bei den Reservepositionen der Banken und bei den Geldmarktzinsen geführt. Insgesamt wirkten sich die getroffenen Maßnahmen expansiv aus: die Reserven der Geschäftsbanken wurden wesentlich angereichert, und zwar durch Offenmarkttransaktionen sowie durch mehrmalige Erleichterungen bei den Mindestreservebestimmungen — im Februar für Sichteinlagen, im Mai für Geldaufnahmen am Eurogeldmarkt, ferner im Oktober und im Januar 1976 für langfristige Einlagen. Der Diskontsatz, der während der ersten Monate von 1975 in mehreren Etappen von  $7\frac{3}{4}$  auf 6% ermäßigt worden war, wurde weiter auf  $5\frac{1}{2}$ % im Januar 1976 reduziert. Eine Rückkehr zur Politik der Verknappung in den Monaten Juni–Oktober, hauptsächlich durch eine raschere Geldausweitung im Frühjahr ausgelöst, schlug sich deutlich im Zinssatz für *Federal funds* nieder.

Der Beitrag der Geschäftsbanken zur Kreditmarktstätigkeit ist im vergangenen Jahr deutlich zurückgegangen. Der Gesamtbetrag der von Banken gewährten Kredite erhöhte sich nur um \$27 Mrd.; das ist weniger als die Hälfte des 1974 verzeichneten Zuwachses und die kleinste Zunahme seit dem Jahr 1969, in dem strenge geldpolitische Beschränkungen bestanden hatten. Diese neu ausgeliehenen Mittel wurden außerdem

vollständig in Staatspapieren angelegt. Die Kredite an Industrie, Handel und Gewerbe gingen im Verlauf fast des gesamten Jahres stark zurück, während Hypothekendarlehen und Verbraucherkredite sehr viel schwächer stiegen als im Jahr zuvor. Die Banken, in vermindertem Einlagenwettbewerb, bauten ihre umfangreichen Ausgaben von Depositenzertifikaten um etwa \$ 10 Mrd. ab und waren gleichzeitig bestrebt, Neuausgaben mit längeren Laufzeiten auszustatten. Der Zuwachs ihrer Verbindlichkeiten erfolgte hauptsächlich in Form von Spareinlagen. Die Sparinstitute, die sich ebenfalls großen — gegenüber 1974 etwa verdreifachten — Mittelzuflüssen gegenübersehen und die bis fast zum Jahresende nur geringe Nachfrage nach Hypothekendarlehen fanden, erhöhten ihre Bestände an Staatspapieren um rund \$ 15 Mrd.

Vereinigte Staaten: Mittelnachfrage und -angebot an den Kreditmärkten<sup>1</sup>

	1970	1971	1972	1973	1974	1975		1976 1. Quartal
						1. Halbjahr	2. Halbjahr	
Bereinigte Jahreswerte: Milliarden Dollar								
<b>Mittelnachfrage</b>								
Wertpapiere des Bundes . . . . .	12,8	25,5	17,3	9,7	12,0	84,1	86,3	91,0
Unternehmens- und Auslandsanleihen . . . . .	20,7	19,7	13,2	10,2	21,9	41,3	25,8	28,6
Wertpapiere der nicht- zentralen öffentlichen Haushalte . . . . .	11,2	17,6	14,4	13,7	17,4	17,1	13,8	8,4
Hypothekarkredite . . . . .	25,7	46,9	67,3	73,2	55,9	49,3	60,9	61,0
Konsumkredite . . . . .	6,0	11,2	19,2	22,9	9,6	— 1,5	12,0	17,1
Inländische Bankdarlehen Ausländische Bankdar- lehen . . . . .	6,7 — 0,3	7,8 1,6	18,9 2,9	35,8 2,8	27,3 4,7	— 20,2 1,4	— 2,5 6,6	— 14,6 4,2
Sonstiges . . . . .	9,7	5,6	5,7	11,8	27,4	4,8	9,9	21,2
<b>Zusammen<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>176,2</b>	<b>176,3</b>	<b>212,8</b>	<b>216,9</b>
<b>Direkt bereitgestellt durch</b>								
Bund . . . . .	2,8	3,2	2,6	3,0	7,4	12,7	13,9	15,1
Zentralbanksystem . . . . .	5,0	8,9	0,3	9,2	6,2	7,0	10,1	7,6
Geschäftsbanken . . . . .	35,1	50,6	70,5	86,6	64,6	16,3	38,2	19,2
Sparinstitute . . . . .	16,9	41,4	49,3	35,1	26,9	58,8	53,2	83,5
Sonstige Finanzinstitute . . . . .	23,0	18,6	33,5	37,1	40,0	39,9	39,4	38,2
Private Haushalte und Unternehmen . . . . .	— 0,6	— 13,2	— 5,7	8,4	19,5	30,8	59,4	38,0
Ausland . . . . .	10,3	26,4	8,4	0,7	11,6	10,8	— 1,4	15,3
<b>Zusammen<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>176,2</b>	<b>176,3</b>	<b>212,8</b>	<b>216,9</b>
<b>Entsprechende Ver- änderung im Geld- vermögen</b>								
Geldmenge (M1) . . . . .	10,5	12,7	16,7	12,6	10,8	19,8	7,3	4,8
Termin- und Spareinlagen Kreditmarktforderungen . . . . .	56,1 25,9	81,0 42,2	85,2 57,0	76,3 91,2	71,9 93,5	91,1 65,4	86,2 119,3	108,3 103,8
<b>Zusammen<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>176,2</b>	<b>176,3</b>	<b>212,8</b>	<b>216,9</b>

<sup>1</sup> Ohne Emission von Dividendenwerten nichtfinanzieller Unternehmen, die betrug:

	5,7	11,5	10,5	7,3	3,9	10,4	9,4	7,2
--	-----	------	------	-----	-----	------	-----	-----

Gesamtes Nettoaufkommen mit Dividendenwerten . . . . . 98,2 147,4 169,4 187,4 180,1 186,7 222,2 224,1  
 In Prozent des BSP . . . . . 10,0 13,9 14,5 14,3 12,8 12,9 14,3 13,9

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

Die von inländischen Unternehmen — hauptsächlich Industriefirmen und Versorgungsbetrieben — am Rentenmarkt aufgenommenen Mittel beliefen sich 1975 auf \$27 Mrd. oder 40% mehr als 1974, wogegen die Anleiheemissionen des Auslandes \$6 Mrd. erreichten, das ist dreimal soviel wie 1974. Speziell kanadische Gemeinden wurden von New York durch ein starkes Zinsgefälle angelockt, aber in zunehmendem Maße fanden auch andere ausländische Emittenten Zutritt zu diesem Markt. Das Kaufinteresse kam wie gewöhnlich von seiten der Versicherungen und Pensionsfonds, aber auch private Haushalte, Banken und Sparkassen erhöhten ihre Käufe im vergangenen Jahr. In den ersten Monaten von 1976 zeigten die Anleihe- und Aktienmärkte eine rege Emissionstätigkeit, und auch bei den Hypothekendarlehen wurde ein deutlicher Aufschwung erkennbar. Die Emissionen von Gliedstaaten und Gemeinden erreichten nicht mehr den früheren großen Umfang, da die Probleme von New York und anderen Städten das Vertrauen schwächten. Die Gemeinden waren daher gezwungen, ihre Defizite für 1976 niedriger zu halten.

Die Rezession führte zu einer Zunahme der inländischen Insolvenzen, deren bekannteste der Konkurs einer großen Einzelhandelskette war; gleichzeitig blieben die finanziellen Probleme der Immobilienfonds aktuell, und die Finanzlage der Stadt New York erforderte Hilfsmaßnahmen des Bundes. Das Vertrauen schien bisweilen brüchig, die Risikoprämien in den Zinssätzen erhöhten sich — speziell bei Papieren von Gemeinden —, und einige Banken erlitten große Kreditverluste. Im Auslandsgeschäft stellten die Probleme des Tankergewerbes und einiger Entwicklungsländer die Rückzahlbarkeit großer Auslandskredite von US-Banken in Frage. Dennoch blieb der Bankenapparat insgesamt auf gesunder Grundlage. Obwohl nicht alle Probleme ganz gelöst werden konnten, verbesserte sich dank dem wirtschaftlichen Aufschwung und den Kreditrisikorückstellungen, die die meisten Institute im Laufe des Jahres zu bilden vermochten, das Klima auf den Finanzmärkten erheblich.

In der *Bundesrepublik Deutschland* implizierte die auf ein stabilitätskonformes monetäres Wachstum gerichtete Politik in dem fast während des ganzen vergangenen Jahres herrschenden Rezessionsklima eine liberale Geldmarktpolitik. Der amtliche Diskontsatz wurde im Zeitraum Februar–September in fünf Schritten von 6 auf 3½% gesenkt, und die freien Liquiditätsreserven der Banken konnten von DM 5 Mrd. im Januar auf fast 16 Mrd. im November anwachsen. Die Mindestreserveverpflichtungen wurden im Juli und August ermäßigt, die Rediskontkontingente angehoben, und gelegentlich wurden den Instituten kurzfristige Offenmarkt-Kredite zum Diskontsatz angeboten, ohne auf die Rediskontkontingente angerechnet zu werden. Als im Sommer die Bedingungen im In- und Ausland Erwartungen auf einen Anstieg der Anleiherenditen aufkommen ließen, wurde ferner die Emission von Titeln der öffentlichen Hand und von Auslandsanleihen ausgesetzt. Zwischen Ende Juli und Ende Oktober erwarb die Bundesbank Anleihen im Betrag von DM 7,5 Mrd., womit sie gleichzeitig die Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge über die für das Jahr gesetzte Marke hinaus akzeptierte.

Im Herbst und Winter wurde offensichtlich, daß sich die öffentliche Hand mit Krediten über ihren Bedarf hinaus eingedeckt hatte, der sich dank der konjunkturellen Erholung geringer als erwartet erwies. Dies führte zu einem neuerlichen Aufbau von Einlagen des öffentlichen Sektors bei der Bundesbank. Um Anspannungen am Geld-

markt zu verhindern, wurde ein Teil der Bundesguthaben vorübergehend auf Kreditinstitute übertragen. In den ersten Monaten von 1976 war jedoch zu sehen, daß sich das monetäre Wachstum eindeutig verstärkt hatte. Um der steigenden Liquidität der Banken als Folge von Interventionen auf dem Devisenmarkt teilweise entgegenzuwirken, wurden die Mindestreserveverpflichtungen im Mai und Juni erhöht.

Das Wachstum des Volumens der gesamten Bankkredite steigerte sich von einer Jahresrate von 7% im ersten Halbjahr 1975 auf eine solche von 13% im zweiten Halbjahr. Ausgeprägter Wettbewerb im Aktivgeschäft der Banken hatte einen Zinsrückgang auf breiter Front zur Folge, und die private Nachfrage nach Bankkrediten scheint zugenommen zu haben, möglicherweise bereits unter dem Einfluß der Belebung der Wirtschaft, aber auch, weil Unternehmen von höherverzinslichen Auslandsschulden (zumeist bei ausländischen Töchtern deutscher Banken) nunmehr zu billigeren Inlandschulden umschichteten. Auch die öffentliche Hand griff in großem Umfang auf die

**Bundesrepublik Deutschland: Mittelaufnahme und Kreditgewährung der nichtfinanziellen Sektoren**

	1970	1971	1972	1973	1974		1975	
					1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Milliarden DM								
<b>Kreditnehmer</b>								
Öffentliche Haushalte . . .	8,6	13,3	15,0	16,0	4,1	19,8	24,1	40,8
Unternehmen . . . . .	59,2	69,1	68,7	60,2	22,1	36,2	12,2	28,6
Wohnungswirtschaft . . . .	20,0	23,6	34,7	41,7	11,6	13,7	9,5	13,5
Private Haushalte . . . . .	3,4	5,8	8,3	3,9	— 0,4	0,0	0,8	3,6
Ausland . . . . .	35,6	21,7	21,2	37,6	27,0	14,7	17,5	21,2
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<b>Kreditarten</b>								
Bankkredite . . . . .	58,0	71,7	91,6	77,8	23,5	50,2	26,7	76,4
Festverzinsliche Wert-papiere und Geldmarkt-papiere . . . . .	2,2	3,7	3,8	1,5	1,9	9,1	13,6	7,9
Aktien . . . . .	6,0	7,0	5,9	5,0	2,6	3,2	3,5	4,6
Andere Inlandskredite . . .	17,8	20,2	26,3	32,6	24,6	21,8	8,8	14,2
Andere Auslandskredite . .	19,5	15,1	4,5	17,1	9,1	4,7	10,3	7,9
Auslandsposition der Bundesbank . . . . .	23,3	15,8	15,8	25,4	2,7	— 4,6	1,2	— 3,3
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<b>Kreditwege</b>								
Bankenapparat . . . . .	87,8	95,6	115,5	106,9	30,4	61,9	43,4	98,8
Andere . . . . .	39,0	37,9	32,4	52,5	34,0	22,5	20,7	8,9
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<b>Entsprechende Forderungen</b>								
Sicht- und Termineinlagen	43,1	42,2	46,9	55,7	8,9	18,5	— 11,9	38,3
Spareinlagen . . . . .	20,5	28,1	32,8	14,9	13,1	17,8	38,3	29,4
Wertpapiermarkt . . . . .	19,1	16,2	24,7	27,4	4,5	8,4	11,9	1,1
Andere Inlands-forderungen . . . . .	39,4	42,2	37,6	57,0	21,8	31,5	23,5	34,1
Andere Auslands-forderungen . . . . .	4,7	4,8	5,9	4,4	16,1	8,2	2,3	4,8
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<b>Summe in Prozent des BSP</b>	<b>18,5</b>	<b>17,5</b>	<b>17,7</b>	<b>17,2</b>	<b>13,2</b>	<b>16,7</b>	<b>12,6</b>	<b>20,3</b>

billigeren Bankdarlehen zurück, wobei sie zwei Drittel ihres Jahreskreditbedarfs auf diesem Wege deckte. Da den Banken weiterhin Spareinlagen in beträchtlichem Umfang zufflossen, konnten sie ab November große Beträge in Wertpapieren anlegen.

Mit der merklichen Abschwächung der Inflation, der Verringerung der Defizite der öffentlichen Haushalte und dem Rückgang der Zinssätze in den USA erholte sich der Rentenmarkt ab Oktober zunehmend. Im Frühjahr 1976 war die Kapitalmarkt-tätigkeit — mit Emissionen, die den Wünschen der Anleger nach kurzen Laufzeiten mehr entgegenkamen — wieder so rege wie ein Jahr zuvor.

In *Japan* wurden die geldpolitischen Beschränkungen erst im Frühjahr 1975 spürbar gelockert, wesentlich später als in den anderen bedeutenden Ländern. Die Anleiherenditen sanken Anfang 1975 unter dem Einfluß ausländischer Käufe und wegen des Nachlassens des Preisauftriebs. Ein besserer Indikator für die Kreditentwicklung war, daß der Diskontsatz der Bank von Japan sein „Ölkrise“-Niveau von 9% bis zum April 1975 beibehielt. Danach wurde dieser Satz in vier Etappen bis Oktober auf 6½% zurückgeführt. Tägliches Geld wurde im Verlauf des Jahres und in den ersten Monaten von 1976 wesentlich billiger, und auch die Sätze für mittelfristige Bankschuldverschreibungen — das wichtigste Finanzierungsinstrument am Kapitalmarkt — sanken um 2½ Prozentpunkte. Im Frühjahr 1976 waren diese Zinssätze — wie auch die für Bankeinlagen und -kredite, die in den zwölf Monaten bis Januar um nur 1 Prozentpunkt gesunken waren — jedoch verglichen mit ihrem Stand in den Jahren vor 1973 noch immer ziemlich hoch.

Die private Kreditnachfrage schwächte sich ab, erhielt aber in einigen Branchen in gewissem Umfang Verstärkung durch den anhaltenden Druck auf die Selbstfinanzierungskraft. Das Gesamtvolumen an Darlehen und Diskontkrediten der Banken nahm im vergangenen Jahr um 12% zu, verglichen mit 11% 1974 und 17% 1973. Aufgrund staatlicher Beeinflussung, wonach die Finanzinstitute den Großteil der an den privaten Sektor verkauften Staatsanleihen übernehmen sollten, stieg ferner der Bestand an Staatspapieren allein bei den Banken im Kalenderjahr 1975 von ¥ 1,25 auf 3,25 Mrd.

Die Neuausgaben von Anleihen und Bankschuldverschreibungen beliefen sich im vergangenen Jahr auf über ¥ 14 Mrd., verglichen mit 12 Mrd. 1974. Erstmals seit Dezember 1973 wurde der Markt für zwei kleine ausländische Emissionen geöffnet.

In *Großbritannien* zielten die monetären Maßnahmen primär auf die Aufrechterhaltung eines Gefälles zwischen Inlands- und Dollarzinsen ab, um dem immer wiederkehrenden Druck auf das Pfund Sterling entgegenzuwirken. Die Behörden wirkten allgemein auf hohe Schatzwechselsätze hin und gewährten Geldmarktstützung nur zu erhöhten Zinsen, vor allem im Mai, Juli, September 1975 und im April 1976. Im übrigen dienten offizielle Liquiditätshilfen — u.a. wurden im Januar und Februar 1976 Sondereinlagen vorübergehend freigegeben — lediglich zur Glättung von Anspannungen, die durch Operationen des Schatzamtes und durch die stoßweise Abgabe längerfristiger Staatspapiere hervorgerufen wurden. Ihre wesentliche restriktive Wirkung vermochte die Geldpolitik im letzten Jahr jedoch dadurch zu entfalten, daß sie sich die starke Nachfrage nach Staatspapieren zunutze machte.

So war es im Verlauf des Jahres möglich, den bemerkenswerten Betrag von £ 5,2 Mrd. an Staatsanleihen abzusetzen; dies erinnert an die ähnliche konjunkturelle Erfahrung von 1971, geht aber weit über das damalige Ergebnis hinaus. Rund ein Drittel des Gesamtbetrags entfiel auf Papiere mit Laufzeiten bis zu fünf Jahren, doch waren die Anleger bei sich abschwächender Inflation zunehmend an langfristigen Abschnitten interessiert. Nichtbanken-Kunden aus dem Inland erwarben £ 4,4 Mrd.; darunter waren zumeist institutionelle Anleger einschließlich Bausparkassen, die sich bei der gegebenen Zinsstruktur spektakulären Zuflüssen neuer Mittel gegenübersehen. Ferner erwarben inländische Nichtbanken, wiederum primär Finanzinstitute, in der noch nie dagewesenen Betragshöhe von £ 550 Mio. Schatzwechsel, die gegenüber Bankguthaben und Sterling-Depositenzertifikaten von der Jahresmitte an einen ungewöhnlichen Zinsbonus aufzuweisen hatten.

Bei unveränderter Kreditgewährung an den privaten Sektor hatten die Banken hauptsächlich den Kreditbedarf der öffentlichen Hand zu decken. Dabei nahmen ihre Liquiditätsquoten bis fast zum Jahresende beträchtlich zu.

Die Unternehmen beschafften sich nur sehr wenig Fremdmittel in anderen Formen als Wandelanleihen. Die Ausgabe von Aktien nahm stark zu und blieb bis in die ersten Monate des Jahres 1976 lebhaft, als auch die Gewährung von Hypothekendarlehen durch Bausparkassen einen starken Aufschwung erlebte. Die kurzfristigen Sterling-Zinsen gingen von Oktober 1975 bis Ende April 1976 kräftig zurück; dann erhöhte die Bank von England in der Absicht, das Abgleiten des Pfundkurses aufzuhalten, den Leitzinssatz von 9 auf 10½%. Im späten Mai wurde dieser Satz weiter auf 11½% angehoben.

In Frankreich trachteten die Währungsbehörden in der ersten Phase des Aufschwungs danach, die Rückentwicklung des Zinsniveaus zu dämpfen. Nicht nur zum Schutz des französischen Frankens auf den Devisenmärkten, sondern auch als Voraussetzung für die vermehrte längerfristige Anlage von Sparkapital wurde ein im Verhältnis zur Inflationsrate angemessenes Zinsniveau als notwendig erachtet. Jedoch mußte zunehmend auf die Arbeitslosigkeit Rücksicht genommen werden. Im Rahmen einer vorsichtigen Geldmarktpolitik sank der Zinssatz für Einmonatsgelder von 11% im Januar 1975 auf rund 7% im Sommer, wobei der Vorsprung gegenüber den Eurodollarsätzen allmählich kleiner wurde. Sodann ging der Einmonatssatz weiter bis auf rund 6½% im Januar 1976 zurück, woran sich ein aus außenwirtschaftlichen Gründen geförderter erneuter Anstieg anschloß. Die Bank von Frankreich setzte in der Zeit von Januar bis September ihren Diskontsatz von 13 bis auf 8% herab. Die Mindestreserverfordernisse wurden wesentlich ermäßigt und die Bankkreditplafonds nicht reduziert, als die tatsächliche Kreditexpansion zunehmend hinter den gesetzten Grenzen zurückblieb. Zahlreiche besondere Arten der Kreditgewährung wurden sogar gefördert. Die regulierten Habenzinsen wurden verhältnismäßig hoch gehalten, doch da die anderen Passiv- und die Geldmarktsätze sanken, ermäßigten die Banken ihre Basis-Sollzinsen im Verlauf des Jahres von 12,4 auf 8,6%.

Der Gesamtbetrag der von Banken an Firmen und Private gewährten Kredite nahm um 14% zu, gegenüber 17% im Jahr 1974. Besonders ausgeprägt war die Wachstumsabschwächung bei den kurzfristigen Krediten — vor allem den stark

geschäftsbezogenen, z. B. Diskont- und Exportkrediten. Demgegenüber nahmen die kurzfristigen persönlichen Darlehen, bei denen im September die Beschränkungen gelockert worden waren, um 35% zu, und die Summe an nicht mobilisierbaren mittel- und langfristigen Ausrüstungskrediten erhöhte sich um 27%. Die gesamten liquiden Anlagen in der Wirtschaft stiegen um 22%, verglichen mit 13½% 1974. Die Spareinlagen nahmen um 29% zu.

Die Ausgabe von Schuldverschreibungen erreichte die Rekordmarke von ffr 43,4 Mrd. und damit ungefähr das Doppelte des sehr geringen Volumens von 1974. Der Staat selbst trat nicht als Emittent auf, garantierte aber im Frühjahr eine Anleihe von ffr 5 Mrd. zur Finanzierung subventionierter Investitionsdarlehen an die Industrie. Alle anderen Kategorien von Emittenten waren an dem vermehrten Absatz von Obligationen beteiligt. Die Ausgabe von Aktien ist jedoch etwas hinter den Ergebnissen der Jahre 1973 und 1974 zurückgeblieben.

Die im April bekanntgegebenen Richtlinien für die Kreditgewährung der Banken im zweiten Halbjahr 1976 zielen darauf ab, das monetäre Wachstum in Übereinstimmung mit jenem des nominalen BSP zu halten.

In *Italien* wurde die Geldpolitik ab Frühjahr 1975 erheblich gelockert, nachdem die äußerst ungünstige Entwicklung der Wirtschaft dazu beigetragen hatte, daß die heimische Kreditexpansion innerhalb der mit den internationalen Geldgebern vereinbarten Grenzen gehalten werden konnte, und die Leistungsbilanz sich kräftig verbessert hatte. Nach der Aufhebung der Importdepotpflicht im März wurden im April die quantitativen Zuwachsbegrenzungen des Bankkredits außer Kraft gesetzt und die den Banken vorgeschriebenen Quoten für die Übernahme von Anleihen für die zweite Hälfte von 1975 reduziert. Die Bank von Italien setzte ihren Diskontsatz in zwei Schritten, und zwar im Mai und September, von 8 auf 6% herab. Die Geschäftsbanken reduzierten in der Zeit von Anfang 1975 bis Januar 1976 ihre Zinsen für erstklassige Kredite von etwa 19 auf rund 12%.

Die gesamte inländische Kreditexpansion betrug 1975 rund Lit 31 000 Mrd., was einer Rate von 19% entspricht, verglichen mit 16% 1974. Davon entfielen Lit 13 700 Mrd. auf Kredite an den Staat, wogegen die Ausleihungen der Banken an den privaten Sektor nur um rund 14% — gegenüber 20% 1974 — zunahmen. Bei dem starken Anstieg der Emissionen von Regierung und Sonderkreditinstituten erhöhte sich der Gesamtbetrag der neu ausgegebenen Obligationen auf Lit 12 125 Mrd., verglichen mit 3 500 Mrd. 1974. Der Nettoabsatz im Nichtbankenbereich betrug fast Lit 3 000 Mrd. (nach starken Nettorückgängen dieser Bestände 1974), und die Banken übernahmen Lit 6 250 Mrd., weit mehr, als ihren Pflichtquoten entsprochen hätte. Das gewaltig anschwellende Defizit der Staatskasse sowie die staatliche Refinanzierung kurzfristiger Exportkredite trugen dazu bei, daß die Geldbasis 1975 um 18,5% wuchs.

In den ersten Monaten von 1976 wurden, bei stark sinkendem Kurs der Lira auf den Devisenmärkten, die Exportrefinanzierungshilfen eingeschränkt und die Mindestreserveverpflichtungen der Banken erhöht; ferner hat die Bank von Italien ihren Diskontsatz bis März in drei Schritten von 6 auf 12% angehoben. Auch von der im Mai wieder eingeführten Importdepotpflicht erwartet man eine rasche und deutliche Dämpfung der heimischen Liquiditätsausweitung.

## V. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Die Entwicklung des Welthandels und des internationalen Zahlungsverkehrs wurde 1975 und in den ersten Monaten von 1976 vor allem durch das konjunkturelle Geschehen in den Industrieländern bestimmt. Was den Handel betrifft, so führte der steilste Konjunkturabschwung der Nachkriegszeit zu einer wesentlichen mengenmäßigen Verringerung der Weltimporte und -exporte. Das Einfuhrvolumen der entwickelten Länder sank 1975 um nicht weniger als 8%; noch größer war mit fast 17% die prozentuale Verminderung des Importvolumens der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer, teils wegen der durch die Rezession gesunkenen Exporteinnahmen, teils wegen der höheren Ölpreise. In anderen Gebieten trafen jedoch Faktoren zusammen, die die Schrumpfung des Welthandels und damit die weltweite konjunkturelle Abschwächung in Grenzen hielten. So stiegen die Einfuhren der OPEC-Länder sogar noch schneller als 1974, und darüber hinaus erhöhten auch die sozialistischen Länder 1975 ihr Importvolumen, sowohl im Verkehr mit der restlichen Welt als auch — etwas weniger — im Handel untereinander. Diese belebenden Kräfte begannen gegen Ende des Jahres nachzulassen. Die OPEC-Länder waren — bis zu einem gewissen Grade allein schon von den physischen Bedingungen her — nicht mehr in der Lage, weiterhin derart hohe Importmengen aufzunehmen, obwohl einige dieser Länder auch durch sinkende Einnahmen veranlaßt wurden, Einschränkungen vorzunehmen. Es gibt Anzeichen dafür, daß gewisse Planwirtschaftsländer aus finanziellen Erwägungen ebenfalls begonnen haben dürften, ihre Importe zu beschneiden. Zu dieser Zeit hatten jedoch die Industrieländer im großen und ganzen die konjunkturelle Talsohle bereits durchschritten, und ihre Importnachfrage begann sich zu erholen. So wurden im Ergebnis die schlimmsten Befürchtungen der Pessimisten sowohl hinsichtlich der Schärfe wie der Dauer des Niedergangs des Welthandels widerlegt, und gegen Ende 1975 zeigte der Trend wieder deutlich nach oben.

Die Schrumpfung des Welthandels im letzten Jahr bewirkte, daß sich zwei der drei Triebkräfte, die für das 1974 entstandene beispiellose Ungleichgewicht des internationalen Zahlungsverkehrs verantwortlich gewesen waren, fühlbar abschwächten. Sowohl der Leistungsbilanzüberschuß des OPEC-Gebiets als auch das Defizit der OECD-Länder wurde nämlich weitgehend reduziert. Andererseits dehnte sich das zusammengefaßte Defizit der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer weiter aus. Trotz einer Reihe schwieriger Situationen waren daher die Probleme der Zahlungsbilanzfinanzierung geringer als 1974 — dem Jahr unmittelbar nach den Preiserhöhungen für Erdöl. Mit der Erholung des Welthandels machen sich jedoch frühere Ungleichgewichte wieder bemerkbar. Die Gesamtverbesserung der Leistungsbilanz der industrialisierten Welt war ausschließlich konjunkturell bedingt; die Positionen der einzelnen Länder haben sich zudem ungleichmäßig entwickelt, wobei die Leistungsbilanz in mehreren von ihnen sogar in der konjunkturellen Talsohle

immer noch Defizite oder bestenfalls ausgeglichene Ergebnisse aufgewiesen hatte. In den ersten Monaten von 1976 dürfte das Leistungsbilanzdefizit der OECD-Länder auf Jahresrate hochgerechnet fast \$20 Mrd. betragen haben.

Die Ereignisse von 1975 und der bisherige Verlauf von 1976 zeigen, wie schnell sich das Zahlungsbilanzbild der Welt zunächst in der einen und dann in der anderen Richtung ändern kann. In der gegenwärtigen Situation sind immer noch grundlegende Anpassungsvorgänge erforderlich, sowohl zwischen den erdölexportierenden Ländern und dem Rest der Welt als auch zwischen den Industrieländern. Unterdessen werden wahrscheinlich einige erhebliche Finanzierungsprobleme entstehen, die zwar nicht die Größenordnungen von 1974 erreichen dürften, deren Bewältigung jedoch in verschiedenen Fällen durch das Ausmaß der bereits bestehenden Auslandsverschuldung erschwert werden könnte.

### Welthandel

Unter dem Einfluß der in den Industrieländern herrschenden Konjunkturflaute schrumpfte der Welthandel 1975 um 6% — die erste nennenswerte Verminderung in der Nachkriegszeit überhaupt —, nachdem sein reales Wachstum sich schon 1974 gegenüber dem Vorjahr von 12 auf 5% verringert hatte. Hand in Hand mit dem Rückgang des Welthandels ging eine spürbare Verlangsamung des Anstiegs der Durch-

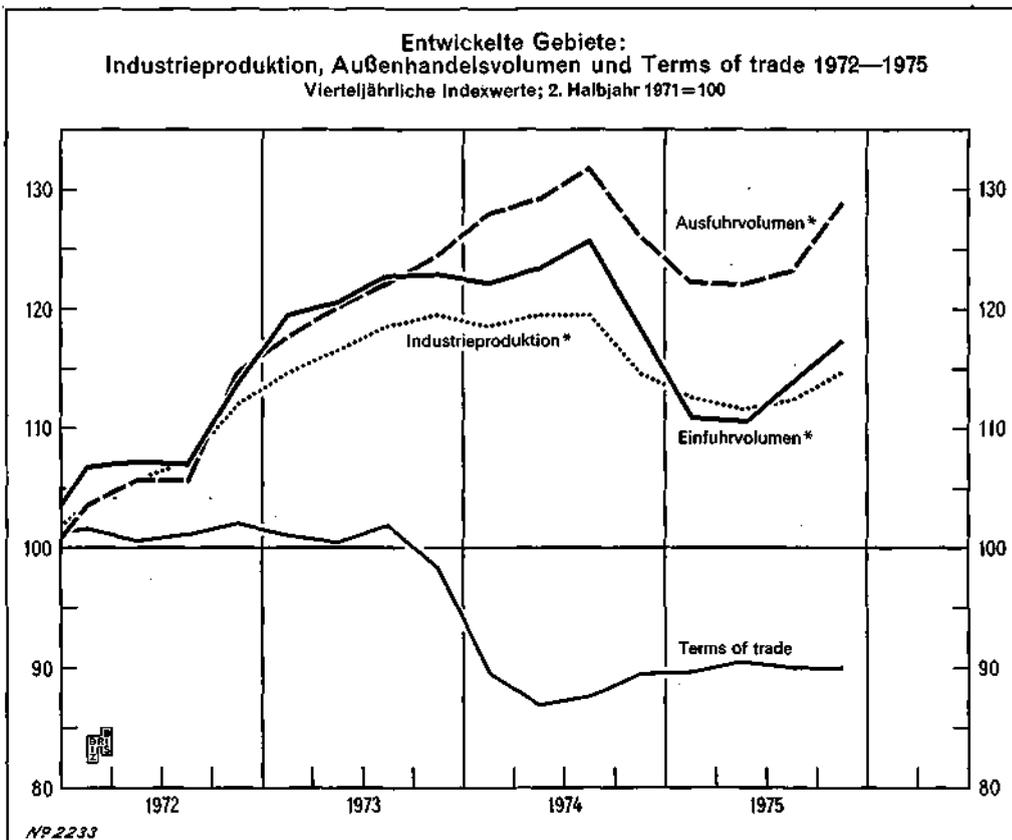
Welthandel<sup>1</sup>

	Ausfuhr (fob)				Einfuhr (cif)			
	1974	1975		1974	1975			
		Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	
Milliarden US-Dollar								
<b>Entwickelte Gebiete</b>								
Westeuropa:								
EWG . . . . .	275	294	151	143	293	297	151	146
Sonstige . . . . .	64	68	35	33	92	96	51	45
Zusammen . . . . .	339	362	186	176	385	393	202	191
(Mengenindex, 1973 = 100)	(105)	(100)	(99)	(101)	(99)	(94)	(93)	(94)
USA . . . . .	99	108	54	54	108	103	51	52
Kanada . . . . .	34	34	17	17	35	36	18	18
Japan . . . . .	56	56	27	29	62	58	29	29
Sonstige <sup>2</sup> . . . . .	20	21	11	10	28	27	14	13
Alle zusammen . . . . .	548	581	295	296	618	617	314	303
(Mengenindex, 1973 = 100)	(107)	(102)	(101)	(103)	(101)	(93)	(92)	(94)
<b>Entwicklungsgebiete</b>								
OPEC-Länder <sup>3</sup> . . . . .	137	119	58	63	32	50	23	27
(Mengenindex, 1973 = 100)	(105)	(85)	(82)	(88)	(139)	(200)	(188)	(212)
Sonstige . . . . .	95	93	46	47	122	126	63	63
(Mengenindex, 1973 = 100)	(103)	(96)	(92)	(100)	(105)	(88)	(89)	(87)
Zusammen . . . . .	232	212	102	110	154	176	86	90
(Mengenindex, 1973 = 100)	(104)	(91)	(87)	(94)	(115)	(117)	(115)	(119)
Osteuropa <sup>4</sup> und UdSSR . .	65	78	37	41	71	93	45	48
Insgesamt <sup>5</sup> . . . . .	845	871	434	437	843	886	445	441
(Mengenindex, 1973 = 100)	(106)	(100)	(98)	(102)	(103)	(97)	(96)	(98)

<sup>1</sup> Ohne die asiatischen Planwirtschaftsländer. <sup>2</sup> Australien, Israel, Neuseeland, Südafrika. <sup>3</sup> Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate. <sup>4</sup> Bulgarien, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, Ungarn. <sup>5</sup> Ohne Osteuropa und die UdSSR.

schnittspreise internationaler Handelsgüter, und zwar von über 40% auf etwas weniger als 10%. Infolgedessen kam die in Dollar gerechnete Ausweitung des Welthandels mit \$35 Mrd. gerade auf ein Achtel des Zuwachses von 1974. Die Handelsrezession des vergangenen Jahres konzentrierte sich ganz auf die erste Jahreshälfte; als sich dann in einer Reihe wichtiger Industrieländer konjunkturelle Belebungstendenzen zeigten, lag das Volumen des Welthandels im zweiten Halbjahr auf Jahresrate hochgerechnet um 6% über dem Ergebnis im ersten Halbjahr, und es hat den Anschein, daß der Zuwachs 1976 eine Größenordnung von 10% erreichen könnte.

In Kapitel II wurden bereits die Merkmale des konjunkturellen Abschwungs in den entwickelten Ländern beschrieben, die die Welthandelsflaute herbeigeführt hatten; die folgende Graphik vergleicht die Entwicklung der Industrieproduktion und der Importe dieser Länder während des Zyklus. Im zweiten Quartal von 1975 war ihre gesamte Industrieproduktion um 6½% und ihre Einfuhr um 10½% niedriger als ein Jahr vorher. Im letzten Quartal des vergangenen Jahres, als sich Europa der bereits in den USA und Japan in Gang gekommenen konjunkturellen Erholung anschloß, nahmen die gesamten Importe der Industrieländer ziemlich stark zu.



\* Salsobereinigt.

Das Importvolumen der entwickelten Länder ging im Jahr 1975 um 8% zurück. Wie bei der Rezession selbst war auch hier das Bild nicht einheitlich; im allgemeinen verminderten sich aber die Importe am meisten in den Ländern, in denen 1975

auch die industrielle Erzeugung am stärksten zurückging. So hatte der ausgeprägte Konjunkturabschwung in der Schweiz eine Schrumpfung des Importvolumens um 17% zur Folge, während von den größeren Ländern Japan und die USA eine Abnahme um 12½ bzw. 11½% verzeichneten. In Italien ist die Verminderung der Einfuhren um 11% das Ergebnis einer durch die Rezession und das Importdepot verursachten Abwärtsentwicklung im ersten Teil des Jahres, die durch eine kräftige Erholung gegen Ende des Jahres nur teilweise wettgemacht wurde. In anderen Ländern waren die Rezessionsmerkmale weniger ausgeprägt. Die Importe Kanadas, der Niederlande und Schwedens gingen jeweils um 5% oder weniger zurück, während diejenigen Deutschlands und Norwegens sogar zunahmen, und zwar um 3 bzw. 1%. Die konjunkturelle Erholung in den entwickelten Ländern während der zweiten Jahreshälfte führte zu einer Ausweitung ihres Importvolumens um 4% (auf Jahresrate hochgerechnet); in den ersten Monaten von 1976 scheint sich der Anstieg noch beschleunigt zu haben — auf eine Jahresrate von vielleicht nicht weniger als 10% —, wobei die USA weiterhin Hauptmotor der Expansion waren.

Die Entwicklungsländer ohne eigene Ölvorkommen wiesen 1975 einen erheblichen Rückgang ihres Einfuhrvolumens um 17% auf, nachdem dieses sich im Jahr zuvor angesichts der Ölpreiserhöhungen und der darauf folgenden Abschwächung der Nachfrage für ihre Ausfuhren gut gehalten hatte. Die Verminderung konzentrierte sich vor allem auf das erste Halbjahr, setzte sich aber auch anschließend abgeschwächt fort.

Die Importe sowohl der erdölproduzierenden Länder wie, in einem geringeren Ausmaß, der Planwirtschaftsländer erhöhten sich 1975 weiter, wodurch die von den Industrieländern ausgehenden retardierenden Einflüsse auf den Welthandel teilweise aufgewogen wurden. Was die OPEC-Länder betrifft, so stiegen ihre Importe dem Volumen nach um etwa 45% und damit sogar stärker als im vorangegangenen Jahr. Wie die folgende Tabelle zeigt, sind alle wichtigen Industrieländer an dieser Zunahme beteiligt, wobei die USA, Japan und Deutschland die Hauptlieferanten waren und

Industrieländer: Exporte\* in OPEC- und Planwirtschafts-Länder

	OPEC-Länder			Planwirtschaftsländer		
	Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr		Wert (fob) in Mrd. Dollar	Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr		Wert (fob) in Mrd. Dollar
	1974	1975	1975	1974	1975	1975
Belgien-Luxemburg . . . . .	49	66	1,2	70	4	0,9
Deutschland (BR) . . . . .	80	68	6,8	48	16	7,1
Frankreich . . . . .	64	63	4,9	34	64	2,9
Großbritannien . . . . .	45	78	4,5	23	24	1,5
Italien . . . . .	86	65	3,7	65	32	2,4
Japan . . . . .	99	55	8,4	101	19	4,7
Kanada . . . . .	101	34	0,7	6	42	1,1
Niederlande . . . . .	46	60	1,4	59	17	0,9
Schweden . . . . .	75	83	0,7	49	43	1,2
Schweiz . . . . .	48	57	0,8	43	25	0,8
USA . . . . .	86	60	10,8	-17	48	2,9
Zusammen . . . . .	76	63	43,9	42	28	26,4

\* Nach Angaben der Zollstatistik.

die Käufe aus Schweden und Großbritannien den größten relativen Zuwachs verzeichneten. In der zweiten Jahreshälfte verminderte sich die Wachstumsrate der OPEC-Einfuhren jedoch sehr kräftig. Dabei spielte einmal die Überlastung der Häfen und des inländischen Verteilernetzes eine Rolle; außerdem haben gewisse Länder ihre geplanten Ausgaben angesichts der rückläufigen Erdöleinnahmen gekürzt.

Bei den Planwirtschaftsländern vollzog sich ein Teil der Handelsexpansion des letzten Jahres innerhalb ihres eigenen Gebiets. Darüber hinaus stiegen jedoch auch ihre Importe aus Marktwirtschaftsländern im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr sehr kräftig, wie die vorstehende Tabelle zeigt. Die Bezüge von hochentwickelten technischen Produkten wurden verstärkt, um die Ziele des Endjahres der Wirtschaftspläne für 1971–1975 zu erfüllen; außerdem waren wegen der schlechten Ernten umfangreiche Getreidekäufe notwendig.

Was die Exporte betrifft, so mußten alle großen Ländergruppen im vergangenen Jahr mengenmäßige Einbußen hinnehmen. Bei weitem die umfangreichsten hatten die OPEC-Staaten zu verzeichnen, deren Exporte insgesamt um fast 20% niedriger waren als 1974. Dieser Rückgang konzentrierte sich auf die Verkäufe an Industrieländer, wobei Rezessionswirkungen und Maßnahmen zur Einsparung von Energie zusammentrafen. Andererseits schrumpfte das Exportvolumen der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer trotz ihrer hohen Abhängigkeit von den Märkten in den Industrieländern mit 7% nicht so ausgeprägt. Ihre Verkäufe hatten nämlich bereits 1974 Zeichen einer Abschwächung erkennen lassen; darüber hinaus reagierten sie früh auf den Aufschwung in der industrialisierten Welt, der ja mit einer Tendenzwende bei der Lagerhaltung begonnen hatte. Das Ausfuhrvolumen der entwickelten Länder verringerte sich 1975 um etwa 5%. Wie bei den Importen gab es auch hier zwischen den einzelnen Ländern verhältnismäßig große Unterschiede.

Mit Ausnahme der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer wurde 1975 die relative Veränderung des Export- und Importvolumens bei jeder Ländergruppe durch die Bewegung ihrer Terms of trade noch verstärkt. Die zusammengefaßten Terms of trade der entwickelten Länder begannen sich im dritten Vierteljahr von 1974 im Vergleich zum vorangegangenen Quartal zu verbessern; bis Mitte 1975 hatte diese günstige Entwicklung rund 4% erreicht. Im restlichen Jahr gab es kaum Veränderungen. An der Verbesserung waren jedoch nicht alle Industrieländer beteiligt; in Kanada und Japan verschlechterten sich die Austauschverhältnisse, während sie in den Benelux-Staaten praktisch unverändert blieben. Die Terms of trade der Entwicklungsländer ohne eigenes Erdöl wiesen im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr eine ungünstige Bewegung auf, so daß selbst die starke Kürzung ihres Importvolumens nicht ausreichte, eine weitere Passivierung ihrer Handelsbilanz zu verhindern.

### Zahlungsbilanzen

Die beschriebenen Tendenzen im Außenhandel waren der wesentlichste Grund für die Verschiebungen in den Leistungsbilanzen im vergangenen Jahr, wie sie für die Hauptländergruppen in der folgenden Tabelle dargestellt sind. Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der entwickelten Länder verminderte sich von \$34,3 auf 8,7 Mrd., und der Überschuß der OPEC-Länder insgesamt schmolz von \$65

auf 35 Mrd. zusammen. Andererseits hat sich das Defizit aller Entwicklungsländer ohne eigene Erdölproduktion schätzungsweise von \$15 auf 25 Mrd. erhöht. Osteuropa und die UdSSR, für die keine vergleichbaren Leistungsbilanzzahlen verfügbar sind, verzeichneten eine Zunahme ihres Außenhandelsdefizits von \$2 auf 10 Mrd.

**Leistungsbilanzsalden<sup>1</sup>**

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungen und Übertragungen			Leistungsbilanz		
	1973	1974	1975	1973	1974	1975	1973	1974	1975
	Milliarden US-Dollar								
<b>Entwickelte Gebiete</b>									
Belgien-Luxemburg <sup>2</sup>	+ 1,2	+ 0,9	+ 0,7	- 0,1	0	+ 0,4	+ 1,1	+ 0,9	+ 1,1
Deutschland (BR)	+ 15,3	+ 21,9	+ 17,1	- 10,9	- 12,2	- 13,3	+ 4,4	+ 9,7	+ 3,8
Frankreich	+ 0,8	- 3,8	+ 1,5	- 1,5	- 2,1	- 1,4	- 0,7	- 5,9	+ 0,1
Großbritannien	- 5,7	- 12,3	- 7,2	+ 3,7	+ 3,8	+ 3,3	- 2,0	- 8,5	- 3,9
Italien	- 4,0	- 8,5	- 1,1	+ 1,5	+ 0,7	+ 0,6	- 2,5	- 7,8	- 0,5
Japan	+ 3,7	+ 1,4	+ 5,1	- 3,8	- 6,1	- 5,8	- 0,1	- 4,7	- 0,7
Kanada	+ 2,7	+ 1,5	- 0,8	- 2,7	- 3,2	- 4,2	0	- 1,7	- 5,0
Niederlande	+ 0,8	+ 0,4	+ 0,6	+ 1,5	+ 1,6	+ 0,9	+ 2,3	+ 2,0	+ 1,5
Schweden	+ 2,3	+ 0,7	+ 0,8	- 1,1	- 1,6	- 2,3	+ 1,2	- 0,9	- 1,5
Schweiz	- 1,8	- 2,1	+ 0,1	+ 2,1	+ 2,3	+ 2,9	+ 0,3	+ 0,2	+ 3,0
USA	+ 1,0	- 5,3	+ 9,0	- 0,7	+ 5,1 <sup>3</sup>	+ 2,9	+ 0,3	- 0,2 <sup>3</sup>	+ 11,9
Zehnergruppe und Schweiz	+ 16,3	- 5,2	+ 25,8	- 12,0	- 11,7	- 16,0	+ 4,3	- 16,9	+ 9,8
Sonstige	- 9,0	- 24,5	- 24,4	+ 8,6	+ 7,1	+ 5,9	- 0,4	- 17,4	- 18,5
Zusammen	+ 7,3	- 29,7	+ 1,4	- 3,4	- 4,6	- 10,1	+ 3,9	- 34,3	- 8,7
darunter: OECD	+ 7,5	- 26,7	+ 5,1	- 4,2	- 5,1	- 10,6	+ 3,3	- 31,8	- 5,5
<b>Entwicklungsgebiete<sup>4</sup></b>									
OPEC-Länder	+ 27	+ 107	+ 74	- 23	- 42	- 39	+ 4	+ 65	+ 35
Sonstige	- 2	- 14	- 19	0	- 1	- 6	- 2	- 15	- 25
Zusammen	+ 25	+ 93	+ 55	- 23	- 43	- 45	+ 2	+ 50	+ 10
Osteuropa und UdSSR	- 1	- 2	- 10						

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Teilweise auf Kassenbasis; Exporte und Importe teilweise cif. <sup>3</sup> Ohne spezielle Zuschüsse der US-Regierung in Höhe von \$ 3,1 Mrd. <sup>4</sup> Teilweise geschätzt.

Die Verbesserung der Leistungsbilanzen der *Industrieländer* im Jahr 1975 war auf fünf wichtige Staaten konzentriert, nämlich die USA, Italien, Frankreich, Großbritannien und Japan, die zusammengenommen einen um \$34 Mrd. günstigeren Saldo aufwiesen. Demgegenüber verzeichneten die Leistungsbilanzen Deutschlands, Kanadas und Schwedens eine Verschlechterung, die insgesamt \$10 Mrd. erreichte. In den kleineren OECD-Ländern gab es in den Leistungsbilanzen eine Reihe von verhältnismäßig großen Einzelbewegungen, insgesamt gesehen veränderte sich die Position gegenüber 1974 aber kaum. Die Verbesserung in den Leistungsbilanzen war im letzten Jahr jedoch nicht nur ungleichmäßig verteilt, sondern auch so schwach, daß die gesamte OECD-Leistungsbilanz immer noch mit einem Defizit von \$5½ Mrd. abschloß, obwohl die Arbeitslosigkeit das höchste Niveau der Nachkriegszeit erreichte. Von den fünf Ländern mit der größten Verbesserung wiesen nur die USA einen beträchtlichen Überschuß auf, während das Defizit in Großbritannien noch immer beunruhigend hoch war. Die Länder gingen daher in dieser Hinsicht zum großen Teil ohne ausreichenden Sicherheitsspielraum in die erste Aufschwungsphase, und ab Ende 1975 begann eine Reihe von Handelsbilanzen sich wieder zu verschlechtern.

In vielen Fällen wurden Veränderungen in der Leistungsbilanz von Gegenbewegungen in der Kapitalbilanz begleitet. Von den Ländern mit reduzierten Defiziten verzeichneten Großbritannien, Dänemark und Irland sehr kräftig verringerte Nettokapitalzuflüsse und Italien einen Nettokapitalabfluß. Dort, wo sich die Defizite vergrößerten — wie in Kanada, Finnland, Norwegen und Schweden —, verstärkten sich besonders die längerfristigen Kapitalzuflüsse. Am anderen Ende der Skala war in Deutschland die Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses von einer, wenn auch weniger starken, Verminderung der Nettokapitalabflüsse begleitet. In einer Reihe von Fällen ergänzten sich jedoch die Bewegungen der beiden Zahlungsbilanzteile nicht. Die Nettozuflüsse in Frankreich und der Schweiz blieben nahe bei dem 1974 erreichten Niveau, und das gleiche gilt im großen und ganzen für die Abflüsse aus Japan und den USA.

Dem absoluten Betrag nach verbesserte sich die Leistungsbilanz der *Vereinigten Staaten* am stärksten, und zwar von einem kleinen Defizit auf einen Überschuß von \$11,9 Mrd. Die Handelsbilanz aktivierte sich sogar noch mehr, nämlich um \$14,3 Mrd. auf einen Überschuß von \$9 Mrd. Die gesamten Exporte erhöhten sich um \$8,9 Mrd., obwohl sie dem Volumen nach etwas zurückgingen. Fast die Hälfte des wertmäßigen Zuwachses entfiel auf Verkäufe an die OPEC-Länder; nach Warenkategorien brachte der Export von Investitionsgütern und Nutzfahrzeugen die größten Zuwächse. Der Export landwirtschaftlicher Produkte erreichte wie schon im Vorjahr das hohe Niveau von \$22 Mrd. Die Importe sanken gegenüber dem Vorjahr um \$5,4 Mrd.

Im ersten Halbjahr 1975 verbesserte sich die Handelsbilanz gegenüber der zweiten Jahreshälfte 1974 um \$8,5 Mrd. auf einen Überschuß von \$4,8 Mrd., was fast ausschließlich auf die Entwicklung bei den Importen zurückzuführen war, deren Volumen sich um 16% verringerte. Als die konjunkturelle Erholung einsetzte, stiegen die Einfuhren in der zweiten Jahreshälfte um \$1,9 Mrd., wobei sie sich im dritten Quartal der Menge nach sogar um 12% erhöhten. Da jedoch auch die Exporte sowohl mengen- wie wertmäßig zunahmen — besonders die Verkäufe landwirtschaftlicher Produkte an die Sowjetunion —, belief sich der Ausfuhrüberschuß in der zweiten Jahreshälfte auf \$4,3 Mrd. Im ersten Vierteljahr von 1976 schlug die Handelsbilanz wieder abrupt zu einem Defizit von \$1,6 Mrd. um, da die USA immer noch die konjunkturelle Erholung anführten. Das Volumen der Importe vergrößerte sich um weitere 9%, während das der Exporte um 4% zurückging. Dies reichte aus, die Leistungsbilanz wieder leicht defizitär zu gestalten.

Der Überschuß der Dienstleistungen und Übertragungen nahm 1975 von \$5,1 auf 2,9 Mrd. ab. Die Nettokapitalerträge verminderten sich von \$10,1 auf 6 Mrd., vor allem weil die Einnahmen aus den im Ausland getätigten Investitionen im Erdölgeschäft stark zurückgingen.

Die langfristigen Kapitalabflüsse lagen mit \$10,5 Mrd. insgesamt auf dem Vorjahresniveau, obwohl die Zusammensetzung ganz anders war. Die ausländischen Anleiheemissionen auf dem amerikanischen Kapitalmarkt erhöhten sich um \$4,8 auf 7,2 Mrd., und die längerfristigen Bankausleihungen verdoppelten sich auf \$2,3 Mrd. Auf der anderen Seite hatte das wiedererwachte ausländische Interesse an US-Aktien — der Dow-Jones-Index stieg während des Jahres um fast ein Drittel — zur Folge,

Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden<sup>1</sup>

	Jahr	Leistungs- bilanz	Kapital- bilanz	Gesamt- bilanz <sup>2</sup>	Berichtigungs- posten <sup>3</sup>	Berichtigte Gesamtbilanz (=Veränderung der Wäh- rungsposition) <sup>4</sup>
Belgien-Luxemburg <sup>5</sup>	1974	+ 910	- 250	+ 660	- 200	+ 460
	1975	+ 1 050	+ 440	+ 1 490	+ 70	+ 1 560
Dänemark . . . . .	1974	- 920	+ 810	- 110	+ 120	+ 10
	1975	- 510	+ 150	- 360	- 30	- 390
Deutschland (BR) . . .	1974	+ 9 670	- 6 500	+ 3 170	+ 90	+ 3 260
	1975	+ 3 820	- 3 580	+ 240	- 780	- 540
Finnland . . . . .	1974	- 1 210	+ 810	- 400	+ 20	- 380
	1975	- 2 140	+ 1 710	- 430	- 10	- 440
Frankreich . . . . .	1974	- 5 940	+ 5 900	- 40	- 440	- 480
	1975	+ 50	+ 5 480	+ 5 530	- 440	+ 5 090
Griechenland . . . . .	1974	- 1 240	+ 1 100	- 140	.	- 140
	1975	- 1 010	+ 820	- 190	.	- 190
Großbritannien . . . .	1974	- 8 530	+ 5 120	- 3 410	+ 120	- 3 290
	1975	- 3 860	+ 1 060	- 2 800	+ 110	- 2 690
Irland . . . . .	1974	- 710	+ 790	+ 80	+ 90	+ 170
	1975	- 120	+ 450	+ 330	- 90	+ 240
Italien . . . . .	1974	- 7 820	+ 2 480	- 5 340	+ 180	- 5 160
	1975	- 520	- 1 270	- 1 790	- 140	- 1 930
Japan . . . . .	1974	- 4 690	- 2 140	- 6 830	+ 100	- 6 730
	1975	- 680	- 1 940	- 2 620	- 140	- 2 760
Jugoslawien . . . . .	1974	- 1 230	+ 780	- 450	.	- 450
	1975	- 950	+ 780	- 170	.	- 170
Kanada . . . . .	1974	- 1 670	+ 2 440	+ 770	+ 100	+ 870
	1975	- 5 010	+ 3 490	- 1 520	+ 160	- 1 360
Niederlande . . . . .	1974	+ 2 030	- 1 320	+ 710	+ 290	+ 1 000
	1975	+ 1 500	- 1 230	+ 270	+ 590	+ 860
Norwegen . . . . .	1974	- 1 240	+ 1 440	+ 200	+ 170	+ 370
	1975	- 2 590	+ 2 970	+ 380	- 300	+ 80
Österreich . . . . .	1974	- 460	+ 520	+ 60	+ 70	+ 130
	1975	- 340	+ 1 370	+ 1 030	- 90	+ 940
Portugal <sup>6</sup> . . . . .	1974	- 820	+ 190	- 630	- 20	- 650
	1975	- 840	- 220	- 1 060	- 50	- 1 110
Schweden . . . . .	1974	- 930	+ 520	- 410	- 10	- 420
	1975	- 1 510	+ 2 520	+ 1 010	- 40	+ 970
Schweiz . . . . .	1974	+ 170	+ 2 440	+ 2 610	.	+ 2 610
	1975	+ 3 020	+ 2 170	+ 5 190	.	+ 5 190
Spanien . . . . .	1974	- 3 270	+ 1 570	- 1 700	- 150	- 1 850
	1975	- 3 480	+ 2 030	- 1 450	- 90	- 1 540
Türkei . . . . .	1974	- 720	+ 60	- 660	.	- 660
	1975	- 1 800	+ 160	- 1 640	.	- 1 640
USA . . . . .	1974	- 210	- 6 690	- 6 900	+ 330	- 6 570
	1975	+ 11 920	- 7 140	+ 4 780	- 140	+ 4 640

Anmerkung: Soweit wie möglich enthalten die Kapitalbilanzen und die Gesamtbilanzen nicht die Veränderungen der kurzfristigen Auslandspositionen der Geschäftsbanken, die zusammen mit den Veränderungen der zentralen Nettoreserven auf der Finanzierungsseite berücksichtigt sind.

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Auf der Basis der tatsächlichen Transaktionen; soweit möglich ohne Bewertungsgewinne oder -verluste bei den Reserven als Folge von Wechselkursbewegungen. <sup>3</sup> Bewertungsgewinne oder -verluste und statistische Differenz. <sup>4</sup> Gleich der Summe der letzten beiden Spalten in der Tabelle auf S. 71. <sup>5</sup> Teilweise auf Kassenbasis. <sup>6</sup> Portugal (Mutterland) gegenüber der übrigen Welt.

daß sich der gesamte Erwerb von US-Wertpapieren (ohne Papiere des Schatzamtes) um \$3,9 Mrd. ausweitete; darunter waren Aktienanlagen der OPEC-Länder von \$1,4 Mrd. Darüber hinaus verminderte sich der Nettoabfluß aus Direktinvestitionen von \$5,2 auf 3,8 Mrd. Die kurzfristigen Kapitalzuflüsse zu Nichtbanken waren mit \$3,4 Mrd. etwas geringer als 1974, aber ähnlich in der Struktur; sie enthielten nichtzurechenbare Einnahmen von gut \$4,5 Mrd. Die Veränderung der gesamten Zahlungsbilanz spiegelt somit ziemlich genau die Entwicklung in der Leistungsbilanz wider.

Noch dramatischer war im vergangenen Jahr die prozentuale Verbesserung der Leistungsbilanz von *Italien*, die sich auf 5% des BSP belief und den Passivsaldo auf \$0,5 Mrd. reduzierte. Das Außenhandelsdefizit betrug nur noch \$1,1 nach 8,5 Mrd., wobei das Importvolumen um 11% schrumpfte, während die Exporte sogar um 2% zunahmen. Italien weitete nicht nur, wie andere Industrieländer, seine Verkäufe an die OPEC-Staaten und die Planwirtschaftsländer kräftig aus, sondern konnte, im Gegensatz zu den meisten anderen, auch seine Verkäufe an den Gemeinsamen Markt auf einem hohen Niveau halten. Der Überschuß aus der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz war mit \$0,6 Mrd. etwa so hoch wie 1974, wobei die durch Zinszahlungen auf die Auslandsschuld bedingten Mehrbelastungen und die niedrigeren Überweisungen von im Ausland tätigen Arbeitern durch höhere Einnahmen aus dem Reiseverkehr und geringere öffentliche Zuweisungen an Empfänger im Ausland aufgewogen wurden.

Die verschiedenen restriktiven Maßnahmen, die Mitte 1974 ergriffen worden waren, hatten bereits in der zweiten Hälfte jenes Jahres begonnen, das Defizit zu vermindern. Dieser Trend verstärkte sich, als die Wirtschaft in die Rezession abglitt, und in jedem der ersten drei Quartale 1975 war die Leistungsbilanz saisonbereinigt ungefähr im Gleichgewicht. Im dritten Quartal, als die inländische Produktion und die Nachfrage wieder zunahmen, begannen die Einfuhren, deren Volumen in der ersten Hälfte des Jahres um 18% gesunken war, ebenfalls zu steigen; in den letzten drei Monaten, in denen sie sich um 15% ausweiteten, ergab sich in der Leistungsbilanz ein Defizit von \$0,4 Mrd. Auch im ersten Vierteljahr von 1976 wuchsen die Importe weiterhin kräftig, und das unbereinigte Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich auf \$1,3 Mrd., was einer Verschlechterung gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode von über \$0,9 Mrd. gleichkommt.

Die Kapitaltransaktionen, die 1974 zu einem Nettozufluß von \$2,5 Mrd. geführt hatten, ergaben per saldo im letzten Jahr einen negativen Betrag von \$1,3 Mrd. Dies war in beträchtlichem Umfang darauf zurückzuführen, daß öffentliche Institute, die 1974 am Eurogeldmarkt \$2,1 Mrd. aufgenommen hatten, 1975 \$0,9 Mrd. an diesen zurückzahlten. Die anderen Kapitalbewegungen wiesen nicht zuletzt auch wegen der Aufhebung der Importdepotregelung einen Abfluß von \$0,4 Mrd. auf, verglichen mit einem Zufluß gleicher Größe 1974.

Auch in *Frankreich* kehrte die Leistungsbilanz 1975 in den Gleichgewichtszustand zurück. Die Verbesserung erfolgte im wesentlichen in der Handelsbilanz, besonders in der ersten Jahreshälfte, in der die schwache Binnennachfrage zu einer erheblichen Verminderung des Importvolumens führte. Im ganzen Jahr belief sich die Abnahme auf 8½%, wobei besonders die Einfuhr von Rohstoffen, Energieträgern

und Fertigwaren rückläufig war. Die Schrumpfung des Exportvolumens war mit 4% weit weniger ausgeprägt. Der Verkauf von Enderzeugnissen konnte mit Hilfe höherer Exportkredite etwas über dem Niveau von 1974 gehalten werden. Die Terms of trade trugen ebenfalls zu der Verbesserung bei; die Ausführpreise stiegen mit 6% fast doppelt so stark wie die Importpreise. Die verhältnismäßig stabile Verfassung der letzteren beruhte nicht nur auf niedrigeren Rohstoffpreisen, sondern auch auf der Festigung des Frankenkurses. Ferner verminderte sich der Fehlbetrag in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz um \$0,7 auf 1,4 Mrd. Auch diese Entwicklung war zum Teil konjunkturell bedingt, wobei der Rückgang der Importe und der Frachtraten das Defizit in der Transportbilanz um \$0,4 Mrd. reduzierte.

Die Veränderung der Leistungsbilanz beendete die Finanzierungsprobleme des Vorjahres; dementsprechend sah auch die Kapitalbilanz erheblich anders aus als 1974. Die langfristigen Kapitalbewegungen, die 1974 zu einem Nettozufluß von \$2,2 Mrd. geführt hatten, saldierten sich nunmehr zu einem Abfluß von \$0,3 Mrd. Fast die Hälfte dieses Umschwungs war auf die Zunahme der langfristigen Forderungen der Banken gegenüber dem Ausland — vor allem Exportkredite — um über \$1 Mrd. zurückzuführen. Die Umkehrung der langfristigen Kapitaltransaktionen wurde größtenteils kompensiert durch eine Zunahme der (auch die Restposten enthaltenden) kurzfristigen Kapitalzuflüsse um \$2 Mrd. auf den sehr hohen Betrag von \$5,8 Mrd. Die Nettokapitalzuflüsse waren daher insgesamt fast genauso hoch wie im Jahr zuvor, und der Überschuß in der Gesamtbilanz im Betrag von \$5,5 Mrd. war der größte, den ein Industrieland im letzten Jahr zu verzeichnen hatte.

Im vierten Quartal 1975 kehrten wachsende Importe die Handelsbilanz (auf der Basis saisonbereinigter Zollangaben) auf ein Defizit von \$0,6 Mrd. gegenüber einem Überschuß von \$0,5 Mrd. im dritten Quartal um — eine Entwicklung, die dazu beitrug, den Druck auf den Franken im Januar 1976 auszulösen. Im ersten Vierteljahr war das Außenhandelsdefizit mit etwa \$0,5 Mrd. dann jedoch wieder etwas geringer.

Auch die Leistungsbilanz *Japans* näherte sich im vergangenen Jahr dem Gleichgewicht; das Defizit verringerte sich von \$4,7 auf 0,7 Mrd., obwohl sich die Terms of trade weiter verschlechterten. Die Importpreise stiegen um 8½%, während die Exportpreise praktisch konstant blieben. Anders als alle anderen Industrieländer mit Ausnahme von Italien erreichte Japan im vergangenen Jahr eine kleine mengenmäßige Zunahme der Exporte um 2½%. Ein hartes Wettbewerbsdenken bei der Preisgestaltung führte dabei zu wachsenden Verkäufen von Industriegütern. In der ersten Jahreshälfte, als die Nachfrage in anderen entwickelten Ländern schwach war, stiegen die Exporte in OPEC-Länder kräftig; in der zweiten Jahreshälfte begannen dann auch die Verkäufe an Industrieländer, besonders die USA, zu wachsen. Zudem schrumpfte das Importvolumen gegenüber 1974 um 12½%. Im ersten Vierteljahr 1976, als die Exporte weiter erheblich ausgedehnt wurden, ergab sich saisonbereinigt in der Handelsbilanz ein Überschuß von \$1,2 Mrd. gegenüber einem Defizit von \$0,7 Mrd. im vorangegangenen Vierteljahr.

Ähnlich wie in den USA und Frankreich war der Saldo des Kapitalverkehrs 1975 etwa gleich hoch wie 1974, aber in der Struktur unterschiedlich. Die langfristigen Nettokapitalabflüsse verminderten sich erheblich, und zwar von \$3,9 auf 0,3 Mrd.

Unterschiede in den Zinssätzen führten zu Auslandskäufen von japanischen Wertpapieren in Höhe von \$1,5 Mrd. und zu japanischen Anleiheemissionen im Ausland im Betrag von \$1,2 Mrd. Gleichzeitig wurden weniger Handelskredite gewährt und die Direktinvestitionen im Ausland gekürzt. In bemerkenswertem Gegensatz zum Muster früherer Jahre stand auch der statistisch erfaßte Abfluß kurzfristiger Mittel aus dem Nichtbankensektor in Höhe von \$1,2 Mrd. Der Gesamtsaldo verharrte daher wie schon in den beiden Vorjahren im Minus, das jedoch mit \$2,6 Mrd. weniger als halb so groß war wie 1974.

Die Verminderung des Leistungsbilanzdefizits in *Großbritannien* von \$8,5 auf 3,9 Mrd. ist ausschließlich auf den Handelsverkehr zurückzuführen, bei dem das Defizit in der Tat um \$5,1 Mrd. zusammenschmolz. Von dieser Summe können zwei Drittel auf die Veränderung der Terms of trade und der Rest auf mengenmäßige Veränderungen zurückgeführt werden. Das Importvolumen schrumpfte um 7%, woran sowohl die Rohstoffe (ohne Nahrungsmittel) wie die Enderzeugnisse beteiligt waren. Die Verminderung der Ausfuhren war mit rund 4% geringer. Hier spielte nicht nur eine Rolle, daß die Exporte Großbritanniens dazu tendieren, auch in Zeiten einer Welthandelsflaute ihr Niveau zu halten; hinzu kam die Aufnahmefähigkeit der OPEC-Märkte und — auf jeden Fall in der ersten Jahreshälfte — die vorher erreichte Wettbewerbsfähigkeit bei den Preisen. In der Bilanz der Dienstleistungen und Übertragungen nahm der Überschuß leicht von \$3,8 auf 3,3 Mrd. ab; höhere Erträge aus Direktinvestitionen sowie Dienstleistungseinnahmen des privaten Sektors machten die gestiegenen Zinskosten der öffentlichen Auslandsverschuldung nicht ganz wett.

In der Kapitalbilanz verminderten sich die Nettozuflüsse fast so stark wie das Defizit in der Leistungsbilanz. Die öffentliche Neuverschuldung im Ausland (ohne Zentralregierung, deren Kreditaufnahme als Finanzierungstransaktion behandelt wird) schwächte sich von \$3 auf 0,9 Mrd. ab, und der Saldo der privaten Direktinvestitionen und Portfolioanlagen schlug von Zufüssen in Höhe von \$2,5 Mrd. in Abflüsse von \$1,1 Mrd. um. Andererseits wies der Restposten nichtaufteilbare Nettozuflüsse von \$2,2 Mrd. gegenüber 0,8 Mrd. 1974 auf.

Im ersten Vierteljahr von 1976 sank das Außenhandelsdefizit weiter auf \$0,9 Mrd., womit die Leistungsbilanz fast ausgeglichen war. Das Exportvolumen lag um 10% über dem Tiefpunkt im dritten Vierteljahr, während sich die Einfuhren gegenüber dem gleichen Zeitraum um 3% verminderten.

Die *Schweiz* hatte einen Leistungsbilanzüberschuß in der Rekordhöhe von \$3 Mrd. zu verzeichnen. Der traditionell defizitäre Handelsbilanzsaldo verbesserte sich um \$2,2 Mrd. und schloß mit einem geringfügigen Plus. Die inländische Rezession, die ausgeprägteste unter den Industrieländern im Jahr 1975, verursachte einen Rückgang des Importvolumens um nicht weniger als 17%. Die Exporte schwächten sich wesentlich weniger ab (8%), wobei sich der Absatz von Investitionsgütern ziemlich gut hielt. Zu der Volumenveränderung kam die Verbesserung der preislichen Austauschrelationen um beachtliche 6½% hinzu — hauptsächlich wegen der weiteren Aufwertung des Schweizer Frankens. Ferner nahm der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen kräftig auf \$2,9 Mrd. zu. Höhere Nettokapitalerträge und ein Rückgang der Überweisungen von Gastarbeitern machten die leichte Abnahme der Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr mehr als wett.

Angesichts eines Leistungsbilanzüberschusses dieser Größenordnung und der Notwendigkeit, dem kontinuierlichen Aufwärtsdruck auf den Schweizer Franken entgegenzuwirken, wurden Maßnahmen zur Abwehr von Kapitalimporten und zur Förderung von Kapitalexporten getroffen. Die Zinssätze wurden gesenkt, die Rationierung von Auslandsemissionen auf dem Kapitalmarkt aufgehoben und die Gewährung von Exportkrediten erleichtert. Das Bruttovolumen langfristiger Schweizer-Franken-Auslandsanleihen belief sich auf \$0,9 Mrd. und war damit nahezu dreimal so groß wie im Vorjahr. Dazu erhöhten sich die Auslandsemissionen mittelfristiger Schuldverschreibungen in Schweizer Franken von \$0,9 auf 2,8 Mrd. Doch trotz aller Anstrengungen der Behörden übertraf der Kapitalzufluß den Abfluß um \$2,2 Mrd., womit der Überschuß der Gesamtbilanz auf \$5,2 Mrd. kam.

Der Aktivsaldo der Leistungsbilanz der *Bundesrepublik Deutschland* verringerte sich von \$9,7 auf 3,8 Mrd. Wie in fast allen Industrieländern schrumpfte letztes Jahr das Exportvolumen — mit 10½% freilich stärker als überall sonst. Der Absatz von Grundstoffen und Produktionsgütern wie Stahl- und Chemieprodukten sank um 20%, der von Investitionsgütern konnte sich jedoch verhältnismäßig gut halten. Im Gegensatz zu anderen Industriestaaten war die Abnahme der Exporte aber von einem Anstieg des Importvolumens um 3% begleitet. Dieser vollzog sich vor allem im zweiten Halbjahr als Reaktion auf die konjunkturelle Erholung im Inland, aber zweifellos auch auf die erhöhte Wettbewerbsfähigkeit der Importwaren. Dabei stiegen die Einfuhren aus Italien binnen Jahresfrist um 15% und jene aus Großbritannien um 11%. Die Rückentwicklung des Exportvolumens entfiel ausschließlich auf das erste Halbjahr, in dem sie 10% betrug; in der zweiten Jahreshälfte nahmen die Exporte um 2% zu, woran die Konsum- und die Investitionsgüterindustrie beteiligt waren. Der Ausfuhrüberschuß sank von \$9,4 Mrd. im ersten Halbjahr auf \$7,7 Mrd. im zweiten, doch für das erste Quartal 1976 weist die Zollstatistik eine geringfügige Verbesserung aus. Gemessen an der Entwicklung der Handelsbilanz war die Zunahme des Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$1,1 auf 13,3 Mrd. im Jahr 1975 ziemlich bescheiden.

Die langfristigen Nettokapitalexporte betrugen \$6,8 Mrd. und übertrafen damit den Überschuß der Leistungsbilanz bei weitem. Der Großteil dieser Mittel lief über den Bankenapparat, meist im Zusammenhang mit Exportgeschäften. Ferner schlossen die Direktinvestitionen, erst zum dritten Mal innerhalb von zehn Jahren, mit einem Nettoabfluß, der \$0,7 Mrd. betrug. Dieses geringere Interesse des Auslands an Direktinvestitionen in der Bundesrepublik war nicht nur rezessionsbedingt, sondern auch eine Auswirkung der dort relativ höheren Produktionskosten infolge der DM-Aufwertung. Im Gegensatz zu dem größtenteils über die Kreditinstitute gehenden Abfluß langfristigen Kapitals haben Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors bedeutende Nettoimporte von kurzfristigen Geldern getätigt, und zwar im Umfang von \$2,6 Mrd. 1974 hatte es in dieser Position, bei umfangreichen Außenhandelskrediten, einen Abfluß von \$3,6 Mrd. gegeben. In den ersten neun Monaten von 1975 nutzten die Unternehmen die günstigeren Kreditbedingungen im Ausland; im vierten Quartal, als sich das Zinsniveau in Deutschland abschwächte, kehrte sich die Tendenz dann wieder um. Auf das ganze Jahr gerechnet belief sich der Überschuß der Gesamtbilanz auf nur \$0,2 Mrd.

In *Kanada* und *Schweden*, wo die Rezession verhältnismäßig mild war, verschlechterte sich 1975 die Leistungsbilanz; das Defizit Kanadas stieg von \$1,7 auf 5 Mrd. und jenes Schwedens von \$0,9 auf 1,5 Mrd. In beiden Ländern ging das Volumen der Ausfuhren stärker zurück als das der Einfuhren, und dazu stieg auch das Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen beträchtlich. Die Nettokapitalzuflüsse nach Kanada waren, obwohl die Nettobeanspruchung der ausländischen Kapitalmärkte durch Anleiheemissionen öffentlicher und privater Schuldner den Rekordbetrag von \$4,2 Mrd. erreichte, nur um \$1 Mrd. höher als 1974, so daß die Gesamtbilanz mit einem Defizit von \$1,5 Mrd. schloß. Die Nettozuflüsse nach Schweden beliefen sich auf \$2,5 Mrd., womit die Gesamtbilanz einen Aktivsaldo von \$1 Mrd. aufwies.

Die Überschüsse der Leistungsbilanzen sowohl von *Belgien-Luxemburg* wie der *Niederlande* unterschieden sich verhältnismäßig wenig von den Ergebnissen des Jahres 1974. Der Aktivsaldo von *Belgien-Luxemburg* erhöhte sich geringfügig von etwas unter auf knapp über \$1 Mrd., wogegen sich jener der *Niederlande* infolge rückläufiger Einkünfte aus Ölinvestitionen im Ausland von \$2 auf 1,5 Mrd. abschwächte. Die Gesamtbilanz von *Belgien-Luxemburg* schloß dank der Aktivierung der Kapitalbilanz um \$0,7 Mrd. mit einem Überschuß von \$1,5 Mrd. Die Nettokapitalabflüsse aus den *Niederlanden* zeigten mit \$1,2 Mrd. nur eine geringfügige Veränderung gegenüber dem Vorjahr, und der Gesamtüberschuß ging auf \$0,3 Mrd. zurück.

### Die Finanzierung der Überschüsse und Defizite

*Entwickelte Länder.* Aus den Ausführungen an früherer Stelle in diesem Kapitel ergibt sich, daß zwar die Zahlungsbilanzen aller entwickelten Länder zusammengenommen sich 1975 mehr zum Gleichgewicht hin bewegten, dagegen eine Analyse nach Ländern zu einem weniger homogenen Bild führt. Tatsächlich waren die Veränderungen der Auslandspositionen bei einer Anzahl von wichtigen Industrieländern wesentlich größer als 1974. Dies trifft auf die Verbesserung der Position von *Belgien-Luxemburg*, *Frankreich*, *Schweden* und der *Schweiz* genauso zu wie auf die Passivierung in *Kanada*. Eine beträchtliche — wenn auch gegenüber 1974 kleinere — Verschlechterung hatten auch *Italien*, *Japan* und *Großbritannien* zu verzeichnen; in *Großbritannien* und *Italien* ist dies auf den Wegfall großer Kreditaufnahmen von Unternehmen des öffentlichen Sektors im Ausland zurückzuführen, die 1974 eine wesentliche Rolle gespielt hatten. Hinzuzufügen ist, daß 1975 bei den meisten entwickelten Ländern die Gesamtveränderung der Auslandsposition infolge von Bewertungsänderungen und statistischen Differenzen nicht mit dem Saldo der Gesamtzahlungsbilanz übereinstimmte. Die diesbezüglichen Berichtigungsposten sowie die den Gesamtveränderungen der Auslandspositionen entsprechenden Salden der Gesamtzahlungsbilanz sind aus der vierten und fünften Spalte der Zahlungsbilanztafel ersichtlich.

Im ersten Quartal 1976 haben Störungen auf den Devisenmärkten beträchtliche Veränderungen der Auslandsposition einer Reihe von europäischen Ländern ausgelöst.

Unter den entwickelten Ländern hatte *Frankreich* 1975 mit \$5,5 Mrd. den größten Zahlungsbilanzüberschuß. Dies hat sich jedoch nicht in voller Höhe in der

in Dollar errechneten Gesamtauslandsposition niedergeschlagen, da Wechselkurschwankungen während des Jahres zu einer Minderbewertung der Währungsreserven sowie der kurzfristigen Nettoauslandsposition des Bankenapparats um \$0,4 Mrd. führten. Unter Berücksichtigung dieser Berichtigungen erhöhte sich somit die gesamte Währungsposition um \$5,1 Mrd., wobei die Nettowährungsreserven um \$3,9 Mrd. zunahmen und die gesamten kurzfristigen Nettoverbindlichkeiten der Banken auf der Basis der Angaben der nebenstehenden Tabelle um \$1,2 Mrd. zurückgingen.

Der Zuwachs der Nettowährungsreserven erfolgte fast ausschließlich bei den Devisenreserven und erstreckte sich über das gesamte Jahr. Die umfangreichsten Interventionen am Devisenmarkt erfolgten im zweiten Quartal, knapp vor dem Wiedereintritt des Frankens in den Währungsverbund, wobei die Devisenreserven um \$1,1 Mrd. wuchsen, und ebenso im vierten Quartal, als der französische Franken wieder sehr fest notierte. Die in diesem Quartal zugeflossenen \$1,8 Mrd. enthielten jedoch eine Fremdwährungseinlage von \$0,4 Mrd., die der Iran im Oktober vornahm. Im Bankensektor war der Rückgang der Nettoauslandsverbindlichkeiten in den ersten drei Quartalen höher als im Jahresergebnis. Dies kam zum Teil daher, daß die Stärke des französischen Frankens Inländer veranlaßte, im Vorjahr aufgenommene kurzfristige Fremdwährungskredite an die Banken zurückzuzahlen und ihre Nettodevisenterminkäufe bei den Banken zu verringern. Im vierten Quartal erhöhten sich jedoch die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken wieder, wobei auch die Guthaben von Ausländern in französischen Franken stiegen.

Die Währungskrise des ersten Quartals 1976 hatte eine Verschlechterung der zentralen Nettowährungsreserven um \$3 Mrd. zur Folge, die zu mehr als der Hälfte allein im März eintrat. Einem beträchtlichen Teil dieser Verminderung standen Mittelabflüsse über die Banken gegenüber. Die Devisenreserven gingen in diesem Quartal um \$1,6 Mrd. zurück; ferner liefen beträchtliche Verbindlichkeiten infolge von Interventionen in Partnerwährungen zur Stützung des französischen Frankens auf, ehe dieser sich Mitte März aus dem europäischen Währungsverbund löste. Im April, als diese Schulden zurückgezahlt wurden, nahmen die Devisenreserven um \$1,3 Mrd. ab.

In der *Schweiz* waren die Behörden 1975 mit einem starken Aufwärtsdruck auf den Franken konfrontiert. Infolgedessen begann die Nationalbank erstmals seit der Einführung des Floating, Dollar aus dem Markt zu nehmen. Im Jahresergebnis beliefen sich die Interventionen auf gut \$4 Mrd., die jedoch überwiegend durch Dollarverkäufe für Kapitalexporte, und zwar in Höhe von \$3,5 Mrd., neutralisiert wurden. Die Reserven stiegen im Verlaufe des Jahres um \$1,5 Mrd. Der größte Teil des Überschusses der Gesamtbilanz in Höhe von \$5,2 Mrd. schlug sich daher in der Auslandsposition der Banken nieder. Ohne Berücksichtigung der bilanzoptischen Transaktionen zum Jahresende nahmen ihre Nettoauslandsaktiva um \$3,9 auf 11,2 Mrd. zu.

In den ersten vier Monaten von 1976 erwarben die Behörden weitere \$3 Mrd. am Devisenmarkt. Dieser Betrag wurde jedoch durch offizielle Dollarverkäufe für Kapitalexporte in Höhe von \$2 Mrd. sowie durch die Rückgabe von \$1,8 Mrd., welche die Nationalbank von den Banken im Rahmen kurzfristiger Swaps hereingenommen hatte, mehr als kompensiert. Ende April 1976 waren die Reserven der Schweiz daher um nahezu \$1 Mrd. niedriger als vier Monate zuvor.

**Entwickelte Länder: Währungsposition<sup>1</sup>**

	Jahresende	Gold <sup>2</sup>	Devisen (netto)	Forderungen/Verbindlichkeiten gegenüber den IWF	Gesamte zentrale Währungsposition	Position der Geschäftsbanken	Gesamte Auslandsposition	Veränderung	
								Zentrale Währungsposition	Geschäftsbankenposition
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg . . .	1974	1 780	2 275	1 340	5 395	- 1 885	3 510	+ 405	+ 50
	1975	1 780	2 725	1 415	5 920	- 850	5 070	+ 525	+ 1 035
Dänemark . . . . .	1974	80	815	200	895	415	1 310	- 385	+ 385
	1975	75	605	165	845	80	925	- 50	- 335
Deutschland (BR)	1974	4 985	24 615	3 345	32 925	835	33 760	- 445	+ 3 700
	1975	4 965	23 385	3 550	31 900	1 320	33 220	- 1 025	+ 485
Finnland . . . . .	1974	35	185	160	380	- 190	190	- 175	- 205
	1975	35	350	5	380	- 630	- 250	-	- 440
Frankreich . . . . .	1974	4 260	2 700	770	7 730	.	.	- 455	- 25
	1975	4 260	6 330	1 015	11 605	.	.	+ 3 875	+ 1 220
Griechenland . . .	1974	155	750	- 15	890	30	920	- 155	+ 15
	1975	150	760	- 200	710	25	735	- 180	- 5
Großbritannien . .	1974	890	3 325 <sup>3</sup>	1 075	5 290	.	.	- 1 185	- 2 110 <sup>4</sup>
	1975	890	835 <sup>3</sup>	1 205	2 930	.	.	- 2 360	- 330 <sup>4</sup>
Irland . . . . .	1974	20	1 150	100	1 270	- 410	860	+ 240	- 70
	1975	20	1 420	95	1 535	- 440	1 095	+ 265	- 30
Italien . . . . .	1974	3 480	- 460	- 1 460	1 560	- 1 300	260	- 4 820	- 345
	1975	3 480	- 1 645	- 2 780	- 945	- 725	- 1 870	- 2 505	+ 575
Japan . . . . .	1974	905	11 185	1 270	13 360	- 11 595	1 765	+ 1 380	- 8 110
	1975	865	10 355	1 325	12 545	- 13 530	- 985	- 815	- 1 935
Jugoslawien . . .	1974	60	920	- 120	860	.	.	- 450	.
	1975	60	775	- 145	690	.	.	- 170	.
Kanada . . . . .	1974	940	3 620	1 105	5 665	495	6 160	- 15	+ 885
	1975	900	3 055	1 200	5 155	- 355	4 800	- 510	- 850
Niederlande . . .	1974	2 295	3 430	1 135	6 860	- 145	6 715	+ 1 015	- 20
	1975	2 295	3 335	1 480	7 110	460	7 570	+ 250	+ 605
Norwegen . . . . .	1974	40	1 760	190	1 990	- 100	1 890	+ 445	- 75
	1975	40	1 820	235	2 095	- 130	1 965	+ 105	- 30
Österreich . . . .	1974	895	2 260	265	3 420	- 1 145	2 275	+ 540	- 405
	1975	855	3 245	310	4 410	- 1 200	3 210	+ 990	- 55
Portugal . . . . .	1974	1 190	1 005	35	2 230	265	2 495	- 595	- 55
	1975	1 135	15	10	1 160	230	1 390	- 1 070	- 35
Schweden . . . . .	1974	245	1 210	240	1 695	1 095	2 790	- 775	+ 355
	1975	235	2 560	235	3 030	735	3 765	+ 1 335	- 360
Schweiz . . . . .	1974	3 515	5 410	-	8 925	5 800	14 725	+ 445	+ 2 160
	1975	3 515	6 850	95	10 460	9 450	19 910	+ 1 535	+ 3 650
Spanien . . . . .	1974	600	5 115	310	6 025	- 1 985	4 040	- 775	- 1 080
	1975	600	5 160	- 440	5 320	- 2 820	2 500	- 705	- 835
Türkei . . . . .	1974	150	110	90	350	.	.	- 655	.
	1975	150	- 1 230	- 210	- 1 290	.	.	- 1 640	.
USA . . . . .	1974	11 650	- 76 800 <sup>5</sup>	4 225	- 60 925	- 2 665 <sup>6</sup>	- 63 590	- 8 335	+ 1 760
	1975	11 600	- 80 060 <sup>5</sup>	4 545	- 63 915	4 970 <sup>6</sup>	- 58 945	- 2 990	+ 7 835

<sup>1</sup> Bei den meisten Ländern der Tabelle stimmen die angegebenen Zahlen nicht genau mit den veröffentlichten Ergebnissen überein. <sup>2</sup> Etwa die Hälfte der angeführten Länder bewertet Gold zum alten offiziellen Preis von \$42,22 je Unze und die übrigen mit SZR 42,22, wobei sie die Konvertierung in Dollar zum jeweiligen Verhältnis Dollar/SZR vornehmen. <sup>3</sup> Enthält als Verbindlichkeit den Eurogeldmarktkredit vom Mai 1974, von dem \$1,5 Mrd. 1974 und \$1,0 Mrd. 1975 ausgezahlt wurden. <sup>4</sup> Enthält die Veränderung der Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber Gebietsfremden, ihrer Sterling-Forderungen an Gebietsfremde und aller Sterling-Verbindlichkeiten gegenüber (offiziellen und privaten) Gebietsfremden. <sup>5</sup> Konvertierbare Fremdwährungsguthaben abzüglich der von den Banken gemeldeten Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen. <sup>6</sup> Kurzfristige Forderungen der Banken an Ausländer abzüglich ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber nichtoffiziellen Stellen im Ausland.

Die Nettoauslandsposition der *Vereinigten Staaten* verbesserte sich 1975 um \$4,6 Mrd. Die kurzfristige Nettosition der Banken gegenüber Gebietsfremden aktivierte sich um \$7,6 Mrd., doch wurde dies durch eine Zunahme der zentralen Nettoverbindlichkeiten um \$3 Mrd. teilweise kompensiert. Im Bankenbereich, wo die kurzfristige Kreditgewährung an Gebietsfremde 1975 nochmals um \$10,8 Mrd. stieg — nach einer enormen Zunahme um \$18,3 Mrd. 1974 —, wurde die Nettoveränderung weitgehend von den Zinsbewegungen bestimmt. Im ersten Halbjahr verursachten die niedrigeren US-Zinssätze Abflüsse von \$7,7 Mrd., einschließlich einer Erhöhung der kurzfristigen Kredite um \$6,6 Mrd. Im dritten Quartal, als die Zinsen in den USA im Vergleich zu anderen Ländern anzogen, verzeichneten die Banken Nettozuflüsse von \$3,9 Mrd., doch im vierten Quartal kehrte sich die Entwicklung bei erneuter Abschwächung der Sätze abermals um.

Was den öffentlichen Sektor betrifft, so stieg die US-Reserveposition im IWF um \$0,4 Mrd., doch die größten Veränderungen stellten sich auf der Passivseite ein, wo die Dollarguthaben öffentlicher ausländischer Stellen um \$3,5 Mrd. zunahmen — um ganze zwei Drittel weniger als 1974. Die Dollarreserven von OPEC-Ländern in den USA erhöhten sich nur noch um \$4,2 Mrd., nach 10,5 Mrd. im Vorjahr. Die übrigen offiziellen Dollarguthaben gingen per saldo um \$0,7 Mrd. zurück. Die Guthaben der OPEC-Länder wiesen im Jahresverlauf ein ziemlich gleichmäßiges Wachstum auf, während sich die Guthaben anderer Länder entsprechend der Interventionspolitik ihrer Währungsbehörden weniger kontinuierlich entwickelten. So nahmen sie im ersten Quartal, in dem der Dollar schwach war, um \$2,3 Mrd. zu, wogegen sie im dritten Quartal im Zuge der Erholung des Dollars um \$4,5 Mrd. sanken. Im ersten Quartal 1976 gingen die amtlichen Nettoverbindlichkeiten der USA um \$0,8 Mrd. zurück. Die Reserven erhöhten sich um \$0,7 Mrd.; darunter befand sich der Lire-Gegenwert von \$0,5 Mrd., die Italien im Rahmen seiner Swaplinie bei der Federal Reserve zog. Die offiziellen Verbindlichkeiten wiesen für das gesamte Quartal eine geringfügige Nettoabnahme auf, wobei einem Anstieg um \$1,2 Mrd. im Januar und Februar ein Rückgang im März um \$1,3 Mrd. folgte.

Die Nettoauslandsposition von *Belgien-Luxemburg* verbesserte sich 1975 um \$1,6 Mrd., das ist das Dreifache des Vorjahresergebnisses. Entsprechend der reichlichen Liquidität der Wirtschaft flossen kurzfristige Mittel durch den Bankenapparat ab, dessen Nettoauslandsverbindlichkeiten um \$1 Mrd. abnahmen. Die zentralen Nettoforderungen erhöhten sich um \$0,5 Mrd. Im ersten Quartal 1976, als der belgische Franken unter Druck geriet, sanken die zentralen Nettoforderungen um \$1,3 Mrd. Die Verbindlichkeiten aus Stützungsinterventionen der Floatingpartner Belgiens, insbesondere der Niederlande, erhöhten sich um \$0,8 Mrd., und die Dollarreserven reduzierten sich um \$0,5 Mrd. In beträchtlichem Maße war dies das Pendant zu einem Abfluß über die Banken in Höhe von \$0,6 Mrd., wobei Inländer ihre Devisenterminkäufe erhöhten und Ausländer ihre Guthaben in belgischen Franken verringerten. Von Ende März an trat eine Besserung ein, und im April stiegen die zentralen Nettowährungsreserven um \$0,3 Mrd.

Die einzigen anderen Industrieländer, die große Überschüsse hatten, waren *Schweden* und *Österreich*. In beiden Ländern gingen diese in die Reserven ein; in Schweden gab es daneben einen Nettozufluß kurzfristiger Mittel über die Banken in Höhe von \$0,4 Mrd.

Die *Bundesrepublik Deutschland* hatte einen Zahlungsbilanzüberschuß von \$0,2 Mrd. Wegen einer Minderbewertung der zentralen Reserven und der kurzfristigen Nettoauslandsposition der Banken um zusammen \$0,8 Mrd. verschlechterte sich jedoch die gesamte in Dollar ausgedrückte Auslandsposition im Jahresergebnis um fast \$0,6 Mrd. Die Nettowährungsreserven sanken um \$1 Mrd., während die kurzfristigen Nettoauslandsaktiva der Banken um \$0,5 Mrd. stiegen.

Im Jahresverlauf zeigten die Reserven beträchtliche Veränderungen, je nachdem, wie die Deutsche Mark auf den Devisenmärkten stand. Im ersten Quartal nahmen die offiziellen Nettoforderungen um \$2,2 Mrd. zu, primär als Folge umfangreicher Dollarkäufe der Bundesbank sowie von DM-Ziehungen der Federal Reserve. Während der nachfolgenden Abschwächung der Deutschen Mark kam es zu ziemlich umfangreichen Stützungskäufen, und die zentralen Nettoreserven sanken im zweiten und dritten Quartal um \$3 Mrd.

Die kurzfristigen Auslandspositionen des Bankensektors reagierten im allgemeinen auf die Kreditverhältnisse und die Geldmarktlage im Inland. In den ersten neun Monaten des Jahres nahmen die Nettoauslandsaktiva der Banken um \$1,7 Mrd. zu, wovon der Großteil (\$1,4 Mrd.) im zweiten Vierteljahr anfiel. Im vierten Quartal flossen den Banken kurzfristige Mittel in dem beträchtlichen Umfang von \$1,2 Mrd. zu. Dafür waren mehrere Faktoren ausschlaggebend: einmal saisonale Window-dressing-Operationen, hauptsächlich aber die Ermäßigung der Mindestreservesätze für Auslandsverbindlichkeiten ab Anfang August und die Aufhebung des Genehmigungsvorbehalts für die Verzinsung von Ausländerguthaben Anfang September.

Im ersten Quartal 1976 stiegen die zentralen Nettoreserven um \$3,7 Mrd., darunter die Forderungen aus Interventionen zur Stützung anderer Verbundwährungen um \$2,8 Mrd. Der Reservenzunahme standen zu mehr als der Hälfte Zuflüsse über die Banken in Höhe von \$2,3 Mrd. gegenüber; dabei stiegen die DM-Guthaben des Auslandes um \$1 Mrd., und die kurzfristigen DM-Verbindlichkeiten von Ausländern gegenüber deutschen Banken sanken um \$0,9 Mrd. — in beiden Fällen zweifellos zum Teil aus spekulativen Gründen. Im April wurden die bei früheren Stützungsoptionen innerhalb des Währungsverbands entstandenen amtlichen Forderungen um \$1,9 Mrd. abgebaut, doch verringerten sich die zentralen Nettoreserven lediglich um \$0,5 Mrd.

Der Gesamtüberschuß der *Niederlande* belief sich 1975 — nach der Devisenbilanz ermittelt — auf \$0,9 Mrd.; das ist das Dreifache des nach den Daten der Zahlungsbilanz ermittelten Ergebnisses von \$0,3 Mrd. Es war nicht möglich, diese beiden Zahlen in Übereinstimmung zu bringen. Die Nettowährungsreserven erhöhten sich im Laufe des Jahres um \$0,3 Mrd., und darüber hinaus verbesserte sich die kurzfristige Nettoauslandsposition der Banken um \$0,6 Mrd. Im ersten Halbjahr belief sich der Nettoabfluß über die Banken auf \$1,5 Mrd., wovon sich nur ein kleiner Teil — \$0,2 Mrd. — in einer Abnahme der Nettowährungsreserven widerspiegelte. Im zweiten Halbjahr war die Lage genau umgekehrt: ein Nettozufluß über die Banken von \$0,9 Mrd. ging mit einem wesentlich geringeren Anstieg der zentralen Nettoreserven um \$0,4 Mrd. einher. Im ersten Quartal 1976 verbesserte sich die Auslandsposition der Währungsbehörden weiter um \$0,2 Mrd. und jene der Banken um einen ähnlichen Betrag.

Die Verschlechterung der Nettoauslandsposition *Großbritanniens* setzte sich 1975 fort, blieb aber mit \$ 2,7 Mrd. ein wenig unter dem Ergebnis von 1974. Die zentralen Nettoreserven sanken um \$ 2,4 Mrd., und die Banken verzeichneten einen kleinen Nettozufluß. Im öffentlichen Sektor schmolzen die Devisenreserven im Jahresergebnis um \$ 1,5 Mrd. zusammen. Die Interventionen zur Stützung des Pfundes waren jedoch insgesamt wesentlich umfangreicher. So nahm die Regierung von dem Eurogeldmarktkredit in Höhe von \$ 2,5 Mrd., den sie im Jahr 1974 aufgenommen hatte, den noch unausgenützten Betrag von \$ 1 Mrd. im ersten Quartal des Jahres in Anspruch; andere Fremdwährungskreditaufnahmen der öffentlichen Hand brachten den Reserven \$ 0,9 Mrd. ein.

Im Bankenbereich gingen die Nettozuflüsse von \$ 2,1 Mrd. 1974 auf nur \$ 0,3 Mrd. 1975 zurück. Insbesondere die Pfundguthaben von Erdölexportländern, die 1974 noch um \$ 5,3 Mrd. zugenommen hatten, wiesen eine leichte Verringerung auf. Die vorangegangene Erhöhung hatte bis ins erste Quartal 1975 angehalten, in dem sie \$ 0,8 Mrd. erreichte; in der Folge sanken die Pfundguthaben der OPEC-Länder jedoch bis zum Ende des Jahres um den Gegenwert von \$ 1,1 Mrd. Die anderen offiziellen Pfundguthaben schrumpften 1975 ebenfalls — um \$ 1 Mrd. —, doch wurde dies durch eine Zunahme der privaten Guthaben mehr als ausgeglichen, so daß sich die Pfundguthaben des Auslandes insgesamt im Jahresergebnis nur geringfügig veränderten.

Die Währungsturbulenzen vom Januar und Februar 1976 wirkten sich kaum auf das Pfund Sterling aus, und die Reserven erhöhten sich um \$ 1,6 Mrd.; davon entfielen drei Viertel auf eine Ziehung im Rahmen der Erdölfazilität des IWF und der Rest auf weitere Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors. Im März und April ließ der schwere Druck auf das Pfund die Währungsreserven um \$ 2,2 Mrd. sinken, obwohl der öffentliche Sektor \$ 0,6 Mrd. im Ausland aufnahm. Im Mai zog Großbritannien nochmals \$ 0,8 Mrd. beim IWF.

Das Zahlungsbilanzdefizit von \$ 2,8 Mrd., das *Japan* 1975 aufwies, wurde weitgehend über den Bankenapparat finanziert, der seine Nettoauslandsverbindlichkeiten um weitere \$ 1,9 Mrd. erhöhte. Im Gegensatz zum Vorjahr nahmen jedoch auch die offiziellen Nettoreserven — um \$ 0,8 Mrd. — ab. Das Jahr zerfiel in zwei ganz unterschiedliche Phasen. In den ersten sechs Monaten gab es starke Zuflüsse, und die Reserven stiegen um etwa \$ 1 Mrd.; der Hälfte dieses Zugangs stand jedoch eine Erhöhung der offiziellen Verbindlichkeiten durch den Verkauf von Schatzwechslern an Ausländer gegenüber. Diese Geschäfte wurden im dritten Quartal liquidiert, in dem Ausländer infolge des Rückgangs der japanischen Zinssätze praktisch keine Inlandspapiere mehr kauften. Im August wurden umfangreiche Stützungskäufe für den Yen erforderlich, und im Gesamtergebnis des dritten Quartals sanken die Fremdwährungsreserven um \$ 1,2 Mrd. Danach waren die Interventionen viel geringer, wobei die zentralen Fremdwährungsreserven im vierten Quartal um weitere \$ 0,2 Mrd. schrumpften. Im Verlauf des ersten Vierteljahres von 1976 flossen den Banken per saldo Mittel in Höhe von \$ 0,9 Mrd. zu; sie haben sich bei praktisch ausgeglichener Zahlungsbilanz weitgehend in einer Zunahme der Nettowährungsreserven niedergeschlagen.

Die Nettoauslandsposition *Italiens* verschlechterte sich 1975 weiter; allerdings war das Gesamtdefizit mit \$1,9 Mrd. um gut die Hälfte kleiner als 1974. Bei kurzfristigen Nettoabflüssen über die Banken in Höhe von \$0,6 Mrd. verringerten sich die zentralen Nettoreserven um \$2,5 Mrd.

In den ersten sechs Monaten betrug das Gesamtdefizit weniger als \$0,5 Mrd. und wurde weitgehend über die Banken finanziert. Wenn es bei den zentralen Nettoreserven keine große Betragsveränderung gab, so wandelte sich doch ihre Struktur. Im März wurden von dem 1974 gewährten Kredit der Deutschen Bundesbank in Höhe von \$2 Mrd. ein Teilbetrag von \$0,5 Mrd. zurückgezahlt, wogegen \$0,4 Mrd. beim IWF aufgenommen wurden. Im dritten Quartal, bei noch sehr mäßigem Gesamtdefizit, führte ein Abfluß kurzfristiger Mittel von den Kreditinstituten in Höhe von \$1,2 Mrd. dazu, daß die zentralen Nettoreserven um \$1,4 Mrd. sanken. In diesem Quartal beanspruchte Italien die Erdölfazilität des IWF mit \$0,9 Mrd. Im vierten Quartal verursachte hauptsächlich die dramatische Verschlechterung der Gesamtbilanz eine Abnahme der zentralen Nettoposition um weitere \$1,1 Mrd. Dieser Rückgang entfiel ausschließlich auf die Devisenbestände, die bis Ende des Jahres auf \$1,2 Mrd. zurückgingen.

In den ersten vier Monaten von 1976 reduzierte die Währungskrise die zentralen Nettoreserven um \$1,7 Mrd. Die Devisenbestände erhöhten sich zwar um \$0,2 Mrd., doch wurden \$1 Mrd. am Euromarkt unter Einschaltung der EWG, \$0,5 Mrd. im Rahmen der Swapvereinbarung mit der Federal Reserve und weitere \$0,5 Mrd. in der Form aufgenommen, daß Italien den im vergangenen Jahr bereits zurückgezahlten Teil des Bundesbankkredits von 1974 erneut abrief. Im Mai kamen die Zentralbanken der EWG überein, Italien einen Kredit von \$0,5 Mrd. zu gewähren, und die BIZ beschloß die Eröffnung einer Kreditlinie von \$0,6 Mrd.

Das Defizit der Gesamtbilanz von *Kanada* für 1975 in Höhe von \$1,4 Mrd. fand seinen Niederschlag in einer Verschlechterung sowohl der privaten wie der amtlichen Nettoauslandsposition um \$0,9 bzw. 0,5 Mrd. Der Zufluß über die Banken konzentrierte sich auf das erste und das dritte Quartal, die Abnahme der Reserven auf das zweite. Durch Kapitalimporte hatte sich die Gesamtzahlungsbilanz bereits vor dem Jahresende auf einen kleinen Überschuß aktiviert. Diese Zuflüsse verstärkten sich im Januar und Februar 1976 so sehr, daß beträchtliche Interventionen notwendig wurden und die zentralen Nettoreserven um \$0,5 Mrd. zunahmen. In den beiden folgenden Monaten schwächte sich der kanadische Dollar etwas ab, und die zentrale Nettoposition ging geringfügig zurück.

*Ölausfuhrländer.* 1975 verringerten sich die investierbaren Überschüsse der Öl-exportländer als Gruppe von \$56,9 auf 32,1 Mrd. Auch die Anlage dieser Mittel unterschied sich in mehrfacher Hinsicht von der des Jahres 1974. Einmal sank der in verhältnismäßig liquider Form (Bankguthaben, Staatspapiere u. dgl.) plazierte Teil des Gesamtüberschusses von 70 auf 40%. Gleichzeitig schrumpften die in den Vereinigten Staaten und Großbritannien vorgenommenen Anlagen aller Art anteilmäßig von 57 auf 34%. Ein nennenswerter Teil der längerfristig angelegten Mittel ging — in Form von bilateral wie über internationale Stellen gewährten Krediten — an Entwicklungsländer.

**Ölausfuhrländer: Aufteilung der anlagefähigen Überschüsse (Schätzung)**

	1974	1975
	Milliarden US-Dollar	
<b>Bankguthaben und Geldmarktanlagen</b>		
Dollareinlagen in den USA . . . . .	4,0	—
Sterlingeinlagen in Großbritannien . . . . .	1,7	0,2
Einlagen und Kredite auf Fremdwährungsmärkten . . . . .	24,0	9,3
Sonstige <sup>1</sup> . . . . .	10,1	3,7
<b>Zusammen</b> . . . . .	<b>39,8</b>	<b>13,2</b>
<b>Langfristige Anlagen</b>		
Besondere bilaterale Abkommen . . . . .	11,9	12,1
Kredite an internationale Institutionen . . . . .	3,5	4,0
Sonstige <sup>2</sup> . . . . .	1,7	2,8
<b>Zusammen</b> . . . . .	<b>17,1</b>	<b>18,9</b>
<b>Neuanlagen insgesamt</b> . . . . .	<b>56,9</b>	<b>32,1</b>

<sup>1</sup> Einschließlich marktfähiger Staatspapiere.  
Großbritannien.

<sup>2</sup> Auch Beteiligungen und Immobilienanlagen in den USA und

*Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen.* Nach den Zahlen der Leistungsbilanztafel hat das gesamte Leistungsbilanzdefizit der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer von \$15 Mrd. 1974 auf \$25 Mrd. 1975 zugenommen. Dabei sind aus Gründen der statistischen Gleichbehandlung die beträchtlichen Einnahmen der Entwicklungsländer aus unentgeltlichen Leistungen amtlicher Stellen miteinbezogen. Will man jedoch eine Vorstellung vom Umfang der außenwirtschaftlichen Finanzierungsprobleme dieser Länder gewinnen, so müssen diese Übertragungen, die in Wirklichkeit Finanzierungsleistungen sind, aus der Leistungsbilanz herausgenommen werden. Unter dieser Voraussetzung kann das Leistungsbilanzdefizit dieser Ländergruppe für 1974 auf \$23 Mrd. und für 1975 auf \$36 Mrd. veranschlagt werden. Die Finanzierung läßt sich in drei große Kategorien einteilen: langfristige offizielle Kredite und Zuwendungen (einschließlich der einseitigen Übertragungen); private Finanzierungen — hauptsächlich von Banken, aber auch Direktinvestitionen und Handelskredite; und schließlich die Verwendung von Reserven sowie die Kreditaufnahme durch Währungsbehörden. Nach einer ganz groben Schätzung haben die Entwicklungsländer 1975 aus der erstgenannten Quelle \$14 Mrd. und aus der zweiten \$17 Mrd. — davon etwa \$14 Mrd. über Banken — erhalten; ferner zogen sie beim IWF per saldo \$1,8 Mrd. — den größten Teil davon im Rahmen der Erdölfazilität —, und ihre Reserven verringerten sich um fast \$2 Mrd.

## VI. DIE INTERNATIONALEN KREDIT- UND KAPITALMÄRKTE

1975 war für die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte ein Jahr des Wachstums, anhaltender struktureller Veränderungen und der Konsolidierung.

Die Expansion war auf allen Märkten stark und im längerfristigen Bereich besonders ausgeprägt. Der Eurogeldmarkt im engeren Sinne — also gemessen an den Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der acht berichtenden europäischen Länder — wies während des gesamten letzten Jahres weiterhin beträchtliche Zuwachsraten auf. Nach einem Anstieg von „nur“ \$27 Mrd. im Jahr 1974 erhöhten sich die Bruttoauslandsforderungen der Banken in diesen Ländern um \$43 Mrd. — das sind 20% — auf 258 Mrd. Wechselkursbereinigt würde diese Zunahme noch ausgeprägter erscheinen. Ein großer Teil der Ausdehnung war jedoch auf eine erneute Expansion der Interbankpositionen zurückzuführen. Das Wachstum des Nettomarktes nach der herkömmlichen BIZ-Definition verlangsamte sich somit von \$45 Mrd. im Jahr 1974 auf rund 28 Mrd., wobei die Gesamtsumme der ausstehenden Kredite Ende 1975 \$205 Mrd. erreichte.

Auch außerhalb des europäischen Berichtsraums expandierten die internationalen Bankausleihungen ganz erheblich. Rechnet man die Fremdwährungsgeschäfte der Banken in Kanada und Japan sowie die Umsätze im karibischen Raum und an den anderen Offshore-Finanzplätzen zu jenen des europäischen Bereichs hinzu, so hat der Gesamtbetrag der ausstehenden Fremdwährungskredite (um Doppelzählungen bereinigt) 1975 grob geschätzt um fast \$40 auf 250 Mrd. zugenommen. Das Volumen der von Banken in den USA an das Ausland gewährten Kredite, das 1974 um \$19,5 Mrd. gestiegen war, erhöhte sich 1975 weiter um \$13 auf 59 Mrd. am Jahresende. Ein großer Teil dieser Neukredite lief jedoch über den karibischen Raum sowie über Banken in den berichtenden europäischen Ländern und ist daher bereits in der vorhin genannten Zahl für den Nettozuwachs der internationalen Bankkreditgewährung enthalten.

Die rascheste Ausweitung hatte der Anleihemarkt zu verzeichnen. Der Gesamtbetrag an internationalen und ausländischen Emissionen belief sich 1975 auf \$22 Mrd., fast das Doppelte des Ergebnisses von 1974.

Die Zahlen über das Wachstum des internationalen Bankkreditgeschäfts weisen klar auf eine allmähliche geographische Umstrukturierung des Marktes hin, wobei Plätzen außerhalb Europas steigende Bedeutung zukommt. Die Wiederbelebung des Auslandskreditgeschäfts von Banken in den USA begann 1974, nachdem die zahlungsbilanzbedingten Einschränkungen außer Kraft gesetzt worden waren; sie hielt auch 1975 an, beeinflusst durch die schwache inländische Nachfrage nach Bankkrediten. Der Aufstieg der karibischen Plätze begann vor einigen Jahren. Zu Beginn waren sie eher Zwischenstationen für anderswo aufgenommene Mittel. Nunmehr scheint es, daß Einlagen von Nichtbanken-Kunden zum wesentlichen Teil unmittelbar an diesen Plätzen verbucht werden. Auch in Asien setzte sich die Aufwärtsentwicklung

fort, vor allem in Singapur und Hongkong, wobei die Depositen sowohl vom „traditionellen“ Eurogeldmarkt wie aus anderen Quellen zufflossen. Auf Seite 88–89 wird versucht, trotz unvollständiger statistischer Unterlagen einen Gesamtüberblick über diese neuen Dimensionen des internationalen Bankkreditgeschäfts zu geben.

Die Veränderungen blieben aber nicht auf die geographischen Umschichtungen im internationalen Bankgeschäft beschränkt. Sie zeichneten sich auch in den Kreditkategorien und speziell in der zunehmenden Einschaltung von Banken in die Zahlungsbilanzfinanzierung ab. Kredite an nationale Behörden zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten hatte es am Eurogeldmarkt natürlich schon sehr frühzeitig gegeben; in den Jahren 1973 und 1974 trat jedoch der entscheidende Umschwung ein, als eine Anzahl europäischer Länder sich bewußt an diesen Markt wandten, um ihre großen Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. Dieser Trend setzte sich 1975 fort, als internationale Banken eine wichtige Rolle bei der Finanzierung des Devisenbedarfs von Entwicklungsländern, osteuropäischen Staaten und sogar von einigen erdölexportierenden Ländern mit hoher Importquote spielten.

1975 war auch ein Jahr der Konsolidierung. Mit der weiteren „Normalisierung“ der Inlandsmärkte kehrten die Zinssätze zu ihren traditionellen Strukturen zurück, womit ein kräftiger Impuls für die Ausweitung des Anleihegeschäfts verbunden war. Die Gewinnspanne für revolvingende mittelfristige Kredite wurde genügend groß, daß die Banken Reserven bilden konnten. Und nicht zuletzt gingen die Unterschiede in den Habenzinssätzen, welche Banken verschiedener Größe und Kategorie zu zahlen hatten, gegenüber dem Vorjahr stark zurück, nachdem 1975 keine weiteren Nachrichten von großen Verlusten im Devisengeschäft mehr bekannt wurden. Dies trug erheblich zur neuerlichen Ausdehnung des Zwischenbankgeschäfts bei.

#### **Die wesentlichen Bestimmungsgründe für die Entwicklung auf den internationalen Märkten**

Von beherrschendem Einfluß auf das internationale Bankgeschäft war 1975 die schwere Rezession, die in den großen Industrieländern über weite Teile des Jahres anhielt. Während die rezessive Tendenz aber auf den Binnenmärkten die Kreditausweitung stark beeinträchtigte, waren die Auswirkungen auf dem Eurogeldmarkt bedeutend vielschichtiger, wobei die abschwächenden Einflüsse weitgehend durch eine Reihe expansiver Kräfte ausgeglichen wurden.

Wie in Kapitel IV dargelegt, hatte die Rezession in den Industrieländern zur Folge, daß sich der Finanzierungsbedarf verringerte, Kredite bei den Inlandsbanken leicht erhältlich waren und die Märkte für längerfristiges Kapital sich belebten. Dadurch ging in den entwickelten Ländern die Nachfrage der Industrieunternehmen nach Eurogeldmarktkrediten stark zurück, und die Mittel der Nichtbanken flossen langsamer als zuvor auf den Markt. Andererseits stellten die Banken angesichts der sehr schwachen inländischen Kreditnachfrage ihre Mittel vermehrt für das internationale Kreditgeschäft zur Verfügung. Banken des europäischen Berichtsbereichs versorgten den Eurogeldmarkt per saldo schätzungsweise mit fast \$ 10 Mrd. an neuen Mitteln, und ein ähnlicher Trend ist auch bei Banken in den USA zu beobachten. Die Bruttoauslandsverbindlichkeiten der letztgenannten Banken, die 1974 um \$ 22 Mrd. zugenommen hatten, gingen 1975 um \$ 2 Mrd. zurück; bei weiter steigender Kredit-

gewährung an das Ausland bedeutete dies, daß die Nettoauslandsposition der Banken in den USA von \$14 Mrd. Verbindlichkeiten in \$1 Mrd. Forderungen umschlug.

Ein zweiter Weg, über den die Rezession das internationale Kreditgeschäft der Banken beeinflusste, waren ihre Auswirkungen auf die Zahlungsbilanzen. Die Verbesserung der Leistungsbilanzen der wichtigsten Industrieländer ging Hand in Hand mit einem Rückgang der Überschüsse der erdölexportierenden Länder und mit einem rapiden Anstieg der Defizite der nichtölexportierenden Entwicklungsländer sowie der osteuropäischen Staaten. Gleichzeitig wiesen viele der kleineren Industrieländer und andere entwickelte Länder nach wie vor hohe Finanzierungslücken in ihren Zahlungsbilanzen auf. Das im internationalen Bankgeschäft vorhandene weiter angewachsene Kreditpotential wandte sich daher ganz natürlich der Finanzierung dieser Defizite zu. Auf der Passivseite des Marktes war die deutlichste Folge der Zahlungsbilanzentwicklungen ein ziemlich ausgeprägter Rückgang der Eurowährungseinlagen erdölexportierender Länder. Diese Rückbildung war nicht nur durch die verringerten Überschüsse der betreffenden Länder bedingt, sondern auch durch ihren — nicht zuletzt auf dem „normalen“ Zinsgefälle beruhenden — Wunsch, einen steigenden Anteil der durch den Ölexport anfallenden Überschußmittel am Euroanleihemarkt anzulegen. Ferner blieb der Zufluß neuer Mittel aus anderen Ländern außerhalb der Zehnergruppe schleppend, namentlich von seiten der Entwicklungsländer, von denen viele in Überschußzeiten beträchtliche Teile ihrer Reservenzuwächse am Euromarkt angelegt hatten.

Die Konjunkturabschwächung hatte nicht nur mehr oder weniger zahlenmäßig erfassbare Wirkungen auf die Struktur von Angebot und Nachfrage am Eurogeldmarkt, sondern beeinflusste seine Entwicklung auch in anderer Hinsicht. Zum einen beseitigte der Übergang von einer Phase der extremen Kreditverknappung zu einer mehr aufgelockerten Geldpolitik eine der Hauptquellen der Spannungen im Markt und trug dazu bei, daß der Schock der Vertrauenskrise von Mitte 1974 schließlich überwunden werden konnte. Hilfreich war in diesem Zusammenhang auch die Erholung der Kapitalmärkte, die es nicht nur den Bankkunden, sondern auch den Banken selber leichter machte, ihre Finanzstruktur zu verbessern; das höhere Angebot an Anteils-kapital und die schwache Kreditnachfrage im Inland trugen zur Stärkung der Kapitaldecke bei und veranlaßten die Banken, die Tätigkeit ihrer Tochtergesellschaften im Euromarkt zu forcieren. Ein drittes für die Wiederherstellung des Vertrauens maßgebendes Moment war, daß der Euromarkt offenbar weniger unter notleidend gewordenen Krediten litt als die Banken auf mehreren nationalen Märkten; dies hatte seine Ursache wahrscheinlich in dem ziemlich begrenzten Engagement des Marktes im Immobiliengeschäft und seiner Konzentration auf die größten Firmen. Vor allem die finanziellen Schwierigkeiten von New York könnten geholfen haben, einige aus der Krise vom Hochsommer 1974 haftengebliebene Vorstellungen über relative Kreditrisiken und den Status einzelner Bankengruppen zu korrigieren. Auch brachte das Jahr 1975, nachdem die Lehren der Vorjahre beherzigt worden waren, keine neuerlichen Nachrichten über spektakuläre Verluste im Devisengeschäft der Banken, und außerdem wandten die Aufsichtsbehörden dem Euromarkt erhöhte Aufmerksamkeit zu. Die zum Nachteil bestimmter Bankengruppen im Sommer 1974 aufgekommene Staffelung der Zinssätze bildete sich 1975 zurück, und das Zwischenbankgeschäft begann sich wieder besser zu entwickeln. Die Zinssätze für

Dollardepositen lagen am Eurömarkt zu Beginn des Jahres noch deutlich über denen, welche die Banken in den USA bezahlten, doch ging der Abstand langsam auf sein gewöhnliches Ausmaß zurück, das bei Dreimonatseinlagen knapp  $\frac{1}{2}\%$  beträgt.

Trotz dieser Rückkehr zu normaleren Bedingungen scheint der Markt die Ereignisse der Jahresmitte 1974 nicht vergessen zu haben. Die Banken legen im allgemeinen auch weiterhin bei ihrer Kreditpolitik strengere Maßstäbe an, und die durchschnittliche Laufzeit der von den Konsortien ausgelegten Euromarktdarlehen blieb beträchtlich kürzer, als sie vor dem Sommer 1974 gewesen war. Das Aufgeld gegenüber der Londoner Interbankrate betrug für Kredite an erste Adressen während des ganzen Jahres 1975 rund  $1\frac{3}{8}\%$ , womit es fast dreimal so hoch war wie in den ersten Monaten von 1974, und dürfte den Banken genügend Spielraum für die Ansammlung von Reserven zur Absicherung gegen potentielle Verluste gegeben haben.

Obwohl der Euromarkt sich fähig gezeigt hat, die schlimmste Rezession seit den dreißiger Jahren nicht nur zu überstehen, sondern während einer solchen Periode sogar zu expandieren und zu florieren, haben sich neue Befürchtungen hinsichtlich der Gesundheit und Solidität des Marktes erhoben. Die Bedenken rühren vor allem von der exponierten Stellung des Marktes gegenüber den Entwicklungsländern her, deren Zahlungsbilanzsituation sich wegen der höheren Ölpreise und der gleichzeitigen Konjunkturflaute in den Industrieländern stark verschlechtert hat. Die internationalen Bankkredite halfen diesen Ländern 1974 und 1975, die Abnahme ihrer Importkraft in Grenzen zu halten, und trugen damit dazu bei, daß die konjunkturelle Abschwächung in den Industrieländern nicht noch gravierender ausfiel, als sie ohnehin war. Während diese Ausleihungen daher konjunkturpolitisch zu begrüßen waren, hatten sie doch einen drastischen Anstieg der kurz- und mittelfristigen Verschuldung der Kreditnehmer zur Folge. Das Verhältnis der Auslandsschulden zu den Einnahmen in der Leistungsbilanz scheint in der Tat in einigen Entwicklungsländern ein beunruhigend großes Ausmaß erreicht zu haben, und das eine oder andere Land war gezwungen, fällige Tilgungen und sogar Zinszahlungen aufzuschieben.

### **Der Eurogeldmarkt: die wichtigsten Zahlen**

Im Verlauf des Jahres 1975 stiegen die gesamten Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken um rund \$ 50 bzw. 37 Mrd. auf jeweils fast 300 Mrd. am Jahresende. Von dem Zuwachs der Forderungen entfielen \$ 7,5 Mrd. auf Landeswährung, während die Verbindlichkeiten in Landeswährung um \$ 0,5 Mrd. abnahmen. Die letztgenannten Zahlen wurden jedoch von — durch den Wechselkursanstieg des Dollars bedingten — Bewertungsänderungen sowie von einer Änderung in der statistischen Erfassung der von den Banken in der Schweiz gemeldeten Positionen in Landeswährung stark beeinflußt. Ohne diese statistischen Einflüsse hätte das Wachstum der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Landeswährung rund \$ 10,5 bzw. 5 Mrd. erreicht. Die deutschen Banken, die angesichts der Flaute der inländischen Kreditnachfrage während des ganzen Jahres den Geldexport in großem Umfang betrieben, trugen wesentlich zu diesen Ausweitungen und der sich daraus ergebenden Veränderung der Nettoposition um \$ 5,5 Mrd. bei. Wegen der verschiedenen Maßnahmen zur Abwehr von Kapitalzuflüssen sanken die Auslandsverbindlichkeiten der Schweizer Banken in Landeswährung um rund

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken  
(Landes- und Fremdwährungen) in den einzelnen berichtenden Ländern,  
den USA, dem karibischen Raum und Singapur

			1973 Dez.	1974 Dez.	1975			
					März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Belgien- Luxemburg	Forderungen	Landeswährung	1 160	1 650	1 730	1 860	1 620	1 720
		Fremdwährungen	24 450	32 210	35 410	36 890	36 740	39 070
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 800	2 500	2 590	2 700	2 420	2 650
		Fremdwährungen	23 840	31 280	34 440	35 930	35 820	37 860
Deutschland (BR)	Forderungen	Landeswährung	8 130	14 210	15 660	17 960	18 010	21 010
		Fremdwährungen	6 700	8 360	8 680	9 500	9 160	10 640
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	9 080	11 250	11 810	11 070	10 560	13 620
		Fremdwährungen	6 650	7 680	7 820	8 200	7 780	9 310
Frankreich	Forderungen	Landeswährung	1 850	1 080	1 200	1 410	1 390	1 180
		Fremdwährungen	27 630	31 820	31 670	34 530	36 110	39 020
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	4 510	3 680	3 920	4 250	4 140	4 370
		Fremdwährungen	27 360	32 510	32 060	33 730	34 610	38 110
Großbritannien	Forderungen	Landeswährung	1 440	1 650 <sup>1</sup>	1 730	2 010	1 890	1 700
		Fremdwährungen	84 280	102 560 <sup>1</sup>	106 830	107 780	112 190	118 240
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	6 150	9 530 <sup>1</sup>	10 010	9 490	9 170	9 240
		Fremdwährungen	90 660	111 490 <sup>1</sup>	116 330	118 960	123 060	128 210
Italien	Forderungen	Landeswährung	790	600	600	600	580	440
		Fremdwährungen	23 810	12 510	9 120	9 130	10 390	14 980
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 820	1 330	1 320	1 460	1 510	1 620
		Fremdwährungen	23 870	13 610	10 400	10 440	10 410	15 040
Niederlande	Forderungen	Landeswährung	910	2 670 <sup>2</sup>	2 990	2 970	3 560	3 460
		Fremdwährungen	9 410	13 350 <sup>2</sup>	14 120	15 630	16 010	17 350
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 180	2 070 <sup>2</sup>	2 280	2 370	2 230	2 150
		Fremdwährungen	9 620	12 600 <sup>2</sup>	13 280	14 250	14 860	16 370
Schweden	Forderungen	Landeswährung	220	430	490	510	540	570
		Fremdwährungen	1 710	2 060	2 300	2 420	2 590	2 570
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	460	510	480	530	550	580
		Fremdwährungen	900	1 040	1 260	1 340	1 650	1 750
Schweiz	Forderungen	Landeswährung	7 320	9 180	9 650	9 970	9 360	9 070 <sup>3</sup>
		Fremdwährungen	9 630	12 300	14 000	16 490	15 680	16 260
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	6 560	8 510	7 970	8 060	6 920	4 630 <sup>3</sup>
		Fremdwährungen	9 200	10 560	10 970	11 660	10 450	12 020
Zusammen	Forderungen	Landeswährung	21 820	31 650	34 050	37 290	36 950	39 150
		Fremdwährungen	187 620	215 170	222 130	232 370	238 870	258 130
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	31 560	39 380	40 360	39 930	37 500	38 860
		Fremdwährungen	192 100	220 770	226 560	234 510	238 640	258 670
Kanada	Forderungen	Landeswährung	400	410	380	370	380	460
		Fremdwährungen	11 940	13 540	13 100	13 240	14 030	13 390
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 090	1 610	1 680	1 780	1 880	2 010
		Fremdwährungen	11 530	11 730	11 660	11 850	12 990	12 070
Japan	Forderungen	Landeswährung	810	1 370	1 390	1 330	1 420	1 530
		Fremdwährungen	16 300	19 240	19 440	17 670	19 190	18 830
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	690	870	1 160	1 580	1 730	1 480
		Fremdwährungen	12 830	24 080	25 220	24 070	25 050	25 210
USA	Forderungen	Landeswährung	25 990	44 940	48 680	52 400	52 880	57 960
		Fremdwährungen	730	1 280	1 220	1 300	1 220	1 400
	Verbindlichkeiten	Landeswährung <sup>4</sup>	38 050	59 620	53 770	55 130	56 760	57 820
		Fremdwährungen	600	770	680	580	550	600
Karibischer Raum <sup>5</sup>	Forderungen	Fremdwährungen <sup>6</sup>	24 940	33 230	35 580	41 510	43 830	47 800
		Fremdwährungen <sup>6</sup>	24 960	33 230	35 710	41 570	43 610	47 550
Singapur	Forderungen	Fremdwährungen <sup>7</sup>	6 020	10 130	10 700	10 770	11 250	12 330
		Fremdwährungen <sup>7</sup>	5 870	9 680	10 100	10 260	10 860	12 010

<sup>1</sup> Die Abgrenzung dieser Zahlen weicht etwas von der früher verwendeten ab. In der alten Abgrenzung lauten die Zahlen für Dezember 1974: Forderungen 1870 bzw. 103100 Mio.; Verbindlichkeiten 7730 bzw. 112360 Mio. <sup>2</sup> Einschließlich vorher nicht gemeldeter langfristiger Positionen. In der alten Abgrenzung lauten die Zahlen für Dezember 1974: Forderungen 1040 bzw. 12040 Mio.; Verbindlichkeiten 1360 bzw. 11890 Mio. <sup>3</sup> Statistischer Bruch der Reihen, bedingt durch geänderte Abgrenzung. <sup>4</sup> Ohne US-Schatzwechsel und Zertifikate, die für Gebietsfremde verwahrt werden. <sup>5</sup> Forderungen und Verbindlichkeiten der Niederlassungen von US-Banken auf den Bahama-Inseln, den Caïman-Inseln und in Panama. <sup>6</sup> Einschließlich geringer Beträge in Landeswährung. <sup>7</sup> Einschließlich Positionen gegenüber Gebietsansässigen außerhalb des Bankenbereichs in Singapur.

**Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken  
(Dollar und andere Fremdwährungen)  
in den einzelnen berichtenden Ländern und dem karibischen Raum**

			1973 Dez.	1974 Dez.	1975			
					März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Belgien- Luxemburg	Forderungen	US-Dollar . . . . .	11 000	15 210	16 020	17 310	17 550	18 670
		Andere Fremdwährungen	13 450	17 000	19 390	19 580	19 190	20 400
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	10 500	13 350	13 600	15 350	16 470	17 960
		Andere Fremdwährungen	13 340	17 930	20 840	20 380	19 350	19 900
Deutschland (BR)	Forderungen	US-Dollar . . . . .	5 050	6 140	6 120	6 800	6 570	7 700
		Andere Fremdwährungen	1 650	2 220	2 560	2 700	2 590	2 940
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	5 550	6 160	5 840	6 290	5 950	7 400
		Andere Fremdwährungen	1 100	1 520	1 980	1 910	1 830	1 910
Frankreich	Forderungen	US-Dollar . . . . .	20 320	24 210	23 050	25 440	26 800	29 690
		Andere Fremdwährungen	7 310	7 610	8 620	9 090	9 310	9 330
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	18 220	22 650	21 600	22 930	23 780	27 000
		Andere Fremdwährungen	9 140	9 860	10 460	10 800	10 830	11 110
Groß- britannien	Forderungen	US-Dollar . . . . .	65 460	82 690 <sup>1</sup>	85 190	86 660	91 430	96 940
		Andere Fremdwährungen	18 820	19 870 <sup>1</sup>	21 640	21 120	20 760	21 300
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	69 170	88 840 <sup>1</sup>	91 300	94 190	99 300	104 170
		Andere Fremdwährungen	21 490	22 650 <sup>1</sup>	25 030	24 770	23 760	24 040
Italien	Forderungen	US-Dollar . . . . .	16 570	9 770	7 290	6 990	8 360	12 100
		Andere Fremdwährungen	7 240	2 740	1 830	2 140	2 030	2 880
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	16 280	10 440	7 860	7 830	7 810	11 830
		Andere Fremdwährungen	7 590	3 170	2 540	2 610	2 600	3 210
Niederlande	Forderungen	US-Dollar . . . . .	5 710	7 960 <sup>2</sup>	8 300	9 870	9 990	10 400
		Andere Fremdwährungen	3 700	5 390 <sup>2</sup>	5 820	5 760	6 020	6 950
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	4 690	6 290 <sup>2</sup>	6 630	7 800	8 870	10 670
		Andere Fremdwährungen	4 930	6 310 <sup>2</sup>	6 650	6 450	5 990	5 700
Schweden	Forderungen	US-Dollar . . . . .	1 090	1 320	1 500	1 580	1 800	1 790
		Andere Fremdwährungen	620	740	800	840	790	780
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	500	560	660	700	970	1 020
		Andere Fremdwährungen	400	480	600	640	680	730
Schweiz	Forderungen	US-Dollar . . . . .	6 910	8 930	10 300	12 580	12 120	12 890
		Andere Fremdwährungen	2 720	3 370	3 700	3 910	3 560	3 370
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	6 470	8 140	7 870	8 700	7 840	9 420
		Andere Fremdwährungen	2 730	2 420	3 100	2 960	2 610	2 600
Zusammen	Forderungen	US-Dollar . . . . .	132 110	156 230	157 770	167 230	174 620	190 180
		Andere Fremdwährungen	55 510	58 940	64 360	65 140	64 250	67 950
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	131 380	156 430	155 360	163 990	170 990	189 470
		Andere Fremdwährungen	60 720	64 340	71 200	70 520	67 850	69 200
Kanada	Forderungen	US-Dollar . . . . .	11 170	12 700	12 290	12 470	13 340	12 640
		Andere Fremdwährungen	770	840	810	770	690	750
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	10 840	11 090	11 050	11 300	12 530	11 560
		Andere Fremdwährungen	690	640	610	550	460	510
Japan	Forderungen	US-Dollar . . . . .	14 770	17 150	17 180	15 580	17 360	16 960
		Andere Fremdwährungen	1 530	2 090	2 260	2 090	1 830	1 870
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	12 350	22 960	24 160	23 160	24 140	24 340
		Andere Fremdwährungen	580	1 120	1 060	910	910	870
Karibischer Raum <sup>3</sup>	Forderungen	US-Dollar . . . . .	23 130	30 240	31 900	38 150	40 480	44 490
		Andere Fremdwährungen <sup>4</sup>	1 810	2 990	3 680	3 360	3 350	3 310
	Verbindlichkeiten	US-Dollar . . . . .	23 500	30 350	32 150	38 470	40 460	44 540
		Andere Fremdwährungen <sup>4</sup>	1 460	2 880	3 560	3 100	3 150	3 010

<sup>1</sup> Die Abgrenzung dieser Zahlen weicht etwas von der früher verwendeten ab. In der alten Abgrenzung lauten die Zahlen für Dezember 1974: Forderungen 82690 Mio. in US-Dollar und 20410 Mio. in anderen Fremdwährungen; Verbindlichkeiten 88990 bzw. 23380 Mio. <sup>2</sup> Einschließlich vorher nicht gemeldeter langfristiger Positionen. In der alten Abgrenzung lauten die Zahlen für Dezember 1974: Forderungen 7180 Mio. in US-Dollar und 4880 Mio. in anderen Fremdwährungen; Verbindlichkeiten 5900 bzw. 5990 Mio. <sup>3</sup> Forderungen und Verbindlichkeiten der Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, den Caimaninseln und in Panama. <sup>4</sup> Einschließlich geringer Beträge in Landeswährung.

\$1,5 Mrd. (nach Berücksichtigung von Bewertungsänderungen und der geänderten statistischen Erfassung), während die Auslandsforderungen in Landeswährung eine bescheidene Zunahme aufwiesen.

Von der Expansion der Auslandsforderungen der berichtenden Banken in Fremdwährungen entfielen \$34 Mrd. auf Dollar und \$9 Mrd. auf andere Währungen. Bei den Verbindlichkeiten betragen die entsprechenden Werte \$33 bzw. 5 Mrd.

Wegen der Entwicklung auf den Devisenmärkten konzentrierte sich das Wachstum der Dollarpositionen auf die letzten drei Quartale des Jahres, wogegen im ersten Vierteljahr der größte Teil des Zuwachses auf andere Währungen entfallen war. Der Anteil des Dollars an den gesamten Bruttositionen erhöhte sich 1975 um 1,8 Prozentpunkte auf 73,5% — das höchste Niveau seit 1972 —, nachdem er bereits 1974 um 2,2 Prozentpunkte gestiegen war.

Wie im Falle der Positionen in Landeswährung war jedoch die Zunahme der Nichtdollarkomponente des Marktes durch Bewertungsänderungen beeinflusst. Schließt man diese Einflüsse aus, kann der Anstieg der auf Nichtdollar-Fremdwährungen lautenden Forderungen auf ungefähr \$13 Mrd. und die Zunahme der Verbindlichkeiten auf \$9 Mrd. geschätzt werden, wovon allein auf die Europositionen in Deutschen Mark fast \$10 bzw. 9 Mrd. entfielen. Die auf Schweizer Franken lautenden Forderungen nahmen um ungefähr \$1,5 Mrd. zu (ebenfalls ohne Bewertungseffekte), während die Verbindlichkeiten um rund \$2,5 Mrd. zurückgingen. Die sich daraus ergebende Veränderung der Nettosition um \$4 Mrd. war wahrscheinlich durch Wechselkursüberlegungen beeinflusst. Die auf französische Franken lautenden Positionen nahmen prozentual kräftig zu — die Forderungen um über 70%; diese Entwicklung ist der festen Verfassung dieser Währung auf den Devisenmärkten bis zum Jahresende 1975 zu verdanken. Betrachtet man die Währungen nach dem Umfang, in dem sie für Euromarkttransaktionen verwendet werden, so überholte der französische Franken 1975 den Gulden und das Pfund Sterling und rangierte am Ende des Jahres an vierter Stelle hinter dem Schweizer Franken. In absoluten Zahlen blieben die Beträge jedoch ziemlich klein, während die Deutsche Mark ihre Stellung als zweitwichtigste Währung des Marktes nach dem Dollar noch festigte.

Bemerkenswert war 1975 das beschleunigte Wachstum der Interbankpositionen und die gleich ausgeprägte Abschwächung bei den direkten Positionen des Marktes gegenüber dem Nichtbankensektor. So stiegen die Forderungen zwischen Banken um \$34,6 Mrd., verglichen mit einem Zuwachs von \$13,2 Mrd. 1974. Andererseits erhöhten sich die Auslands- und Inlandsforderungen gegenüber Nichtbanken nur um \$8,6 Mrd., nach einer Rekordzunahme um \$22,5 Mrd. 1974. Was die Verbindlichkeiten des Marktes betrifft, stiegen die Einlagen von Nichtbanken (sowohl In- und Ausländer, aber ohne Treuhandgelder) nur um \$0,4 Mrd. (Zunahme 1974: \$12,8 Mrd.); dies war ohne Zweifel vor allem auf den starken Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zurückzuführen.

Betrachtet man den Beitrag der einzelnen Finanzzentren zum gesamten Wachstum des Eurogeldmarktes, so entfiel dem absoluten Betrag nach wie üblich der größte Teil der Zunahme auf Banken in Großbritannien, die 40% des gesamten Zuwachses der auf Fremdwährung lautenden Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten auf

Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken  
(Dollar und andere 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	Hollän- dische Gulden	Fran- zösische Franken
Millionen US-Dollar									
Forderungen									
1968 Dezember	30 430	5 150	7 270	1 240	3 920	1 820	610	290	240
1969 Dezember	47 630	6 090	10 540	2 230	5 990	2 980	580	370	150
1970 Dezember	60 370	11 850	17 880 <sup>1</sup>	4 680	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 Dezember I	133 760	23 880	54 840	11 990	31 400	14 590	3 150	1 320	1 750
Dezember II <sup>2</sup>	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	15 900	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 I	155 450	34 350	58 950	18 030	34 620	14 330	2 040	1 870	1 480
Dezember II <sup>3</sup>	156 230	34 920	58 940	18 080	34 950	14 420	2 050	1 880	1 480
1975 März . . . .	157 770	37 360	64 360	20 070	40 100	13 900	1 940	2 060	2 130
Juni . . . . .	167 230	37 260	65 140	20 610	39 020	14 140	2 810	2 460	2 300
September	174 620	38 430	64 250	19 970	39 320	14 050	2 560	2 170	2 270
Dezember	190 180	40 870	67 950	20 450	41 620	15 430	1 980	2 100	2 570
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern<sup>4</sup></i>									
1971 Dezember		5 850		1 770					
1972 Dezember		5 120		3 530					
1973 Dezember I		8 830		5 150					
Dezember II <sup>2</sup>		8 820		5 110					
1974 Dezember I		16 430		6 330					
Dezember II <sup>3</sup>		17 110		6 560					
1975 Dezember		17 410		6 570					
Verbindlichkeiten									
1968 Dezember	26 870	6 240	6 840	1 530	3 010	2 290	800	250	230
1969 Dezember	46 200	10 460	10 520	1 340	4 640	4 030	810	350	210
1970 Dezember	58 700	11 240	16 590 <sup>1</sup>	2 450	8 080	5 720	940	550	420
1971 Dezember	70 750	9 980	26 970	2 740	14 630	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 Dezember I	130 470	16 370	60 960	5 610	32 140	17 060	4 790	2 260	2 160
Dezember II <sup>2</sup>	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 I	158 180	22 440	64 750	8 100	34 220	18 250	3 560	2 780	2 270
Dezember II <sup>3</sup>	156 430	22 210	64 340	8 080	34 380	18 290	3 590	2 760	2 270
1975 März . . . .	155 360	21 000	71 200	8 260	40 330	16 180	3 920	3 440	3 090
Juni . . . . .	163 990	21 620	70 520	7 880	40 080	15 480	3 690	3 820	3 600
September	170 990	22 150	67 650	7 220	38 710	14 760	3 280	3 740	3 330
Dezember	189 470	24 280	69 200	6 690	39 940	15 290	3 140	3 550	3 350
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern<sup>4</sup></i>									
1971 Dezember		2 450		1 150					
1972 Dezember		3 260		1 720					
1973 Dezember I		5 020		2 560					
Dezember II <sup>2</sup>		5 020		2 550					
1974 Dezember I		8 560		3 780					
Dezember II <sup>3</sup>		8 960		3 930					
1975 Dezember		9 410		3 210					

<sup>1</sup> Wegen der Aufnahme von Positionen in bestimmten Währungen, die in den Angaben früher nicht enthalten waren, hat sich der Anstieg der Forderungen 1970 um \$570 Mio. und die Zunahme der Verbindlichkeiten um \$360 Mio. erhöht.  
<sup>2</sup> Ab Dezember 1973 (Dezember II) enthalten die Angaben nicht mehr die Eurowährungspositionen der BIZ (die bis dahin bei den Zahlen für die schweizerischen Banken berücksichtigt waren); andererseits wurden gewisse langfristige Positionen aufgenommen, die vorher nicht in die Meldungen einbezogen waren.  
<sup>3</sup> Einschließlich gewisser langfristiger Positionen, die von einigen Banken vorher nicht gemeldet worden waren, sowie einiger kleinerer statistisch bedingter Änderungen.  
<sup>4</sup> Vor Dezember I 1974 ohne die Positionen der deutschen Banken.

sich vereinigten. Die prozentuale Zunahme war jedoch in den meisten kontinental-europäischen Finanzzentren höher, und der Anteil Großbritanniens an den ausstehenden Positionen verminderte sich um 1,5 Prozentpunkte auf rund 47,5%. Die Rolle Großbritanniens hat sich vor allem deshalb etwas verringert, weil die US-Banken ihr neues internationales Geschäft stärker auf ihre Niederlassungen im karibischen Raum konzentrierten. Während die Forderungen der Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Caimaninseln und in Panama 1975 um 44% stiegen, betrug der entsprechende Zugang für US-Niederlassungen in London nur 14%. Die passive Nettoauslandsposition der Banken in Großbritannien erhöhte sich 1975 um \$1,0 auf 10,0 Mrd. (nachdem sie 1974 um \$2,9 Mrd. zugenommen hatte); dieser Zuwachs wird jedoch durch den Anstieg der auf Fremdwährung lautenden Ausleihungen an Nichtbanken in Großbritannien mehr als erklärt.

Auf dem europäischen Kontinent begannen die Bruttoauslandspositionen der italienischen Banken, die in den zwölf Monaten bis März 1975 um fast 60% gesunken waren, in der zweiten Jahreshälfte wieder zu steigen. Diese Erholung spiegelte die allmähliche Einengung des Aufgeldes zur LIBOR wider, das die italienischen Banken zu zahlen hatten; die Verbesserung der italienischen Leistungsbilanz 1975 war ohne Zweifel ein Hauptfaktor für die wieder günstigere Einschätzung der italienischen Banken auf dem Markt; als zweiter wichtiger Grund kam hinzu, daß die italienischen Banken in der Lage gewesen waren, ihre Verflechtung im Euromarkt reibungslos und rasch zu verringern. Darüber hinaus bauten sie 1975 ihre Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Markt, die am Jahresanfang \$1,1 Mrd. betragen hatten, vollständig ab.

Die auf Fremdwährungen lautende Nettoauslandsposition der französischen Banken verbesserte sich in den ersten neun Monaten des Jahres ebenfalls sehr ausgeprägt, wobei Nettoverbindlichkeiten in Höhe von \$0,7 Mrd. von Nettoforderungen in Höhe von \$1,5 Mrd. abgelöst wurden (allerdings zeigte sich während des vierten Quartals wieder eine gewisse Abwärtsbewegung). Dieser Saldenumschwung, der von den amtlichen Stellen gefördert worden war, spiegelte die Stärke des französischen Frankens auf den Devisenmärkten wider. Die größten Nettogeldexporteure waren 1975 die deutschen Banken, deren gesamte Nettoauslandsforderungen um \$5,1 auf 8,7 Mrd. zunahmen, sowie die Schweizer Banken, die eine Ausweitung um \$4,5 Mrd. verzeichneten (nach Ausschaltung der statistisch bedingten Änderungen). Ein großer Teil dieses Zuwachses der Nettoanlagen im Ausland erfolgte jedoch in Landeswährung, was auf die Bedeutung der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens auf dem Euromarkt zurückzuführen ist.

### **Eurogeldmarkt: Herkunft und Verwendung der Mittel**

Die folgende Tabelle enthält Schätzungen hinsichtlich der Herkunft und der Verwendung der von den Banken in acht europäischen Berichtsländern vermittelten Eurogelder (ohne Doppelzählungen).

Was zunächst die Verwendungsseite betrifft, so war 1975 eine der hauptsächlichsten Entwicklungen die ausgeprägte Schrumpfung der von Gebietsansässigen in den Zehnergruppenländern aufgenommenen Mittel. Während die europäischen Berichtsländer 1974, in einem Jahr mit hohen erdölbedingten Leistungsbilanzdefiziten

und angespannten Kreditkonditionen im Inland, Mittel in Höhe von rund \$13 Mrd. am Markt neu aufzunehmen, scheinen sie sich 1975 nur mit etwa \$1,5 Mrd. verschuldet zu haben. Die Erklärung liegt natürlich in den verbesserten Leistungsbilanzpositionen und der Auflockerung der heimischen Kreditbedingungen. Die nichteuropäischen Länder der Zehnergruppe reduzierten ihre Aufnahme von ungefähr \$10 Mrd. 1974 auf weniger als eine halbe Milliarde. Die japanischen Banken verschuldeten sich 1975 mit nur \$2,5 Mrd. und damit sehr viel weniger als im Jahr zuvor (\$7,1 Mrd.). Banken und Nichtbanken in den Vereinigten Staaten zahlten 1975 sogar \$1,8 Mrd. zurück, nachdem sie 1974 ihre Verbindlichkeiten um \$4,7 Mrd. ausgeweitet hatten.

Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)

Monatsende	Europäisches Berichtsgebiet		Übrige Zehner- gruppen- länder	Sonstige ent- wickelte Länder	Ost- europa	Off- shore- Finanz- plätze <sup>2</sup>	Öl- export- länder <sup>3</sup>	Ent- wick- lungs- länder	Nicht aufteil- bar	Insgesamt
	Insgesamt <sup>1</sup>	darunter Nicht- banken <sup>1</sup>								
Milliarden US-Dollar										
<b>Verwendung</b>										
1973 Dez. . . .	49,0	29,5	26,2	14,7	7,4	18,7	14,3		1,7	132,0
1974 Dez. I . . .	61,9	41,0	36,4	20,2	9,8	26,7	3,5	15,7	2,8	177,0
Dez. II . . .	61,5	41,3	36,4	20,4	9,8	26,7	3,5	15,7	3,0	177,0
1975 März . . .	64,3	44,3	35,5	21,7	11,9	29,4	3,8	15,8	3,6	186,0
Juni . . .	63,6	45,0	36,3	24,3	12,6	30,5	4,3	16,8	3,6	192,0
Sept. . . .	62,1	43,2	37,9	23,9	13,5	33,0	4,8	17,5	3,3	196,0
Dez. . . .	63,0	43,6	36,7	25,8	15,6	35,6	5,3	19,5	3,5	205,0
<b>Herkunft</b>										
1973 Dez. . . .	50,8	27,5	19,3	17,7	3,7	12,5	24,6		3,4	132,0
1974 Dez. I . . .	68,5	36,9	20,5	18,4	5,1	17,8	29,1	15,5	2,1	177,0
Dez. II . . .	67,8	36,2	20,6	18,5	5,0	17,8	29,1	15,5	2,7	177,0
1975 März . . .	73,0	37,8	21,3	17,8	4,5	18,2	31,8	16,1	3,3	186,0
Juni . . .	75,7	36,5	21,4	18,3	3,7	21,3	32,5	16,1	3,0	192,0
Sept. . . .	77,3	38,0	23,2	19,4	4,5	20,5	32,3	15,5	3,3	196,0
Dez. . . .	79,5	38,5	23,7	19,9	5,1	21,8	34,6	16,2	4,2	205,0

<sup>1</sup> a) „Verwendung“: Auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Geschäftsbanken im Ausgabeland der betreffenden Währung durch die berichtenden Banken zur Verfügung gestellten Fremdwährungsgelder (z. B. DM-Einlagen bei deutschen Banken); b) „Herkunft“: Auch Einlagen von Währungsbehörden des 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). <sup>2</sup> Auf der Herkunftsseite 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. <sup>3</sup> Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Caimaninseln, Hongkong, Jungferninseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Westindien. <sup>4</sup> Algerien, Bahrain, Brunei, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Trinidad und Tobago, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate.

Die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe beanspruchten zum Teil wegen ihrer anhaltend schwachen Leistungsbilanzsituation auch 1975 den Markt in großem Umfang; ihre gesamte Mittelaufnahme erreichte \$5,4 Mrd. Weitere \$5,8 Mrd. beschafften sich die osteuropäischen Länder, deren Bruttoverbindlichkeiten sich dadurch um nicht weniger als 60% erhöhten. Mit \$3,8 Mrd. erscheint der Betrag, den die Entwicklungsländer unmittelbar am Markt aufnahmen, relativ bescheiden; jedoch ist ein sehr wesentlicher Teil der \$8,9 Mrd., die von den europäischen Berichtsbanken neu im karibischen Raum und in anderen Offshore-Bankzentren angelegt worden sind, ohne Zweifel an Entwicklungsländer weiterverliehen worden. Schließlich nahmen die ölexportierenden Länder selbst neue Euromittel in Höhe von \$1,8 Mrd. auf; allerdings scheint diese Ausweitung teilweise auf die wachsende Rolle Bahains als Offshore-Bankplatz zurückzuführen zu sein.

Auf der Herkunftsseite des Marktes erhöhten sich die Direkteinlagen der öl-exportierenden Länder im vergangenen Jahr um \$5,5 Mrd., verglichen mit einem Zuwachs von über \$20 Mrd. 1974. Einige Länder dieser Gruppe, vor allem Saudi-Arabien und Venezuela, stockten weiterhin ihre Eurowährungseinlagen ziemlich rasch auf; einige andere Länder, so Kuwait, haben anscheinend ihre neu entstandenen Überschüsse außerhalb des Eurogeldmarktes in längerfristigen Formen angelegt; und mehrere Länder innerhalb dieser Gruppe mit einer hohen Importkapazität, namentlich der Iran, Libyen und Algerien, begannen, zur Bezahlung von Einfuhr-gütern auf ihre zuvor angesammelten Euro Guthaben zurückzugreifen.

Das Mittelangebot der Zehnergruppenländer hat sich von ungefähr \$19 Mrd. 1974 auf rund 15 Mrd. 1975 vermindert; werden jedoch die Bewertungsänderungen ausgeschaltet, ist die Differenz zwischen den Ergebnissen der beiden Jahre wahrscheinlich verhältnismäßig klein. Bemerkenswert war allerdings, daß die von Nicht-banken innerhalb des europäischen Berichtsbereichs stammenden neuen Mittel von ungefähr \$9 auf 2 Mrd. sanken. Abgesehen von der größeren Attraktivität der Märkte für langfristiges Kapital scheint diese Entwicklung auch auf die Tatsache zurück-zuführen zu sein, daß die Eurodollareinlagen der Ölgesellschaften im vergangenen Jahr nicht mehr fühlbar stiegen, nachdem sie 1974 sehr stark zugenommen hatten. Andererseits kann der Betrag der von Banken in den berichtenden Ländern neu bereit-gestellten Mittel auf schätzungsweise \$9 Mrd. nach 8 Mrd. 1974 veranschlagt werden, wobei das Ausmaß der Beschleunigung wegen der Bewertungsänderungen nicht voll zum Ausdruck kommt. Die von den übrigen Ländern der Zehnergruppe auf den Markt geflossenen Mittel in Höhe von \$3 Mrd. kamen ausschließlich von Banken in den Vereinigten Staaten, wo die heimische Kreditnachfrage besonders schwach war. Darüber hinaus scheint ein Teil des \$4 Mrd. betragenden Zuwachses der Ver-bindlichkeiten des Marktes gegenüber Offshore-Finanzplätzen darauf zu beruhen, daß aus den Vereinigten Staaten stammende Mittel über den karibischen Raum an die berichtenden europäischen Banken weitergegeben wurden.

Die Einlagen anderer entwickelter Länder wuchsen um rund \$1,5 Mrd., was teilweise darauf zurückzuführen ist, daß der mit der Aufnahme von Eurokrediten in Zusammenhang stehende Zuwachs an amtlichen Währungsreserven wieder auf dem Markt angelegt wurde. Andererseits war der Mittelzufluß von den osteuropäischen Staaten und den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern wegen ihrer schwachen Zahlungsbilanzsituation ziemlich bescheiden.

### **Das gesamte internationale Kreditgeschäft der Banken**

Während in den vorangegangenen Abschnitten die Betonung auf den Fremd-währungskrediten gelegen hat, die durch die Banken in den acht europäischen Be-richtsländern vermittelt wurden, versucht die Tabelle auf Seite 88–89 ein vollständigeres Bild des internationalen Bankgeschäfts zu geben. Sie beinhaltet eine detailliert nach Ländern gegliederte Übersicht der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten sowohl in Landes- wie in Fremdwährung eines viel weiteren Kreises von Banken, der nicht nur Institute in den acht europäischen Berichtsländern, sondern auch solche in den Ver-einigten Staaten, Japan und Kanada sowie in den Offshore-Zentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens tätige Niederlassungen von US-Banken umfaßt.

**Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen)  
der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz  
sowie der US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten<sup>1</sup>**  
Ende Dezember 1975; Millionen US-Dollar

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber		Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber		Verbind- lichkeiten	Forde- rungen
<b>Zehnergruppe</b>				<b>Osteuropa (Forts.)</b>			
Belgien-Luxemburg	HJKU	17 742	22 886	Rumänien		374	880
Deutschland (BR)	HJKU	18 072	21 350	Tschechoslowakei		250	288
Frankreich	HJKU	25 982	23 000	UdSSR	KU	2 854	7 597
Großbritannien	HJKU	64 120	55 282	Ungarn		748	2 194
Italien	HJKU	12 540	16 549	Nicht aufgeteilt	HJKU	688	2 499
Niederlande	HJKU	15 142	11 392	Zusammen		7 069	22 331
Schweden	HJKU	2 477	4 065	<b>Karibischer Raum</b>			
Schweiz	JKU	52 323	10 047	Bahamainseln	JU	11 058	25 450
Japan	HKU	9 108	31 929	Barbados		168	13
Kanada	HJU	9 898	7 104	Bermuda	J	2 590	818
USA	HJK	41 957	30 629	Caimaninseln		3 306	4 284
Zusammen		269 361	234 233	Dominikanische Republik		15	104
<b>Westeuropa ohne Zehnergruppe</b>				Haiti		3	9
Andorra		41	—	Jamaika		117	370
Dänemark	KU	1 275	2 741	Jungferninseln (amerik.)		—	100
Finnland	KU	909	3 068	Jungferninseln (brit.)		81	130
Gibraltar		53	22	Kuba	JU	152	840
Griechenland	JKU	2 829	2 897	Niederländ. Antillen	U	1 286	1 379
Irland	K	1 392	1 421	Panama	JU	4 701	7 035
Island		33	175	Panama Kanalzone		—	9
Jugoslawien	JKU	1 051	1 760	Trinidad und Tobago		413	68
Liechtenstein		210	240	Westindien (brit.)		181	198
Malta		481	4	Westindien (franz.)		24	1
Monako		10	1	Nicht aufgeteilt	HKJ	1 913	3 637
Norwegen	KU	2 552	4 347	Zusammen		26 009	44 455
Österreich	KU	4 758	3 793	<b>Lateinamerika</b>			
Portugal	KU	753	597	Argentinien	JU	2 060	3 186
Spanien	KU	6 967	5 154	Belize		5	1
Türkei	JKU	773	1 013	Bolivien		104	149
Vatikan		105	—	Brasilien	JU	4 061	14 847
Zypern		260	166	Chile	JU	515	786
Nicht aufgeteilt	HJKU	6 669	4 377	Costa Rica		43	184
Zusammen		31 121	31 776	Ecuador	J	163	262
<b>Sonstige entwickelte Länder</b>				El Salvador		46	96
Australien	KU	986	2 641	Guatemala		51	114
Neuseeland	K	166	783	Guyana		71	20
Südafrika	KU	805	4 762	Honduras		124	86
Nicht aufgeteilt	HJK	163	792	Kolumbien	JU	618	1 576
Zusammen		2 120	8 978	Mexiko	JU	3 385	13 465
<b>Osteuropa</b>				Nicaragua		127	223
Albanien		41	86	Paraguay		98	38
Bulgarien		282	1 600	Peru	JU	382	2 302
Deutschland (DDR)		1 324	3 317	Surinam		122	13
Polen		508	3 870	Uruguay	U	353	161
				Venezuela	JU	7 252	2 964
				Nicht aufgeteilt	HJKU	6 021	7 038
				Zusammen		25 601	47 511

Anmerkung: Für die Verbindlichkeiten und Forderungen der Banken in Japan, Kanada, der Schweiz und den USA ist eine vollständige Gliederung nach Staaten nicht verfügbar. Insoweit die Positionen von Banken dieser Länder bei einzelnen Staaten berücksichtigt sind, wird dies in der Tabelle jeweils durch die Buchstaben H (Schweiz), J (Japan), K (Kanada), U (USA) gekennzeichnet. Die Verbindlichkeiten der Banken in den USA enthalten nicht die von den Banken für Gebietstrennung verwahrten US-Schatzwechsel und Zertifikate. <sup>1</sup> Auslandsniederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, den Caimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur.

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen
<b>Naher Osten</b>			<b>Afrika ohne Nahost (Forts.)</b>		
Ölexportländer: J <sup>2</sup>			Sambia J	143	341
a) Länder mit niedriger Importquote: Katar, Kuwait, Saudi- Arabien, Vereinigte Arabische Emirate	24 570	1 163	Senegal	72	109
b) Länder mit hoher Importquote: Bahrain, Irak, Iran, Libyen, Oman	8 606	3 176	Sierra Leone	48	7
Andere Länder:			Somalia	74	3
Ägypten JU	1 521	914	Sudan	141	254
Israel JU	2 496	2 111	Tansania	152	4
Jemen, Arab. Republik	235	5	Togo	56	15
Jemen, Dem. VR	84	—	Tschad	10	6
Jordanien	414	56	Tunesien	286	25
Libanon	2 515	390	Uganda	46	16
Syrien	775	35	Zaire U	356	783
Nicht aufgeteilt <sup>3</sup> HJKU	6 523	1 294	Zentralafrikanische Rep. Nicht aufgeteilt KU	11	9
<b>Zusammen</b>	<b>47 739</b>	<b>9 144</b>	<b>Zusammen</b>	<b>7 020</b>	<b>9 080</b>
			<b>Asien ohne Nahost</b>		
<b>Afrika ohne Nahost</b>			Afghanistan	24	1
Afar- und Issagebiet (franz.)	28	3	Bangladesh	61	13
Algerien J	1 285	1 383	Birma	36	7
Angola	48	21	Brunei	624	30
Äthiopien	229	—	China U	1 002	863
Benin, Dem. VR	24	2	Hongkong JU	4 837	5 910
Botswana/Lesotho	—	32	Indien JU	784	416
Burundi	14	4	Indonesien JU	473	2 478
Elfenbeinküste	232	260	Kambodscha	97	—
Gabun	69	144	Laos	13	—
Ghana	90	10	Malaysia J	694	690
Guinea	6	16	Neue Hebriden	12	73
Kamerun	56	49	Nordkorea	9	155
Kenia J	405	123	Nordvietnam	95	13
Kongo	31	73	Pakistan J	302	126
Liberia J	797	3 663	Papua-Neuguinea	20	—
Madagaskar	60	5	Philippinen JU	1 702	2 010
Malawi	54	41	Sikkim/Bhutan	43	14
Mali	16	2	Singapur HJ	4 725	5 789
Marokko U	537	74	Sri Lanka	24	10
Mauretanien	56	6	Südkorea JU	1 182	3 309
Mauritius	51	1	Südvietnam	89	36
Mozambique, Dem. VR	90	6	Taiwan JU	1 525	2 061
Namibia	—	7	Thailand JU	1 388	1 227
Niger	30	12	Nicht aufgeteilt KU	1 232	1 509
Nigeria J	381	270	<b>Zusammen</b>	<b>20 993</b>	<b>26 740</b>
Obervolta	12	2	Internationale Institutionen U <sup>4</sup>	4 219	517
Rhodesien	41	20	Nicht aufteilbar HJKU	5 885	6 902
Ruanda	27	3	<b>Insgesamt</b>	<b>447 137</b>	<b>441 667</b>
			Nachrichtlich: Ölexportländer HJU	50 612	13 641

<sup>2</sup> Positionen der japanischen Banken nur gegenüber Kuwait, Saudi-Arabien, den Vereinigten Arabischen Emiraten, dem Iran, dem Irak und Libyen. <sup>3</sup> Einschließlich der teilweise geschätzten Positionen von US-Banken gegenüber Nahostländern mit Ausnahme von Ägypten, Israel und Libyen (das in „Afrika ohne Nahost – nicht aufgeteilt“ enthalten ist). <sup>4</sup> Enthält nicht, außer im Falle der niederländischen und britischen Banken und der Niederlassungen von US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten, regionale Institute; diese sind unter „Nicht aufgeteilt“ für den entsprechenden Bereich erlaubt. Die Positionen gegenüber der BIZ sind bei der Schweiz enthalten, außer für die US-Banken, die sie unter „Nicht aufgeteilt“ für „Westeuropa ohne Zehnergruppe“ meiden.

Diese Zahlen sind leider nur für einen einzigen Zeitpunkt, nämlich Ende 1975, verfügbar. Es ist daher nicht möglich, die Veränderungen für 1975 anzugeben, außer aufgrund von sehr groben Schätzungen. Selbst hinsichtlich der gesamten ausstehenden Beträge umfassen die Zahlen nicht alle internationalen Bankpositionen, beispielsweise nicht die Forderungen und Verbindlichkeiten der in den Offshore-Bankzentren des karibischen Raums und des Fernen Ostens tätigen Nicht-US-Banken. Ferner ist die für die berichtenden Banken in Japan, Kanada, der Schweiz und den USA verfügbare geographische Aufgliederung unvollständig. Schließlich sollten die Angaben über die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den einzelnen Ländern mit Vorsicht interpretiert werden. Die Auslandsschuld eines Landes ist wahrscheinlich größer, da sie auch Schulden gegenüber Nichtbanken oder gegenüber Banken, die nicht in der Tabelle enthalten sind, einschließen dürfte. Zudem ist es nicht möglich, anzugeben, wer die einzelnen Kreditnehmer sind; bei diesen kann es sich auch um die örtlichen Tochtergesellschaften der ausleihenden Banken selbst handeln. Trotz dieser Einschränkungen vermittelt die Tabelle eine gewisse Vorstellung von der Rolle der einzelnen Länder oder Ländergruppen als Bezieher von internationalen Bankkrediten oder als Geldgeber.

Die vielleicht interessantesten Einblicke bietet die Tabelle hinsichtlich der internationalen Bankausleihungen an nichtölproduzierende Entwicklungsländer. Nach einer schätzungsweisen Aufteilung der nicht aufgegliederten Beträge in den einzelnen Unterkategorien und am Tabellenende scheint es, daß sich die gesamten ausstehenden Bruttoforderungen gegenüber den Entwicklungsländern Ende 1975 auf rund \$63 Mrd. beliefen. Der Anstieg während des Jahres dürfte bei ungefähr \$17 Mrd. gelegen haben, von denen — wie erwähnt — kaum \$4 Mrd. als Eurogelder direkt von Banken im europäischen Berichtsraum und gut \$5 Mrd. von Kreditinstituten in den Vereinigten Staaten kamen. Auf die lateinamerikanischen Länder (ohne die Erdölexporture) entfielen ungefähr zwei Drittel der ausstehenden Summe und wahrscheinlich auch des Anstiegs während des Jahres 1975. Zwei Länder dieser Gruppe, nämlich Brasilien und Mexiko, haben ausländische Bankkredite in besonders starkem Umfang in Anspruch genommen; auf sie entfielen 45% der Bruttoforderungen der berichtenden Banken an Entwicklungsländer. Andere wichtige Kreditnehmer in Lateinamerika waren Argentinien, Peru und Kolumbien. Außerhalb Lateinamerikas waren vor allen Dingen Südkorea, Israel, Taiwan und die Philippinen die wichtigsten Schuldner. Andererseits scheinen Indien, Pakistan und die meisten afrikanischen Länder von den berichtenden Banken nur verhältnismäßig geringe Beträge erhalten zu haben.

Die Tabelle zeigt auch, daß die Entwicklungsländer nicht nur Kreditnehmer, sondern auch wichtige Geldgeber sind; nach einer Zunahme um etwa \$3 Mrd. 1975 erreichten ihre Guthaben bei den berichtenden Banken am Jahresende rund \$40 Mrd.; allerdings dürfte reichlich die Hälfte dieses Betrags auf zentrale Währungsreserven entfallen, die bei Banken des Euromarktes und in den Vereinigten Staaten gehalten werden. Bei Saldierung der Forderungen und Verbindlichkeiten war daher die Schuldnerposition der Entwicklungsländer viel bescheidener.

Tatsächlich fungierten sogar die nichtölexportierenden Nahostländer per saldo sämtlich als Anbieter von Mitteln, wobei eine Rolle gespielt haben mag, daß sie —

mit der offensichtlichen Ausnahme Israels — indirekt von den Ölpreiserhöhungen profitiert haben. Ähnlich liegen die Dinge bei einigen Staaten der Position „Asien ohne Nahost“, die brutto hohe Beträge am Markt aufgenommen haben, deren Nettoverbindlichkeiten aber ziemlich klein waren; einige Länder, darunter Indien und Thailand, verzeichneten sogar Nettoforderungen gegenüber den berichtenden Banken. Andererseits ist die Verschuldung der lateinamerikanischen Staaten auch dann noch sehr beträchtlich, wenn man die Forderungen gegenüber ausländischen Banken abzieht.

Die Größe der Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber den Ländern der Zehnergruppe, die sich allein auf bedeutend mehr als die Hälfte der gesamten Bruttoauslandspositionen belaufen, reflektiert den Umfang der Interbankpositionen innerhalb dieses Bereichs und damit auch das Ausmaß der Doppelzählungen. Aussagekräftiger als die Bruttogrößen sind die Nettopositionen — Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten — der berichtenden Banken gegenüber den einzelnen Ländern innerhalb dieser Gruppe. Am auffälligsten sind ohne Zweifel die Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber der Schweiz, die sich auf \$42,3 Mrd. belaufen — ein Hinweis auf die führende Rolle, die die Schweizer Banken auf der Versorgungsseite des internationalen Bankgeschäfts spielen. Damit ist natürlich keineswegs gesagt, daß alle diese Gelder aus der Schweiz selbst stammen; sie können, abgesehen von Gebietsansässigen in der Schweiz, ihren eigentlichen Ursprung auch bei Nichtbanken und nichtberichtenden Banken außerhalb der Schweiz gehabt haben.

Der zweitgrößte Nettobetrag innerhalb der Zehnergruppe waren die Nettoforderungen der Banken gegenüber Japan in Höhe von \$22,8 Mrd. Dies war hauptsächlich auf die umfangreiche Kreditaufnahme japanischer Banken am Euromarkt und in den Vereinigten Staaten zurückzuführen, die größtenteils der Finanzierung des japanischen Außenhandels dient. Angesichts der erheblichen Nettoauslandsforderungen der deutschen Banken mag es überraschen, daß die berichtenden Banken Nettoforderungen gegenüber Deutschland in Höhe von \$3,3 Mrd. meldeten. Für diese Entwicklung scheint vor allem die hohe Nettoverschuldung des deutschen Nichtbankensektors am Euromarkt verantwortlich gewesen zu sein.

Die Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber den europäischen Ländern außerhalb der Zehnergruppe hielten sich im ganzen gesehen ungefähr die Waage. Jedoch waren die Positionen nach ihrer Struktur und ihrer Verteilung auf die einzelnen Länder sehr unterschiedlich. Auf der Verwendungsseite scheint der größte Teil dieser Positionen aus Direktforderungen an den Nichtbankensektor in den betreffenden Ländern zu bestehen, während bei den Verbindlichkeiten die Mittel meistens von Banken einschließlich der Währungsbehörden stammen. Tatsächlich sehen mehrere Länder dieser Gruppe im Euromarkt nicht nur eine Quelle zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten oder zur Deckung von Finanzierungsbedürfnissen des öffentlichen Sektors, sondern auch ein Ventil zur Anlage ihrer Währungsreserven und flüssigen Mittel. Natürlich ist ein wesentlicher Teil der Reserven dieser Länder auch bei Banken in den Vereinigten Staaten angelegt. Die größten Nettoschuldner waren Finnland, Norwegen und Dänemark, während Spanien und Österreich, trotz ihrer großen Bruttoverschuldung, per saldo Mittel zur Verfügung gestellt haben.

Die „sonstigen entwickelten Länder“ und „Osteuropa“ waren alle per saldo Empfänger von internationalen Bankkrediten. Von den Bruttoverbindlichkeiten der osteuropäischen Länder in Höhe von \$22,3 Mrd. scheinen rund \$8–9 Mrd. allein 1975 aufgenommen worden zu sein, und in einigen dieser Staaten erreichte das Verhältnis zwischen Verbindlichkeiten und Exporten an nichtkommunistische Länder einen recht hohen Stand.

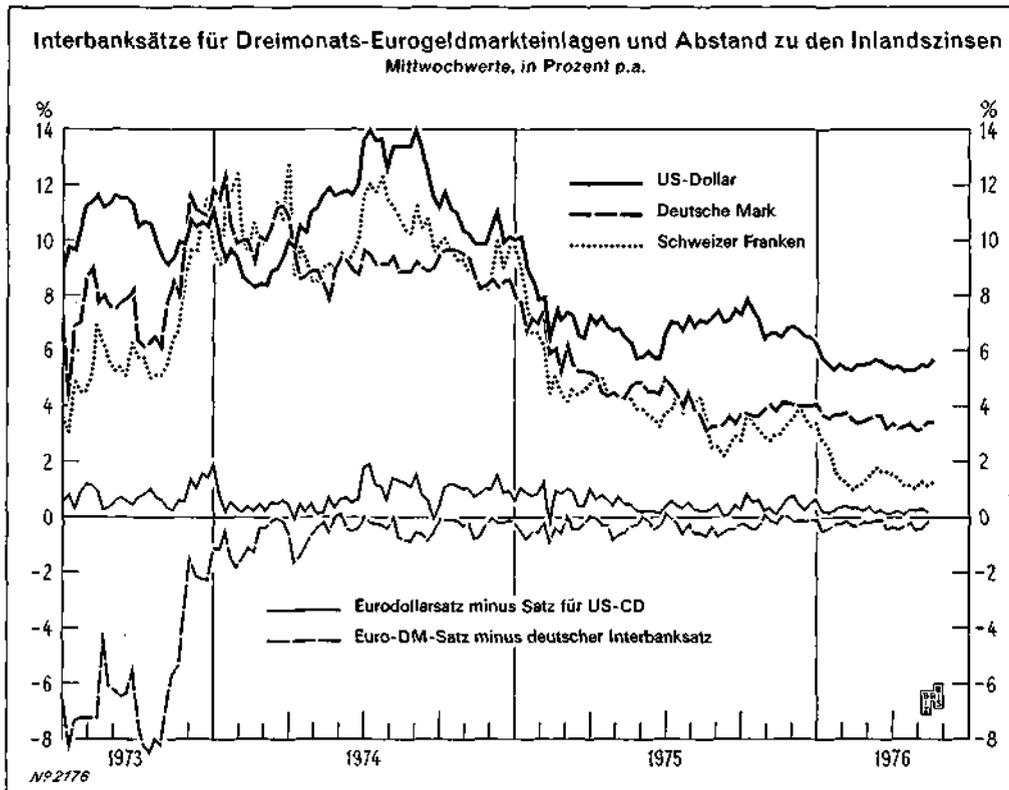
Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Offshore-Bankzentren im karibischen Raum und gegenüber Singapur, Honkong, dem Libanon und Liberia summierten sich auf rund \$60 Mrd., während die Verbindlichkeiten fast \$40 Mrd. betragen. Der sich ergebende Nettobetrag von \$20 Mrd. beleuchtet vor allem die Rolle dieser Zentren als Sammelstellen für Mittel von Banken in den Vereinigten Staaten, Kanada und den europäischen Ländern der Zehnergruppe und als Nettokreditgeber für die Entwicklungsländer und verschiedene andere Staaten. Die drei Ausnahmen von dieser Regel sind die Bermudas, Liberia und der Libanon. Der Betrag von \$2,6 Mrd., den die Berichtsbanken von den Bermudas erhielten, stammt vor allem von dort ansässigen Unternehmen des Nichtbankensektors; die gemeldeten Forderungen gegenüber Liberia in Höhe von \$3,7 Mrd. bestehen hauptsächlich aus Darlehen an Reedereien, die dort domiziliert sind. Die Rolle des Libanons bestand vor allem darin, Mittel von den nächstlichen Ölländern zu den Banken in den Ländern der Zehnergruppe zu schleusen.

Die Einlagen der erdölexportierenden Länder bei den berichtenden Banken erreichten, nachdem sie 1975 um schätzungsweise \$8–9 Mrd. gestiegen waren, einen Betrag von über \$50 Mrd., während sich die Bruttoschuld dieser Länder auf kaum \$14 Mrd. belief. Der einzige größere Nettokreditnehmer innerhalb dieser Gruppe war Indonesien, mit Nettoverbindlichkeiten von rund \$2 Mrd.

### Zinssätze

Mit der Lockerung der monetären Bedingungen auf den einzelnen Binnenmärkten und mit der Wiederherstellung des Vertrauens gingen die Zinssätze für Euroeinlagen 1975 von dem sehr hohen Stand zurück, den sie in den beiden Vorjahren erreicht hatten.

Die Abschwächung der Eurodollarsätze, die im Spätsommer 1974 gleichzeitig mit der Lockerung der monetären Beschränkungen in den USA eingesetzt hatte, verstärkte sich zu Beginn des Jahres 1975, als man auf den Märkten erkannte, daß die Rezession ausgeprägter war als erwartet. Der Interbanksatz für Dreimonats-einlagen, der sich in den letzten Monaten von 1974 bei rund 10% stabilisiert hatte, glitt neuerlich ab und stand Anfang Februar unter 7%. Trotz einiger Aufwärtsbewegungen in der Folgezeit hielt der rückläufige Trend an, und Anfang Juni lag der Dreimonatssatz bei rund 5¾%, dem niedrigsten Stand seit 1972 und rund 8 Prozentpunkte unter seinem historischen Höchstwert vom Juli 1974. Bis dahin hatte sich auch die letzte der Wolken verzogen, die nach dem Sturm von Mitte 1974 noch über dem Markt gehangen hatten: der Zinszuschlag, den die am Euromarkt tätigen Banken zur Rendite von Depositenzertifikaten in den USA zu zahlen hatten und der sich zu Jahresbeginn noch um rund 1% bewegte, war bis auf unter ½% zurückgegangen, und die Zinsstaffelung war fast verschwunden.

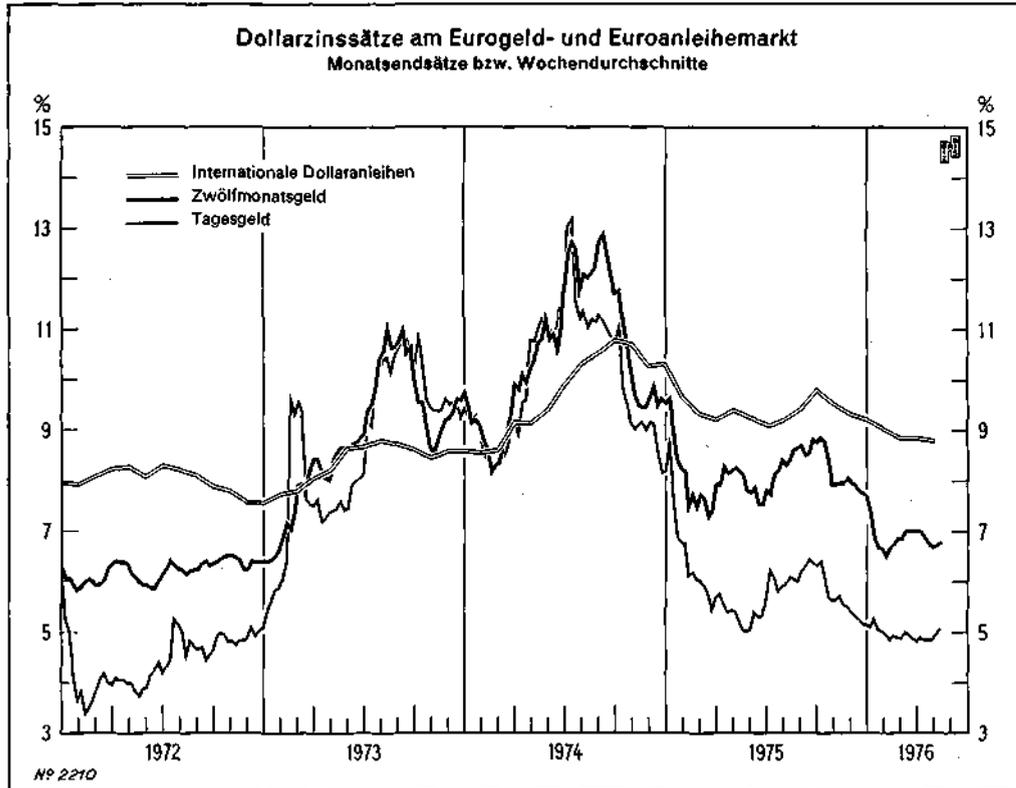


Zu Sommerbeginn setzte jedoch wieder eine Festigung der Eurodollarsätze ein, die in Einklang mit der Situation in den Vereinigten Staaten stand. Der Dreimonatssatz stieg bis auf  $8\frac{1}{4}\%$  Anfang Oktober, ehe er im November erneut auf rund  $6\frac{1}{2}\%$  nachgab. Anfang Dezember sank der Satz weiter, und nachdem er gegen Ende Januar ein Tief von  $5\frac{1}{4}\%$  erreicht hatte, schwankte er in den folgenden drei Monaten um ein Niveau von  $5\frac{3}{8}\%$ . Als sich jedoch im Mai die Zinssätze in den USA festigten, begann er wieder anzuziehen, und am Monatsende lag er bei  $6\frac{1}{2}\%$ .

Obwohl die Sätze für Euro-DM und Euroschweizerfranken der Abwärtsbewegung der Eurodollarzinsen folgten, fluktuieren sie infolge der ruhigeren Situation auf den Devisenmärkten weniger als in den Jahren davor. Bei den besonders großen Binnenliquiditätsüberschüssen in der Schweiz und der anhaltenden Festigkeit des Frankens auf den Devisenmärkten gingen die Zinssätze für Euroschweizerfranken am stärksten zurück, und zwar auf  $1\frac{1}{2}\%$  in den ersten Monaten von 1976 nach  $11\%$  zwei Jahre vorher. Die Sätze für Euro-DM folgten fast genau den Interbanksätzen des deutschen Binnenmarktes. Das durch Stabilität und Entspannung gekennzeichnete Klima traf nicht immer auf den Markt für französische Eurofranken zu, auf dem sogar die Zwölfmonatssätze in den ersten Monaten 1976 wegen der spekulativen Attacken gegen diese Währung ab und zu zweistellige Ziffern aufwiesen.

Die Rückkehr zu einem normaleren Verhältnis zwischen lang- und kurzfristigen Sätzen auf den Inlandsmärkten wirkte sich auch bei den Renditekurven für Eurowährungseinlagen aus. Während 1973 und 1974 die Sätze für Eurodollar-Tagesgeld

die Renditen für zwölfmonatige Einlagen zeitweise übertroffen hatten, lagen im April 1975 die Zwölfmonatssätze um  $2\frac{1}{8}$  Prozentpunkte über den Tagesgeldsätzen, und ein Jahr später betrug der Abstand immer noch rund  $1\frac{3}{4}$  Prozentpunkte.



### Die internationalen Anleihemärkte

Ebenso wie der Euroanleihemarkt zuvor in stärkerem Maße als die meisten Binnenkapitalmärkte durch hohe Inflation und steigende Zinssätze beeinträchtigt worden war, fiel auch seine Wiederbelebung im Jahr 1975 um so augenfälliger aus. Das gesamte Emissionsvolumen stieg von \$4,5 Mrd. 1974 auf 10,4 Mrd. — \$3,5 Mrd. über den bisherigen Spitzenwert von 1972. Wie sehr sich die Marktstimmung besserte, zeigte äußerst eindrucksvoll die Erholung bei den öffentlichen Plazierungen, die sich von \$1,6 Mrd. 1974 auf 6,9 Mrd. erhöhten; die nichtöffentlichen Begebungen stiegen um weniger als 20% an.

Die Emission von konventionellen Auslandsanleihen, die sich in den Jahren 1973 und 1974 besser entwickelt hatten als Euroanleihen, nahm 1975 von \$7,8 Mrd. auf 11,8 Mrd. zu. Diese Zahlen weisen jedoch die tatsächliche Expansion etwas zu niedrig aus, da in der Summe für 1974 ein Betrag von \$2,1 Mrd. für nichtöffentliche Plazierungen der Weltbank in ölexportierenden Ländern enthalten ist, während 1975 kaum derartige Unterbringungen erfolgten. Die günstige Marktverfassung zeigt sich auch hier deutlicher im Umfang der öffentlich begebenen Anleihen, der von \$2,5 Mrd. 1974 auf 7,3 Mrd. angestiegen ist. Mehr als 85% aller Auslands-

anleihen wurden in den Märkten von nur zwei Ländern untergebracht: jenem der USA, der eine Steigerung der Emissionen um fast 90% auf \$6,7 Mrd. erlebte, und dem der Schweiz, der eine Zunahme um 240% auf \$3,4 Mrd. aufwies; hier waren diese Abflüsse aus Zahlungsbilanzgründen recht willkommen. In der Bundesrepublik Deutschland betragen die Auslandsemissionen nur \$0,6 Mrd., was auf die zeitweilige Anspannung des Kapitalmarktes im Zusammenhang mit der Finanzierung des beträchtlichen antizyklischen Defizits der öffentlichen Hand und die dadurch bedingte vorübergehende Sperrung des Marktes für ausländische Emissionen zurückzuführen war.

Internationale Anleihen<sup>1</sup>

Anleihe-schuldner	Jahr	Euroanleihen				Auslandsanleihen			
		Ins-gesamt	davon:			Ins-gesamt	davon:		
			US-Dollar	Deutsche Mark	nicht-öffentlich		In den USA	In der Schweiz	nicht-öffentlich
Millionen US-Dollar									
Westeuropa . . . . .	1973	2 080	1 120	560	500	960	50	730	490
	1974	1 460	460	380	810	1 490	370	860	1 200
	1975	4 680	1 360	1 850	1 490	2 980	890	1 820	1 360
Kanada . . . . .	1973	200	30	170	—	1 010	930	80	270
	1974	440	380	—	350	1 960	1 930	30	800
	1975	1 220	680	—	320	3 360	3 090	280	810
USA . . . . .	1973	820	710	50	130	500	—	400	110
	1974	110	100	—	10	80	—	80	30
	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
Sonstige entwickelte Länder <sup>2</sup>	1973	170	30	140	10	40	—	30	30
	1974	330	220	120	10	150	30	120	130
	1975	2 220	1 340	700	610	1 000	370	600	650
Übrige Länder <sup>3</sup> . . . . .	1973	440	350	70	240	750	510	30	200
	1974	140	120	—	10	740	650	20	460
	1975	510	230	120	180	480	460	20	240
Internationale Institutionen . . . . .	1973	890	650	20	540	2 050	—	270	1 240
	1974	2 040	1 800	150	1 770	3 370	610	80	2 640
	1975	1 410	1 050	300	810	3 860	1 930	610	1 340
Insgesamt begebene Anleihen . . . . .	1973	4 600	2 890	1 000	1 420	5 310	1 490	1 540	2 340
	1974	4 520	3 080	650	2 960	7 790	3 590	990	5 260
	1975	10 350	4 680	2 970	3 490	11 820	6 740	3 370	4 520

<sup>1</sup> Nach Angaben von Weltbank und OECD.      <sup>2</sup> Australien, Japan, Neuseeland, Südafrika.      <sup>3</sup> Einschließlich der osteuropäischen Länder.

Der wichtigste Einzelfaktor für die rasche Erholung der internationalen Kapitalmärkte war der ausgeprägte konjunkturbedingte Rückgang der kurzfristigen Zinssätze von den vorher erreichten historischen Höchstwerten. Gleichzeitig überwinden die Investoren ihren Pessimismus bezüglich des längerfristigen Verlaufs der Inflation nur zögernd, und die langfristigen Sätze schwächten sich nur allmählich ab. Das Ergebnis dieser beiden Entwicklungen war ein dramatischer Umschwung des Renditegefälles; während der Satz für dreimonatige Eurodollareinlagen 1974 zeitweilig um mehr als 3 Prozentpunkte über jenem für Eurodollaranleihen gelegen hatte, rentierten Eurodollareinlagen 1975 meist um 3 Prozentpunkte schlechter als

Euroanleihen. Diese ausgeprägte Verlagerung der Anreize förderte die Anleihemärkte in zweifacher Hinsicht: erstens brachte sie von Nichtbanken einen Zufluß an Mitteln jener Art, die im Vorjahr am Eurogeldmarkt angelegt worden waren; zweitens, und dies gilt besonders für den Euroanleihemarkt, löste sie eine Wiederbelebung der kränkelnden Sekundärmärkte aus, an denen die Händler ihre Anleihebestände wieder zu Zinssätzen finanzieren konnten, die niedriger waren als die auf diesen Papieren anwachsenden Zinsen.

Andererseits äußerte sich die Angst vor einem erneuten Aufleben der Inflation in einer höheren Anzahl von Emissionen mit flexiblem Zinssatz und einer deutlichen Bevorzugung kurzfristiger Papiere. Gegenüber früheren Jahren, in denen die Anleihen zumeist Laufzeiten von 10–15 Jahren aufgewiesen hatten, verlagerte sich die Nachfrage 1975 hauptsächlich auf Papiere mit Fälligkeiten von 3–7 Jahren; längerlaufende Anleihen konnten nur zu höheren Kosten untergebracht werden, und Laufzeiten von mehr als 10 Jahren waren ausgesprochen selten. Diese zögernde Haltung der Investoren gegenüber langfristigen Anlagen ging ferner mit einer strengeren Beurteilung der Kreditwürdigkeit der Schuldner einher, wie die beträchtlichen Zinszuschläge für Anleihen nicht erstklassiger Adressen und der große Anteil der Anleihen erstklassiger Adressen aus Industrieländern erkennen ließen.

Der Gesamtbetrag der von öffentlichen Stellen und Privaten in entwickelten Ländern durch Euroanleihen und konventionelle Auslandsanleihen aufgenommenen Mittel stieg von \$6,0 Mrd. 1974 auf 15,9 Mrd., während die Beanspruchung des Marktes durch andere Länder und internationale Institutionen unverändert \$6,3 Mrd. betrug.

Die Emissionen westeuropäischer Länder nahmen um 160% auf \$7,7 Mrd. zu; hiervon wurden \$4,7 Mrd. am Euromarkt und \$1,8 Mrd. in der Schweiz begeben. Die Plazierungen in den USA erreichten nur \$0,9 Mrd., wobei sich die Bestimmungen der Börsenaufsichtskommission und die geringe Vertrautheit der amerikanischen Anleger mit ausländischen Kreditnehmern nach wie vor als Hindernis erwiesen. Die größten Emittenten innerhalb dieser Ländergruppe waren Frankreich (\$1,9 Mrd.), Schweden (\$1 Mrd.), Norwegen (\$0,9 Mrd.), Österreich (\$0,9 Mrd.) und Großbritannien (\$0,7 Mrd.).

Die internationalen Emissionen von öffentlichen und privaten kanadischen Körperschaften erreichten \$4,6 Mrd. — wesentlich mehr als je zuvor. Diese massive Beanspruchung der internationalen Kapitalmärkte, die auf die starke Zunahme des Leistungsbilanzdefizits Kanadas im Jahr 1975 sowie den Finanzierungsbedarf für ausgedehnte Projekte in den kanadischen Provinzen zurückzuführen ist, wurde durch die relativ hohen Zinssätze in Kanada sowie den teilweisen Wegfall der kanadischen Quellensteuer für Zinszahlungen an Ausländer begünstigt. Der Großteil der Mittel stammte wie gewöhnlich aus den USA, aber erstmals erreichten die kanadischen Emissionen auch am Euroanleihemarkt mit \$1,2 Mrd. einen großen Umfang.

Emittenten aus den USA waren an den internationalen Anleihen 1975 wiederum nur wenig beteiligt, nachdem sie ihre Marktbeanspruchung 1974 infolge des Abbaus der zahlungsbilanzbezogenen Einschränkungsmaßnahmen der USA stark verringert hatten. Demgegenüber stiegen die Plazierungen der anderen entwickelten Länder von \$0,5 auf 3,2 Mrd., wovon allein auf Japan \$1,6 Mrd. entfielen.

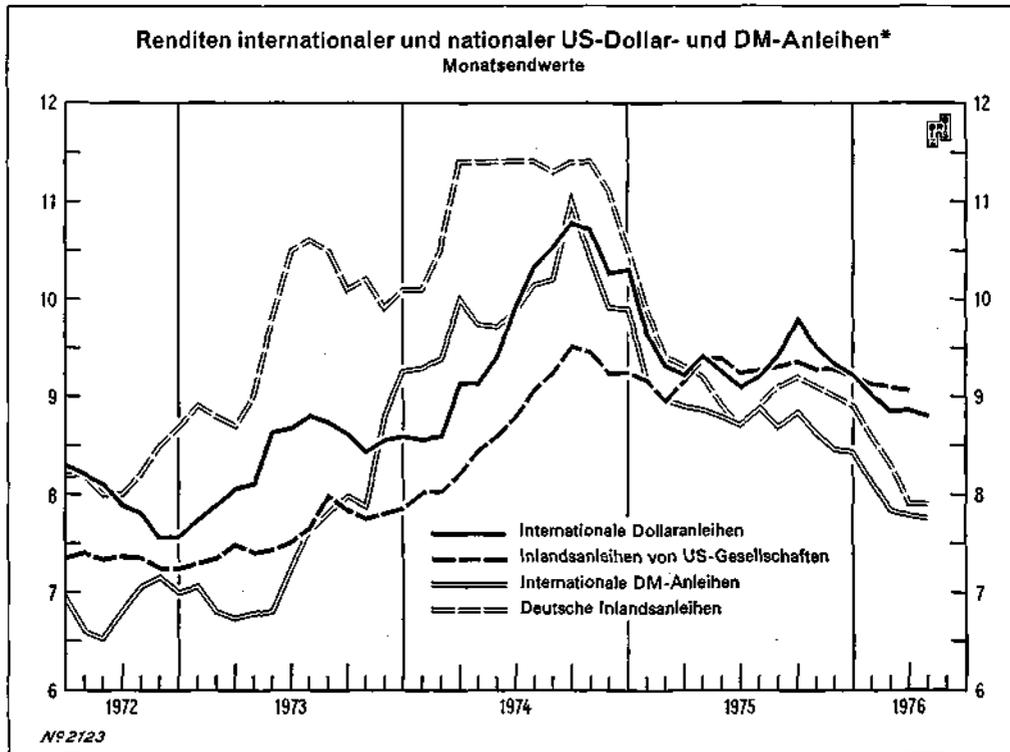
Die übrigen Länder begaben Anleihen für \$1,0 Mrd., von denen \$0,8 Mrd., etwas weniger als 1974, an Entwicklungsländer gingen. Die im Jahr 1974 von Entwicklungsländern aufgenommenen \$0,9 Mrd. hatten jedoch israelische Anleihen für \$0,6 Mrd. enthalten, während dieses Land 1975 nur noch \$0,2 Mrd. plazierte. Die Anleihen internationaler Institutionen hielten mit \$5,3 Mrd. etwa den Vorjahresstand; die hauptsächlich Kredite an Entwicklungsländer gewährenden Institutionen nahmen hiervon \$3,6 Mrd. auf.

Die Anteile der verschiedenen Währungen am Euroanleihemarkt wurden 1975 weitgehend durch Wechselkursüberlegungen bestimmt. Der US-Dollar hielt seine führende Stellung mit einem — gegenüber dem Vorjahr allerdings stark verringerten — Anteil von 47% des gesamten Emissionsvolumens. Im ersten Halbjahr lagen sogar die DM-Emissionen mit einem Anteil von 42% an der Spitze. Im Juli wurde die Beteiligung von Banken in Deutschland an DM-Anleihen ausländischer Emittenten aus binnenwirtschaftlichen Gründen suspendiert. Das dadurch bedingte Ausbleiben von Euro-DM-Anleihen drückte auf die gesamte Emissionstätigkeit, doch wurde dies teilweise kompensiert durch eine Erholung der US-Dollar-Komponente des Marktes nach dem Erstarren des Dollars auf dem Devisenmarkt sowie durch die Zunahme des Anteils des kanadischen Dollars, der durch einen Renditenanstieg und Wechselkurs-erwartungen verursacht war. Nach Beendigung des Stopps stieg der Anteil der Euro-DM-Anleihen am Gesamtvolumen gegen Jahresende wieder an, blieb jedoch beträchtlich unter den im ersten Halbjahr 1975 erzielten Werten. Auf andere Teile des Marktes, wie etwa Gulden und Rechnungseinheiten, entfielen besonders in der ersten Jahreshälfte ansehnliche Beträge; die Zinsen für die letztgenannten — auf einem Bündel von Währungen basierenden — Anleihen verringerten sich aber etwas, als sich der Dollar zu erholen begann. Abschließend sollte auch erwähnt werden, daß der französische Franken infolge seiner festen Haltung während des Großteils von 1975 auf den Devisenmärkten erneut als Anleihewährung in Erscheinung trat.

Anfang 1976 wurden die internationalen Anleihemärkte zusätzlich belebt durch die weitere Abschwächung der Inflationstendenzen, die damit verbundenen Erwartungen weiter steigender Anleihekurse und die erneute Ausweitung des Zinsabstandes zwischen lang- und kurzfristigen Sätzen. In dem Viermonatszeitraum bis April übertrafen die gesamten Plazierungen auf dem Euroanleihemarkt und den Auslandsanleihemärkten \$11 Mrd. und waren, auf Jahresrate hochgerechnet, 50% höher als 1975. Der Großteil der neuen Emissionen konzentrierte sich noch stärker als 1975 auf OECD-Länder und internationale Institutionen, wobei allein die kanadischen Emittenten \$3,8 Mrd. aufnahmen. Weitere Beträge in Höhe von \$1 Mrd. wurden von den Europäischen Gemeinschaften für Kreditgewährungen an Italien und Irland begeben.

Der Anteil der auf Dollar lautenden Emissionen war auf dem Euroanleihemarkt mit 61% beträchtlich höher als 1975, wobei die Nachfrage nach diesen Anleihen von der ausgeprägten Schwäche mehrerer wichtiger europäischer Währungen auf den Devisenmärkten profitierte. Die Emissionen in Deutschen Mark und kanadischen Dollar beliefen sich auf 21 bzw. 12% des Gesamtvolumens.

Nachdem die Renditen für Eurodollaranleihen von 7¼% Anfang 1973 auf eine Spitze von 10¼% im Sommer 1974 angestiegen waren, schwächten sie sich auf rund 9% im Juni 1975 ab — in Anbetracht der schweren Rezession noch immer



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

ein recht hohes Niveau. In den darauffolgenden Monaten zogen diese Sätze parallel zum vorübergehenden Anstieg der kurzfristigen Dollarzinsen an, begannen jedoch im Oktober wieder nachzugeben und standen im April 1976 bei gut  $8\frac{3}{4}\%$ . Der Rückgang der Renditen für Eurodollaranleihen steht im Gegensatz zu der fast stabilen Entwicklung vergleichbarer Zinssätze auf den Binnenmärkten in den USA; somit sanken erstmals die Renditen für Eurodollaranleihen — als verzögerte Reaktion auf die Beseitigung der zahlungsbilanzorientierten Restriktionsmaßnahmen — leicht unter die Anleiherenditen auf dem US-Inlandmarkt. Da die Anleger die Aussichten auf Preisstabilität in Deutschland recht optimistisch beurteilten, gaben die Renditen für Euro-DM-Anleihen stärker nach als die für Eurodollaranleihen; und ihre Abwärtsbewegung wäre wahrscheinlich noch deutlicher ausgefallen, wenn 1974 und 1975 die in Deutschland geltenden Maßnahmen zur Abwehr unerwünschter Kapitalzuflüsse nicht schrittweise gelockert worden wären. Als Folge dieser Änderung der Bestimmungen verringerte sich der Abschlag der Renditen von Euro-DM-Anleihen gegenüber DM-Inlandsanleihen 1975 auf rund  $\frac{3}{8}$  Prozentpunkte, nachdem er Mitte 1973 mehr als 3 Prozentpunkte betragen hatte.

## VII. DIE INTERNATIONALE WÄHRUNGSBLAGE

Dieses Kapitel behandelt die wesentlichen Ereignisse der internationalen Währungszone in den letzten anderthalb Jahren. Im ersten Abschnitt wird auf die Entwicklung der Wechselkurse der wichtigsten Währungen, insbesondere auf die Erholung des Dollars und die Störungen auf den europäischen Devisenmärkten in den Monaten Januar–März 1976, eingegangen. Darüber hinaus werden die flexiblen Wechselkurse in einem längerfristigen Zusammenhang, als ihn die letzten anderthalb Jahre bieten, betrachtet; dabei wird im Falle von sieben bedeutenden Ländern versucht, abzuschätzen, inwieweit flexible Wechselkurse zu einem besseren Zahlungsbilanzgleichgewicht beigetragen und inwieweit die Wechselkursrends mit den ökonomischen Grundtendenzen übereingestimmt haben. Im zweiten Abschnitt wird die Entwicklung der Weltwährungsreserven dargestellt, deren Wachstum sich 1975 vor allem wegen der verminderten Leistungsbilanzüberschüsse der OPEC-Länder abgeschwächt hat; dabei wird auch die Frage gestellt, ob die gegenwärtige Ausstattung mit internationaler Liquidität angemessen ist. Drittens wird für das vergangene Jahr eine Bilanz der Goldproduktion und der — vor allem durch den Rückgang der Goldnachfrage für Anlagezwecke sowie des Goldpreises gekennzeichneten — Entwicklung auf den Goldmärkten gezogen. Schließlich werden die in Washington und auf Jamaika gefaßten Entscheidungen des vom Gouverneursrat des Internationalen Währungsfonds eingesetzten Interimsausschusses zusammenfassend dargestellt und ihre Bedeutung für die Arbeitsweise des Währungssystems analysiert.

### Entwicklung der Wechselkurse

Die Wechselkursentwicklungen der wichtigsten Währungen im Jahr 1975 und in den ersten Monaten von 1976 vermitteln ein komplexes Bild. Positiv zu vermerken ist, daß sich der US-Dollar sowohl insgesamt gesehen als auch gegenüber dem europäischen Währungsverbund im letzten Sommer erholte und sich dann in fester Verfassung präsentierte. Dies war nicht nur für den Dollar selbst, sondern auch im Hinblick auf die generelle Wechselkursstabilität höchst willkommen. Negativ schlug dagegen zu Buche, daß die Mitte Januar 1976 einsetzenden Devisenmarktstörungen das Auseinanderstreben wichtiger Währungen, das sich seit dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse gezeigt hat, noch akzentuierten. Die Lira und das Pfund Sterling sind beide im laufenden Jahr außerordentlich stark gesunken, während der französische Franken, der Mitte 1975 wieder in den europäischen Wechselkursverbund zurückgekehrt war, diesen im März abermals verließ. Parallel dazu haben die härteren europäischen Währungen, vor allem der Schweizer Franken, eine weitere Aufwertung erfahren.

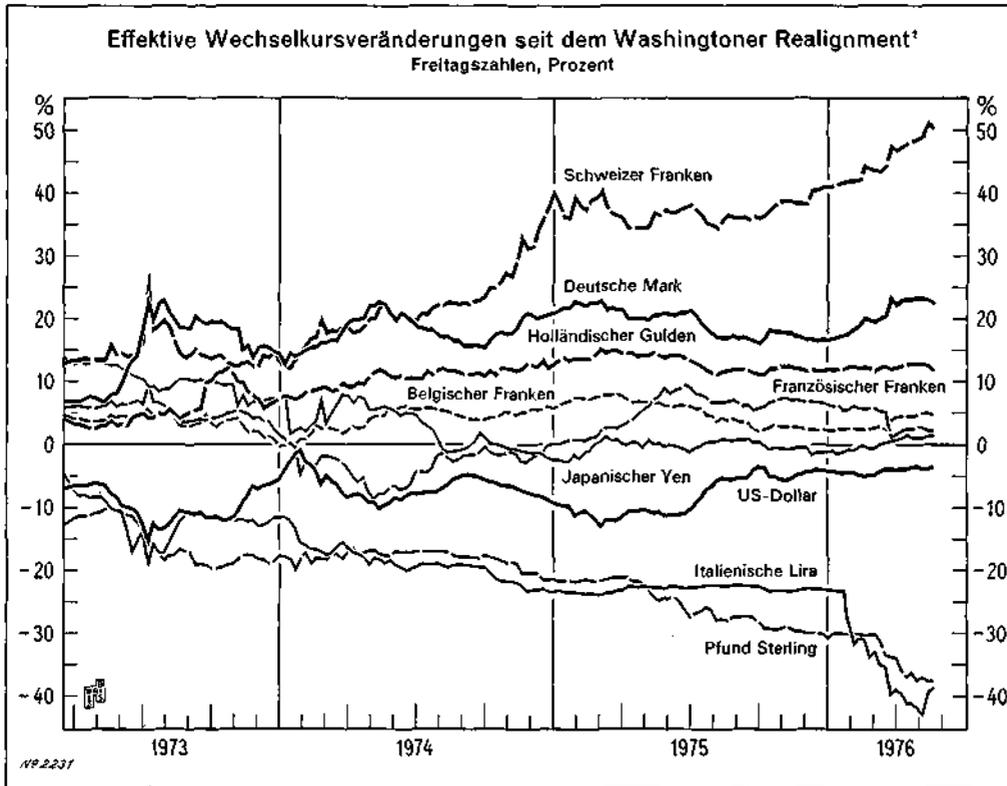
*Bewegungen der effektiven Wechselkurse 1975–1976.* Ende 1974 lag der US-Dollar auf handelsgewichteter Basis um ungefähr  $9\frac{1}{2}\%$  unter dem im Washingtoner Realignment festgesetzten Leitkurs, nachdem er seit Ende August 1974 um rund  $4\frac{1}{2}\%$  gesunken war.

Trotz der vorhandenen Anzeichen einer beginnenden Verbesserung der Leistungsbilanz hielt der Abwärtstrend bis Ende Februar 1975 an; zu diesem Zeitpunkt erreichte die Abwertung 13% und damit fast den Tiefpunkt vom Juli 1973. Die Behörden in den USA, Deutschland und der Schweiz einigten sich daraufhin in einer formlosen Übereinkunft, der Talfahrt des Dollars durch aufeinander abgestimmte Marktinterventionen entgegenzuwirken. Fast unmittelbar darauf begann der Dollar zu steigen, und zur Jahresmitte, als der Markt schließlich von der stärkeren Leistungsbilanzverfassung der USA Notiz nahm und gleichzeitig der geldpolitische Kurs in den USA vorübergehend verschärft wurde, beschleunigte sich diese Entwicklung. Gegen Ende September hatte sich die kumulative Abwertung des Dollars gegenüber dem Realignement-Leitkurs auf nur noch 3½% verringert. Seitdem ist der effektive Wechselkurs des Dollars, abgesehen von einer kurzlebigen Abschwächung um 2% im Oktober wegen der finanziellen Schwierigkeiten der Stadt New York, verhältnismäßig stabil geblieben. Ende April 1976 befand er sich fast auf dem Niveau von Ende September 1975.

Der Erholung des Dollars entsprachen entgegengesetzte Bewegungen der europäischen Verbundwährungen. Bis Ende 1975 war die handelsgewichtete Aufwertung der Deutschen Mark auf 16,7% gesunken; sie lag damit um 6 Prozentpunkte unter dem Höchststand von Ende Februar 1975. Selbst der Schweizer Franken, der während des Sommers 1975 gegenüber dem Dollar weniger nachgab als die Verbundwährungen, lag Ende des Jahres nur um 1 Prozentpunkt über dem Ende Februar erreichten Niveau. Von den beiden anderen unabhängig floatenden wichtigen europäischen Währungen vergrößerte das Pfund Sterling 1975 seine Abwertung um fast 12 auf rund 30%, während die Position der Lira trotz des anhaltend kräftigen Anstiegs der Preise und Löhne in Italien mit etwas über 23% praktisch unverändert blieb. Das Pfund erlebte den größten Teil seiner Abwärtsbewegung (auf eine Abwertung von fast 28%) zwischen Anfang April und Anfang Juli, als die Geldentwertung eine Jahresrate von 30% erreicht hatte und die neue Einkommenspolitik noch nicht eingeführt war. Die einkommenspolitischen Maßnahmen brachten eine zeitweilige Erholung, der aber ein weiteres Abgleiten auf eine Abwertung von 30% Ende November folgte.

Die Währungsunruhe von 1976 erfaßte zunächst die Lira. Im letzten Vierteljahr 1975 hatte sich in Italien erneut ein erhebliches Zahlungsbilanzdefizit ergeben, und als die Regierung am 9. Januar 1976 zurücktrat, kam die Lira unter schweren Druck. Zu diesem Zeitpunkt betrug die Devisenreserven etwas mehr als \$1 Mrd., und zwei Wochen später, als sie fast erschöpft waren, wurden die amtlichen Stützungskäufe am Markt bis Anfang März eingestellt. Während dieser Periode vergrößerte sich die Abwertung auf rund 35%. Trotz weiterer erheblicher Stützungskäufe im März und in der ersten Aprilhälfte setzte sich die Abwärtsbewegung der Lira auf ein Rekordniveau von rund 43% fort, bis dann am 6. Mai ein obligatorisches Importdepot in Höhe von 50% für praktisch alle Devisenzahlungen eingeführt wurde. Seitdem setzte eine leichte Erholung ein; die Abwertung verkleinerte sich auf 38%, und der Kurs gegenüber dem Dollar verbesserte sich von Lit 915 auf 845.

Die Einstellung der offiziellen Interventionen zugunsten der Lira löste in Verbindung damit, daß in einigen Voraussagen von einem hohen Außenhandels-



defizit Frankreichs für 1976 gesprochen wurde, einen starken Druck auf den französischen Franken aus. Vorher, im Juli 1975, war der Franken in die Schlange zurückgekehrt, und zwar zu den gleichen Leitkursen gegenüber anderen Verbundwährungen, wie sie im Januar 1974 bei seinem Ausscheiden bestanden hatten. Seine handelsgewichtete Aufwertung gegenüber dem Realignment-Kurs hatte sich inzwischen jedoch von einem Wert nahe Null auf fast 8% erhöht. Dies war einer Kombination von Einflüssen zu verdanken, nämlich einer außerordentlichen Verbesserung der Handelsbilanz, großen Kapitalzuflüssen, die zum Teil den Reserven zugeführt werden konnten, und einer verhältnismäßig restriktiven Geldpolitik im Inland. Die Inflationsrate blieb in Frankreich jedoch ziemlich hoch, besonders im Vergleich zu derjenigen Deutschlands. Im späteren Verlauf von 1975 wurde zudem die Geldpolitik gelockert, und die Handelsbilanz verschlechterte sich. Umfangreiche amtliche Interventionen gegen Ende Januar und Anfang Februar sowie die entschiedenen Erklärungen der französischen und deutschen Behörden, daß keine Veränderung der Franken-DM-Parität notwendig sei, glätteten bis Mitte Februar die Wellen. Als das Pfund Sterling Anfang März erneut Verluste erlitt, kam auch der Franken wieder unter Druck, und am 15. März, nach Reservenverlusten von insgesamt \$3 Mrd., wurde der Beschluß gefaßt, den Verbund zu verlassen. Allerdings führte dies, mit Ausnahme von einigen Tagen, nicht zu einem deutlichen Absinken des Frankenkurses. Ende Mai lag der effektive Kurs nur um  $2\frac{3}{4}$  Prozentpunkte unter dem Niveau von Mitte März.

Die dritte Komponente in der Währungskrise war der weitere Verfall des britischen Pfundes, der in der ersten Märzwoche begann. Seitdem stieg die handelsgewichtete Abwertung trotz amtlicher Stützungskäufe in Höhe von fast \$ 3 Mrd. bis Ende April von 30 auf rund 37%. Obwohl seit Anfang Mai Klarheit darüber bestand, daß die im August 1975 eingeführte Einkommenspolitik für ein weiteres Jahr noch verschärft fortgeführt würde, hielt der Druck auf das Pfund an; Ende Mai hatte die Abwertung fast 40% erreicht.

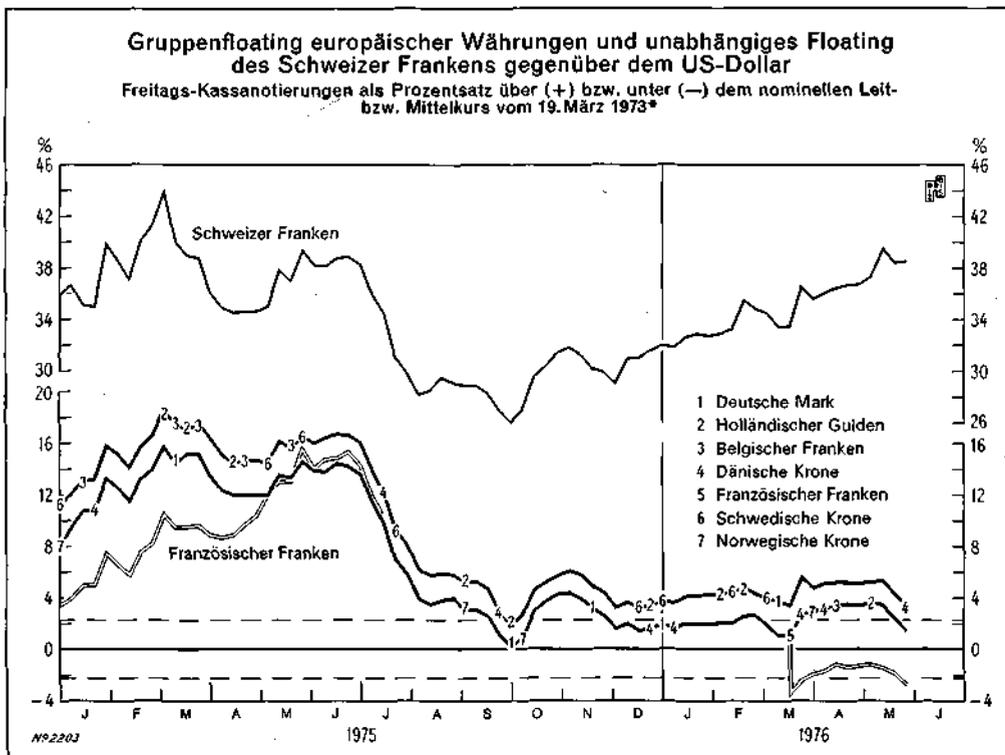
Auf der anderen Seite bewegten sich seit Januar der Schweizer Franken und in geringerem Ausmaß die Deutsche Mark und andere Verbundwährungen nach oben. Die handelsgewichtete Aufwertung des Schweizer Frankens erhöhte sich von 41% Anfang Januar auf 49% Ende April; im Verlauf des Mai gewann er weitere 3½% hinzu. Damit betrug seine Aufwertung seit Ende 1974 trotz umfangreicher amtlicher Interventionen zur Dämpfung des Anstiegs insgesamt 10%.

Die Aufwertung der Deutschen Mark war mit einem Anstieg von 17 auf 22% seit Mitte Januar 1976 wesentlich geringer. Damit wurde der Kurs der DM auf 6% unter das Pariverhältnis zum Schweizer Franken gedrückt. Innerhalb der Schlange beeinträchtigte die Krise des französischen Frankens auch den belgischen Franken, jedoch wurde die Situation durch amtliche Stützungskäufe in Verbindung mit geld- und devisenpolitischen Beschränkungen bis gegen Ende März unter Kontrolle gebracht, und seitdem hat sie sich wesentlich gebessert. In der ganzen Zeit von Ende 1974 bis Ende April 1976 waren die effektiven Kursausschläge des belgischen Frankens verhältnismäßig begrenzt. Die kumulative Aufwertung gegenüber dem Realignment-Stand verringerte sich entsprechend der Erholung des Dollars im Zeitraum März-September 1975 von 7,9 auf 2,3%, und Ende Mai 1976 betrug sie 4%.

Auch die effektiven Wechselkursbewegungen anderer wichtiger Währungen hielten sich im Berichtszeitraum, berücksichtigt man die Erholung des Dollars, zumeist in verhältnismäßig engen Grenzen. Die Aufwertung schwankte beim holländischen Gulden zwischen 11 und 15% und bei der schwedischen Krone zwischen 1,6 und 7,8%. Beim Yen wurde aus einer effektiven Abwertung von 2½% Ende 1974 eine effektive Aufwertung von 1½% gegen Ende Mai 1976; seit dem Frühjahr 1975 betrug die gesamte Spannweite seiner Wechselkursbewegungen wenig mehr als 1%. Dagegen befestigte sich der kanadische Dollar wegen seiner engen Bindungen zum US-Dollar innerhalb eines Jahres von einer handelsgewichteten Abwertung von gut 5% im Mai 1975 bis zu einer Aufwertung von 4¾% ein Jahr später. Diese Verbesserung war im Gegensatz zu der des US-Dollars auf Kapitalzuflüsse zurückzuführen, während sich das Leistungsbilanzdefizit sogar noch vergrößerte. Das Zeitprofil war ebenfalls unterschiedlich, da mehr als die Hälfte des Anstiegs 1976 stattfand.

*Der europäische Wechselkursverbund.* Das folgende Diagramm, das die Entwicklung der gemeinschaftlich floatenden europäischen Währungen seit Ende 1974 zeigt, veranschaulicht deutlich die bereits erwähnte Erholung und die daran anschließende größere Stabilität des US-Dollars. Als dieser Anfang März 1975 seinen Tiefpunkt erreicht hatte, lag das Band der Verbundwährungen bei 16½–18¾% über den nominalen Leitkursen gegenüber dem Dollar. Die anschließende Erholung des Dollars erfolgte in zwei Etappen. Während der ersten, die vom frühen März bis Ende April

dauerte, gab das Schlangenband um rund 4% nach, wobei jedoch etwa die Hälfte dieses Rückgangs im folgenden Monat wieder wettgemacht wurde. In der zweiten und entscheidenden Phase, die einen dreieinhalbmonatigen Zeitraum von Mitte Juni an umfaßt, stieg der Dollar gegenüber den Verbundwährungen um rund 14½%, wobei die Aufwärtsbewegung hauptsächlich im Juli stattfand. Ende September verlief das Band der gemeinsam floatenden Währungen zwischen ½ und knapp 2% über den nominellen Leitkursen der beteiligten Währungen gegenüber dem Dollar. Zu diesem Zeitpunkt war es in seine Ausgangslage zurückgekehrt, von der aus der gesamte Zyklus gerade ein Jahr zuvor begonnen hatte. Anschließend folgte im Oktober das bereits erwähnte Absinken des Dollars, das im November teilweise wieder wettgemacht wurde; seitdem bewegte sich die Schlange während nunmehr sechs Monaten gegenüber dem Dollar innerhalb enger Grenzen auf einem Niveau, das wenige Prozentpunkte über den nominellen Leitkursen der Teilnehmerwährungen zum Dollar liegt.



\* Für Deutschland, die Niederlande und Norwegen Leitkurs vom 29. Juni bzw. 15. September und 16. November 1973.

Die wichtigsten Ereignisse innerhalb der Schlange waren 1975 die Abschwächung der Deutschen Mark und der Wiedereintritt des französischen Frankens. Nachdem die Deutsche Mark in den ersten Monaten des Jahres die Obergrenze des Währungsbandes markiert hatte, drückten Kapitalabflüsse sie im Verlauf des März an den unteren Rand, gerade als die Erholung des Dollars Konturen gewann. Bis zur Währungskrise 1976 notierte die Mark weiterhin schwach und blieb für beträchtliche Zeiträume am unteren Ende des Währungsbandes. Es ist hinzuzufügen, daß der

Umfang der Interventionen in Mitgliedswährungen zur Stützung der Deutschen Mark und anderer Währungen 1975 relativ begrenzt blieb, obwohl die Schlange von Zeit zu Zeit ihre volle Ausdehnung erreichte. Im wesentlichen wurde die Schlange durch Dollarinterventionen kontrolliert. Darüber hinaus wurde die Deutsche Mark im Frühjahr und Sommer 1975 sehr stark von der Federal Reserve Bank von New York gestützt; diese kaufte DM in Höhe von \$0,8 Mrd. zur Tilgung von Swap-schulden, die sie während der Schwächeperiode des Dollars in der Zeit von September 1974 bis März 1975 eingegangen war.

Der französische Franken kehrte nach achtzehnmonatiger Abwesenheit am 11. Juli in den Währungsverbund zurück. Innerhalb von drei Wochen hatte er die Währungen Belgiens, der Niederlande, Dänemarks und Schwedens an der Obergrenze des Währungsbandes erreicht, und von da an notierte er bis zum Jahresende fest.

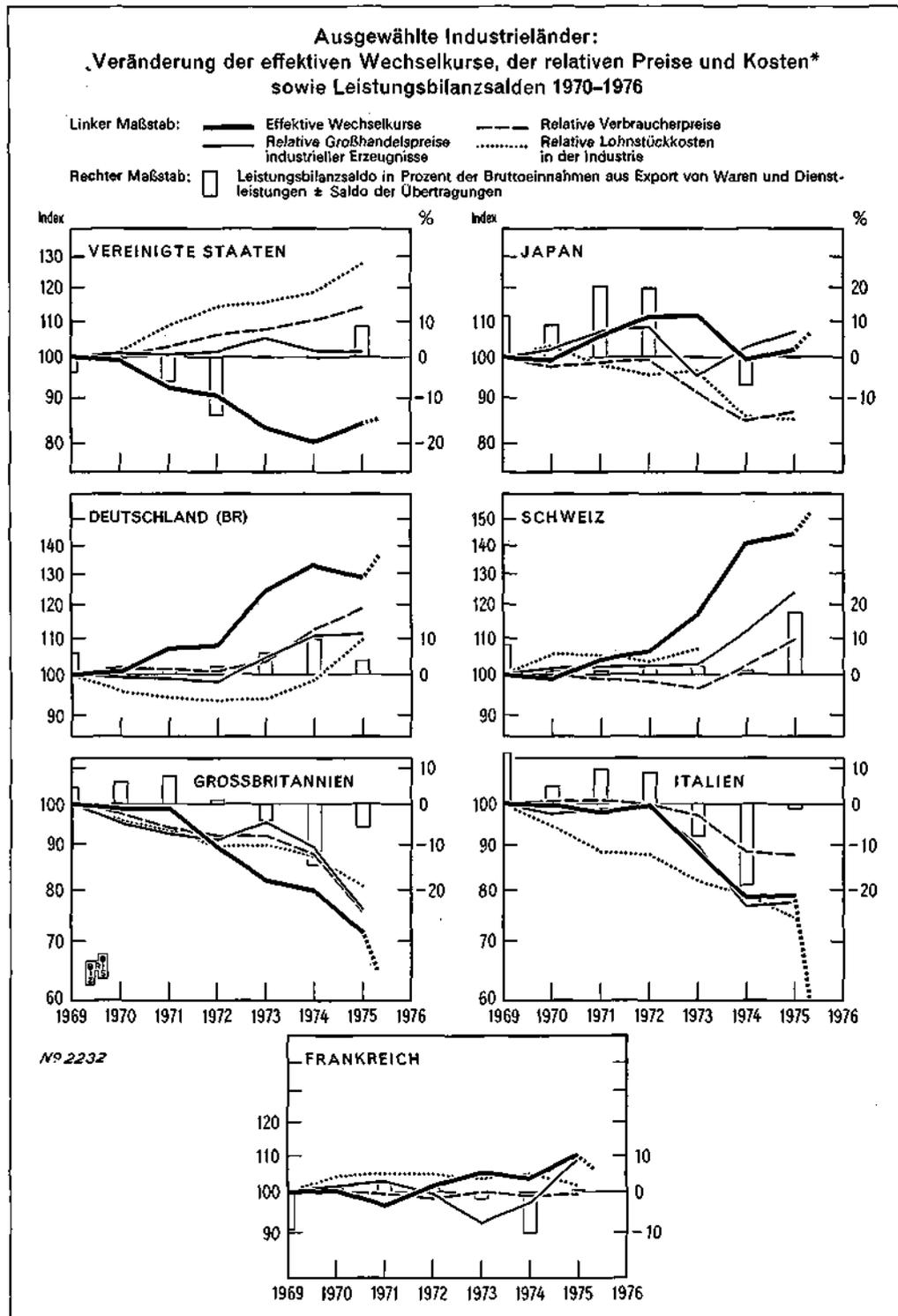
Die Währungskrise der Monate Januar–März zerfällt in bezug auf den Wechselkursverbund in drei Phasen. Die erste dauerte vom 21. Januar bis zum 13. Februar; in dieser Zeit kehrte die Deutsche Mark an die Obergrenze des Währungsbandes zurück; der französische Franken wurde, obwohl er unter Druck stand, nicht zur schwächsten Währung; diese Position hatte vielmehr die dänische Krone inne. Am Ende dieser Phase wurde der Markt zeitweilig durch die deutsch-französische Erklärung beruhigt, daß keine Änderung im Verhältnis zwischen dem Franken und der Deutschen Mark beabsichtigt sei. Die zweite Phase begann am 5. März, als der französische Franken im Gefolge des plötzlichen Drucks auf das Pfund Sterling wieder nachgab. Die Deutsche Mark befand sich abermals an der Obergrenze der Schlange und der französische Franken bis zu seinem Ausscheiden aus dem Währungsverbund am 15. März meist an der Untergrenze. Gleichzeitig führte der Druck auf den belgischen Franken innerhalb des zwischen den Benelux-Ländern vereinbarten „Wurmes in der Schlange“ zur Suspendierung dieser Vereinbarung; die Schwankungsbreite zwischen dem belgischen Franken und dem niederländischen Gulden wurde ebensogroß wie die zwischen allen anderen Teilnehmern des Währungsverbunds. In der dritten, unmittelbar darauffolgenden Phase verlagerte sich das Schwergewicht der Attacken auf den belgischen Franken und die dänische Krone. Entschlossene Maßnahmen zur Stützung beider Währungen beendeten jedoch die Krise bereits am 22. März, und am Monatsende hatte sich die Ausdehnung der Schlange auf weniger als 2% vermindert. In den Monaten April und Mai erreichte das Band nicht seine volle Breite, wobei die Deutsche Mark weiterhin ständig die Obergrenze markierte und der niederländische Gulden Ende April die schwächste Währung der Gruppe wurde.

*Die längerfristigen Aspekte des Floating.* Angesichts der heftigen Unruhe auf den europäischen Märkten während der ersten Monate von 1976 und ganz allgemein des sich seit Beginn des Floating immer weiter auffächernden Wechselkurs-Spektrums drängen sich zumindest zwei Fragen auf. Hat das Floating zu einer besseren Angleichung der Zahlungsbilanzen beigetragen, hat es also die großen Ungleichgewichte verringert, die das Zahlungsbilanzbild der Industrieländer in den frühen siebziger Jahren charakterisierten? Und hat zweitens der Trend der Wechselkursentwicklung allgemein den sich unterschiedlich entwickelnden Inflationsraten entsprochen?

Die Graphik auf Seite 106 versucht, diese Fragen etwas zu erhellen. Sie zeigt die langfristige Entwicklung der Leistungsbilanzen und der handelsgewichteten Wechselkurse in sieben wichtigen Industrieländern seit Ende 1969 und vergleicht sie mit dem Verlauf dreier Indikatoren für die relativen Preissteigerungen dieser Länder: Verbraucherpreise, industrielle Großhandelspreise, gewerbliche Lohnstückkosten. Es gibt natürlich Fragen, die von dieser Graphik nicht beantwortet werden können. Von Anfang an ist mit allem Nachdruck zu betonen, daß Vergleiche dieser Art keine Basis für die Vorausschätzung der künftigen Wechselkursentwicklung abgeben können. Die Wechselkurse werden ja durch das gesamte Angebot von und die gesamte Nachfrage nach einer Währung bestimmt: beide Seiten sind nicht nur das Ergebnis von Handelstransaktionen, sondern auch des Dienstleistungs- und Übertragungsverkehrs sowie der Kapitalbewegungen (die nicht nur in Perioden spekulativer Einflüsse eine vorherrschende Rolle spielen können). Selbst wenn man sich ausschließlich auf den Handelsverkehr konzentriert, vermitteln die drei in der Graphik gezeigten Indizes nur eine grobe und oberflächliche Vorstellung davon, wie sich die relativen Wettbewerbsverhältnisse verändert haben. Die Wahl sowohl der Basisperiode wie der Indizes ist schwierig; die statistischen Zahlen sind unvollständig und zwischen den einzelnen Ländern nicht ohne weiteres vergleichbar; es gibt verschiedene Methoden, die Indizes zu gewichten; und einige der Indizes — z. B. der in der Graphik dargestellte Index der relativen Lohnstückkosten — können konjunkturellen Einflüssen unterliegen, die nicht nur stark, sondern auch von Land zu Land sehr unterschiedlich sind. Darüber hinaus werden die Wettbewerbsverhältnisse auch durch andere Faktoren beeinflußt, die nicht zur Preis- oder Kostensphäre gehören: die Lieferkapazität; die Fähigkeit, sich Nachfrageänderungen anzupassen; Verfügbarkeit und Kosten von Exportfinanzierungen usw. Aus allen diesen Gründen müssen die in der Graphik dargestellten Ergebnisse mit großer Vorsicht interpretiert werden.

Ein Blick auf die Leistungsbilanzpositionen und ihre Entwicklung vermittelt selbst unter Berücksichtigung der Auswirkungen der Erdölpreiserhöhungen eine sehr gemischte Antwort auf die Frage, ob flexible Wechselkurse den Anpassungsprozeß erleichtert haben oder nicht. Aus Gründen, die in Kapitel V dargelegt wurden, kann das Einzeljahr 1975 nicht als aussagekräftig für die langfristigen Positionen der Leistungsbilanzen verwendet werden, da in Zeiten ausgeprägter konjunktureller Fluktuationen die Einkommenseffekte sehr leicht die Preiseffekte überkompensieren können. Legt man statt dessen den Durchschnitt der letzten zwei oder drei Jahre zugrunde, so zeigt die Graphik, daß in den USA und Japan auf jeden Fall eine Verknüpfung zwischen den Veränderungen der Leistungsbilanz und der Wechselkurse bestand. So wandelten sich in den USA die bis 1972 verzeichneten Leistungsbilanzdefizite 1973–1974 in nahezu ausgeglichene Salden und dann 1975 in einen ansehnlichen Überschuß, während in Japan die außerordentlich hohen Überschüsse der frühen siebziger Jahre verschwanden. In einigen anderen Ländern fanden jedoch keine ähnlichen Verschiebungen statt. Trotz der hohen Abwertungen ihrer Währungen blieben sowohl Großbritannien als auch Italien Defizitländer, während Deutschland und die Schweiz trotz der beträchtlichen Aufwertung ihrer Währungen weiterhin Überschüsse verzeichneten.

Auch hinsichtlich der zweiten Frage, ob die Trends der Wechselkurse mit denen der relativen Preissteigerungen übereingestimmt haben, ist aus der Graphik



\* Indizes: 1969 = 100, Preise am Jahresende. Lohnkosten im Jahresdurchschnitt.  
 Anmerkung: Die Preisindizes der einzelnen Zehnergruppenländer zeigen das Verhältnis zwischen der Entwicklung der handelsgewichteten Preise der anderen Länder und der Preise des betreffenden Landes. Steigt der Index z. B. auf mehr als 100, so bedeutet dies, daß im Verhältnis zum Jahresende 1969 die gewichteten Preise der anderen Zehnergruppenländer stärker gestiegen sind als in dem betreffenden Land. Dasselbe gilt für den Index der Lohnstückkosten.

keine eindeutige Antwort herauszulesen. In einigen der besonders „offenen“ europäischen Länder, in denen die Löhne sehr schnell auf Preisänderungen reagieren, haben sich die Wechselkurse und die Indizes der Wettbewerbsposition im großen und ganzen in derselben Richtung bewegt. Dies gilt für Großbritannien und Italien und ebenso für Deutschland und die Schweiz. Es gibt jedoch keine einfache, nur in eine Richtung wirkende Kausalkette für diese Bewegungen der Wechselkurse, Kosten und Preise. Wie bereits an anderer Stelle dieses Berichts dargelegt wurde, war der autonom im Inland entstandene Kosten- und Preisdruck in Italien und Großbritannien eindeutig größer als in Deutschland und der Schweiz, während hinsichtlich der Reaktion der Behörden auf diese Entwicklung das Gegenteil gilt. Zugleich tendiert jedoch ein steigender Außenwert der Währung dazu, die Schwere eines solchen Drucks zu vermindern, und erleichtert damit die Aufgabe, eine angemessene Preisstabilität aufrechtzuerhalten; ein sinkender Außenwert hat die umgekehrte Wirkung. Hier scheinen folglich einander verstärkende Einflüsse in positiver wie in negativer Richtung am Werk gewesen zu sein — was freilich keineswegs die Rolle beschönigt, die die Wirtschaftspolitik dabei gespielt haben könnte, daß sich Länder in solchen Teufelskreisen verfangen haben oder unfähig sind, aus ihnen auszubrechen. Darüber hinaus vermittelt die Graphik in manchen Fällen das Gefühl, daß die Auf- oder Abwertungen im Verhältnis zu den relativen Kosten und Preisen vielleicht über das Ziel hinausgeschossen sind. Dieser Eindruck wird unterstützt durch das, was über die Größe des spekulativen Drucks auf manche Währungen bekannt ist.

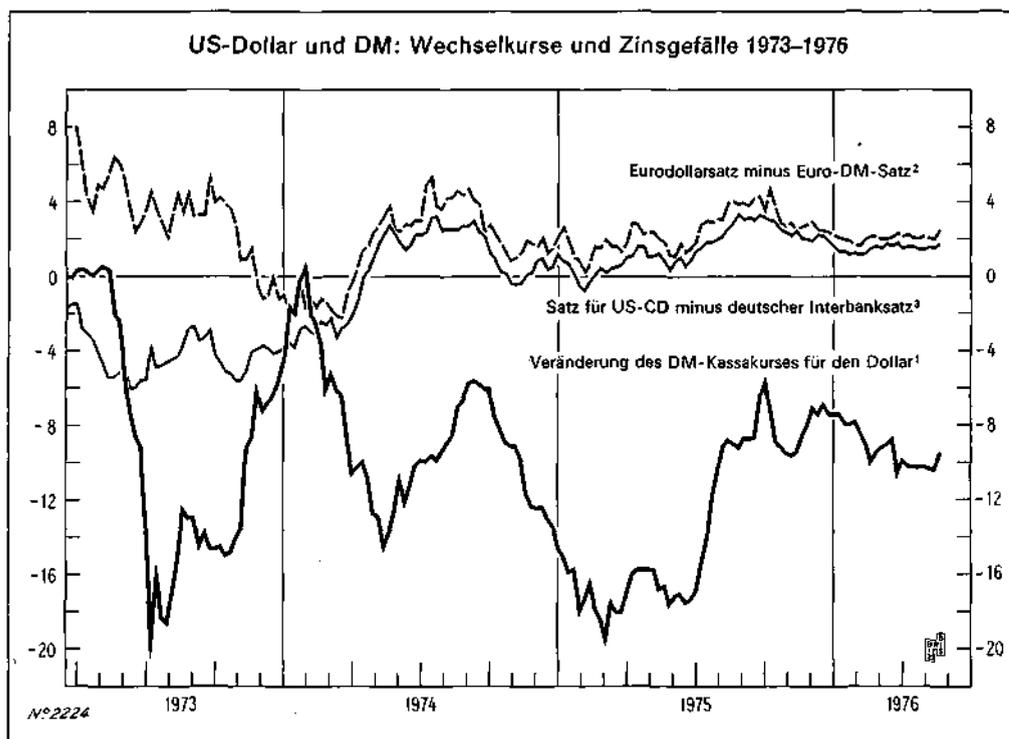
Im Gegensatz zu diesen vier Ländern stehen die USA und Japan, in denen die Bewegungen der effektiven Wechselkurse nicht so offensichtlich mit der Entwicklung der Kosten- und Preisindizes verbunden sind. Zur Entwicklung in den USA läßt sich vielleicht dreierlei bemerken. Erstens war gegen Ende der sechziger Jahre sicherlich eine fühlbare Verbesserung der Wettbewerbsposition erforderlich, die ebenso gewiß seitdem auch eingetreten ist. Zweitens überzeichnet die dargestellte Entwicklung der relativen Lohnstückkosten im industriellen Bereich die tatsächlich realisierte Verbesserung ganz beträchtlich, da sie zum guten Teil konjunktureller Natur war und dem Umstand zu verdanken ist, daß in den USA die Beschäftigung prompter als in den anderen Ländern auf einen Produktionsabfall reagiert. Drittens dürften die Kapitaltransaktionen in der meisten Zeit seit März 1973 den Einfluß der günstigeren Wettbewerbsposition und der verbesserten Leistungsbilanz auf den Dollarkurs mehr als üblich begrenzt haben — teils wegen des Vertrauensverlustes, den der Dollar im Zusammenhang mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems erlitt, teils wegen der Liberalisierung der Kapitalausfuhr 1974. Andererseits wurde die Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA seit Ende 1975 von einem leichten Anstieg des effektiven Dollarkurses begleitet, da die Kapitaltransaktionen entsprechend günstig ausfielen.

Im Falle Japans sind die Gegensätze, wo sie zutage treten, weniger ausgeprägt. Darüber hinaus mußte die sehr günstige Position, die der Yen am Ende der sechziger Jahre in der weltweiten Wechselkursskala innehatte, zum Teil aufgegeben werden, wenn eine bessere Angleichung der Währungen erreicht werden sollte. Der Index der Lohnstückkosten bildet nicht nur, wie im Falle der USA, den größten Kontrast zur Bewegung der Wechselkurse, sondern er überzeichnet zugleich stark alle ungünstigen Bewegungen der relativen Kosten in Japan, die möglicherweise stattgefunden haben

— besonders seit 1973. Im Gegensatz zu der Entwicklung in den Vereinigten Staaten steigen die japanischen Stückkosten in der Rezession, da die Arbeitslosigkeit kein Element des Anpassungsprozesses in der japanischen Wirtschaft ist.

So wie sich die Lage im März 1973 und in den darauffolgenden drei Jahren darbot, ist kaum zu sehen, welche praktische Alternative zu flexiblen Wechselkursen bestanden hätte. Betrachtet man die längerfristigen Trends der Wechselkursentwicklung in den wichtigen Industrieländern, so lagen sie doch wohl einigermaßen richtig. Zudem sind einige frühere Zahlungsbilanzungleichgewichte in diesem Prozeß korrigiert worden; andere bleiben allerdings immer noch störend oder haben sogar noch größere Ausmaße angenommen. Das Floating muß infolgedessen, wenn es sich schon als unausweichlich erweisen mag, gelenkt werden — nicht nur im engeren Sinne der Devisenmarktinterventionen, sondern auch, was wichtiger ist, durch die Finanz- und Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder. Abgesehen davon bleibt jedoch in der Theorie wie in der Praxis des gelenkten Floating noch vieles zu klären.

*Floating und Zinssätze.* In den etwa drei Jahren, in denen der US-Dollar nunmehr frei floatet, gab es neben den weiter oben erörterten längerfristigen Veränderungen der effektiven Wechselkurse eine Reihe von heftigen kürzerfristigen Pendelausschlägen zwischen dem Dollar und den wichtigsten europäischen Währungen. Ebenso wie sich die Bewegungen der effektiven Wechselkurse sinnvollerweise mit — wenn auch groben — Indikatoren der relativen Kosten- und Preisentwicklung in



<sup>1</sup> Prozentuale Veränderung gegenüber dem am 19. März 1973 geltenden Kurs (+ = oberhalb, — = unterhalb); Freitagsszahlen. <sup>2</sup> Unterschied zwischen den Sätzen für Dreimonatsgelder auf der Grundlage von Freitagsszahlen (+ = zugunsten des Dollars). <sup>3</sup> Unterschied zwischen dem US-Satz für dreimonatige Depositenzertifikate und dem deutschen Satz für dreimonatige Interbankeinlagen auf der Basis von Mittwochsszahlen (+ = zugunsten des Dollars).

den einzelnen Ländern vergleichen lassen, kann auch gefragt werden, welche Verbindung zwischen diesen Auf- und Abwärtsbewegungen des Dollars, die in der vorstehenden Graphik gegenüber der Deutschen Mark dargestellt sind, und den Veränderungen der relativen monetären Bedingungen, besonders der Zinssätze, bestanden haben könnte.

Während des gesamten Zeitraums seit März 1973 gab es drei Phasen, in denen der Dollar gegenüber der Deutschen Mark (und anderen Verbundwährungen) sank. Jeder dieser Etappen folgte eine fast gleich starke Erholungsphase. Nur in dem von Januar bis September 1974 dauernden Zyklus erlitt der Dollar gegenüber der Deutschen Mark per saldo eine deutliche Abwertung, die rund 7% betrug. In den zwei anderen Zeitabschnitten — März 1973–Januar 1974 und September 1974–September 1975 — kehrte der Dollarkurs praktisch wieder zum Ausgangspunkt zurück.

Vergleicht man die Entwicklung der Dollar/DM-Kassakurse mit der des Zinsabstandes zwischen dreimonatigen Depositenzertifikaten in New York und dreimonatigen Interbankeinlagen in Frankfurt, so erkennt man, daß der Beginn der Dollarschwäche sowohl im ersten wie im dritten Zyklus mit einer Veränderung des Zinsabstandes zuungunsten der USA zusammentraf. Im ersten Zeitabschnitt nutzte Deutschland die Freistellung von den durch das Bretton-Woods-System auferlegten Interventionsverpflichtungen im März 1973 dazu, den monetären Kurs drastisch zu verschärfen; in der letzten Phase sanken die Zinssätze in beiden Ländern, in den USA jedoch stärker als in Deutschland. Darüber hinaus spielten sich im ersten Zyklus der Niedergang des Dollars und die Verschärfung der deutschen Geldpolitik ungefähr im gleichen Zeitraum ab. Andererseits hielt im dritten Zyklus der Abwärtstrend des Dollars bis zum März 1975 an, Monate nachdem der Zinsabstand recht klein geworden war. Im zweiten der drei Zyklen stand die Dollarschwäche während der ersten Hälfte des Jahres 1974 im Gegensatz zu einer kräftigen Ausweitung des Zinsabstandes zugunsten des Dollars. Was den Anstieg des Dollars in den drei Zyklen betrifft, so war er nur im dritten — von März bis September 1975 dauernden — Zyklus von einer eindeutigen Entwicklung des Zinsabstandes zugunsten des Dollars begleitet.

Im gesamten, alle drei Zyklen umfassenden Zeitraum März 1973–September 1975 gab es somit nur selten eine Beziehung zwischen Wechselkursen und Zinssätzen. Andere Faktoren waren auf den Devisenmärkten häufig vorherrschend. Manchmal waren sie sehr handfester Natur, z. B. als im Januar 1974 alle Beschränkungen für die Kreditvergabe der US-Banken in das Ausland aufgehoben wurden, gerade zu einem Zeitpunkt, in dem fast überall in der Welt der Bedarf für die Finanzierung der Zahlungsbilanzen wegen der Ölpreiserhöhungen einen riesigen Umfang annahm. Bei anderen Gelegenheiten, z. B. in den letzten Monaten von 1974 und Anfang 1975, nährte der Rückgang des Dollars, sobald er einmal begonnen hatte, sich selbst — ein sicheres Zeichen dafür, daß das grundsätzliche Vertrauen fehlte.

Das Vorhandensein anderer — besonders psychologischer — Faktoren führte auch dazu, daß selbst bei gleichgerichteten Bewegungen der Wechselkurse und des Zinsabstandes keine wie immer geartete Beziehung in der relativen Größe der Bewegungen festzustellen war. Dies gilt ganz offensichtlich für die allerersten Monate, in denen der Dollar floatete; damals betrug der Abwärtsschwung des Pendels

gegenüber der Deutschen Mark in weniger als drei Monaten 20%. Ebenso ist diese Feststellung aber auch für die übrigen Zeiträume bis gegen Ende 1975 richtig, in denen Wechselkurse und Zinsabstand sich in der gleichen Richtung bewegten.

Nur in der Zeit seit den letzten Monaten von 1975 hat sich der Dollar so weit stabilisiert, daß eine Beziehung zwischen den Veränderungen seines Wechselkurses und den Zinsabständen nicht nur in der Tendenz, sondern bis zu einem gewissen Grade auch im Ausmaß festgestellt werden kann. Daraus ist die lehrbuchmäßige Schlußfolgerung zu ziehen, daß nur, wenn alle anderen Einflußfaktoren unverändert bleiben, die Entwicklung der Zinssätze die Bewegungen der Wechselkurse tatsächlich bestimmt. Und unter den gegenwärtigen Bedingungen kann nicht darauf vertraut werden, daß dies allzu oft geschieht.

### **Weltwährungsreserven**

Nach fünf Jahren rascher Expansion schwächte sich das Wachstum der Weltwährungsreserven 1975 deutlich ab. Die Zunahme der gesamten offiziellen Bestände der Länder an Gold, Devisen, Sonderziehungsrechten und IWF-Reservepositionen betrug in jeweiligen Dollarwerten gerechnet schätzungsweise \$9 Mrd., nur gut ein Fünftel des 1974 verzeichneten Zuwachses von \$40,4 Mrd. Allerdings beruhte über ein Viertel des Unterschiedes auf Änderungen des Dollarwerts. 1974 hatte die Abwertung des Dollars gegenüber den Nichtdollar-Reserveaktiva rund \$3 Mrd. zu dem Anstieg der in Dollar gemessenen Reserven beigetragen, während seine Erholung 1975 einen gegenteiligen Effekt in Höhe von über \$5 Mrd. hatte. Betrachtet man die einzelnen Reserveaktiva, so war praktisch die gesamte Abnahme des Dollarwerts der Goldreserven im letzten Jahr in Höhe von \$2 Mrd. das Ergebnis von Bewertungsänderungen, ebenso der größte Teil des Rückgangs der SZR-Bestände der Länder um \$0,6 Mrd. Außerdem wären die gesamten IWF-Reservepositionen bei konstanter Dollarbewertung um \$4,6 Mrd. und die gesamten Devisenreserven um fast \$10 Mrd. gestiegen. Weniger als \$2 Mrd. dieses eigentlichen Anstiegs der Devisenreserven dürften in den traditionellen Reservezentren plaziert worden sein; dabei wurde die Erhöhung der in den Vereinigten Staaten gehaltenen Dollarreserven um \$3,1 Mrd. teilweise kompensiert durch eine Abnahme der in Großbritannien gehaltenen Pfundreserven um \$1,3 Mrd. Der restliche Betrag von fast \$8 Mrd. scheint im internationalen Markt oder auf nationalen Märkten außerhalb der USA und Großbritanniens angelegt worden zu sein.

Wie schon 1974 ist der Grund für das weitere Wachstum der Weltwährungsreserven darin zu sehen, daß es den Öleinfuhrländern gelang, einen sehr großen Teil ihres zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits durch Kreditaufnahme zu decken; dies hatte zur Folge, daß nur ein Bruchteil der Reservenzuwächse der Ölausfuhrländer durch Reservenverluste in den übrigen Teilen der Welt kompensiert wurde. Daß die Währungsreserven langsamer als zuvor expandierten, ist auf zwei Faktoren zurückzuführen: einmal hat sich der zusammengefaßte Überschuß der OPEC-Länder vermindert, und zum anderen ist der Anteil, der in reservewertigen Aktiva investiert worden ist, von 63 auf 37% gesunken. So reduzierte sich der gesamte Reservenzuwachs der OPEC-Länder von knapp \$36 auf 12 Mrd. In der Zahl für 1975 ist eine Erhöhung der IWF-Reservepositionen um \$2,8 Mrd. enthalten, die fast nur Beiträge

Veränderung der Weltwährungsreserven 1973-1975<sup>1</sup>

	Gold	Devisen	Reserveposition im IWF	SZR	Insgesamt
Millionen US-Dollar					
<b>Zehnergruppenländer und Schweiz</b>					
1973	+ 3 485	+ 4 985	+ 105	+ 740	+ 9 315
1974	+ 520	+ 1 860	+ 1 740	+ 395	+ 4 515
1975	- 1 605	+ 920	+ 1 615	- 230	+ 700
Gesamtbeitrag Ende 1975	33 815	64 980	8 380	7 765	114 940
<b>Übrige entwickelte Länder</b>					
1973	+ 475	+ 3 125	+ 170	+ 155	+ 3 925
1974	+ 55	- 2 165	- 105	- 185	- 2 400
1975	- 215	- 1 230	- 350	- 90	- 1 885
Gesamtbeitrag Ende 1975	4 160	19 845	660	855	25 520
<b>Entwicklungsländer (ohne Ölausfuhrländer)</b>					
1973	+ 175	+ 7 565	+ 250	+ 255	+ 8 245
1974	- 50	+ 2 725	- 190	- 30	+ 2 455
1975	- 95	- 1 440	- 105	- 215	- 1 855
Gesamtbeitrag Ende 1975	2 140	25 875	610	1 255	29 880
<b>Öleinfuhrländer insgesamt</b>					
1973	+ 4 135	+ 15 675	+ 525	+ 1 150	+ 21 485
1974	+ 525	+ 2 420	+ 1 445	+ 180	+ 4 570
1975	- 1 915	- 1 750	+ 1 160	- 535	- 3 040
Gesamtbeitrag Ende 1975	40 115	110 700	9 650	9 875	170 340
<b>Ölausfuhrländer<sup>2</sup></b>					
1973	+ 165	+ 4 185	+ 100	+ 45	+ 4 495
1974	+ 55	+ 33 840	+ 1 940	+ 40	+ 35 875
1975	- 50	+ 9 325	+ 2 790	- 50	+ 12 015
Gesamtbeitrag Ende 1975	1 450	59 060	5 130	385	66 025
<b>Alle Länder</b>					
1973	+ 4 300	+ 19 860	+ 625	+ 1 195	+ 25 980
1974	+ 580	+ 36 260	+ 3 385	+ 220	+ 40 445
1975	- 1 965	+ 7 575	+ 3 950	- 585	+ 8 975
Gesamtbeitrag Ende 1975	41 565	169 760	14 780	10 260	236 365

<sup>1</sup> Einschließlich Bewertungsänderungen.

<sup>2</sup> Für Kuwait auch die geschätzten Devisenbestände der Regierung.

zur Ölfazilität des IWF betrifft. Der größere Teil der \$9,3 Mrd., um die sich die Devisenreserven der OPEC-Länder vergrößerten, wurde am Euromarkt angelegt; die liquiden Anlagen in den USA wuchsen um ungefähr \$4,2 Mrd., während die Sterlingreserven anscheinend um \$0,3 Mrd. gesunken sind.

Weit mehr als 1974 konzentrierte sich der Reservenzuwachs der Ölausfuhrländer auf wenige Staaten. Allein auf Saudi-Arabien entfielen mit \$9 Mrd. über drei Viertel der Gesamtsumme. Auch Kuwait (schätzungsweise \$2,3 Mrd.) und Venezuela (\$2,3 Mrd.) verzeichneten größere Zugänge. Andererseits verringerte sich die Reservenausweitung des Irans von \$7,1 auf nur noch 0,3 Mrd. Gleichzeitig mußte eine Reihe von Ölexportländern sogar eine Verminderung ihrer Reserven hinnehmen, besonders Libyen, dessen Bestände von \$3,6 auf 2,2 Mrd. zurückgingen, und Indonesien mit einer Abnahme von \$1,5 auf 0,6 Mrd.

Die Reserven der Zehnergruppenländer und der Schweiz stiegen um \$0,7 Mrd. Ohne Bewertungsänderungen hätte der Zuwachs ungefähr \$3 Mrd. erreicht, nicht

sehr viel weniger als 1974. Etwa \$2 Mrd. des (bereinigten) Anstiegs von 1975 entfielen auf IWF-Reservepositionen, da der IWF für die Ölfazilität und andere Ziehungen in starkem Umfang die Währungen dieser Länder verwendet hatte, besonders die Deutsche Mark, den US-Dollar, den holländischen Gulden und den französischen Franken. Das einzige Zehnergruppenland, das 1975 in erheblichem Umfang auf die Mittel des Fonds zurückgreifen mußte, war Italien, dessen Schuldnerposition sich um \$1,2 Mrd. erhöhte. Die Reserven der übrigen entwickelten Länder, die bereits 1974 um \$2,4 Mrd. gesunken waren, verzeichneten im vergangenen Jahr einen weiteren Rückgang um \$1,9 Mrd.

Die Währungsreserven der Entwicklungsländer, die kein Erdöl fördern, nahmen im vergangenen Jahr um \$1,9 Mrd. ab, nachdem sie sich sogar 1974 um \$2,5 Mrd. erhöht hatten. Die größten Einbußen wurden von Brasilien (\$1,3 Mrd.) und Argentinien (\$0,9 Mrd.) gemeldet, während eine Reihe anderer Länder, besonders in Asien, Reservenzuwächse verzeichneten.

Obwohl das Reservenwachstum 1975 zumindest nach den Maßstäben der vorangegangenen Jahre relativ bescheiden war, betrug der kumulative Anstieg der Weltwährungsreserven seit Ende der sechziger Jahre in der üblichen Abgrenzung über \$150 Mrd. Aus dieser Entwicklung wird manchmal die Schlußfolgerung gezogen, daß die Ausweitung der Reserven in den siebziger Jahren ein exzessives Ausmaß angenommen habe und daß der gegenwärtige Stand der Weltwährungsreserven ein beträchtliches Inflationspotential enthalte, mit dem das Währungssystem belastet sei. An der ersten Aussage ist sicherlich insofern etwas Wahres, als zu Beginn der Dekade beträchtliche Reservenerhöhungen aus den Zahlungsbilanzdefiziten der USA resultierten. Die Auffassung, daß die Weltwährungsreserven — und allgemeiner die internationale Liquidität — nunmehr bedrohlich hoch seien, bedarf jedoch der näheren Prüfung, und die Antwort ist keineswegs einfach.

Die amtlichen Währungsreserven-Statistiken liefern nützliche Informationen über die außenwirtschaftlichen Finanzierungstransaktionen sowie die Währungspositionen einzelner Länder oder Ländergruppen. Sie können jedoch für sich genommen nicht beanspruchen, ein vollständiges Bild der gesamten internationalen Liquidität zu vermitteln; die Beurteilung, ob diese angemessen ist oder nicht, erfordert eine Reihe weiterer Überlegungen.

Bei der Reservenentwicklung in der ersten Hälfte der siebziger Jahre spielte eine wichtige Rolle, daß die Goldreserven, deren Volumen sich nicht wesentlich geändert hat, sogar noch schwerer verwendbar wurden, als sie es schon in den sechziger Jahren waren; damals standen das US-Schatzamt und der IWF immer noch gleichsam in der letzten Auffanglinie als Käufer bereit — obwohl es damals, bei einem Preis von \$35 per Unze, kaum sehr viele Verkäufer gab. Darüber hinaus läßt sich nach den jüngsten Goldbeschlüssen des vom Gouverneursrat des IWF eingesetzten Interimsausschusses und den Vereinbarungen der Zehnergruppenländer hinsichtlich künftiger Goldtransaktionen schwerlich behaupten, daß es noch eine Basis gebe, um den Geldwert dieser Reservenkomponente auch nur zu schätzen.

Was diejenigen Reserveaktiva betrifft, die seit dem Ende der sechziger Jahre zugenommen haben, also besonders die amtlichen Devisenbestände, so ist daran zu

erinnern, daß den Bruttoforderungen im gesamten System notwendigerweise an anderer Stelle Auslandsverbindlichkeiten gegenüberstehen müssen. Diese Tatsache ist innerhalb eines ziemlich großen Spielraums vielleicht nicht so bedeutend, wenn das wichtigste Reservewährungsland des Systems auch die entsprechenden Verbindlichkeiten auf sich vereinigt. Die Verhältnisse sind jedoch in einem ganz anderen Licht zu sehen, wenn — wie seit Ende 1973 — die riesigen Reservenzuwächse einer relativ kleinen Gruppe von Ländern ihr Gegenstück darin finden, daß die Auslandsverbindlichkeiten in einem großen Teil der Welt außerhalb der USA rapide wachsen.

Ein anderer Grund, warum bei der Interpretation der Statistiken Vorsicht angebracht ist, betrifft die Verteilung der Reserven auf die einzelnen Länder. Trotz des sehr schnellen Wachstums der Weltwährungsreserven seit 1969 gibt es nur verhältnismäßig wenige Länder, deren gegenwärtige Ausstattung mit internationaler Liquidität als wirklich reichlich bezeichnet werden kann. Dies sind im wesentlichen mehrere (jedoch keineswegs alle) OPEC-Staaten sowie einige wenige Industrieländer — namentlich Deutschland und die Schweiz.

Zusätzlich zu den Reserveaktiva und den Kreditfazilitäten kommt als weitere Komponente der internationalen Liquidität die Nettoauslandsposition des Geschäftsbankensektors hinzu. Hier stellen ebenfalls die Forderungen eines Landes notwendigerweise Verbindlichkeiten eines anderen dar; und in den letzten zwei oder drei Jahren waren die internationalen Bankausleihungen weitgehend zahlungsbilanzorientiert. Darüber hinaus sind die Nettoauslandsforderungen der Geschäftsbanken nur in zwei Ländern, Deutschland und Schweiz, wirklich umfangreich.

Insgesamt gesehen scheint das rapide Wachstum der Weltwährungsreserven seit 1970 zum großen Teil das Resultat der starken Inanspruchnahme — und in einigen Fällen der vollen Ausschöpfung — der internationalen Kreditfazilitäten gewesen zu sein. Die statistisch nachgewiesene Ausweitung der an den Währungsreserven gemessenen internationalen Liquidität war daher in vielen Ländern von einer Verschlechterung der Nettoliquiditätsposition gegenüber dem Ausland begleitet. So läuft das auf die Statistik der Weltwährungsreserven gestützte Argument, das System weise jetzt einen möglicherweise inflatorisch wirkenden Liquiditätsüberhang auf, dessen Wirkungen mit fortschreitender Verbesserung der internationalen Wirtschaftslage zunehmend spürbar würden, ungefähr auf dasselbe hinaus wie die Behauptung, Deutschland, die Schweiz, Saudi-Arabien und Kuwait seien im Begriff, den Hauptteil ihrer ziemlich großen Auslandsforderungen für vermehrte Nettoimporte von Waren und Dienstleistungen auszugeben.

Es ginge jedoch zu weit, wollte man aus dieser Untersuchung den entgegengesetzten Schluß ziehen, daß nämlich die internationale Liquidität knapp wird. In den letzten beiden Jahren zeigte sich eine bemerkenswerte Ausweitung der Bankausleihungen und (weniger stark) des offiziellen Beistands für eine Reihe von Ländern, deren Nettoauslandsposition sich stark verschlechtert hat oder sogar negativ geworden ist — ganz zu schweigen von den Ländern, für die es in dieser Hinsicht keine vollständigen Informationen gibt. Es ist praktisch unmöglich, eine Voraussage darüber zu wagen, ob das Bankensystem willens und fähig ist, diese Politik fortzusetzen. Angesichts der dynamischen Entwicklung der internationalen Bankausleihungen und der Kapitalmärkte ist man jedoch versucht zu glauben, daß Länder mit erwiesenermaßen guter

Schuldnermoral damit rechnen können, weitere Kredite zu erhalten. Ob dies wünschenswert ist oder nicht, steht auf einem anderen Blatt; es ist aber anzunehmen, daß doch eine ganze Reihe von Ländern in der Lage sein dürfte, trotz ihrer schlechten Nettoauslandsposition ihre Defizite weiterhin auf diese Weise zu decken.

Insgesamt gesehen dürfte hier also ein gewisser Agnostizismus angebracht sein. Von dem gegenwärtigen Gesamtbestand an amtlichen Währungsreserven scheint angesichts seiner Verteilung keine inflationäre Bedrohung auszugehen; andererseits könnten die Möglichkeiten für ein weiteres Reservenwachstum durch Kreditgewährungen beträchtlich sein.

### Golderzeugung und Goldmarkt

1975 schrumpfte die Golderzeugung der Welt (ohne Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea) weiter um 65 auf 930 t. Dies bedeutet gegenüber dem Produktionsrekord von 1970 eine Verringerung um 27%.

Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1970	1972	1973	1974	1975
	Tonnen								
Südafrika . . . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1 000,4	909,6	855,2	758,5	708,1
Kanada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	64,7	60,8	52,8	50,4
USA . . . . .	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	45,1	36,2	35,0	32,1
Rhodesien . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	15,6	20,0	20,0
Ghana . . . . .	6,4	27,6	16,2	22,7	22,0	22,5	22,5	20,0	18,2
Philippinen . . . . .	5,1	34,9	-	14,9	18,7	18,9	17,8	16,6	15,8
Australien . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	23,5	17,2	16,2	15,0
Kolumbien . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	5,8	5,6	8,3	10,5
Japan . . . . .	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	7,6	6,7	6,2	6,0
Mexiko . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,5	4,1	4,2	4,2
Zaire . . . . .	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,4	4,2	4,0	3,0
Zusammen . . . . .	529,0	970,6	607,5	692,2	1 231,1	1 122,2	1 045,9	941,8	883,3
Sonstige Länder . . . . .	41,5	194,4	59,0	62,0	36,4	45,0	48,2	51,6	44,5
Geschätzte Welterzeugung*	570,5	1 165,0	666,5	754,2	1 267,5	1 167,2	1 094,1	993,4	927,8

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

Die Abnahme der westlichen Goldproduktion im vergangenen Jahr entfiel zu drei Vierteln auf Südafrika, dessen Erzeugung sich von 758 auf 708 t abschwächte. Die Menge des verhütteten Erzes war um 0,7% geringer als 1974, und zudem war sein durchschnittlicher Goldgehalt um 6,1% niedriger. Damit stellte sich die gesamte Verschlechterung der durchschnittlichen Güteklasse des verarbeiteten Erzes seit 1971 — dem Jahr, bevor der Goldpreis sehr stark zu steigen begann — auf 30%; innerhalb dieser vier Jahre haben sich die durchschnittlichen Lohnkosten der Minen pro Tonne verarbeiteten Erzes mehr als verdoppelt, weitgehend infolge der auf das Vierfache angestiegenen Löhne. Der in den Jahren 1972–1974 eingetretene Anstieg des Durchschnittspreises, den die Minen für ihr Erz erhielten, hatte es ihnen erlaubt, Erze minderer Qualität abzubauen sowie beträchtliche Lohnerhöhungen zu gewähren und dabei gleichzeitig ihre durchschnittlichen Gewinne pro Unze geförderten Goldes mehr

als zu versechsfachen. Letztes Jahr hingegen führte die Förderung von Erzen immer geringerer Güte in Verbindung mit einem weiteren Anstieg der durchschnittlichen Arbeitskosten um 27% bei gleichzeitig rückläufiger Preisentwicklung — auf Dollarbasis gerechnet sanken die den Minen bezahlten Durchschnittspreise um rund 2% — zu einer Abnahme der durchschnittlichen Gewinne des Goldbergbaus um 11%, trotz der Rand-Abwertung um 18% im September.

Abgesehen von dem Rückgang der Produktion westlicher Länder hielt sich die Belieferung des Marktes mit Gold ungefähr auf dem Niveau von 1974. Die Goldverkäufe von kommunistischen Ländern werden auf 150 t geschätzt; ferner gingen die gesamten westlichen Goldreserven um 50 t zurück, einschließlich Verkäufen am Markt von 39 t durch das US-Schatzamt und von 16 t aus den Beständen Südafrikas. Für die nichtmonetäre Nachfrage dürften daher insgesamt 1130 t, oder rund 4% weniger als 1974, zur Verfügung gestanden haben.

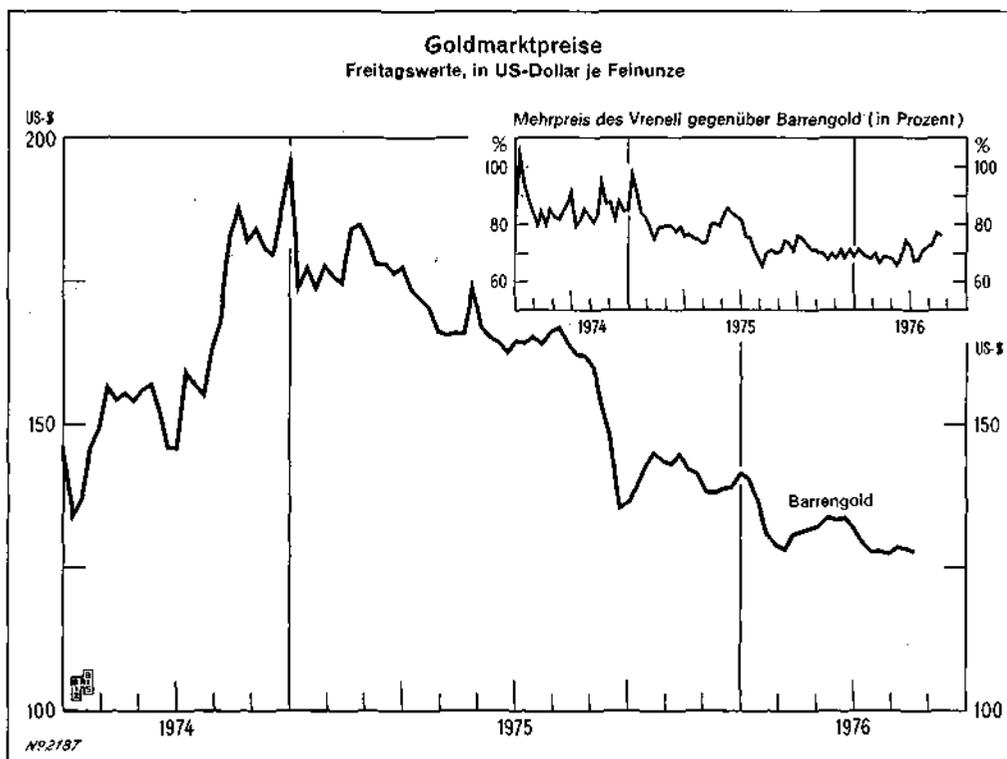
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)

	1971	1972	1973	1974	1975
	Tonnen				
Goldproduktion . . . . .	1 230	1 165	1 095	895	930
Verkäufe kommunistischer Länder (geschätzt) . .	90	200	330	150	150
Insgesamt . . . . .	1 320	1 365	1 425	1 145	1 080
Veränderung der amtlichen Goldbestände westlicher Länder . . . . .	- 100	90	- 40	- 30	- 50
Verkäufe auf dem freien Markt* . . . . .	1 420	1 275	1 465	1 175	1 130

\* Als Rest ermittelt.

Der Rückgang des Angebots an neuem Gold im vergangenen Jahr wurde jedoch durch eine ausgeprägte Abschwächung der nichtmonetären Goldnachfrage für Anlagezwecke mehr als kompensiert. Dementsprechend sank der Marktpreis während des vergangenen Jahres um 25% von \$186,50 auf 140,25 je Unze. Dies ist teilweise als Reaktion auf die sehr starke Nachfrageausweitung zu sehen, die den Goldpreis von Ende 1971 bis Ende 1974 fast verfünffacht und auf ein Rekordniveau von nahezu \$200 je Unze hinaufgetrieben hatte. Zudem wurde das Interesse an Gold als Anlagemedium durch das Nachlassen des inflationären Drucks und die Erholung einiger Aktienmärkte abgeschwächt. Der wichtigste Faktor für den Rückgang der nichtmonetären Goldnachfrage war jedoch das im August 1975 vom Interimsausschuß des IWF-Gouverneursrats erreichte Übereinkommen über die zukünftige monetäre Rolle des Goldes. Dabei wurde vereinbart, den offiziellen Preis abzuschaffen, den Goldbestand des IWF und der Zehnergruppenländer insgesamt nicht zu erhöhen, ein Sechstel des IWF-Goldes an die Mitglieder zurückzugeben und ein weiteres Sechstel zugunsten von Entwicklungsländern zu verkaufen. Insgesamt betrachtet sah der Markt nach den Vereinbarungen vom August 1975 praktisch keine Aussichten mehr, daß das Gold noch eine wichtige Rolle im Währungssystem spielen könnte und daß dann auch irgendwann ein neuer und höherer offizieller Goldpreis festgesetzt werden würde. Während dies zu einer starken Reaktion der Nachfrage nach Gold als Anlagemittel führte, hatte der Preisrückgang im Verlauf des Jahres eine gewisse Belebung der industriellen Nachfrage zur Folge, die 1972-1974 infolge des Preisanstiegs niedrig gewesen war.

Betrachtet man die Entwicklung am Goldmarkt, so hatte der „Fixing“-Preis am 30. Dezember 1974 mit \$197,50 den höchsten jemals notierten Stand erreicht — gerade vor der Legalisierung des privaten Goldbesitzes in den USA und vor der ersten vom US-Schatzamt durchgeführten Goldauktion. Die Nachfrage nach Gold erwies sich in den USA dann als sehr bescheiden, und bei der Versteigerung durch das Schatzamt am 6. Januar wurden nur 23 von den insgesamt angebotenen 62 t Gold tatsächlich verkauft, und zwar zu Preisen zwischen \$153 und 185 je Unze. Der Marktpreis sank in der Folge auf rund \$175 je Unze. Unbegründete Gerüchte über Zentralbankkäufe zur Stützung des Marktes trieben den Preis im Februar auf eine Spitze von \$185 je Unze, doch schwächte sich die Nachfrage bald wieder ab, und bis Mitte April war die Notierung auf \$165 je Unze zurückgegangen. Abgesehen von einem kurzen Anstieg auf über \$170 je Unze gegen Ende Mai bewegte sich die Notiz sodann zwischen \$160 und 170, bis sie am 29. August erstmals seit Oktober 1974 wieder \$160 je Unze unterschritt. In dieser Zeitspanne — und zwar am 30. Juni — hielt das amerikanische Schatzamt eine zweite Auktion ab, bei der 16 t Gold zu \$165 je Unze verkauft wurden.



Darauf folgte die Washingtoner Übereinkunft des Interimsausschusses vom 31. August, deren Wirkung bald durch die Möglichkeit von Goldverkäufen der UdSSR zur Finanzierung von Weizenimporten verstärkt wurde, obwohl diese dann nicht in nennenswertem Umfang zustande kamen. Innerhalb von weniger als einem Monat sank der Marktpreis um mehr als \$30 je Unze auf ein Tief von \$128,75 am 23. September. Da Südafrika einen Teil seiner laufenden Produktion vom Markt

zurückhielt, erholte sich der Preis bis zum Monatsende auf über \$140 je Unze und schwankte während der restlichen Zeit des Jahres nur um einige Dollar über oder unter diesem Wert.

Im Anschluß an die Konferenz des Interimsausschusses auf Jamaika in der zweiten Woche des neuen Jahres, bei der die Pläne über Goldverkäufe des IWF bestätigt wurden, sank der Marktpreis erneut, bis er am 22. Januar \$124 je Unze erreichte. Dem folgte ein mäßiger Anstieg, und um Mitte März stand er bei rund \$134 je Unze. Die Unruhe auf den Devisenmärkten in Europa blieb ohne Auswirkungen auf den Goldmarkt, und angesichts der bevorstehenden Verkäufe des IWF sank der Preis auf rund \$128 je Unze im April.

Am 6. Mai 1976 gab der IWF Geschäftsgrundsätze und Verfahrensweisen für die öffentliche Versteigerung von einem Sechstel seiner Goldbestände (rund 778 t) innerhalb von vier Jahren zugunsten von Entwicklungsländern bekannt. Während der ersten beiden Jahre werden 16 Auktionen — jeweils im Abstand von rund 6 Wochen — stattfinden, auf denen jedesmal 24 260 kg Gold angeboten werden. Vor dem Inkrafttreten der vorgeschlagenen zweiten Änderung des IWF-Abkommens darf keine Regierung oder Währungsbehörde eines Fondsmitglieds direkt oder durch einen Agenten zu Preisen bieten, die mit dem IWF-Abkommen unvereinbar sind; die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich darf jedoch Gebote einreichen. Der Fonds behält sich das Recht vor, einzelne oder sämtliche Gebote zurückzuweisen. Für die erste Auktion am 2. Juni wurde der Grundsatz des Einheitspreises gewählt, d. h. es sollten alle Gebote zu oder über dem Preis, zu dem sich der Fonds zum Verkauf von Gold bereifindet, zum selben Preis bedient werden.

Diese Ankündigung wirkte sich auf dem Goldmarkt nur wenig aus, und Gold wurde am 7. Mai beim Londoner Morgen-„Fixing“ zu \$128,15 gehandelt, rund \$1 über dem Vortagesniveau. Bis zum Ende des Monats schwächte sich der Preis jedoch bis auf rund \$125 je Unze ab.

### **Das internationale Währungssystem**

An seiner im Januar 1976 auf Jamaika abgehaltenen Tagung erzielte der Interimsausschuß des Gouverneursrats des IWF in zahlreichen Fragen Übereinstimmung. Dazu zählten: die sechste allgemeine Überprüfung der Quoten der Mitgliedsländer, verbunden mit einer zeitweiligen Erhöhung ihrer bestehenden Ziehungsrechte; Maßnahmen zur Bereitstellung von Hilfe an Entwicklungsländer; eine Anzahl von Fragen, die die Organisation und Arbeitsweise des IWF betreffen; und, als wichtigste, einige der Grundregeln des Währungssystems. Viele der Beschlüsse bedingen eine Änderung des IWF-Abkommens, und eine grundlegende Neufassung ist nun zwecks Billigung durch die Parlamente an die Mitgliedstaaten gegangen.

Bezüglich der Quoten war bereits Anfang 1975 vereinbart worden, ihren Gesamtbetrag um 32½% auf SZR 39 Mrd. aufzustocken und dabei den Anteil der wichtigsten erdölexportierenden Länder von 5 auf 10% zu verdoppeln sowie den gesamten Anteil aller anderen Entwicklungsländer bei rund 22% zu halten. Dies kam einer Reduktion des Anteils der Gesamtheit der entwickelten Länder von 72 auf 68% gleich. Die beiden wichtigsten Herabsetzungen betreffen die Gesamtquoten-

Anteile der USA (von 22,9 auf 21,5%) und Großbritanniens (von 9,6 auf 7,5%). Vorkehrungen werden auch dafür getroffen, daß die Währungen aller Mitgliedsländer für Ziehungen beim Fonds verwendbar werden. Bis zum Inkrafttreten der neuen Quoten soll der Betrag der Kredittranche innerhalb der bestehenden Quoten um 45% angehoben werden.

Hinsichtlich der Maßnahmen zugunsten von Entwicklungsländern können drei Elemente unterschieden werden. Erstens wurde im August 1975 ein Subventionskonto geschaffen, das dazu dient, den durch die jetzige Situation am stärksten betroffenen Ländern bei Zinszahlungen für die Inanspruchnahme der IWF-Ölfazilität Hilfestellung zu gewähren. Zweitens wurde der Rückgriff auf die IWF-Fazilität zur kompensatorischen Finanzierung von Exporterlösausfällen liberalisiert. Ziehungen im Rahmen dieser Fazilität sind jetzt bis zu 75% der gesamten Quote eines Mitgliedslandes zulässig — gegenüber 50% vorher —, und die Nettoinanspruchnahme innerhalb von zwölf Monaten kann nun 50% — gegenüber 25% vorher — ausmachen. Drittens soll ein Sechstel des Bestandes an IWF-Gold — 25 Mio. Unzen — zu marktbezogenen Preisen verkauft und der den offiziellen Goldpreis übersteigende Erlös zugunsten von Entwicklungsländern verwendet werden. Derjenige Teil des Mehrerlöses, der dem Anteil der Entwicklungsländer an den Gesamtquoten entspricht, wird diesen direkt übertragen werden; der verbleibende Mehrerlös dient zur Finanzierung von Zahlungsbilanzkrediten zu günstigen Bedingungen an Entwicklungsländer mit niedrigem Pro-Kopf-Einkommen. Diese Zahlungsbilanzkredite sollen über einen vom IWF verwalteten Treuhand-Fonds laufen.

Was die vorgeschlagenen Änderungen der Regeln des Währungssystems betrifft, so müssen die jüngsten Entscheidungen im großen Zusammenhang der gegen Ende 1963 angelaufenen Bemühungen um die internationale Währungsneuordnung gesehen werden. Damals begannen die offiziellen Besprechungen auf Initiative der Finanzminister der Zehnergruppe, die ihre Stellvertreter mit einer „eingehenden Prüfung der Aussichten für das Funktionieren des internationalen Währungssystems und seines wahrscheinlichen Liquiditätsbedarfs in der Zukunft“ beauftragten. Von dieser Prüfung waren jedoch zwei Themen ausgenommen: der offizielle Goldpreis und die Freigabe der Wechselkurse. Man ging also davon aus, daß das Währungssystem weiterhin auf der Grundlage fester Wechselkurse ruhen und der Preis für Währungsgold weiterhin \$ 35 je Unze betragen würde. Viele Frustrationen der folgenden zwölf Jahre erklären sich aus dem fundamentalen Widerspruch zwischen dem Versuch einer Währungsreform einerseits und der von vornherein bestehenden Weigerung, den Goldpreis oder das Wechselkurssystem auch nur zu diskutieren.

1963 gab es zwei Meinungen zum Hauptproblem des Systems. Die eine, auf die sich die Finanzminister der Zehnergruppe in ihrem Auftrag an ihre Stellvertreter ausdrücklich bezogen, besagte, daß das Reservenwachstum möglicherweise ungenügend sei — mit anderen Worten: bei dem immer größeren Mangel an Währungsgold und der Entschlossenheit, seinen Preis nicht zu erhöhen, könnten die Dollarreserven nicht mehr im bisherigen Tempo zunehmen, und daher seien Mittel und Wege zu finden, um ein angemessenes Gesamtreservenwachstum auf andere Weise als durch Vergrößerung der Dollar- und Goldbestände sicherzustellen. Die andere Auffassung ging von dem anhaltenden Zahlungsbilanzdefizit der USA aus; ihr zufolge litt das

System primär unter dem Versagen dessen, was dann der Anpassungsprozeß genannt wurde, und insbesondere unter dem Unvermögen der USA, ihre Zahlungsbilanz anzupassen. Beide Probleme waren natürlich miteinander verknüpft, denn die USA konnten ihre Zahlungsbilanz nicht grundlegend ordnen, ohne den Dollarpriß des Goldes zu ändern.

In der zweiten Hälfte der sechziger Jahre gewann die erstgenannte Auffassung allmählich Oberhand, was in der Schaffung der Sonderziehungsrechte 1969 und in der anschließenden Zuteilung von SZR für  $\$9\frac{1}{2}$  Mrd. an Fondsmitglieder in den Jahren 1970–1972 seinen Ausdruck fand. Die Schaffung der SZR, die als zusätzliches Reservemedium gedacht waren, ohne dies ihrer Art nach eindeutig zu sein, fiel in eine Zeit, in der die Gesamtreserven in bis dahin nicht gekanntem Ausmaß zu wachsen begannen. In den ersten beiden Jahren des Bestehens der SZR nahmen die Devisenreserven, vor allem unter dem Einfluß eines riesigen Anstiegs des Zahlungsbilanzdefizits der USA, um  $\$49$  Mrd. zu, das sind mehr als 60% der Ende 1969 ausstehenden Gesamtreserven aller Art und das Achtfache der Zuteilungen von SZR für 1971 und 1972. Die explosionsartige Zunahme der Dollarreserven veranlaßte die US-Behörden zur Aufhebung der Konvertibilität im August 1971; wenige Wochen darauf wurde die zweite Phase der Reformdiskussionen eingeleitet, als der Gouverneursrat des IWF den Exekutivrat um Erstellung eines Berichts über „notwendige oder wünschenswerte Maßnahmen zur Verbesserung oder Reform des internationalen Währungssystems“ ersuchte. Im Juli 1972 wurde die Aufgabe der Formulierung und Aushandlung von Reformvorschlägen dem neugeschaffenen Zwanzigerausschuß übertragen.

Dieser hatte seine Arbeit kaum aufgenommen, als im März 1973 alle anderen wichtigen Währungen gegenüber dem US-Dollar zu floaten begannen. Der Ausschuß trug dieser neuen Lage umgehend Rechnung, indem er die Formel aufstellte, daß die „Wechselkursordnung im reformierten System weiter auf stabilen, wenn auch anpassungsfähigen Paritäten ruhen sollte“, mit der Ergänzung, daß „freischwankende Kurse jedoch in besonderen Situationen eine nützliche Technik darstellen können“. Dies bedeutete, daß das Ziel der Reform ein neues Paritätensystem blieb.

Abgesehen von dem neuartigen Gedanken, daß das reformierte System die Versorgung der Entwicklungsländer mit realen Ressourcen fördern helfen sollte, zeigten die dem Ausschuß vorliegenden Hauptvorschläge eine deutliche Verschiebung des Akzents gegenüber den früheren Diskussionen; sie befaßten sich weitgehend, auf die eine oder andere Art, mit der Verbesserung des Anpassungsprozesses. Doch kaum hatte der Ausschuß den Ministern einen Reformentwurf übergeben — einen Entwurf übrigens, der so viele Fragen aufwarf, wie er Antworten gab —, als der Ölpreis in die Höhe schnellte und praktisch keine andere Wahl ließ, als das Floating unbefristet fortzusetzen. Der Ausschuß gab den Versuch auf, sich auf ein reformiertes System zu einigen. Statt dessen unterbreitete er seine Vorstellungen über die mögliche Weiterentwicklung des Systems in Form einer revidierten Fassung seines Reformentwurfs und schlug vor, daß der IWF und seine Mitglieder in der Zwischenzeit den darin niedergelegten Zielen und Grundsätzen soweit als möglich nachkommen sollten. Ferner empfahl der Ausschuß die Einsetzung eines Interimsausschusses des Gouverneursrats des IWF mit beratenden Funktionen bei der Verwaltung und Anpassung des Währungssystems, bei der Behandlung von Vorschlägen des Exekutivrats zur Änderung des IWF-Abkommens und bei der Bewältigung

plötzlicher systembedrohender Störungen. Dementsprechend wurde der Interimsausschuß im September 1974 beauftragt, sich der unerledigten Traktanden des Zwanzigerausschusses anzunehmen.

Die diesbezügliche Arbeit des Interimsausschusses befaßte sich mit drei Hauptpunkten, die alle aus dem Reformentwurf des Zwanzigerausschusses stammten: der Wechselkursordnung; der Verringerung der Rolle des Goldes im Währungssystem; und der Schaffung von Vorkehrungen zur Förderung des Ziels, das SZR zum Hauptreservemedium des Systems zu machen. Wenn der Interimsausschuß somit auf Punkte zurückkam, die bereits früher ausführlich diskutiert worden waren, so gelangte er aber in wichtigen Punkten doch zu ganz anderen Schlußfolgerungen.

Insbesondere zeigte sich bei den Diskussionen des Ausschusses über die grundlegende Frage des zukünftigen Wechselkurssystems, daß die frühere Übereinstimmung, wonach man sich ein reformiertes System immer noch als ein — wenngleich flexibleres — Paritätensystem vorzustellen hatte, nicht mehr vorhanden war. Zwar hatte der Ausschuß zu Beginn seiner Arbeit im Januar 1975 den Exekutivrat ersucht, eine Änderung von Artikel IV des IWF-Abkommens vorzubereiten, um darin die einheitliche Auffassung des Zwanzigerausschusses über stabile, wenn auch anpassungsfähige Paritäten mit Kursfreigabe in besonderen Situationen zu verankern. Doch wurde diese bis dahin heilige Formel bald durch die Ansicht in Frage gestellt, daß die Wechselkurspolitik eines Landes entscheidender sei als seine Wechselkursordnung — mit anderen Worten: die einem Land durch seine Mitgliedschaft im IWF auferlegten Wechselkursverpflichtungen könnten unter Umständen genau so gut durch freie Kurse wie durch Paritäten erfüllt werden.

Für diese Auffassung setzte sich insbesondere die US-Regierung ein. Demgegenüber vertrat die französische Regierung die Ansicht, das Konzept des Zwanzigerausschusses für ein reformiertes Wechselkurssystem sei zu wenig strikt gewesen, und bewegliche Kurse sollten nur in Ausnahmefällen zulässig sein. Die meisten übrigen bedeutenden Länder lagen mit ihren Meinungen irgendwo zwischen diesen beiden Positionen. So sehr ihnen auch klar war, daß eine Rückkehr zu festen Wechselkursen in absehbarer Zeit nicht in Frage kam, so zögerten sie doch, sie als längerfristige Zielgröße oder Norm des Systems aufzugeben.

Schließlich erfolgte die Lösung dieser Frage im November 1975 in einer Konferenz der Regierungschefs der Vereinigten Staaten, Großbritanniens, Frankreichs, der Bundesrepublik Deutschland, Italiens und Japans in Rambouillet, wo sich die beiden Hauptkontrahenten, die USA und Frankreich, auf den Entwurf einer Neufassung von Artikel IV einigten, die dann mit relativ geringfügigen Änderungen von den übrigen Fondsmitgliedern gutgeheißen wurde. Nach dem neuen Artikel IV werden die Länder dem IWF jede beliebige Wechselkursregelung — mit festen oder freien Kursen — bekanntgeben können, ausgenommen Paritäten zu einer anderen Währung oder zum Gold. Ferner kann der IWF nach diesem Artikel mit einer Mehrheit von 85% der Gesamtstimmzahl „Vorkehrungen für generelle Wechselkursregelungen“ treffen oder feststellen, daß die Verhältnisse „die Einführung eines umfassenden Systems von Wechselkursregelungen auf der Basis stabiler, wenn auch anpassungsfähiger Paritäten erlauben“. Keinesfalls darf der IWF jedoch das Recht eines Landes einschränken, Wechselkursregelungen eigener Wahl zu haben.

Anstelle der früheren Verpflichtung zur Aufrechterhaltung fester Paritäten, die lediglich im Falle eines fundamentalen Ungleichgewichts geändert werden durften, legt der neue Text die „Verpflichtungen in bezug auf Wechselkursregelungen“ fest. Diesem zufolge werden die Länder es sich zur Aufgabe machen, mit dem IWF und untereinander zusammenzuarbeiten, „um geordnete Wechselkursregelungen sicherzustellen und ein stabiles Wechselkurssystem zu fördern“. Die Art und Weise, wie sie dies tun sollen, ist größtenteils sehr allgemein formuliert: beispielsweise sollen sie ein Wachstum ihrer Wirtschaft bei vernünftiger Preisstabilität anstreben und eine Manipulation der Wechselkurse unterlassen.

Entsprechend der Art der Verpflichtungen der Länder sind auch die Verantwortlichkeiten des Fonds in diesem Bereich ziemlich allgemein gehalten: er soll das Währungssystem „beaufsichtigen“, um sein gutes Funktionieren zu gewährleisten, und dafür sorgen, daß die Mitgliedsländer ihren Verpflichtungen nachkommen; eine „feste Überwachung“ der Wechselkurspolitik ausüben; sowie für alle Mitglieder „spezifische Verhaltensgrundsätze für diese Politik aufstellen“.

Die revidierten Wechselkursregelungen des IWF werden in ihrer Grundkonzeption das Gegenteil der früheren sein: im Bretton-Woods-System war der Wechselkurs eine feste Größe, die durch den Zwang zur Zahlungsbilanzdisziplin die binnenwirtschaftliche Stabilität sichern sollte. Nach der neuen Regelung wird Stabilität so verstanden, daß die Binnenwirtschaft der Ausgangspunkt ist, von dem her sich die Zahlungsbilanz bestimmt, ohne exogene Hilfestellung durch den Wechselkurs. Die neue Philosophie läßt sich auch so umschreiben, daß sich die Behörden grundlegenden Marktkräften nicht widersetzen werden. Was die Kräfte betrifft, denen sie sich widersetzen wollen, so einigten sich die Teilnehmer der Konferenz von Rambouillet darauf, daß ihre Währungsbehörden „gestörten Marktbedingungen oder unberechenbaren Wechselkursschwankungen entgegenwirken“ würden. Die tägliche gegenseitige telefonische Unterrichtung der Mitglieder des europäischen Währungsverbands über Marktlage und Interventionen wurde auf die USA sowie Kanada, Japan und die Schweiz ausgedehnt; ferner wurden regelmäßige Konsultationen sowohl zwischen den Finanzministern als auch zwischen ihren Stellvertretern vorgesehen. Im übrigen bleibt das Urteil darüber, ob die Marktverhältnisse gestört oder die Kursschwankungen unberechenbar sind, genauso jedem Land selbst überlassen wie die Entscheidung, ob interveniert oder in anderer Weise korrigierend eingegriffen werden soll. Solche Urteile haben oft eine unsichere Basis, und die USA haben jedenfalls klargestellt, daß das Abkommen keine grundlegende Änderung ihrer Politik der begrenzten Interventionen bedeutet. Das besagt mit anderen Worten, daß in amerikanischer Sicht die grundlegenden Marktkräfte weit mehr Faktoren — vor allem die Kapitalbewegungen — umfassen als nach der Betrachtungsweise vieler europäischer Länder, für die sich der Begriff „grundlegend“ vorwiegend auf die Leistungsbilanz bezieht.

Die Übereinstimmung des Ausschusses in der Frage des Goldes bedeutet zweifellos seine stufenweise Beseitigung aus dem formellen Währungssystem, d.h. aus dem IWF. Der Goldpreis wird abgeschafft, und Gold wird nicht mehr der gemeinsame Nenner für die Angabe von Währungswerten sein; alle bestehenden Verpflichtungen für die Verwendung von Gold in Transaktionen mit dem Fonds (z.B. für die Bezahlung von „Goldtranche“-Beiträgen) werden gelöscht; der Fonds wird

nicht mehr berechtigt sein, Gold im Austausch für Währungen, z.B. für die Rückzahlung von Ziehungen von Mitgliedern, entgegenzunehmen, es sei denn durch Beschluß einer Mehrheit von 85%; er wird ein Drittel seines Goldbestandes — 50 Mio. Unzen — abgeben, davon die Hälfte wie oben erwähnt zu marktbezogenen Preisen zugunsten von Entwicklungsländern, die andere Hälfte zu \$35 je Unze an alle Mitgliedsländer entsprechend ihren Quoten, und in seinen Goldgeschäften wird der IWF gehalten sein, den Preis nicht zu regulieren und auf dem Goldmarkt keinen festen Preis einzuführen. Ferner werden Vorkehrungen getroffen, die den Fonds durch Beschluß einer Mehrheit von 85% berechtigen würden, sein restliches Gold teilweise oder sogar ganz abzugeben.

Die Abschaffung des offiziellen Goldpreises bedeutet, daß es den Fondsmitgliedern dann theoretisch freigestellt sein wird, Goldgeschäfte mit wem auch immer und zu jedem beliebigen Preis durchzuführen. Ferner werden ihre Goldreserven infolge der Abgabe eines Teils des Fondsgoldes zunehmen. Die Länder der Zehnergruppe — denen 73% der Weltgoldreserven gehören — haben jedoch Vereinbarungen getroffen, die diese Freiheit zumindest für eine Anfangsperiode von zwei Jahren effektiv beschränken; sie werden erstens nichts unternehmen, um den Goldpreis zu fixieren, und zweitens dafür sorgen, daß ihre Bestände und die des Fonds zusammengenommen nicht über den Stand von Ende August 1975 hinaus zunehmen. Diese Absprache, der sich andere Fondsmitglieder anschließen können, läuft darauf hinaus, daß die Verwendung von Gold außerhalb des IWF beschränkt sein wird.

Das dritte Element der „Reform“ betrifft Maßnahmen, um die Verwendung des SZR zu fördern und es in den Mittelpunkt des Systems zu stellen. Erstens soll es die formelle Rechnungseinheit des Systems werden, in der eventuelle Paritäten ausgedrückt werden. Darüber hinaus sollen die Regeln für die Verwendung der SZR-Fazilität in einigen Punkten geändert werden. Das für ihre Benützung durch Fondsmitglieder geltende Kriterium des „Zahlungsbilanzbedarfs“ entfällt; die Möglichkeiten ihrer Heranziehung zu Fondstransaktionen werden vermehrt, z.B. für die Bezahlung von „Goldtranche“-Beiträgen. Doch die Begrenzungen der Annahmepflicht bleiben ebenso bestehen wie die Regeln über die teilweise Rekonstitution der SZR-Bestände nach Verwendung, obwohl diese Regeln nunmehr mit einer Mehrheit von 70% geändert werden können. Von größerer Bedeutung ist, daß der Anteil des SZR an den Reserven derzeit sehr gering ist, daß gegenwärtig keine weiteren Zuteilungen vorgesehen sind und daß in der Zwischenzeit die Reservenzuwächse wie bisher hauptsächlich aus Devisen bestehen.

Die Unterschiede zwischen dem Bretton-Woods-System und der neuen Regelung sind in Theorie und Praxis komplexer, als manchmal zugegeben wird. Dies gilt im besonderen für die Wechselkursordnung, die den Ländern die Wahl zwischen festen und flexiblen Wechselkursen lassen wird; mit anderen Worten: das Floating ist nur eine der Möglichkeiten. Und was die Praxis betrifft, so sind die jetzigen Regelungen alles andere als ein Nebeneinander von individuell schwankenden Kursen. Tatsächlich sind die meisten Fondsmitglieder seit März 1973 dabei geblieben, ihre Währungen in der einen oder anderen Weise zu binden. So sind heute 53 Währungen an den Dollar, 13 an den französischen Franken und 5 an das Pfund Sterling gebunden. Ferner gibt es die sechs europäischen Währungen, die am Gruppenfloating

gegenüber dem US-Dollar teilnehmen, wobei sie eine Bandbreite von  $2\frac{1}{4}\%$  zu beiden Seiten ihrer rechnerischen Paritäten zueinander einhalten. Zwölf Fondsmitglieder haben für ihre Währungen eine Relation zum SZR. Das gegenwärtige System ist also primär eines von Floatingblöcken, neben denen es einige wichtige Währungen mit einem autonomen Floating gibt.

Das Ergebnis der Arbeit des Interimsausschusses wurde mancherorts als mit dem Bretton-Woods-Abkommen vergleichbar und als Wegbereiter einer neuen politischen und monetären Ära bezeichnet. Eine andere Meinung brachte der Geschäftsführende Direktor des IWF zum Ausdruck, der von der vorgeschlagenen Neufassung sagte, durch sie werde „das IWF-Abkommen in jeder Hinsicht auf den jetzigen Stand der Verhältnisse gebracht“. Mit anderen Worten: der Fonds hat sich der Welt angepaßt, nicht umgekehrt. Oder, um es noch deutlicher zu sagen: man sollte von den Beschlüssen von Washington, Rambouillet und Jamaika keine allzu großen Änderungen in der Arbeitsweise des internationalen Währungssystems erwarten.

## VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

### 1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum eine aktive Rolle bei der Förderung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken gespielt. Neben den regelmäßigen Treffen der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppenländer und der Schweiz und den Verwaltungsratssitzungen organisierte sie periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten, die sich mit der Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Eurogeldmarktes befaßten sowie den Gedanken- und Informationsaustausch über eine Reihe von anderen Fragen wirtschaftlicher, monetärer, technischer und juristischer Art pflegten, die für die Zentralbanken von Interesse sind.

Wie schon im Vorjahr war die Bank an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. Im Anschluß an die Sitzung des Ausschusses vom 31. August 1975 in Washington erklärte sich die Bank einverstanden, im Zusammenhang mit den Vereinbarungen der Zehnergruppenländer über ihre zukünftigen Goldtransaktionen als Meldestelle zu fungieren.

Nach wie vor erfüllte die Bank 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. Von den letztgenannten sind insbesondere zu nennen: der Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten, der für diese systematisch Berichte als Diskussionsgrundlage erstellt; eine Gruppe für Spezialfragen in bezug auf die Devisenmärkte, die Interventionspolitik auf diesen Märkten und EG-Kredite (EG-Wechselkurssystem, Gemeinschaftsanleihen usw.); eine Gruppe, die beauftragt ist, periodisch die Währungslage in den Mitgliedstaaten und die Probleme der Koordinierung der Geldpolitik der einzelnen Länder zu untersuchen; eine Gruppe für die Harmonisierung der von den EG-Staaten angewandten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß der EWG wie dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich); eine Gruppe, die sich mit der Ausarbeitung eines Personalstatuts für den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit befaßte (diese Arbeiten wurden vor kurzem abgeschlossen); und ein im Sommer 1975 eingesetzter Ad-hoc-Ausschuß zur Untersuchung der Probleme, die durch die Vorbereitung amerikanischer Gesetzesregelungen für die Tätigkeit ausländischer Banken in den Vereinigten Staaten aufgeworfen werden.

Diese Ausschüsse und Gruppen hielten 1975/76 zahlreiche ordentliche und außerordentliche Sitzungen ab, die meistens in Basel stattfanden und gewöhnlich der Vorbereitung von Sitzungen der Zentralbankpräsidenten dienten. Diese Vorarbeit ermöglichte es den Zentralbankpräsidenten, zahlreiche Beschlüsse zu fassen und für die Finanzminister der EWG-Länder oder für Währungsbehörden außerhalb der Gemeinschaft Berichte und Stellungnahmen vorzulegen, bei denen es insbesondere um das Wechselkurssystem der Gemeinschaft (Funktionsweise; Anpassung; eventuelle Assoziierung anderer Staaten; Verstärkung und geographische Erweiterung des gemeinsamen Vorgehens von Zentralbanken auf dem Gebiet der Interventionspolitik), die Durchführung finanzieller Operationen im Zusammenhang mit den Gemeinschaftsanleihen, die Koordinierung der Bankenaufsicht und die möglichen Konsequenzen der in den USA in Angriff genommenen Gesetzesregelungen für die dortigen Niederlassungen europäischer Banken ging.

Ferner stellt die Bank weiterhin das Sekretariat des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer im Dezember 1974 eingesetzt haben. Darüber hinaus erfüllt sie nach wie vor den Auftrag der Minister der Zehnergruppenländer vom August 1964, 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. Außerdem führt sie seit Jahren als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die Eurogeldmarktstatistik. Auch an anderen Arbeiten der Zehnergruppe und der OECD wirkte sie mit.

Schließlich erfüllt die Bank nach wie vor Sekretariatsfunktionen für die EDV-Fachleute der Zentralbanken der Zehnergruppenländer, die Sitzungen sowohl in der BIZ wie auch in verschiedenen Notenbanken abhielten, um Meinungen und Informationen über den Einsatz und die Entwicklung von Computer-Hardware und -Software auszutauschen, und unterstützte sie hierbei und in damit zusammenhängenden Angelegenheiten. Die Experten haben die Veränderungen auf dem Gebiet der Mechanismen für internationale Zahlungen und die im Rahmen der International Standards Organisation laufenden Arbeiten zur diesbezüglichen Standardisierung genau verfolgt. Besondere Aufmerksamkeit widmeten sie den Sicherheits- und Zuverlässigkeitsaspekten elektronischer Systeme für Mitteilungen finanzieller Art und Zahlungen. Die Arbeiten wurden auf eine eingehendere Prüfung der wahrscheinlichen wirtschaftspolitischen Gesamtkonsequenzen möglicher neuer Entwicklungen im Zahlungsbereich sowie von Einzelfragen in bezug auf Zahlungsanweisungen, Verfahren zur Authentifizierung übermittelter Nachrichten usw. ausgedehnt. Während des Jahres wurden Vorkehrungen für die experimentelle Errichtung einer elektronischen Datenbank zur Speicherung gesamtwirtschaftlicher Daten insbesondere aus dem monetären Bereich getroffen, die für die daran beteiligten Zentralbanken von Bedeutung sind. Dieses Experiment wird den Austausch neuester Informationen zwischen den Zentralbanken und der BIZ und dabei auch ein Urteil über den Nutzen einer solchen Einrichtung für beide Seiten ermöglichen.

## 2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1976 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken\* erstellt.

\* \* \*

Die Bilanzsumme per 31. März 1976 erreichte den Rekordstand von Fr. 43 425 770 553  
 gegenüber einer Vorjahressumme von Fr. 41 940 402 173  
 Der Zuwachs von Fr. 1 485 368 380  
 (3,5%) liegt deutlich unter dem des vorangegangenen Geschäftsjahres (Fr. 10 325 Mio. oder 32,7%).

**BIZ: Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren**

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme		Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent	
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	
1976	43 426	+ 1 486	+ 4	

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- die Werte, die die Bank aufgrund ihrer Funktionen (als Pfandhalter, Treuhänder oder Zahlungsagent) im Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwaltet oder verwahrt;
- die Forderungen und Verbindlichkeiten, die sich aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit im Zusammenhang mit Kreditaufnahmen der Gemeinschaft ergeben;
- das für Rechnung Dritter verwahrte Gold (am Ende des Geschäftsjahres Fr. 1 160 Mio., verglichen mit Fr. 1 091 Mio. an seinem Beginn).

\* „Franken“ (abgekürzt: Fr.) bedeutet in diesem Kapitel, sofern nichts anderes angegeben wird, stets Goldfranken. Der Goldfranken entspricht 0,29032258 ... Gramm Feingold - Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 1 = 0,736 662 Gramm Feingold, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Leit- bzw. Marktkursen gegenüber dem US-Dollar umgerechnet.

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
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
1976*	1 253	41 617	556	43 426

\* 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(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. 52,4 Mio. aus dem Reingewinn von 1975/76 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) Fr. 423 847 193  
verglichen mit vorher Fr. 371,4 Mio.

3. Besonderer Dividenden-Reservefonds Fr. 75 175 781

Dieser Fonds hat sich nicht verändert.

4. Freier Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 78,6 Mio. aus dem Reingewinn von 1975/76 Fr. 423 118 200  
verglichen mit vorher Fr. 344,5 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1975/76 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 952 211 487  
verglichen mit vorher Fr. 821,2 Mio. (Erhöhung: Fr. 131 Mio., gegenüber Fr. 118 Mio. im Geschäftsjahr 1973/74 und Fr. 155 Mio. im Geschäftsjahr 1974/75).

c) Verschiedenes Fr. 445 658 395

verglichen mit Fr. 265,7 Mio. am 31. März 1975; die Zunahme um Fr. 180 Mio. beruhte im wesentlichen auf buchungstechnischen Berichtigungen, die dadurch notwendig wurden, daß verschiedene Goldswaps zu marktnahen Preisen abgeschlossen

wurden, also auf einer von den in der Fußnote auf Seite 126 angegebenen Konversionsgrundsätzen abweichenden Basis.

d) Rückstellungen für Bauvorhaben Fr. 62 965 885

verglichen mit Fr. 90,6 Mio. Die Verringerung um Fr. 27,6 Mio. ergibt sich aus Aufwendungen von Fr. 26,1 Mio. und einer Wechselkursdifferenz von Fr. 1,5 Mio.

e) Gewinn- und Verlustrechnung (vor Gewinnverwendung) Fr. 178 876 749

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1975/76. Er liegt um Fr. 3,2 Mio. unter dem des vorangegangenen Geschäftsjahres, der den Rekordbetrag von Fr. 182,1 Mio. erreicht hatte. Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns von 1975/76, auf die zum ersten Mal die neuen Bestimmungen von Artikel 51 der Statuten in der von der außerordentlichen Generalversammlung vom 8. Juli 1975 gebilligten Form Anwendung finden, sind in Abschnitt 6 dieses Kapitels enthalten; diese Vorschläge, auf die bereits mehrfach im Zusammenhang mit den Reserven Bezug genommen worden ist, sehen insbesondere die Verwendung von Fr. 47 876 749 (Vorjahr: Fr. 27,1 Mio.) für die am 1. Juli 1976 zu zahlende Dividende von sfr 100 je Aktie vor.

## B. Fremde Mittel

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

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1975	1976	
Millionen Franken			
Einlagen von Zentralbanken . . . . .	38 861	39 976	+ 1 115
Einlagen von anderen Einlegern . . . . .	909	1 641	+ 732
Wechsel . . . . .	665	—	— 665
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>40 435</b>	<b>41 617</b>	<b>+ 1 182</b>

Die Einlagen von Zentralbanken haben sich prozentual nur wenig erhöht (2,9%). Der Zuwachs bestand hauptsächlich aus US-Dollar; demgegenüber nahmen die auf Schweizer Franken und in geringerem Ausmaß die auf Deutsche Mark lautenden Verbindlichkeiten ab.

Die Veränderungen in den beiden anderen Kategorien hoben sich praktisch auf: während sich die Einlagen von „anderen Einlegern“ fast verdoppelten, wofür vor allem vom Markt erhaltene Dollarmittel maßgeblich waren, hörte der Posten „Wechsel“ zu bestehen auf, nachdem im Januar und Februar der noch offene Betrag der auf Schweizer Franken lautenden Wechsel, die die Bank an Geschäftsbanken ausgegeben hatte, nicht mehr erneuert worden war; die Bilanz hatte diesen erstmals im Juni 1963 ausgewiesenen Posten seit damals praktisch ohne Unterbrechung enthalten.

Innerhalb der gesamten Fremdmittel behielten die Einlagen von Zentralbanken ihren dominierenden Anteil von 96%.

BIZ: Fremdmittel (Laufzeit und Sachkategorien)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Wechsel		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1975	1976		1975	1976		1975	1976	
Millionen Franken									
Auf Sicht . . . . .	3 079	2 568	- 511	365	682	+ 317	-	-	-
Bis zu 3 Monaten . . . . .	481	642	+ 161	29 197	30 233	+ 1 036	665	-	- 665
Mehr als 3 Monate . . . . .	9	310	+ 301	6 639	7 182	+ 543	-	-	-
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>3 569</b>	<b>3 520</b>	<b>- 49</b>	<b>36 201</b>	<b>38 097</b>	<b>+ 1 896</b>	<b>665</b>	<b>-</b>	<b>- 665</b>

Der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln ist erneut, wenn auch diesmal nur sehr wenig, gesunken.

a) Goldeinlagen Fr. 3 519 616 019

verglichen mit Fr. 3 569 Mio. am Beginn des Geschäftsjahres; die Verringerung beträgt Fr. 49 Mio. Die Abnahme der Sichtguthaben um Fr. 511 Mio., die durch Abhebungen von Zentralbanken bedingt war, wurde nur teilweise durch Übertragungen auf Terminkonten kompensiert.

b) Währungseinlagen Fr. 38 096 738 893

verglichen mit Fr. 36 201 Mio. am 31. März 1975. Der Anstieg um Fr. 1 896 Mio. (5,2%) bestand nur zu einem Sechstel aus Sichteinlagen, die sich dennoch fast verdoppelten; der Rest entfiel auf Einlagen bis zu drei Monaten und zu einem geringeren Teil auf Einlagen von mehr als drei Monaten.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1975		1976			
Millionen Franken						
<b>Kassenmittel</b>						
Gold . . . . .	4 122		3 993		- 129	
Währungen . . . . .	87	4 209	72	4 065	- 15	- 144
Schatzwechsel (Währungen) . . . . .		515		289		- 226
<b>Terminguthaben und Kredite</b>						
Gold . . . . .	104		49		- 55	
Währungen . . . . .	31 782	31 886	34 530	34 579	+ 2 748	+ 2 693
Sonstige Wertpapiere (Währungen)		5 143		4 463		- 680
<b>Zusammen</b>						
Gold . . . . .	4 226		4 042		- 184	
Währungen . . . . .	37 527	41 753	39 354	43 396	+ 1 827	+ 1 643

a) Gold Fr. 3 992 834 022

verglichen mit Fr. 4 122 Mio. am Beginn des Geschäftsjahres. Es handelt sich ausschließlich um Goldbarren. Die geringe Abnahme um Fr. 129 Mio. beruht darauf, daß die Bank per saldo Gold für Swaps gegen Devisen verwendete und, wie erwähnt, Goldeinlagen zurückzahlte. Die Wirkung dieser zwei Kategorien von Geschäften wurde jedoch dadurch gemildert, daß Goldanlagen fällig wurden. Andererseits hat sich der als Pfand reservierte Teil des Goldbestandes (vgl. Anmerkung 3 zur Bilanz) im Laufe des Geschäftsjahres von Fr. 334 auf 700 Mio. und damit um Fr. 366 Mio. erhöht.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 71 791 282  
 verglichen mit Fr. 87 Mio. (Abnahme: Fr. 15 Mio.).

c) Schatzwechsel Fr. 289 001 315  
 verglichen mit Fr. 515 Mio. (Abnahme: Fr. 226 Mio.).

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 34 578 489 352  
 verglichen mit Fr. 31 886 Mio. Der Zuwachs von Fr. 2 693 Mio. (8,4%) liegt deutlich über dem Zuwachs der Gesamtaktiva, da alle übrigen in der obigen Tabelle aufgeführten Posten zurückgingen.

Die Goldkomponente dieser Forderungen verringerte sich von Fr. 104 auf 49 Mio., da die Bank wie erwähnt Goldtermineinlagen auslaufen ließ.

Die Währungskomponente wuchs ziemlich stark von Fr. 31 782 auf 34 530 Mio. (Zuwachs: Fr. 2 748 Mio.). Dieser Anstieg, der hauptsächlich Forderungen in US-Dollar betraf, ist darauf zurückzuführen, daß zahlreichen Zentralbanken Fazilitäten eingeräumt sowie zusätzliche Anlagen auf verschiedenen Märkten vorgenommen wurden. Wie auf der Passivseite verringerten sich die Anlagen vor allem in Schweizer Franken, aber auch in Deutschen Mark.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 4 463 458 413  
 verglichen mit Fr. 5 143 Mio. Die Abnahme um Fr. 680 Mio. (13,2%) entspricht im wesentlichen der Differenz zwischen dem Betrag fällig gewordener Depositenzertifikate von Banken und dem Erwerb anderer Wertpapiere.

In der folgenden Tabelle sind die „Terminguthaben und Kredite“ und die „Sonstigen Wertpapiere“ nach der *Laufzeit* gegliedert. Aus der Tabelle wird ersichtlich, daß fast der gesamte Anstieg auf Anlagen bis zu drei Monaten entfiel.

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

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1975	1976	
Millionen Franken			
Bis zu 3 Monaten . . . . .	27 546	29 493	+ 1 947
Mehr als 3 Monate . . . . .	9 483	9 549	+ 66
Zusammen . . . . .	37 029	39 042	+ 2 013

f) Verschiedenes

Fr. 30 196 168

verglichen mit Fr. 187 Mio. Die starke Abnahme um Fr. 157 Mio. hat buchungs-technische Gründe, auf die schon beim Passivposten „Verschiedenes“ hingewiesen wurde.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen positiven Saldo (zu erhaltendes Gold) von Fr. 174 708 398, verglichen mit einem ebenfalls positiven Saldo von Fr. 40 Mio. Ende März 1975. Die — prozentual bedeutende — Zunahme um Fr. 135 Mio. beruht auf dem bereits im Zusammenhang mit dem Goldbestand (Abschnitt a) erwähnten Nettoverkauf von Gold gegen Devisen im Rahmen von Swapgeschäften, also mit Rückkauf per Termin.

3. Die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

In Übereinstimmung mit den bestehenden Vereinbarungen war die Bank 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 Äußerer Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) sowie der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig.

Bei der Dawes-Anleihe sind alle ausstehenden Konversionsschuldverschreibungen im Oktober 1969 und alle ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen im Oktober 1972 fällig geworden. Entsprechend Artikel 16 der Allgemeinen Schuldverschreibung der Dawes-Anleihe vom 10. Oktober 1924 hat der Treuhänder an die deutsche Bundesregierung alle Beträge zurückgezahlt, die bis zum 30. September 1975 nicht von Inhabern ausstehender Konversionsschuldverschreibungen und dazugehöriger Zinsscheine beansprucht worden sind.

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

Ausgabe	Währung	Einlösungswert*			Verbleibende Schuld
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		
			1958/59 bis 1974/75	1975/76	
Amerikanische . . .	\$	67 086 000	17 901 000	1 618 000	47 567 000
Belgische . . . . .	bfr	202 870 000	51 974 000	4 762 000	146 134 000
Britische . . . . .	£	20 666 300	5 286 300	485 200	14 894 800
Deutsche . . . . .	DM	14 509 000	3 603 000	307 000	10 599 000
Französische . . . .	ffr	501 900 000	129 669 000	11 916 000	360 315 000
Niederländische . .	hfl	52 590 000	13 250 000	1 204 000	38 126 000
Schwedische . . . .	skr	92 780 000	24 056 000	2 210 000	66 514 000
Schweizerische . . .	sfr	58 393 000	14 727 000	1 309 000	42 357 000

\* Einlösungswert am 1. Mai 1976 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 späterer Änderung — von Leitkursen für verschiedene Emissionswährungen.

Das Finanzjahr 1975/76 der Young-Anleihe ging am 1. Juni 1976 zu Ende. Die Zinsen für das Finanzjahr im Gegenwert von rund Fr. 25,1 Mio. wurden der Bank ordnungsgemäß gezahlt und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Die Tilgung von Konversionsschuldverschreibungen für das Finanzjahr 1975/76 erfolgte teilweise durch Käufe am Markt und teilweise durch eine Auslosung. Alle ausstehenden Fundierungsschuldverschreibungen wurden am 1. Dezember 1972 getilgt. Die Endfälligkeit für die Konversionsschuldverschreibungen ist der 1. Juni 1980.

Die Frage, ob die im Londoner Abkommen enthaltene Währungsgarantie für die Young-Anleihe im Falle der Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969 anwendbar ist, wurde im Mai 1971 dem im Abkommen vorgesehenen Schiedsgerichtshof unterbreitet; das Schiedsverfahren läuft. Die später entstandene Frage, ob die Währungsgarantie 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 die 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
			1959-1974	1975	
Amerikanische . . . . .	\$	1 667 000	1 293 000	103 000	271 000
Britisch-niederländische	£	856 600	640 700	51 400	164 500
Schweizerische . . . . .	sfr	7 102 000	4 723 000	429 000	1 950 000

#### 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.

Im Geschäftsjahr 1975/76 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 8 Mio. für Zinsen und von rund Fr. 32 Mio. für Tilgungen entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 146 Mio. vermindert.

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 1976 noch nicht getilgt		
1	1954	USA	US-Regierung	\$ 100 000 000	25 000 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	75 600 000	3½	1982
3	1955	Deutschland (BR)	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf <sup>1</sup>	DM 50 000 000	12 392 600	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000 lfr 5 000 000	7 560 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	DM 2 977 450 <sup>2</sup>	404 933	4½	1977
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	—	4¼	1974
7	1957	USA	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	—	5½	1975
8			Kapitalmarktemission	\$ 7 000 000	—	5	1962
9			Verschiedene Banken	\$ 3 000 000	—	5	1962
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	46 005 703	5%	1982
11	1958	USA	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	7 400 000	5	1979
12			Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4½	1963
13			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	8 500 000	5%	1980
14	1960	USA	Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000 \$ 3 300 000 \$ 3 400 000	— — —	4% 4% 5	1963 1964 1965
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	60 818 219	5%	1986
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	19 850 000	4%	1981

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

### 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, doch hat sich ihr Aufgabenkreis infolge der ersten Gemeinschaftsanleihen vom März und April 1976 — deren Abwicklung dem Fonds übertragen worden ist — ausgeweitet.

Als technischer Agent des Fonds hat die Bank somit nunmehr Aufgaben von zweierlei Art: einmal besorgt sie die Buchungen für das im April 1972 in der Gemeinschaft eingeführte Wechselkurssystem, und zum anderen erfüllt sie die neuen Funktionen bei der finanziellen Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen.

Bezüglich des ersten Punktes hat die Bank im wesentlichen die Konten des Fonds zu führen und darauf die folgenden Vorgänge und Positionen festzuhalten:

- die Verbindlichkeiten und Forderungen der am europäischen Währungsverbund beteiligten EWG-Zentralbanken gegenüber dem Fonds aus ihren Interventionen in Währungen von Mitgliedsländern zur Einhaltung einer Schwankungsbreite für ihre gegenseitigen Wechselkurse von höchstens 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 (nur bis Dezember 1974; in jenem Monat wurde der Währungsbestand, den die italienische Zentralbank in den neun vorangegangenen Monaten erhalten hatte, in einen mittelfristigen Bestand umgewandelt).

Die Anzahl der Buchungen variierte im Geschäftsjahr 1975/76 recht beträchtlich, je nachdem, in welcher Verfassung sich die Devisenmärkte der am Währungsverbund teilnehmenden EWG-Länder befanden und inwieweit diese in Dollar intervenierten (solche Interventionen werden beim Fonds nicht verbucht).

In ihrer neuen Funktion als Agent des Fonds für die Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen aufgrund der Verordnungen und Entscheidungen des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom Februar 1975 und März 1976 hat die Bank hauptsächlich

- Zahlungen auszuführen, die mit diesen Kreditoperationen zusammenhängen;
- die erforderlichen Konten des Fonds zu eröffnen und diese Zahlungen darauf zu verbuchen;
- die in den Schuld- und Darlehensverträgen festgelegten Fälligkeiten von Zins- und Tilgungszahlungen zu überwachen;
- die Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die für die EWG durchgeführten Operationen zu unterrichten.

Die obenerwähnten Zahlungen laufen über die Konten, die der Fonds bei der Bank auf seinen Namen eröffnet hat; diese sind jedoch lediglich Durchlaufkonten, denn die Mittel, die dem Fonds im Rahmen der von der Gemeinschaft abgeschlossenen Kreditaufnahmevereinbarungen zufließen, werden am selben Wertstellungstag auf das Konto übertragen, das die Notenbank des den entsprechenden Kredit empfangenden Landes bezeichnet.

Die ersten Kreditaufnahmen der Gemeinschaft beliefen sich auf den Gegenwert von rund US-\$ 1,3 Mrd.; zehn Dreizehtel dieser Summe wurden Italien, drei Dreizehtel Irland zur Verfügung gestellt.

## **6. Der Reingewinn und seine Verwendung**

Das am 31. März 1976 abgelaufene sechsendvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 184 464 774 (im Vorjahr: Fr. 187 622 476; 1973/74: Fr. 168 212 066). Die Abnahme im Berichtsjahr ist vor allem darauf zurückzuführen, daß die durchschnittliche Marge zwischen den Zinssätzen, die die Bank für ihre Anlagen in Währungen erhielt, und denen, die sie für Einlagen ihrer Kunden zu zahlen hatte, sich verringerte und daß die Verwaltungskosten der Bank stiegen.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 5 588 025 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Die Rückstellung für Bauvorhaben wird dieses Jahr nicht dotiert. Nach der obengenannten Zuweisung verblieb ein Reingewinn von Fr. 178 876 749 (im Vorjahr: Fr. 182 063 281; 1973/74: Fr. 145 063 281). Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 178 876 749 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 47 876 749 zur Zahlung der Dividende von sfr 100 je Aktie;
2. Fr. 52 400 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. Fr. 78 600 000 — den Rest des verfügbaren Reingewinns — zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Die Empfehlung des Verwaltungsrats zur Zahlung einer Dividende von sfr 100 je Aktie — für das vorangegangene Geschäftsjahr waren sfr 75,05 je Aktie ausgeschüttet worden — läßt den für Dividendenempfehlungen des Verwaltungsrats nunmehr bestehenden größeren Spielraum erkennen, der sich aus der Änderung von Artikel 51 und 52 der Statuten gemäß Beschluß der außerordentlichen Generalversammlung vom Juli 1975 ergibt.

Bei Annahme der obengenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1976 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1976 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Rückstellung für Bauvorhaben während des Geschäftsjahres befinden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der darauf bezüglichen Anmerkungen eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1976 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

## **7. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion**

Baron Ansiaux wurde im Juli 1975, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 7. August 1975, gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Cecil de Strycker, Gouverneur der Belgischen Nationalbank, wiedervernannt.

Im August 1975 wurde Herr Dr. Paolo Baffi als Nachfolger von Herrn Dr. Guido Carli zum Gouverneur der Bank von Italien bestellt, womit er ex officio auch dessen Sitz im Verwaltungsrat übernahm. In der Sitzung vom 14. Oktober 1975 sprach der Vorsitzende Herrn Dr. Carli den aufrichtigen Dank und die hohe Anerkennung aller Verwaltungsratsmitglieder für sein außerordentlich verdienstvolles Wirken während einer Amtszeit von mehr als fünfzehn Jahren aus.

In derselben Sitzung gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Baffi das durch seine Ernennung zum Gouverneur der Bank von Italien frei gewordene Verwaltungsratsmandat gemäß Artikel 27(2) und 28 der Statuten für die Restlaufzeit bis zum

7. November 1975 und eine weitere Dreijahresperiode auf Herrn Dr. Antonino Occhiuto übertragen hatte. Ferner teilte er mit, daß Herr Dr. Baffi Herrn Dr. Rinaldo Ossola, der bereits Stellvertreter von Herrn Dr. Carli gewesen war, und Herrn Dr. Mario Ercolani als Nachfolger von Herrn Prof. Francesco Masera zu seinen Stellvertretern ernannt hatte. Der Vorsitzende sprach Herrn Prof. Masera die Anerkennung der Bank für seine wertvolle Tätigkeit während einer Periode von fast sieben Jahren aus.

In der Verwaltungsratssitzung vom 9. Dezember 1975 teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Dr. Karl Klasen, Präsident der Deutschen Bundesbank, Herrn Dr. Johann Schöllhorn als Nachfolger von Herrn Dr. Leonhard Gleske in den Verwaltungsrat berufen hatte. Diese Ernennung erfolgte gemäß Artikel 27(2) und 28 der Statuten für eine Periode von drei Jahren bis zum 31. Dezember 1978. Der Vorsitzende dankte Herrn Dr. Gleske für sein außerordentlich wertvolles Wirken während seiner über fünfjährigen Amtszeit.

Herr Dr. Jelle Zijlstra, der aufgrund von Artikel 27(3) der Statuten in den Verwaltungsrat gewählt worden war, wurde vor Ablauf seines am 31. März 1976 endenden Mandats in der Verwaltungsratssitzung vom 9. März 1976 wiedergewählt.

In derselben Sitzung teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Dr. Klasen Herrn Dr. Leonhard Gleske mit Wirkung vom 1. April 1976 als Nachfolger von Herrn Johannes Tüngeler zu seinem Stellvertreter ernannt hatte. Er brachte Herrn Tüngeler die Anerkennung der Bank für seine wertvolle Tätigkeit während seiner nahezu siebenjährigen Amtszeit zum Ausdruck.

Herr Dr. Milton Gilbert, seit 1960 Volkswirtschaftlicher Berater der Bank und Chef ihrer Währungs- und Wirtschaftsabteilung, trat Ende Dezember 1975 in den Ruhestand. In der Sitzung vom 9. Dezember 1975 würdigte der Vorsitzende namens aller Mitglieder des Verwaltungsrats die bedeutenden Fähigkeiten und die große fachliche Kompetenz, die Herr Dr. Gilbert bei der Erfüllung seiner wichtigen Funktionen für die Bank stets bewiesen hatte. In der Sitzung vom Oktober 1975 ernannte der Verwaltungsrat Herrn Prof. Dr. Alexandre Lamfalussy mit Wirkung vom 1. Januar 1976 zum Volkswirtschaftlichen Berater und Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung.

In der Sitzung vom 9. März 1976 brachte der Vorsitzende den Beschluß der Bank zur Kenntnis, die Herren Dr. Warren D. McClam und Michael G. Dealtry mit Wirkung vom 1. April 1976 zu Stellvertretenden Direktoren zu befördern.

\* \* \*

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank die Nachricht vom Ableben von Herrn Dr. Johan Willem Beyen am 29. April 1976 auf. Herr Dr. Beyen war von Mai 1935 bis Mai 1937 Stellvertretender Präsident der Bank und von Mai 1937 bis Ende Dezember 1939 ihr Präsident gewesen.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die konjunkturelle Erholung ist jetzt in den westlichen Industrieländern recht weit vorangeschritten. Nichts deutet auf eine bevorstehende vorzeitige Verlangsamung hin; einige der führenden Länder scheinen sogar an der Schwelle eines neuen Booms zu stehen. Die großen langfristigen Probleme sind jedoch nicht gelöst. Die Inflation bewegt sich mit wenigen Ausnahmen nach wie vor in Rekordhöhen, die Arbeitslosigkeit bleibt ein großer Sorgenpunkt, und es bestehen ernste Zweifel, ob die Investitionen so gesteigert werden können, wie es für ein befriedigendes langfristiges Wachstum erforderlich ist. Mehrere Gründe sprechen dafür, daß die Produktionskapazitäten verhältnismäßig rasch erweitert werden müssen: nur so dürften die sozialen Erwartungen in den Industrieländern zu erfüllen sein; nur so läßt sich die Arbeitslosigkeit vermindern; und nur so können die Industrieländer die Güter und Leistungen bereitstellen, die sie an das Ausland übertragen müssen, um die in den letzten Jahren eingetretene Verschlechterung ihrer Terms of trade zu kompensieren und zugleich den Lebensstandard in den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern verbessern zu helfen.

Die Wirtschaftspolitik muß unter diesen Umständen ein doppeltes Ziel verfolgen: erstens das Wachstum der volkswirtschaftlichen Gesamtausgaben fest unter Kontrolle zu halten und zweitens innerhalb dieser Ausgaben den Anteil der Investitionen zulasten des Verbrauchs zu steigern.

Wie muß die Wirtschaftspolitik angelegt sein, wenn dies erreicht werden soll?

Das erstgenannte Ziel wäre vor allem Sache der *Geldpolitik*. In vielen Ländern scheint die reale Geldausweitung bisher geringer gewesen zu sein als in der entsprechenden Phase des vorangegangenen Zyklus. Das ist beruhigend — aber nur bis zu einem gewissen Grad. Erstens wurde das Ziel der Mäßigung nicht in allen Ländern erreicht. Zweitens besteht jetzt die Gefahr, den Fehler aus dem vorangegangenen Zyklus zu wiederholen, in dem die monetäre Aufblähung nicht so sehr im Abschwung selbst als vielmehr erst im beginnenden Aufschwung entstanden war, dessen Stärke man damals stark unterschätzt hatte. Es ist nicht ausgeschlossen, daß die Behörden auf ein zeitweiliges Nachlassen der Auftriebskräfte, auf die nur langsame Abnahme der Arbeitslosigkeit oder auf die fortdauernde Schwäche in bestimmten Branchen überängstlich reagieren. Einige Länder könnten unter diesen Umständen durchaus in Versuchung geraten, eine starke Geldschöpfung zuzulassen. Gegen eine solche Reaktion spricht jedoch das höchst einleuchtende Argument, daß die Gleichzeitigkeit des Aufschwungs in allen bedeutenden Industrieländern der beste Garant seiner Fortsetzung ist.

In diesem Zusammenhang wäre es durchaus zu begrüßen, wenn sich dem Kreis der Länder, die sich öffentlich auf ein Wachstumsziel für eine oder mehrere ihrer monetären Gesamtgrößen festgelegt haben, weitere hinzugesellen würden. Eine solche Festlegung wäre in zweifacher Hinsicht nützlich. Erstens würde sie den öffentlichen Stellen gewisse Grenzen aufzeigen — besonders bei der Deckung von Defiziten durch Geldschöpfung. Zweitens könnte sie dem Inflationsdenken entgegenwirken, indem sie der Öffentlichkeit sowie Arbeitnehmern und Arbeitgebern vor Augen führt, daß sich die Behörden ohne Vorbehalt der Aufgabe verpflichtet haben, den Preisanstieg unter Kontrolle zu bringen.

Um in dieser Hinsicht zu überzeugen, dürfen solche Geldmengenziele nicht eine Ausweitung des Geldvolumens parallel zum Wachstum des nominalen BSP gestatten, denn dies könnte die Hinnahme der jeweiligen Geldentwertung bedeuten. Vielmehr sollten die Zielgrößen, die im Lauf der Zeit zunehmend tiefer angesetzt werden könnten, eine Verlangsamung der Geldentwertung implizieren.

Ohne tatkräftige Unterstützung durch die *Finanzpolitik* dürfte jedoch eine Geldpolitik der Mäßigung weder durchführbar noch wirksam sein.

Ihre Durchführbarkeit wäre bald gefährdet, wenn der öffentliche Sektor auch im weiteren Verlauf des Aufschwungs große Defizite aufwiese, während gleichzeitig die Sparquoten der privaten Haushalte erwartungsgemäß schrumpfen und der Fremdmittelbedarf der Unternehmen möglicherweise steigt. Selbst wenn die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte und die Finanzierungsdefizite der Unternehmen nur teilweise wieder zu dem Umfang zurückkehren, den sie vor der Rezession hatten, besteht die Gefahr, daß die Kreditnachfrage des öffentlichen und des privaten Sektors zusammen das tragbare Maß übersteigt.

Dies würde die Zentralbanken vor eine unerfreuliche Alternative stellen. Die eine Möglichkeit wäre, der Kreditnachfrage beider Sektoren Rechnung zu tragen — vielleicht unter dem Druck politischer Einflüsse, wenn die Entwicklung von Produktion und Beschäftigung noch zu wünschen übrig ließe. Das Ergebnis wäre eine Geldausweitung, die mit dem Ziel einer Zurückdämmung der Inflation auf längere Sicht völlig unvereinbar wäre. Oder die Währungsbehörden könnten eine stetige, maßvolle Geldausweitung anstreben und dabei das Risiko eingehen, daß die öffentliche Kreditnachfrage die private „verdrängt“ — entweder unmittelbar durch Begrenzung der Kredite für die Privatwirtschaft oder aber mittelbar durch Kreditverteuerung, auf die der öffentliche Sektor bekanntlich weniger empfindlich reagiert als der private. Die so erreichte monetäre Disziplin wäre dann mit dem Nachteil einer Beeinträchtigung der Anlagekapitalbildung erkaufte. Die Aussichten, eine übermäßige Geldschöpfung oder einen Zinsauftrieb zu vermeiden, sind somit am größten, wenn im weiteren Verlauf des Aufschwungs der Kreditbedarf der öffentlichen Hand vermindert wird.

Die Wirksamkeit der Geldpolitik hängt, selbst wenn die Geldmenge befriedigend gesteuert werden kann, von dem Verhältnis zwischen dieser und dem Ausgabenfluß ab. Die Umlaufgeschwindigkeit ändert sich manchmal in unvorhersehbarer Weise, doch erfahrungsgemäß nimmt sie mit der Belebung der Konjunktur eher zu. Aus diesem Grunde könnte es in einem kräftigen Aufschwung angezeigt sein, die monetären Wachstumsziele niedriger anzusetzen. Doch wie sollte den Währungsbehörden dies möglich sein, wenn sie, während sie die Voraussetzungen für die Befriedigung der sich belebenden privaten Kreditnachfrage schaffen, weiterhin genötigt sind, auch noch zur Finanzierung übergroßer öffentlicher Deckungslücken beizutragen?

Das Fazit dieser Überlegungen ist, daß der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors wesentlich verringert werden muß, soll die Geldpolitik im weiteren Aufschwung erfolgreich sein. Und das ist nicht alles. Denn selbst wenn das öffentliche Defizit genügend reduziert wird, kann es nicht gleichgültig sein, auf welche Weise dies geschieht. In vielen Industrieländern scheint die Besteuerung der Einkommen aus un-

selbständiger Arbeit und Unternehmertätigkeit bis an — oder über — die Grenze des wirtschaftlich Vertretbaren ausgedehnt worden zu sein, was nichts anderes besagt, als daß allein schon der Umfang des öffentlichen Sektors zu einem Problem geworden ist. Aus diesem Grund sollte der Schwerpunkt einer maßvolleren Haushaltsgestaltung auf Minderausgaben statt auf Mehreinnahmen bei den Steuern liegen.

Doch selbst wenn Finanz- und Geldpolitik Hand in Hand arbeiten, ist davon nicht wesentlich mehr zu erwarten, als daß die volkswirtschaftlichen Gesamtausgaben in Übereinstimmung mit der Zunahme der Produktionskapazitäten gehalten werden. In einer Anzahl von Ländern könnte eine *Einkommenspolitik*, die zum Teil darauf abgestellt wäre, den Unternehmen wieder zu genügenden Erträgen zu verhelfen, aus mehreren — voneinander abhängenden — Gründen eine nützliche Rolle spielen.

Eine solche Politik könnte zu einer Umstrukturierung bei den Inlandsausgaben vom Verbrauch zur Kapitalbildung und innerhalb dieser von Rationalisierungs- zu Erweiterungsinvestitionen führen. Ebenso könnte sie dazu beitragen, die Ausweitung der Nominaleinkommen besser auf den Produktivitätsfortschritt abzustimmen. Schließlich könnte sie gewissen Ländern — vor allem jenen nach außen offeneren Volkswirtschaften, in denen die Löhne, Gehälter und anderen Einkommen sehr rasch auf einen importbedingten Anstieg der Inlandspreise reagieren — aus dem Teufelskreis von innerer und äußerer Währungsentwertung heraushelfen.

Lediglich in den Vereinigten Staaten brachte es der Marktmechanismus in Verbindung mit der Schwere der Rezession zuwege, die Entwicklung der Nominallohne derart zu verlangsamen, daß die Realverdienste sanken. Wenn es sich in den anderen Ländern nicht so verhielt, so nicht nur, weil dort die Arbeitslosigkeit als größeres Problem empfunden wird, sondern auch wegen der vielfach bestehenden faktischen oder vertraglichen Indexbindung der Löhne. Was der Markt in der Rezession nicht erreichte, dürfte ihm kaum im Aufschwung gelingen. Daher erklärt es sich, daß einige Länder auf ausdrückliche einkommenspolitische Maßnahmen angewiesen sind. Diese sollten den jeweiligen Verhältnissen angepaßt sein: der Bogen der Möglichkeiten spannt sich von der Einwilligung in allgemeine Leitlinien auf der Basis breiter Zustimmung aller sozialen Gruppen bis zu einer verbindlichen Begrenzung des Einkommensanstiegs.

Zugegebenermaßen hat die Einkommenspolitik eine wechselvolle Vergangenheit. Sie ist sehr schwierig auszuhandeln, besonders wenn das Hauptgewicht der Disziplin den Lohnempfängern zuzufallen scheint. Wo eine solche Politik jetzt angezeigt ist, wird es eines erheblichen partnerschaftlichen Denkens und politischen Willens bedürfen, um eine tragfähige Formel zustande zu bringen. Höchstwahrscheinlich müßte dabei aber der Anstieg der persönlichen Einkommen jeglicher Art — nicht nur der Löhne — wirksam begrenzt werden. Der Erfolg der britischen Politik seit letztem August und die Aussicht, daß sie ein weiteres Jahr fortgeführt wird, scheinen zu bestätigen, daß im Einkommensbereich zuweilen ein wirklicher Durchbruch erzielt werden kann.

Kurz, es ist damit zu rechnen, daß in Zukunft Geld-, Finanz- und Einkommenspolitik gemeinsam aufgerufen sein werden, in je nach Zeit und Land wechselndem Zusammenspiel ihren jeweiligen Beitrag zum Gesamterfolg zu leisten.

Eine auf Disziplin gerichtete Binnenpolitik drängt sich noch mehr auf, wenn der jetzige Aufschwung, die Wahrscheinlichkeit des Wiederauftretens inflatorischer Anspannungen und die Notwendigkeit vermehrter Kapitalbildung gegen den *Hintergrund der internationalen Entwicklung* gesehen werden.

Die derzeitige internationale Währungsordnung ist durch die in die Augen springende Tatsache gekennzeichnet, daß es weder für die Zahlungsbilanzanpassung noch für die Schaffung internationaler Liquidität verbindliche Grundsätze gibt.

Das Floating scheint eher die Regel als die Ausnahme zu sein, doch eine völlig freie Kursbildung für Einzelwährungen hat es nicht gegeben und dürfte es auch in Zukunft nicht geben. Viele Länder werden weiter an den Devisenmärkten intervenieren, entweder weil sie zu einem der Währungsblöcke gehören — unter denen vor allem der europäische zu nennen ist —, oder aus autonomen wirtschaftspolitischen Gründen. Auch können Länder erforderlichenfalls jederzeit von einer Wechselkursordnung zu einer anderen übergehen. In der Praxis führt dies — jetzt und vermutlich auch künftig — zu einer erstaunlichen Kombination von Wechselkursschwankungen und großen Reservenbewegungen.

Widersprüche und Ungewißheiten herrschen auch im Bereich der internationalen Liquidität: die Goldreserven, erklärtermaßen dazu bestimmt, aus dem System zu verschwinden, bleiben der Menge nach so groß wie zuvor; die SZR-Reserven, dazu bestimmt, zum Mittelpunkt des Systems zu werden, sind im Gesamtbild nur ein bescheidenes Element; demgegenüber ruht die Hauptlast des Wachstums der Bruttoreserven nach wie vor auf nationalen Währungen, vor allem dem Dollar, wobei die internationale Kreditaufnahme einen sehr großen Umfang angenommen hat. Bei allen Zweifeln, die sowohl dem Begriff wie der Messung der internationalen Liquidität gelten, kann man doch sagen, daß abgesehen von den ärmeren Entwicklungsländern ohne eigenes Erdöl die Finanzierung der Defizite leichter war — und in nächster Zeit vielleicht auch bleiben wird —, als viele Beobachter vorausgesagt hatten. Die wesentliche Grundlage hierfür ist freilich nicht die Schaffung internationaler „Netto“-Reservewerte, sondern die Bereitstellung von Mitteln über private internationale Kreditkanäle mit ergänzenden bilateralen oder multilateralen Ad-hoc-Hilfen nationaler Behörden. Die Aussichten für eine Steuerung der Gesamtliquidität auf der Basis international über den IWF abgestimmter Beschlüsse sind jedenfalls sehr bescheiden.

Es wäre natürlich unfair, wollte man unsere jetzigen Regelungen einfach deshalb verurteilen, weil es ihnen an Zusammenhang und Folgerichtigkeit fehlt. Das Floating, so unvollkommen es sein mag, hat in Verbindung mit umfassender internationaler Bankkreditgewährung dazu beigetragen, die Welt vor einer schweren Depression zu bewahren. Ebenso wenig wäre es gerechtfertigt, den bestehenden Währungsregelungen eine innewohnende Inflationstendenz — als Gegensatz zur „Disziplin“ fester Wechselkurse — zuzusprechen. Länder mit entschlossener Stabilitätspolitik können sich jetzt sogar, über einen steigenden Währungsaußenwert, wirksamer als früher gegen die von anderen Ländern ausgehenden inflatorischen Impulse abschirmen. Hingegen stimmt es, daß das Fehlen strikter Verhaltensregeln bei gleichzeitiger umfangreicher internationaler Bankkreditgewährung und großzügiger offizieller Hilfe dazu angetan ist, international stark unterschiedliche Verhaltensmuster zu fördern. Hierzu ist es ja bereits gekommen. Zweifellos führen uns solche Diver-

genzen weiter von einer annehmbaren internationalen Ordnung weg und nicht zu ihr hin. Um solche Auflösungstendenzen abzuwenden, muß sich die Binnenwirtschaftspolitik klar zu ihrer Hauptaufgabe bekennen, die darin besteht, die Voraussetzungen für ein nichtinflationäres, ausgeglichenes Wachstum zu schaffen.

Der Kampf gegen die Aufsplitterung der industrialisierten Welt in Ländergruppen mit auseinanderlaufender Entwicklung wird jedoch nur dann erfolgreich sein, wenn die einzelnen Staaten sich in ihrer Wirtschaftspolitik genügend aufeinander abstimmen und es ihr erklärter Wille ist, ein gewisses Maß an Wechselkursstabilität anzustreben.

Das Anliegen dieses Berichts ist es, aufzuzeigen, daß die Gleichzeitigkeit und Stärke des jetzigen Aufschwungs ziemlich bald einen mäßigenden — wenn nicht restriktiven — geldpolitischen Kurs mit angemessener Unterstützung der Finanz- und der Einkommenspolitik rechtfertigen könnte. Damit ist dann auch das schwierige Problem der *internationalen Koordinierung der Stabilitätspolitik* angesprochen. Nach der bisherigen Erfahrung dürften die Vereinigten Staaten und die Bundesrepublik Deutschland, beides Länder, in denen die Konjunktur bereits in vollem Aufschwung und die Abneigung gegen die Inflation besonders tief verwurzelt ist, die ersten sein, die zu einer Politik des Maßhaltens übergehen werden. Damit wäre natürlich wenig für die Wiederherstellung des internationalen Gleichgewichts gewonnen, ja die Divergenz der Wechselkurstrends könnte sich noch verstärken. Andererseits ist aber auch zu sagen, daß die Weltinflation wohl kaum unter Kontrolle gehalten werden kann, wenn nicht diese beiden Länder ihre eigene Expansion in einem maßvollen Rahmen halten. Für die Praxis ergibt sich daraus die Schlußfolgerung, daß ein mehr restriktiver Kurs zuerst von Staaten mit nach wie vor starker Teuerung und angegriffener Währung eingeschlagen werden sollte — vor den Vereinigten Staaten und Deutschland, die dann erst folgen würden.

Inwieweit kann das *gelenkte Floating* zur Stabilisierung der Wechselkurse beitragen? Versteht man „Lenkung“ im engeren Sinn — als Interventionen der Zentralbank am Devisenmarkt —, so scheint ihr Erfolg in den letzten Jahren sehr begrenzt gewesen zu sein. Die Interventionen waren im allgemeinen der Aufrechterhaltung geordneter Marktverhältnisse überall da förderlich, wo es zu scharfen, kurzen Kursausschlägen kam oder wo die Wechselkurse sich langsam unter eher ruhigen Verhältnissen änderten. Doch wo starke Marktkräfte am Werk sind, gibt es wenig Anhaltspunkte dafür, daß es sinnvoll wäre, „gegen den Strom zu schwimmen“; man erreicht damit nicht mehr, als die Bewegung vorübergehend zu dämpfen. Das ausgeprägte Wachstum der Devisenbestände der Schweiz hat wenig geholfen, den Schweizer Franken an seinem Höhenflug zu hindern; ebensowenig ist zu sehen, daß Italien und Großbritannien durch die Inkaufnahme erheblicher Reservenverluste das Abgleiten ihrer Währungen wesentlich hätten bremsen können. In den jüngsten Erschütterungen am Devisenmarkt scheint es lediglich Belgien gelungen zu sein, sich den Marktkräften erfolgreich zu widersetzen; doch war dies eben nur deshalb möglich, weil die Reservenverluste von einer drastischen Verknappung der inländischen Bankenliquidität begleitet waren, d. h. von einer angemessenen *Binnenpolitik*.

Der mangelnde Erfolg des so definierten gelenkten Floating überrascht kaum. Die starke Interdependenz der Industrieländer im Außenhandel und Kapitalverkehr macht es praktisch unmöglich, sich Wechselkursbewegungen zu wider-

setzen, die der Mehrzahl der Marktteilnehmer aus wirtschaftlichen oder finanziellen Gründen als gerechtfertigt erscheinen. Keine noch so große Schöpfung internationaler Liquidität könnte den Zentralbanken ausreichende Munition liefern, um massiven Marktbewegungen entgegenzutreten, die auf starken Erwartungen beruhen. Die „Lenkung“ des Floating sollte daher darin bestehen, durch eine glaubhafte Binnenwirtschaftspolitik auf diese Erwartungen Einfluß zu nehmen.

In diesem viel umfassenderen Sinne ist die „Lenkung“ des Floating höchst wünschenswert — besonders wenn es sich um Länder handelt, die außenwirtschaftlich und finanziell eng miteinander verbunden sind. Dies gilt zweifellos für die meisten europäischen Staaten und vor allem, aber nicht ausschließlich, für jene der EWG. Starke Veränderungen der Wechselkurse zwischen diesen Ländern können das Wachstum des Außenhandels beeinträchtigen und (im Falle der Abwertung) die Stabilisierung des Binnenpreisniveaus außerordentlich erschweren, ohne daß für die Zahlungsbilanzanpassung viel gewonnen wird. Doch hat uns die Erfahrung gelehrt, daß relative Wechselkursstabilität nicht durch bloße Marktinterventionen erreicht werden kann, und seien sie noch so groß. Es müssen kurzfristige Geldmarktmaßnahmen mit dem Ziel einer raschen und vielleicht erheblichen Veränderung der Bankenliquidität und zugleich grundlegende Stabilitätsmaßnahmen hinzukommen, die den Interventionen Glaubwürdigkeit verleihen. Solange die monetären Wachstumsziele der europäischen Länder weit auseinanderklaffen, die öffentlichen Defizite erheblich voneinander abweichen und der Lohnanstieg von Land zu Land ganz unterschiedlich ist, wird niemand glauben, daß die innereuropäischen Wechselkurse auf ein ruhigeres Fahrwasser zusteuern. Und um es zu wiederholen: daran werden keine noch so großen Interventionen etwas ändern.

So wichtig die Beständigkeit der innereuropäischen Wechselkurse für die europäische Integration ist, so verdient doch auch die Stabilität des US-Dollars — vor allem gegenüber den europäischen Verbundwährungen und dem Yen — Aufmerksamkeit. In Anbetracht der großen Rolle, die der Dollar nach wie vor als internationale Reservewährung spielt, und der in dieser Hinsicht wachsenden Bedeutung der Deutschen Mark kann es im internationalen Währungssystem nicht viel Ordnung geben, wenn der Dollar gegenüber den Verbundwährungen nicht einigermaßen stabil bleibt. Eine relative Stabilität besteht seit letztem Herbst; niemand kann daran interessiert sein, zu den ausgeprägten Zyklen der Zeit von Anfang 1973 bis Mitte 1975 zurückzukehren. Sofern die Vereinigten Staaten und Deutschland in ihrem Kampf gegen die Inflation etwa gleich erfolgreich sind und sofern auch sonst keine Sondereinflüsse auftreten, könnten sehr wohl die komparativen Zinssätze der hauptsächlichste Bestimmungsfaktor für dieses so wichtige Kursverhältnis sein. Wäre es unrealistisch, auf ein gewisses Maß an Koordinierung zwischen der Zinspolitik dieser beiden Länder zu hoffen?

Gewollter- oder gezwungenermaßen (je nach Land) wird die Welt noch für etliche Zeit mit dem Floating zu leben haben. Doch daraus darf nicht gefolgert werden, daß die Wechselkursstabilität nicht zählt.

RENÉ LARRE

Generaldirektor

**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1976**

AKTIVA

**BILANZ VOM**  
(vor und nach Verwendung)

	<u>Goldfranken</u>
<b>Gold</b> ... .. .	3 992 834 022
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ...	71 791 282
<b>Schatzwechsel</b> ... .. .	289 001 315
<b>Terminguthaben und Kredite</b>	
Gold	
bis zu 3 Monaten ... .. .	48 627 729
Währungen	
bis zu 3 Monaten ... .. .	25 517 559 044
von mehr als 3 Monaten ... .. .	<u>9 012 302 579</u>
	34 578 489 352
<b>Sonstige Wertpapiere</b>	
bis zu 3 Monaten ... .. .	3 927 089 237
von mehr als 3 Monaten ... .. .	<u>536 369 176</u>
	4 463 458 413
<b>Verschiedenes</b> ... .. .	30 196 169
<b>Land, Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... .. .	<u>1</u>
	<u>43 425 770 553</u>
<p>Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold - Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 1 = 0,736 602 Gramm Feingold, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Leit- bzw. Marktkursen gegenüber dem US-Dollar umgerechnet.</p> <p>Anmerkung 2: Zu erhaltendes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1976: 174 708 398 Goldfranken.</p> <p>Anmerkung 3: Gold im Gegenwert von 699 992 915 Goldfranken war am 31. März 1976 im Zusammenhang mit erhaltenen Einlagen verpfändet.</p>	

**31. MÄRZ 1976**

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u> Goldfranken	<u>Nach Verwendung</u> Goldfranken
<b>Stammkapital</b>			
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000		
Begeben: 481 125 Aktien ... ..	1 202 812 500		
mit 25%iger Einzahlung ... ..		300 703 125	300 703 125
<b>Reserven</b>			
Gesetzlicher Reservefonds ... ..	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds ... ..	371 447 193		423 847 193
Besonderer Dividenden-Reservefonds ... ..	75 175 781		75 175 781
Freier Reservefonds ... ..	344 518 200		423 118 200
		821 211 487	952 211 487
<b>Einlagen (Gold)</b>			
Zentralbanken			
auf Sicht ... ..	2 534 328 922		
bis zu 3 Monaten ... ..	642 307 346		
von mehr als 3 Monaten ... ..	309 856 200		
Andere Einleger			
auf Sicht ... ..	33 123 551		
		3 519 616 019	3 519 616 019
<b>Einlagen (Währungen)</b>			
Zentralbanken			
auf Sicht ... ..	633 488 347		
bis zu 3 Monaten ... ..	29 078 628 522		
von mehr als 3 Monaten ... ..	6 776 566 462		
Andere Einleger			
auf Sicht ... ..	48 069 087		
bis zu 3 Monaten ... ..	1 154 808 322		
von mehr als 3 Monaten ... ..	405 178 153		
		38 096 738 893	38 096 738 893
<b>Verschiedenes</b> ... ..		445 658 395	445 658 395
<b>Rückstellung für Bauvorhaben</b> ... ..		62 965 885	62 965 885
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> ... ..		178 876 749	—
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1976</i> ... ..		—	47 876 749
		<u>43 425 770 553</u>	<u>43 425 770 553</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 einschließlich der darauf bezüglichen Anmerkungen eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1976 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 27. April 1976

PRICE WATERHOUSE & CO.

## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1976 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... .. .	219 866 998
<b>Abzüglich: Verwaltungskosten:</b>	
Verwaltungsrat ... .. .	463 940
Direktion und Personal ... .. .	27 359 013
Geschäfts- und Bürokosten ... .. .	<u>7 579 271</u>
	<u>35 402 224</u>
<b>Geschäftsertrag</b> ... .. .	<b>184 464 774</b>
<b>Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten</b> ... .. .	<b><u>5 588 025</u></b>
<b>Reingewinn für das am 31. März 1976 abgeschlossene Geschäftsjahr</b> ... .. .	<b>178 876 749</b>
<b>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</b>	
<b>Dividende: 100 Schweizer Franken (gleich 99,51 Goldfranken) je Aktie auf 481 125 Aktien</b> ... .. .	<b><u>47 876 749</u></b>
	<b>131 000 000</b>
<b>Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds</b> ... .. .	<b><u>52 400 000</u></b>
	<b>78 600 000</b>
<b>Zuweisung an den Freien Reservefonds</b> ... .. .	<b><u>78 600 000</u></b>
	<b>—</b>

### Veränderung der Rückstellung für Bauvorhaben in dem am 31. März 1976 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Stand am 1. April 1975 ... .. .	90 548 730
<b>Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen</b> ... .. .	<b>26 072 900</b>
Kursdifferenz ... .. .	<u>1 509 945</u>
	<u>27 582 845</u>
<b>Stand am 31. März 1976 gemäß Bilanz</b> ... .. .	<b><u>62 965 885</u></b>

## VERWALTUNGSRAT

Dr. J. Zijlstra, Amsterdam      Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank  
Henri Deroy, Paris              Stellvertretender Vorsitzender

Baron Ansiaux, Brüssel  
Dr. Paolo Baffi, Rom  
Bernard Clappier, Paris  
Dr. Karl Klasen, Frankfurt a.M.  
Dr. Fritz Leutwiler, Zürich  
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, London  
Dr. Antonino Occhiuto, Rom  
The Rt. Hon. Gordon Richardson, London  
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel  
Cecil de Strycker, Brüssel  
Krister Wickman, Stockholm

### Stellvertreter

Dr. Otmar Emminger, Frankfurt a.M., oder  
Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.  
Georges Janson, Brüssel  
Christopher W. McMahon, London, oder  
M. J. Balfour, London  
Dr. Rinaldo Ossola, Rom, oder  
Dr. Mario Ercolani, Rom  
Marcel Théron, Paris, oder  
Gabriel Lefort, Paris

## DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Antonio d'Arma	Beigeordneter Generaldirektor
R. T. P. Hall	Chef der Bankabteilung
Dr. Günther Schleiminger	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
Prof. Dr. Alexandre Lamfalussy	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
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	Stellvertretender Direktor
M. G. Dealtry	Stellvertretender Direktor
R. G. Stevenson	Beigeordneter Direktor
Rémi Gros	Beigeordneter Direktor