

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

SIEBENUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1976 – 31. MÄRZ 1977

BASEL

13. Juni 1977

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	I
I. Wirtschaftliche Entwicklung und wirtschaftspolitische Probleme	2
Positive Ereignisse im internationalen Bereich (S. 3); die zentralen Problemkreise: Arbeitslosigkeit und Inflation (S. 4); Überblick über den Bericht (S. 6)	
II. Der Verlauf der konjunkturellen Erholung.	10
Rezession und Aufschwung: einige internationale Vergleiche (S. 10); Formen der Erholung: ein unterschiedliches Bild (S. 13); konjunkturelle und strukturelle Veränderungen: eine Standortbestimmung (S. 15); die Nutzung der Ressourcen: Stabilitätspolitik versus Beschäftigungspolitik (S. 17); <i>privater Verbrauch und Ersparnisse</i> (S. 18), <i>Wohnungsbau</i> (S. 20); die Anlageinvestitionen der Unternehmen (S. 22); Finanzpolitik und Nachfragesteuerung (S. 27): <i>Vereinigte Staaten</i> (S. 29), <i>Deutschland</i> (S. 29), <i>Japan</i> (S. 29), <i>Großbritannien</i> (S. 29), <i>Italien</i> (S. 30)	
III. Inflation und Arbeitslosigkeit	33
Preisinflation: jüngste Trends und derzeitige Aussichten (S. 33); Weltmarktpreise für Rohstoffe: wird sich die Geschichte wiederholen? (S. 34); Wechselkurse und Binneninflation (S. 39); Preise, Löhne und Gewinne: die binnenwirtschaftlichen Aspekte (S. 43); konjunkturelle und strukturelle Arbeitslosigkeit (S. 48); Inflation und Arbeitslosigkeit: die wirtschaftspolitischen Möglichkeiten (S. 51)	
IV. Heimische Kreditmärkte und Geldpolitik	54
Das Bild der sektoralen Finanzierungspositionen (S. 54): <i>die Finanzierung des Unternehmenssektors</i> (S. 55), <i>Kreditaufnahme und Kreditgewährung der privaten Haushalte</i> (S. 59), <i>die Finanzierung des Kreditbedarfs der öffentlichen Haushalte</i> (S. 61); die monetäre Entwicklung und geldpolitische Maßnahmen (S. 63): <i>die Geldpolitik</i> (S. 63), <i>die Entwicklung der monetären Größen</i> (S. 66); die Verwendung monetärer Zielgrößen: Probleme und Verfahrensweisen (S. 68): <i>tatsächliche Ergebnisse: wie nahe kamen sie den Zielwerten?</i> (S. 71), <i>Probleme der Zielfestsetzung</i> (S. 72), <i>Zielgrößen für die inländische Kreditausweitung</i> (S. 74), <i>die Brauchbarkeit monetärer Zielsetzungen</i> (S. 74); <i>Zinssätze</i> (S. 75)	

V. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr 79

Welthandel (S. 79): *entwickelte Welt* (S. 79), *OPEC-Länder* (S. 81), *Entwicklungsländer ohne eigene Ölvorkommen und Staatshandelsländer* (S. 81); *Zahlungsbilanzen* (S. 83): *OPEC-Länder* (S. 83), *entwickelte Welt* (S. 84), *Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen* (S. 85), *Gruppe der Staatshandelsländer* (S. 85), *die Entwicklung in den einzelnen Ländern* (S. 85); die Finanzierung der Überschüsse und Defizite (S. 92): *entwickelte Länder* (S. 92), *Ölausfuhrländer* (S. 98), *Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen* (S. 98); die Leistungsbilanzungleichgewichte und der Anpassungsprozeß in längerfristiger Perspektive (S. 99)

VI. Die internationalen Geld- und Kapitalmärkte 103

Die wesentlichen Bestimmungsgründe für die Entwicklung auf den internationalen Märkten (S. 106); das Risikoproblem (S. 108); die Entwicklung auf dem Eurogeldmarkt im engeren Sinne (S. 110); das gesamte internationale Kreditgeschäft der Banken (S. 117); die Entwicklung der Zinssätze (S. 123); die internationalen Anleihemärkte (S. 124)

VII. Die internationale Währungslage 129

Entwicklung der Wechselkurse (S. 129); amtliche Interventionen auf den Devisenmärkten (S. 137); die Steuerung der Wechselkurse (S. 140); Golderzeugung und Goldmarkt (S. 143); Währungsreserven und internationale Liquidität (S. 147)

VIII. Die Tätigkeit der Bank 154

Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 154); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 156): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 157), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 159); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 161); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 163); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 164); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 165); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 166)

Schlußbemerkungen 168

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1977.

VERZEICHNIS DER GRAPHIKEN (➔) UND TABELLEN

	Seite
Der Verlauf der konjunkturellen Erholung	
Veränderung der Industrieproduktion	11
Vergleich der Industrieproduktion im Konjunkturzyklus ➔	12
Kumulative Veränderungen der Komponenten des realen Bruttosozialprodukts in vergleichbaren Konjunkturphasen	14
Die Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten	19
Private Haushalte: Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen	20
Reale Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) ➔	22
Renditen langfristiger Unternehmensschuldverschreibungen und Aktienrenditen	23
Öffentliche Haushalte: Gesamtausgaben und Nettofinanzierungsdefizit	28
Inflation und Arbeitslosigkeit	
Verbraucherpreise	33
Weltmarktpreise: Economist-Indikator ➔	35
Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten und Importvolumen ➔	37
Industrieproduktion und Veränderung der Vorräte in ausgewählten Ländern ➔	39
Wechselkurse, Preise, Löhne und Geldmenge ➔	41
Verbraucherpreise: Veränderung der wesentlichen Komponenten	44
Nominale und reale Arbeitsverdienste in der Industrie	45
Arbeitslosenquoten	48
Erwerbspersonen, Beschäftigung und Produktivität	50
Heimische Kreditmärkte und Geldpolitik	
Finanzierungsüberschüsse und -defizite der Sektoren ➔	56
Unternehmenssektor: Ersparnis, Investitionen und finanzielle Transaktionen	57
Private Haushalte: Veränderung der finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten	59
Staatsfinanzierung	61
Veränderung der Geldmenge und die Beiträge ihrer Gegenposten ➔	67
Bekanntgegebene monetäre Zielsetzungen und tatsächliche Zuwachsraten der Geldmenge	69
Vereinigte Staaten und Deutschland: monetäre Zielgrößen und Wachstum der Geldmenge ➔	71
Kurz- und langfristige Zinssätze ➔	77

Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel	80
Entwickelte Gebiete: Industrieproduktion, Außenhandelsvolumen und Terms of trade 1973-76 ♦	81
Leistungsbilanzsalden	84
Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden	88
Entwickelte Länder: Währungsposition	94
Ölausfuhrländer: Aufteilung der anlagefähigen Überschüsse (Schätzung).	98
Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen seit der Ölkrise	99

Die internationalen Geld- und Kapitalmärkte

Kreditvergabe auf internationalen Märkten (geschätzt): Veränderung der Auslandsforderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen sowie internationale Anleiheemissionen	104
Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken (Dollar und andere Fremdwährungen)	111
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken (Landes- und Fremdwährungen) in den einzelnen berichtenden Ländern, den USA, dem karibischen Raum und dem Fernen Osten	113
Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken (Dollar und andere Fremdwährungen) in den einzelnen berichtenden Ländern, dem karibischen Raum und dem Fernen Osten	114
Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)	116
Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie der US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten	118/119/121
Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und Abstand zu den Inlandszinsen ♦	123
Dollarzinssätze am Eurogeld- und Euroanleihemarkt ♦	125
Internationale Anleihen	126
Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ♦	128

Die internationale Währungslage

Effektive Wechselkurse seit dem Washingtoner Realignment ♦	131
Nominale Wechselkurse: Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar ♦	133
Bewegungen der Kassakurse innerhalb des Gruppenfloatings europäischer Währungen ♦	136
Weltgolderzeugung	144
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)	145
Goldmarktpreise ♦	146
Veränderung der Weltwährungsreserven 1974-76	148

Die Tätigkeit der Bank

Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren	156
Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren	157
Fremdmittel (Herkunft)	158
Fremdmittel (Laufzeit und Sachkategorien)	159
Aktiva (Sachkategorien)	160
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“	160
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe)	162
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930	163
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl	163

SIEBENUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

am 13. Juni 1977 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 47. Geschäftsjahr (1. April 1976–31. März 1977) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 2 856 416 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und von 5 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für Gebäudezwecke ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 167 920 050 Goldfranken (im Vorjahr: 178 876 749 Goldfranken; im 45. Geschäftsjahr: 182 063 281 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 47 920 050 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 100 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 48 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den Rest von 72 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1976/77 den Aktionären am 1. Juli 1977 gezahlt.

Das einleitende Kapitel I gibt einen kurzen Überblick über die wesentlichen wirtschaftlichen Ereignisse des Jahres 1976 und der ersten Monate des Jahres 1977 und bietet eine Analyse der laufenden wirtschaftspolitischen Probleme in der westlichen industrialisierten Welt. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite befaßt sich Kapitel II eingehender mit dem Verlauf der wirtschaftlichen Erholung während des vergangenen Jahres, während Kapitel III die eng verwandten Probleme von Inflation und Arbeitslosigkeit untersucht. In Kapitel IV wird die Entwicklung auf den inländischen Kredit- und Kapitalmärkten der Industrieländer analysiert und auf die Gestaltung ihrer jeweiligen Geldpolitik eingegangen. Auf der internationalen Seite beschreibt Kapitel V zunächst die Handels- und Zahlungsbeziehungen während des vergangenen Jahres und geht dann auf die Ungleichgewichte im weltweiten Zahlungsverkehr seit den Ölpreiserhöhungen und auf ihre Auswirkungen auf den Anpassungsprozeß ein. Kapitel VI berichtet über die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte im Jahre 1976, zusammen mit einer Beurteilung der Risiken für das Bankensystem, die sich aus dem schnellen Anwachsen seiner internationalen Ausleihungen ergeben. In Kapitel VII wird die Bewegung der Wechselkurse, die Frage des gesteuerten Floatings sowie die Entwicklung auf dem Goldmarkt und die internationale Liquidität untersucht. Kapitel VIII unterrichtet über die Tätigkeit der Bank während des Geschäftsjahres, die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse.

I. WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG UND WIRTSCHAFTSPOLITISCHE PROBLEME

Die wirtschaftliche Szene bot im vergangenen Jahr ein kaleidoskopartig wechselndes Bild. Im Binnenbereich wie in der Weltwirtschaft gesellten sich zu positiven Tendenzen andere, die Besorgnis erwecken müssen. Dieser zwiespältige Eindruck macht es schwieriger als sonst, die Bedeutung der sehr unbeständigen Konjunkturindikatoren, Zahlungsbilanzstatistiken, Reservepositionen und Wechselkurse zu beurteilen.

Dies führte dazu, daß sich fast jede wesentliche Entwicklung gegensätzlich interpretieren ließ, also pessimistisch oder optimistisch. Der Schwung der Erholung hat nachgelassen; aber ist das nicht der sicherste Weg, auf lange Sicht ein dauerhaftes Wachstum ohne Preissteigerungen zu erreichen? Ist zudem nicht der wirtschaftliche Stillstand des letzten Sommers seit dem Winter in einigen führenden Ländern einem erneuten Aufschwung gewichen? Die Teuerungsraten sind im Durchschnitt immer noch beängstigend hoch; immerhin waren aber einige Länder bei der Eindämmung der Inflation erfolgreicher, als sie selbst erwartet hatten, während andere jedenfalls energische Schritte in dieser Hinsicht unternommen haben. Die Ungleichgewichte in den internationalen Zahlungsströmen blieben bestehen; dennoch hat es einige bedeutende Anpassungen gegeben. Der erste Abschnitt des Jahres 1976 erlebte große Wechselkursschwankungen; im Gegensatz dazu erwies sich der Winter 1976/77 als bemerkenswert ruhig. Die Beteiligung der Geschäftsbanken an der Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite gab Anlaß zu berechtigter Sorge; wie anders aber hätten die Erdöldefizite so rasch und in so großem Umfang finanziert werden können? Schließlich mögen es unsere gegenwärtigen Währungsvereinbarungen mit Recht verdienen, als „Nicht-System“ bezeichnet zu werden, da ja jegliche festen und rasch wirkenden Regeln zur Steuerung des Anpassungsprozesses fehlen; trotzdem ist der internationale Handel nicht nur *nicht* zusammengebrochen, sondern hat sich 1976 sogar eines gesunden Aufschwungs erfreut.

Dieser Bericht wird natürlich die Ereignisse des Jahres 1976 und der ersten Monate von 1977, besonders was die Währungsszene und die Finanzierungsströme angeht, ausführlich beschreiben. Er wird sich auch bemühen, ein möglichst objektives Bild der gegensätzlichen Ansichten zu zeichnen, wie die Geschehnisse zu interpretieren sind und welche politischen Schlüsse daraus gezogen werden können. Er wird es aber auch nicht unterlassen, in der Diskussion selbst Stellung zu beziehen, im Gegenteil wird er so gut es geht versuchen, die vielfältigen Veränderungen zum Guten oder Schlechten, die in den westlichen Industrieländern seit dem letzten Jahr eingetreten sind, zu bewerten.

Diese Bewertung wird in ihren Grundzügen in diesem einleitenden Kapitel vorgelegt, während eine Zusammenfassung der allgemeinen wirtschaftspolitischen Empfehlungen den Schlußbemerkungen vorbehalten bleibt.

Positive Ereignisse im internationalen Bereich

Entgegen allem Anschein kommen die meisten der erfreulicheren Neuigkeiten von der internationalen Szene: sie betreffen in gewissem Umfang das Funktionieren des Anpassungsprozesses, noch viel mehr aber die Finanzierung der anhaltenden Leistungsbilanzungleichgewichte.

Gewiß, das weltweite Zahlungsungleichgewicht, als Summe der einzelnen Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite, blieb 1976 ebenso beträchtlich wie im Vorjahr und somit nur wenig geringer als im Rekordjahr 1974. Der Grund hierfür lag sowohl in der Fortdauer (und der geringfügigen Verschärfung) der globalen erdölbedingten Ungleichgewichte als auch in dem unausgeglichenen Verhältnis zwischen den Industrieländern und den Entwicklungsländern ohne eigene Erdölvorkommen. Es gab aber auch einige positive Verschiebungen in der Stellung bedeutender Volkswirtschaften. So paradox es erscheinen mag, die wichtigste betrifft die USA, die gegenwärtig ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen und damit einen Teil des gesamten Erdöldefizits übernommen haben, wozu natürlich die enorme Erhöhung der Erdölimporte in die USA wesentlich beitrug. Gleichzeitig ist der Leistungsbilanzüberschuß Deutschlands absolut gesehen zwar immer noch hoch, im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt jedoch verhältnismäßig klein geworden und könnte sich 1977 durchaus weiter vermindern. Großbritannien hat drastische Maßnahmen zur Reduzierung seines außenwirtschaftlichen Defizits ergriffen, von denen man sich zusammen mit der anlaufenden Erdölgewinnung aus den Nordseefeldern noch in diesem Jahr erste Erfolge erhofft. Die französische Außenhandelsentwicklung ist deutlich auf dem Wege der Besserung. Von den größeren Entwicklungsländern verzeichneten Indien und Argentinien 1976 Überschüsse, während Asien insgesamt gesehen (selbst ohne Japan) bessere Ergebnisse erzielte als 1975. In Jugoslawien wurden Defizite in der Leistungsbilanz von Überschüssen abgelöst; viele Comecon-Länder haben ihre Defizite reduziert.

Es verbleibt freilich genug Anlaß zur Sorge. Zunächst gilt dies für die mögliche Höhe des diesjährigen Leistungsbilanzdefizits der USA. Wiewohl unter den gegenwärtigen Umständen ein solches Defizit der weltweiten Erholung weiterhilft und überall sonst den Anpassungsprozeß erleichtert, wäre niemandem gedient, wenn es übertriebene Ausmaße annehmen oder chronisch werden würde. Es wäre ein schwerer Fehler zu glauben, daß die Verfassung und die Struktur der Zahlungsbilanz der USA überhaupt keine Rolle mehr spielen, nur weil der Dollar floatet. Ein hohes Leistungsbilanzdefizit der USA könnte keine Dauereinrichtung werden, selbst dann nicht, wenn es durch Kapitalimporte ausgeglichen würde, und um so weniger, als dies tatsächlich nicht der Fall ist. Zweitens liegt es auf der Hand, daß die erdölbedingten Ungleichgewichte nicht verschwinden werden, solange die Erdölpreise auf ihrem jetzigen Niveau verharren und keine drastischen Maßnahmen zur Energieeinsparung realisiert werden. Drittens haben die großen Wechselkursbewegungen seit Beginn der Floatingperiode bisher nur verhältnismäßig wenig zur Angleichung der Zahlungsbilanzen beigetragen. Schließlich haben die Defizite in den Mittelmeerländern Rekordhöhen erreicht und erweisen sich vielfach als bemerkenswert hartnäckig. All dies läßt sich nicht leugnen; gleichzeitig aber deuten die vorerwähnten Beispiele darauf hin, daß ein Ausgleich der einzelnen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte dann sehr wohl möglich ist, wenn die einzelnen Länder bereit sind, zweckmäßige und sich gegenseitig ergänzende Anpassungsmaßnahmen in Angriff zu nehmen.

Noch ermutigender ist die Tatsache, daß aus privaten wie öffentlichen Quellen ausreichende Mittel zur Finanzierung des größten Teils der Defizite des OECD-Bereichs sowie der Entwicklungsländer ohne eigene Erdölvorkommen geflossen sind. Die Erfahrung hat — nicht ganz unerwartet — bekräftigt, daß sich das gesamte Mittelangebot von selbst an die von den Defizitländern ausgehende Nachfrage anpassen kann. Global gesehen gab es keine Verknappung der internationalen Liquidität. Wiederum soll hier nicht geleugnet werden, daß der Verschuldungsanstieg in einigen Ländern zu einer übermäßigen Schuldendienstbelastung führen kann. Auch die möglichen Probleme, die von der beträchtlichen Beteiligung des Geschäftsbankensystems an der Zahlungsbilanzfinanzierung ausgehen, sollen hier keineswegs übersehen werden. Die Risiken, welche die einzelnen Banken zu tragen haben, werfen Probleme auf; außerdem ist zu fragen, ob dem Anpassungsprozeß mit dieser Art der Finanzierung am besten gedient ist. Zu den Anpassungsvorgängen gehört als wesentlicher Bestandteil die Auferlegung von Bedingungen. Es ist aber, gelinde gesagt, ungewiß, ob die einzelnen Privatbanken das Geschäft der mit Auflagen verbundenen Kreditvergabe ebenso wirksam, sachgerecht und glatt abwickeln können, wie dies von den internationalen Organisationen erwartet wird.

Dieser Bericht nimmt allerdings den Standpunkt ein, daß die vor uns liegenden außenwirtschaftlichen Probleme leichter bewältigt werden können als diejenigen, denen sich die Länder intern gegenübersehen. Die Probleme der Anpassung und der Finanzierung scheinen für sich genommen lösbar zu sein, nicht nur, weil sie besser verstanden werden, sondern auch, weil wachsende Übereinstimmung darüber besteht, wie sie in der Praxis zu lösen sind. An der binnenwirtschaftlichen Front hingegen fehlt es sowohl an Verständnis wie an Übereinstimmung hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Zielsetzungen. Deshalb kann unsere eher optimistische Einschätzung, was die Anpassung und Finanzierung der Zahlungsbilanzen betrifft, wenig Trost bieten, wenn binnenwirtschaftlich die Länder sich nicht in der Lage sehen, mit den zutiefst beunruhigenden, verwandten Problemen der Teuerung und der Arbeitslosigkeit zu Rande zu kommen. Im Jahre 1977 und vielleicht auch in den folgenden Jahren wird es vor allem die grundlegende Aufgabe sein, die richtigen Strategien zur Bekämpfung beider Übel zu entwickeln. Sind die *binnenwirtschaftlichen* Maßnahmen in dieser Hinsicht erfolgreich, wird die Lenkung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen keine unüberwindlichen Schwierigkeiten bereiten.

Die zentralen Problemkreise: Arbeitslosigkeit und Inflation

In diesem speziellen Bereich wird der Bericht einen sehr viel weniger zusehenswerten Ton anschlagen, und seine wirtschaftspolitischen Empfehlungen werden sehr viel weniger klar umrissen sein.

Die im vergangenen Jahr geäußerten Befürchtungen, daß es möglicherweise überall zu einem zeitlich gleichlaufenden überschäumenden Boom kommen könnte, haben sich glücklicherweise als unbegründet erwiesen; sie sind freilich durch andere, komplexere Besorgnisse ersetzt worden. Während des Sommers und Frühherbstes 1976 kam der Erholungsprozeß zu einem unerwarteten Stillstand, sogar in den drei großen Ländern — den USA, Japan und Deutschland —, die die Welt aus der Rezession herausgeführt hatten. Seitdem scheinen die expansiven Kräfte wieder an Dynamik

gewonnen zu haben, besonders in den USA und bis zu einem gewissen Grade auch in der Bundesrepublik; in einigen anderen europäischen Volkswirtschaften hat sich die geschäftliche Zuversicht ebenfalls wieder gefestigt. Zudem haben die anhaltende „Normalisierung“ der Finanzmärkte und der Bilanzstrukturen ebenso wie die in den meisten Ländern geschickt betriebene Geldpolitik eine gesunde Grundlage für ein maßvolles langfristiges Wachstum gelegt.

Nun ist es freilich jedermann schmerzlich bewußt geworden, daß das derzeitige und das erwartete Wachstumstempo die Arbeitslosigkeit nicht in naher Zukunft auf einen Stand herabdrücken wird, der einstmals als tragbar galt. Darüber hinaus gibt es, außer bis vor kurzem in den USA, nur wenig Anzeichen für ein kräftiges Aufleben der Unternehmensinvestitionen. Dabei wird weithin erkannt, daß die Kraft des Aufschwungs selbst ebenso wie die Lösung vieler längerfristiger Probleme ungewiß bleiben, solange nicht eine solche Belebung einsetzt. Gleichzeitig hat die allgemeine Teuerungsrate in den westlichen Industrieländern seit dem letzten Sommer die bedenkliche Tendenz gezeigt, sich allzu zögernd abwärts zu bewegen, außer in den Ländern, wo ein Ansteigen des Wechselkurses zum Erfolg bei den Bemühungen um eine Eindämmung der inneren Inflationsraten beigetragen hat — leider können jedoch solche Ausnahmen nicht überall die Regel werden.

Das irritierende Nebeneinander von relativ geringem Wachstum, schleppenden Kapitalausgaben und hoher Arbeitslosigkeit einerseits sowie hartnäckiger Inflation andererseits stellt die entscheidende Herausforderung für die Wirtschaftspolitiker der westlichen Welt dar. In der Tat wird es alles andere als leicht für sie sein, dieser Herausforderung zu begegnen. Es sind nicht nur die sozialen Belastungen, die sich beim Einsatz einer geeigneten Maßnahmenkombination als politisch unannehmbar erweisen können, sondern darüber hinaus zeichnet sich sowohl international wie in den einzelnen Ländern selbst keinerlei allgemeine Übereinstimmung darüber ab, wie eigentlich die optimale Zusammensetzung dieser Maßnahmen aussehen sollte. In diesen Meinungsverschiedenheiten kommen einmal unterschiedliche Prioritäten in den Zielsetzungen sowohl zwischen den Ländern als auch innerhalb jedes Landes zum Ausdruck. Zum anderen zeigen sich hier aber auch tieferwurzelnde Differenzen in der Beurteilung dessen, was geschieht und warum es geschieht — mit anderen Worten in der eigentlichen ökonomischen Analyse. Die größte Quelle der Konfusion entspringt aber letzten Endes der Tatsache, daß die einzelnen Länder heute hinsichtlich der Art ihrer Probleme weit auseinanderliegen. Trotz des Floatings überträgt der Weltmarkt immer noch expansive oder kontraktive Impulse, so daß das Verhalten der realen Erzeugung von Land zu Land annähernd gleich bleibt. Die ausgeprägten Veränderungen der Wechselkurse haben jedoch weit auseinanderklaffende Inflationsraten begünstigt; zudem haben sich zwischen den Ländern beträchtliche Unterschiede in der Allokation der realen Ressourcen und dem Funktionieren des Arbeitsmarkts ergeben. All dies legt den Schluß nahe, daß es die Sache eines jeden Landes sein sollte, die optimale eigene Maßnahmenkombination festzustellen.

Die richtigen Antworten auf diese Fragen zu finden, ist natürlich von ausschlaggebender Bedeutung für jedes einzelne Land, aber auch von gleicher Bedeutung für die internationale Wirtschaftsgemeinschaft als Ganzes. Wie gut auch immer unser Verständnis des Anpassungsprozesses bei den Zahlungsbilanzen sein mag und welches

Geschick wir auch immer auf die Einrichtung von geeigneten Kanälen für die außenwirtschaftliche Finanzierung verwenden mögen, kein institutionelles Gerüst kann den zerstörerischen Kräften widerstehen, die in Bewegung gesetzt werden, wenn die Länder in allzu unterschiedlicher Weise auf die zweifache Herausforderung von Inflation und Arbeitslosigkeit reagieren. Flexible Wechselkurse mögen kleinere Unterschiede in der wirtschaftspolitischen Zielsetzung einzelner Länder ausgleichen; sie können sogar größere Differenzen eine gewisse Zeit lang absorbieren — wie sie es bereits getan haben. Es wäre aber eine Illusion zu glauben, daß sie auf die Dauer die Grundlage wirtschaftspolitischer Unabhängigkeit abgeben könnten. Längerfristig gesehen wird die westliche industrialisierte Welt sowohl unter dem Regime flexibler Wechselkurse als auch bei festen Paritäten gleichermaßen gegenseitig abhängig bleiben. Anhaltend starke Unterschiede in den Teuerungsraten zusammen mit einem untragbar hohen Arbeitslosenniveau werden auf jeden Fall bei *allen* Wechselkursystemen in den Protektionismus und zum Zusammenbruch des freien Welthandels führen — ganz zu schweigen vom Ende der freien Kapitalbewegungen. Es sind bereits beunruhigende Anzeichen einer solchen Entwicklung — wenn auch noch in begrenztem Ausmaß — erkennbar.

Daher die Notwendigkeit für eine internationale Abstimmung des politischen Verhaltens bei der Bekämpfung der Inflation und der Arbeitslosigkeit. Selbstverständlich erfordern die obenerwähnten länderweisen Abweichungen weitgehend unterschiedliche wirtschaftspolitische Ansätze. Solange alle Länder dem Dilemma von Inflation und Arbeitslosigkeit gegenüberstehen, sollte daher eine Übereinstimmung zwischen den Ländern eher dort angestrebt werden, wo es um die Verantwortung und die Ziele geht, als dort, wo es sich um die Technik der Maßnahmenkombinationen und des Mitteleinsatzes handelt — vorausgesetzt, daß die letzteren international abgestimmt sind.

Überblick über den Bericht

Kapitel II enthält eine Analyse des Standes der konjunkturellen Erholung und schafft damit den Hintergrund für den restlichen Bericht. Es stellt zwei allgemeine, miteinander verflochtene Fragen: warum hat sich die derzeitige Expansion verlangsamt — selbst in Ländern, die von äußeren Zwängen verschont geblieben sind? Und was könnte oder sollte in dieser Lage getan werden? Das Kapitel bietet zu der ersten Frage keine einfache Lösung an, sondern vertritt die Meinung, daß die Schwäche der Investitionsausgaben, die den Kernpunkt der Analyse bildet, dem vereinten Einfluß ungenügender Renditen, hoher Kosten der Eigenkapitalfinanzierung, überschüssiger Kapazitäten und zahlreicher Unsicherheiten hinsichtlich der Geschäftstätigkeit zuzuschreiben ist, wobei alle diese Faktoren zusammen zum Schwund des Vertrauens auf ein starkes, beständiges und ausgeglichenes Wachstum auf lange Sicht beitragen. Daraus folgt, daß es zwar für manche Länder gute Gründe geben mag, sowohl die Gesamtnachfrage als auch direkt die Investitionsausgaben zu fördern, dies aber nicht so geschehen sollte, daß damit produktionshemmende Erwartungen geweckt werden. Die übermäßige Verfeinerung der Nachfragesteuerung sollte aufgegeben werden, dagegen sollten die Behörden ihrer Entschlossenheit (und Fähigkeit) zur Sicherung eines maßvollen längerfristigen Wachstums konkreten Ausdruck verleihen.

Zwar mag eine angemessene Nachfragesteuerung dazu beitragen, ein stetiges, maßvolles Wachstum sicherzustellen, doch werden die Industrieländer eine Zeitlang mit anormal hoher Arbeitslosigkeit leben müssen. Trotzdem besteht nur geringe Gewähr dafür, daß sie mit einem spontanen weiteren Rückgang der Inflationsraten rechnen können (Kapitel III). Ungeachtet der Überschußkapazitäten und unbeschäftigten Arbeitskräfte haben antiinflationäre Maßnahmen in vielen Ländern seit dem Sommer 1976 immer weniger Erfolge gezeitigt. Die durchschnittliche allgemeine Inflationsrate im OECD-Raum ist während der letzten zwölf Monate beharrlich stabil geblieben; ihr Absinken in den Ländern mit steigendem äußerem Geldwert ist durch eine Beschleunigung in anderen Ländern kompensiert worden. Diese Umstände haben zum Auftreten sich selbst verstärkender Spiralen in negativer wie in positiver Richtung geführt, wie in diesem Kapitel erörtert wird, in dem die deutschen und die schweizerischen Erfahrungen denen in Großbritannien und Italien gegenübergestellt werden. Die „Stabilisierung“ der Inflation auf dem heutigen Stande ist offenkundig undurchführbar, da keine Inflationsrate jemals auf einem solchen Niveau auf die Dauer stabil geblieben ist. Auch international kann sie nicht hingenommen werden, da sie bedeutet, daß zwischen den Ländern große absolute Diskrepanzen bestehen, woraus die Gefahr erwächst, daß erneut auf den Devisenmärkten Unruhe ausbricht.

Den inländischen Finanz- und Geldmärkten (Kapitel IV) war gemeinsam, daß sich die finanziellen Strukturen fortlaufend (wenngleich unregelmäßig) verbesserten und daß Anzeichen für eine „Verdrängung“ der privaten Ausgaben durch die großen Defizite des öffentlichen Sektors völlig fehlten. Allerdings haben sich die Märkte durchaus unterschiedlich verhalten, je nachdem, ob sie in Ländern liegen, die sinkende Inflationsraten und keinerlei äußere Beschränkungen aufweisen, oder im Gegenteil in mehr inflationär gestimmten Ländern, die gleichzeitig gegen das innere Ungleichgewicht und das äußere Defizit zu kämpfen hatten. In der ersten Ländergruppe hat das Zusammentreffen rückläufiger Inflationserwartungen mit einer zeitweiligen Unterbrechung der konjunkturellen Erholung und einem maßvollen stetigen Wachstum der monetären Gesamtgrößen zu einer weiteren „Normalisierung“ der Märkte geführt und im großen und ganzen eine Stabilisierung oder einen Abwärtstrend bei den Zinssätzen eingeleitet. In der zweiten — umfangreicheren — Ländergruppe mußte die Geldpolitik bewußt restriktiv gehandhabt werden. Dies hat im Verlauf des Jahres 1976 verschiedentlich zu starken Aufwärtsbewegungen der Zinssätze geführt, denen allerdings dann deutliche Rückgänge folgten, sobald die Umkehr in der Außenwirtschaftsposition des Landes es gestattete, die restriktive Ausrichtung des Kurses zu lockern.

Der internationale Zahlungsverkehr wurde auch weiterhin von riesigen und zuweilen hartnäckigen Ungleichgewichten (Kapitel V) beherrscht. Als direkte Folge der konjunkturellen Erholung hat sich das erdölbedingte Ungleichgewicht wiederum verstärkt, wobei sich der Überschuß sehr stark auf eine sehr kleine Anzahl von OPEC-Ländern mit geringer Importquote konzentriert. Dies legt den Schluß nahe, daß man in naher Zukunft nicht mit seinem Verschwinden rechnen darf. Wie schon oben erwähnt, ist in den Zahlungsbilanzen der ölverbrauchenden Länder eine gewisse Wendung zum Besseren eingetreten, und zwar nicht nur innerhalb des OECD-Raums, sondern auch unter den nichterdölfördernden Entwicklungsländern. Allerdings ist das gesamte Ungleichgewicht im weltweiten Zahlungsverkehr, d.h. die Summe

der individuellen Defizite und Überschüsse in der Leistungsbilanz, gegenüber 1975 nicht rückläufig gewesen. Außerdem muß die starke Ballung von Defiziten in manchen Entwicklungsländern und auch in einem runden Dutzend OECD-Länder sicherlich mit Sorge betrachtet werden. Immerhin ist die Finanzierung dieser Ungleichgewichte dank dem Zufluß an privatem Kapital, an Ausleihungen der Banken und an offiziellen Mitteln bisher noch nicht besonderen Schwierigkeiten begegnet. Das Kapitel endet mit einer Erörterung der Erfolge und Mißerfolge des Anpassungsprozesses und der Rolle, die den Wechselkursbewegungen bei der Erleichterung einer besseren Anpassung zufallen könnte. Diese führt zu dem Schluß, daß es zwar noch Raum gibt für eine Verbesserung des Anpassungsmechanismus, daß jedoch die Welt mit erheblichen Ungleichgewichten leben müssen. Kann man damit rechnen, daß sich der Fluß der internationalen Finanzierungsmittel als ausreichend erweisen wird?

Im Lichte kürzlicher Erfahrung ist die Frage ohne Zweifel zu bejahen. Das internationale Ausleihegeschäft der Banken (Kapitel VI) hat auch weiterhin für die Defizitländer reichlich Gelder erbracht, und zwar sowohl über den Eurogeldmarkt im engeren Sinne wie auch über Auslandsausleihungen in Landeswährungen. Das Jahr 1976 brachte eine Bestätigung der meisten Trends, die einige Jahre zuvor ersichtlich geworden waren: die sich verstärkende Rolle der Kreditvergabe durch US-Banken, entweder unmittelbar aus den Vereinigten Staaten oder über andere Finanzzentren; die Entwicklung von Offshore-Finanzplätzen; schließlich der beherrschende Anteil von Zahlungsbilanzfinanzierungen im internationalen Kreditgeschäft der Banken. „Bestätigung“ ist vielleicht ein zu schwaches Wort: das Jahr 1976 brachte eine erhebliche Verstärkung dieser Tendenzen, insbesondere während des letzten Quartals. Sie haben zweifellos auch eigene Probleme mit sich gebracht, insbesondere im Zusammenhang mit den von den Banken zu tragenden Risiken. Das Kapitel spricht sich dafür aus, bessere Informationsquellen zu erschließen und die Zusammenarbeit zwischen privaten Kreditgebern und internationalen Institutionen zu verstärken.

Im Kapitel VII werden die Entwicklung der Wechselkurse, der Verlauf amtlicher Interventionen und der Goldmarkt beschrieben; ferner werden die zwei aktuellen, ineinandergreifenden Probleme erörtert, denen sich die internationale Währungspolitik heute gegenübersehen: die Steuerung der Wechselkurse und die Angemessenheit oder Unzulänglichkeit der internationalen Liquidität.

Was das erste Problem angeht, so sollte es jedenfalls den Regierungen auch weiterhin freistehen, die Wechselkursbildung zu beeinflussen, freilich unter der internationalen Aufsicht des IWF. Die Wechselkurse sollten sich so entwickeln können, daß sie ausgeprägte und hartnäckige grundsätzliche Unterschiede der inländischen Inflationsraten widerspiegeln; wollte man allerdings den Wechselkursbewegungen gestatten, zu einer Verschärfung des Inflationsgefälles beizutragen, so wäre dies ebenso abwegig, wie wenn man sie daran hindern wollte, auf das letztere zu reagieren. Darüber hinaus werden manche äußeren Ungleichgewichte nur dann beseitigt werden, wenn sich eine Änderung in den *realen* Wechselkursen ergibt; eine solche Anpassung wird jedoch keineswegs eintreten, solange sich nicht größere Verschiebungen in den binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen ergeben. Eine Beurteilung der Wechselkurspolitik jedes einzelnen Landes sollte daher, jeweils von Fall zu Fall, einen vielfältigen Daten-

kranz und eine Palette wirtschaftspolitischer Zielsetzungen berücksichtigen. Eine Überwachung der Wechselkurspolitik im einzelnen sollte sich nicht — und kann sich auch nicht — auf irgendwelche einfachen, vorausbestimmten Richtlinien verlassen.

Hinsichtlich des zweiten Problems unterstreicht der Bericht die Schwierigkeiten einer klaren Definition des Begriffs der internationalen Liquidität. Seit einer Reihe von Jahren sieht es so aus, als wäre das Angebot an Mitteln zur Defizitfinanzierung durch die entsprechende Nachfrage bestimmt worden; man kann damit rechnen, daß es in Zukunft keine *globale* Knappheit solcher Mittel geben wird — weil es sie gar nicht geben kann. Definiert man die internationale Liquidität in diesem weitgespannten und allgemeinen Sinne, so mag sie ausreichend sein. Allerdings können immer noch spezifische Verknappungen auftreten, denn es ist ja keineswegs sicher, daß internationale Ausleihungen stets in die richtige Richtung fließen oder daß sie mit angemessenen Auflagen ausgestattet sein werden. Dies läßt es wünschenswert erscheinen, daß zwischen den offiziellen Institutionen und den privaten Kreditgebern gute Zusammenarbeit besteht; in diesem Sinne muß die internationale Liquidität gestärkt werden, und zwar vor allem durch eine Ausweitung der Mittel, die dem IWF für die Vergabe von unter Auflagen zu gewährenden Krediten zur Verfügung stehen.

II. DER VERLAUF DER KONJUNKTURELLEN ERHOLUNG

Im abgelaufenen Jahr erwies sich die Erholung der Wirtschaftstätigkeit als enttäuschend schwach. Wenngleich der Aufschwung lebhaft und vielversprechend begonnen hatte, kam er im Frühsommer 1976 ziemlich abrupt zum Stillstand. Anzeichen einer erneuten Expansion wurden erst wieder gegen Jahresende und Anfang 1977 sichtbar, und auch dann nur in einigen wenigen Ländern. Die Investitionstätigkeit ist nach wie vor verhalten, und es wird allgemein mit einem anhaltend hohen Stand der Arbeitslosigkeit gerechnet, selbst für den Fall, daß das jüngst wiedergekehrte Vertrauen in der Wirtschaft demnächst eine umfassendere Bestätigung finden sollte.

Mehrere Faktoren behindern eine Nachfrageankurbelung durch die öffentliche Hand. Die Inflationsraten sind in fast allen Ländern noch hoch, und selbst dort, wo sie weiter zurückgingen, besteht die akute Sorge, daß erneute stimulierende Maßnahmen die inflationären Erwartungen wiederbeleben würden. Die Defizite der öffentlichen Haushalte sind in allen Ländern nach wie vor ungewöhnlich groß und geben zu der Befürchtung Anlaß, daß zusätzliche expansive Maßnahmen sie auf kurze wie auf lange Frist in nicht mehr vertretbarem Umfang anschwellen lassen würden. Darüber hinaus hat in einigen Ländern der Glaube an die Wirksamkeit einer Nachfragesteuerung durch gezielte finanzpolitische Maßnahmen deutlich an Boden verloren. Und schließlich kann es sich eine Vielzahl von Ländern einfach nicht leisten, binnenwirtschaftlich auf Expansionskurs zu gehen, da sie schon jetzt untragbar große außenwirtschaftliche Defizite aufweisen.

Rezession und Aufschwung: einige internationale Vergleiche

Wie im letztjährigen Bericht dargestellt, schien sich die Konjunktur in den ersten Monaten 1976 in einer Phase kräftiger Erholung zu befinden. Angesichts eines beträchtlichen Produktionsanstiegs in den meisten Ländern während des ersten Quartals ergab sich der Eindruck, daß der in der Rezession verlorene Boden rasch wiedergutmacht werden und daß die Dynamik des Aufschwungs die Erzeugung nach oben treiben würde. Es wurde zwar einerseits erkannt, daß der Wiederaufstockung der Lager wesentliche Bedeutung zukam und daß zahlreiche tiefwurzelnde Probleme struktureller Natur zunächst ungelöst blieben; es wuchs aber auch die Sorge, daß ein derartig synchron verlaufender lebhafter Aufschwung die inflationären Spannungen der Jahre 1972/73 alsbald wieder aufleben lassen würde.

Gegen Frühjahrsende verlor jedoch der Wirtschaftsaufschwung zunehmend an Dynamik und kam im Sommer praktisch zum Stillstand, selbst in den entscheidenden wirtschaftsstarken Ländern, d.h. den USA, der Bundesrepublik und Japan, in denen man die Erholung für am tiefsten verwurzelt gehalten hatte. Fast bis zum Jahresende bewegte sich die Konjunktur mehr oder weniger auf diesem Niveau, was Ungewißheit darüber aufkommen ließ, ob die westliche Industrieländer nur eine längere Pause erlebte oder ob sie tiefergreifenden Störungen begegnete, die einer nachhaltigen Expansion entgegenstanden.

Die Ereignisse der jüngsten Zeit haben dazu beigetragen, die düstere Stimmung bis zu einem gewissen Grade aufzuhellen. Dies gilt insbesondere für die USA, wo die Produktion seit Ende 1976, trotz einer kurzen Unterbrechung wegen extrem schlechter Wetterverhältnisse Anfang 1977, wieder rasch zunimmt. In Deutschland hat sich die Erzeugung seit dem Spätsommer 1976 erneut ausgeweitet, wenn auch in langsamem Tempo als in der früheren Phase des Aufschwungs. In Japan hingegen zeigt die Inlandsnachfrage eher Zeichen einer anhaltenden Schwäche, insbesondere im Verhältnis zum Wachstumspotential; die Behörden waren daher in den letzten Monaten bemüht, die Wirtschaft durch abgewogene Konjunkturspritzen neu zu beleben. In allen drei Ländern haben die Behörden im übrigen wiederholt versichert, daß sie notfalls Schritte unternehmen würden, um ihre Volkswirtschaften auf einem maßvoll ansteigenden Wachstumspfad zu halten.

Das statistische Profil von Rezession und Erholung in den großen westlichen Industrieländern, gemessen an der Veränderung der Industrieproduktion, wird aus der nachstehenden Tabelle ersichtlich. Um die Jahresmitte 1976 hatte die Produktion im großen und ganzen wieder den Stand von Mitte 1974 erreicht (der in den meisten Ländern annähernd dem vorangegangenen Konjunkturmehrpunkt entsprach); die wichtigsten Ausnahmen waren Belgien, Schweden, die Schweiz und Großbritannien.

Veränderung der Industrieproduktion¹

	Veränderung gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum im		Veränderung von Juni 1976 bis Februar 1977 als Jahresrate	Gesamte Veränderung von Juni 1974 bis Februar 1977
	Juni 1975	Juni 1976		
Prozent				
USA	-11,8	11,8	3,7	1,1
Deutschland (BR)	- 7,6	10,3	2,9	3,9
Japan	-11,2	13,2	3,1	2,7
Frankreich	-10,4	10,7	3,6	1,6
Italien	-12,4	11,6	12,6	6,0
Großbritannien	- 8,8	1,8	6,9	- 2,9
Belgien	-11,4	8,3	3,1	- 2,1
Kanada	- 5,8	5,0	3,6	1,3
Niederlande	- 8,7	7,8	—	- 1,6
Schweden	- 6,5	1,6	- 3,4	- 7,2
Schweiz	-16,6	2,2	7,8 ²	-11,4 ²

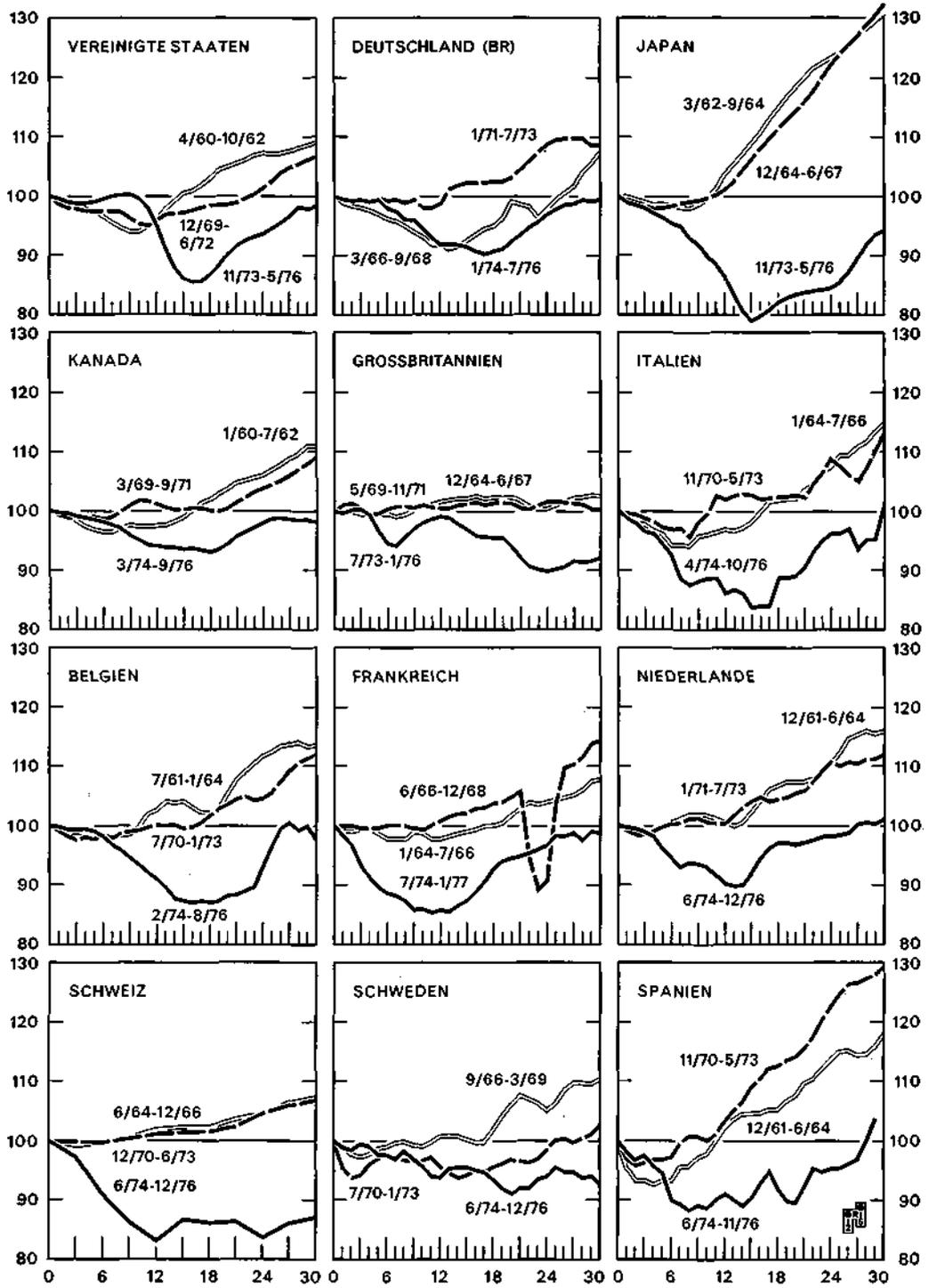
¹ Saisonbereinigte Daten.

² Bis Dezember 1976.

Nach der Jahresmitte 1976 entwickelte sich die Industrieproduktion länderspezifisch verschieden, doch war das allgemeine Bild das einer an Schwung verlierenden Erholung. In einer Reihe von Ländern lag die Erzeugung bis Februar 1977 immer noch unter dem Stand von Mitte 1974. Hinzu kam, daß die Arbeitslosigkeit bei weiterhin wachsendem Produktionspotential durch zusätzliche Investitionen und in einigen Fällen durch eine Zunahme der Zahl der Erwerbspersonen auf einem hohen Stand verharrte oder sogar weiter anstieg (vgl. Kapitel III).

Die herausragenden Merkmale des gegenwärtigen Produktionszyklus, nämlich seine ungewöhnliche Tiefe und die nur schwache Erholung, werden aus der umstehenden

Vergleich der Industrieproduktion im Konjunkturzyklus
Monate vom vorangegangenen Konjunkturmehrpunkt (=100) an*



№ 2237

*Zentrierte Dreimonatsdurchschnitte.

Graphik ersichtlich. Der Verlauf des monatlichen Index der Industrieproduktion eines jeden Landes wird von dem vorangegangenen Konjunkturgipfel an nachgezeichnet und mit früheren Zyklen des betreffenden Landes verglichen. Es ist zwar richtig, daß die gegenwärtige Erholung, vom Tiefpunkt der Konjunktur aus gemessen, sich von vorangegangenen Aufschwüngen nicht wesentlich unterscheidet. Entscheidend ist jedoch, daß die Talsohle, von der die Länder ausgingen, sehr viel tiefer lag als die der anderen Nachkriegsrezessionen. So konnte die konjunkturelle Erholung lange Zeit hindurch einem „normalen“ Erholungspfad folgen und trotzdem die Kapazitäten bei weitem noch nicht voll auslasten.

In der derzeitigen Erholung ist infolgedessen die Unterauslastung sehr viel größer geblieben als in vergleichbaren Stadien früherer konjunktureller Zyklen. So hatten in den USA die zwei früheren in der Graphik dargestellten Erholungsphasen den Effekt, daß die Rate der Kapazitätsauslastung in der produzierenden Wirtschaft fast wieder auf den normalen Stand gebracht wurde. Ende 1976 jedoch betrug die Kapazitätsauslastung nach Schätzungen des Federal Reserve Board knapp über 80%. Damit lag sie zwar deutlich über dem Tiefstand von 70% im Jahre 1975, war jedoch noch weit von dem 1973 verzeichneten Höchststand von 88% entfernt. Teilweise war dies darauf zurückzuführen, daß während der drei dazwischenliegenden Jahre die Produktionskapazitäten in den USA um fast 10% gewachsen waren; eine mehr oder weniger gleiche Entwicklung kann auch überall sonst unterstellt werden. Statistische Zahlen für andere Länder deuten generell darauf hin, daß die Zunahme der Kapazitätsauslastung weniger als die Hälfte der Differenz zwischen dem Tiefstwert und dem vorangegangenen Höchstwert ausmachte.

Außerhalb der westlichen Industrieländer war die Wirtschaftsentwicklung tendenziell nach oben gerichtet, ohne jedoch schwungvoll zu sein. In den osteuropäischen Ländern stieg die Industrieproduktion 1976 weniger kräftig als im Vorjahr. Als Gruppe betrachtet, sehen sich diese Länder ebenfalls der Schwierigkeit gegenüber, die gestiegenen Energiekosten zu verkraften; auch sie haben Maßnahmen zur Verbesserung ihrer Außenhandelsposition und zur Eindämmung ihrer wachsenden Auslandsverschuldung ergriffen. Diese Maßnahmen wirkten sich natürlich dämpfend auf ihre Importe aus den westlichen Ländern aus. Die wirtschaftliche Lage der nichtölexportierenden Entwicklungsländer hat sich 1976 ein wenig gebessert, und zwar in dem Maße, wie die konjunkturelle Erholung in den westlichen Industriestaaten zu einer Wiederbelebung der Rohstoffnachfrage führte. Wenn auch das Zahlungsbilanzdefizit in einigen dieser Länder noch immer recht hoch ist, so ging es doch in den meisten auf einen Stand zurück, der aufrechterhalten werden kann, ohne daß damit die Bemühungen um eine Entwicklung der Binnenwirtschaft weiterhin gehemmt werden.

Formen der Erholung: ein unterschiedliches Bild

Während des gesamten derzeitigen Konjunkturzyklus haben Fluktuationen in der Lagerhaltung eine ungewöhnlich wichtige Rolle gespielt: sie akzentuierten sowohl den Abschwung als auch den beginnenden Aufschwung. Als sich die konjunkturellen Aussichten 1974 rapide verschlechterten, waren die Unternehmen bemüht, der Gefahr eines enormen Überhangs an Vorräten vorzubeugen. Hatte der Lagerzyklus jedoch erst einmal seinen unteren Wendepunkt erreicht — zumeist im Frühjahr 1975 —,

wurden die Vorräte ziemlich rasch wieder aufgestockt. In den USA war der Umschwung bei den Vorratsinvestitionen zwischen dem zweiten Quartal 1975 und dem ersten Quartal 1976 fast zur Hälfte an dem Zuwachs des realen Bruttosozialprodukts um 5,9% beteiligt. In anderen Industrieländern war der Umschwung generell weniger stark ausgeprägt als in den USA, aber an herkömmlichen Maßstäben gemessen immer noch sehr stark. In der Regel stehen natürlich lagerzyklische Bewegungen in engem Zusammenhang mit dem Ausmaß der Veränderungen bei der Endnachfrage. Daher reagierten die Unternehmen mit einer Drosselung ihrer Produktion, als im Vorjahr die Nachfrage nach Endprodukten nachließ und die Lager sich wesentlich schneller als geplant füllten.

Es stellt sich damit die Frage, warum denn die reale Endnachfrage zur Jahresmitte so plötzlich nachließ. In diesem Zusammenhang wäre es nützlich zu untersuchen, wie sich die einzelnen Nachfragekomponenten während der derzeitigen Erholung im Vergleich zu den Erfahrungen früherer Konjunkturzyklen verhalten haben. Die untenstehende Tabelle zeigt die gesamte prozentuale Veränderung dieser Komponenten, gemessen jeweils vom vorangegangenen Höhepunkt im derzeitigen und in zwei früheren Zyklen. Sie umfaßt nur die sechs Länder, für die vierteljährliche Zahlenangaben über das Volkseinkommen vorliegen; auf diese Länder entfallen jedoch etwa 80% der Gesamtproduktion der OECD-Länder. Die Zahlenangaben über die Konjunkturgipfel in den einzelnen Ländern wurden auf der Grundlage der Veränderung der industriellen Produktion ausgewählt. Die Daten über das reale Bruttosozialprodukt, die die Ausgaben für öffentliche und private Dienstleistungen sowie für den Wohnungsbau enthalten, sind natürlich umfassender als die Zahlenangaben

Kumulative Veränderungen der Komponenten des realen Bruttosozialprodukts in vergleichbaren Konjunkturphasen

	Vergleichs- zeiträume ¹	Reales Brutto- sozial- produkt	Verbrauch		Investitionen ²		Ausfuhr	Einfuhr
			privat	öffent- lich	Anlagen	Woh- nungs- bau		
Kumulative Veränderungen vom vorangegangenen Konjunkturgipfel an in Prozent								
Deutschland (BR)	II/66—II/69	10,8	9,7	5,2	11,8	- 6,1	30,7	25,3
	III/71—II/74	9,0	6,2	13,0	- 6,5	- 3,8	42,7	23,5
	I/74—IV/76	2,9	8,3	8,8	7,4	-11,2	3,9	20,0
Großbritannien . .	IV/64—I/68	8,7	9,5	12,6	17,0	24,7	19,7	17,1
	II/69—III/72	8,0	12,6	9,4	8,8	5,9	8,6	19,3
	III/73—IV/76	1,8	- 1,2	10,4	-13,9	0,9	13,0	0,6
Japan	I/62—I/65	31,0	30,9	24,6	31,7	71,0	62,4	39,2
	IV/64—IV/67	33,0	26,6	17,0	40,4	50,4	37,2	52,9
	IV/73—IV/76	8,1	9,2	15,2	-12,9	- 0,5	50,0	7,3
USA	I/60—II/63	11,2	10,9	15,3	9,0	13,4	22,0	13,0
	IV/69—I/73	14,1	16,0	- 0,0	12,5	60,6	31,2	26,1
	IV/73—I/77	4,4	10,0	4,7	- 7,9	- 3,9	7,8	10,3
Kanada	I/60—IV/62	11,7	8,5	20,1	5,1	- 9,3	9,7	- 1,6
	I/69—IV/71	13,0	13,6	19,1	14,9	15,4	15,4	13,9
	I/74—IV/76	4,5	14,6	7,7	0,5	- 0,7	- 0,9	8,2
Frankreich	I/64—I/66	10,4	8,3	12,1	15,8	29,0	15,7	9,6
	II/66—II/68	2,7	5,8	8,7	12,2	- 2,5	- 6,9	5,3
	III/74—III/76	3,5	8,3	1,6	4,1		6,6	12,7

¹Für jedes Land wird der letzte Zyklus vom Konjunkturgipfel bis zu den zuletzt verfügbaren Quartalszahlen mit der Entwicklung der früheren Zyklen während derselben Anzahl von Quartalen verglichen. ²Ohne Veränderung der Vorräte.

über die industrielle Erzeugung. Sie bestätigen immerhin, daß die gegenwärtige Erholung der realen Produktion in den meisten Ländern erheblich schwächer war als jene in den vergleichbaren Stadien vergangener Zyklen. Abgesehen von dieser sehr allgemeinen Aussage erscheinen jedoch die Unterschiede in dem Verhalten der Komponenten der realen Endnachfrage in den einzelnen Ländern genauso auffallend wie die Gemeinsamkeiten.

Der vielleicht größte Unterschied ergab sich bei der Entwicklung der Außenhandelsbeziehungen der einzelnen Länder. Während es in Deutschland vor dem Hintergrund einer Erhöhung des Außenwerts der Deutschen Mark mit recht gutem Erfolg gelang, die private Inlandsnachfrage (ohne Wohnungsbau) zu kräftigen und auf die Einfuhren zu verlagern, blieb in Japan die Inlandsnachfrage des privaten Sektors relativ schwach, und der reale Nettoexport von Gütern und Dienstleistungen nahm sehr stark zu. In Großbritannien gingen sowohl der private (aber nicht der öffentliche) Verbrauch als auch die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen in diesem Zyklus merklich zurück; der gleichzeitigen Verbesserung der realen Nettoexporte stand jedoch eine Verschlechterung der preislichen Austauschrelationen gegenüber. Im Gegensatz hierzu war die private Nachfrage in Kanada und Frankreich relativ stark und dürfte mit zu der Zahlungsbilanzschwäche beigetragen haben.

Was die Gemeinsamkeiten betrifft, so war eine gewisse Konsequenz im Verhalten der einzelnen Nachfragekomponenten zu beobachten. Die Investitionstätigkeit lag in fast allen Ländern (außer in Deutschland) ungewöhnlich darnieder, vor allem aber dort, wo der Verbrauch besonders schwach war. Auch im Wohnungsbau lag die Errichtung neuer Wohneinheiten weit unter dem Stand der Höchstwerte vor der Rezession.

Konjunkturelle und strukturelle Veränderungen: eine Standortbestimmung

Der hartnäckige konjunkturelle Stillstand nach der Jahresmitte 1976 war eine rätselhafte Entwicklung, die die Wirtschaftspolitiker nicht wenig überraschte. Obwohl manches darauf hindeutet, daß sich in einigen Ländern der Aufwärtstrend wieder durchgesetzt hat, bestehen weiterhin Zweifel, wie kräftig er ausfallen wird und wie lange er in stetigen Bahnen gehalten werden kann. Der gegenwärtige Zyklus unterscheidet sich von den vorangegangenen zweifellos erheblich durch seine Tiefe, Dauer und Bestimmungsfaktoren. In den meisten Ländern ist 1977 nunmehr das vierte Jahr seit dem letzten konjunkturellen Höhepunkt, und in zahlreichen Ländern dürfte es noch mehrere Jahre dauern, bis die Arbeitslosigkeit wieder auf einen erträglichen Stand verringert werden kann. Dieser Zyklus ist sowohl quantitativ wie qualitativ ganz anders als derjenige der dreißiger Jahre. Als länger anhaltender „Wachstumsrückschlag“ gesehen, in dem das Wachstum der Erzeugung über viele Jahre weit unter dem vorangegangenen Trend bleibt, unterscheidet er sich aber auch merklich von den meisten Rezessionen seit Kriegsende. Ist die Schwäche der derzeitigen Erholung die Folge einer ungewöhnlichen konjunkturellen Reaktion der Wirtschaftspolitik? Oder sind tiefgründigere Faktoren struktureller Natur am Werk? Was Diagnose und Therapie betrifft, so sind eine Reihe sehr unterschiedlicher Ansätze gemacht worden. Die vorgebrachten Analysen schließen sich nicht immer gegenseitig aus, und ihre Bedeutung kann von Land zu Land sehr unterschiedlich sein.

Einer Ansicht zufolge ist das gegenwärtige Unbehagen in der Wirtschaft im wesentlichen der Tatsache zuzuschreiben, daß die für die Wirtschaftspolitik zuständigen Behörden, insbesondere in den „starken“ Ländern, überaus vorsichtig bei der Stimulierung der Gesamtnachfrage vorgegangen sind. In einem früheren Stadium, so heißt es, hätten sie nicht erkannt, daß die meisten der inflationären Impulse der vergangenen Jahre, etwa der starke Anstieg der Preise für Erdöl und Nahrungsmittel, zumeist außerordentlicher und vorübergehender Natur waren. Desgleichen hätten sie nicht ausreichend die starke rezessive Wirkung dieser exogenen Preiserhöhungen auf die Ausgaben berücksichtigt. Indem die Behörden versuchten, dem Preisauftrieb durch eine starke Drosselung der Inlandsnachfrage entgegenzuwirken, hätten sie demnach ungewollt eine Rezession gefördert, deren kumulative Kosten, gemessen an den Arbeitslosenzahlen und Produktionsverlusten, bei weitem die Kosten der befürchteten Inflation selbst übersteigen. Die Vertreter dieser Meinung haben während des letzten Jahres argumentiert, daß eine maßvolle zusätzliche Anregung der Nachfrage angesichts des erheblichen Umfangs der weiterhin ungenutzten Kapazitäten und Arbeitskräfte keine untragbaren inflationären Risiken beinhalten würde. Eine solche Maßnahme wird vielmehr als Voraussetzung für ein Wachstum des Welthandels in einem Tempo angesehen, das es schwächeren Ländern ermöglichen würde, ein ausreichendes Einkommen zu erwirtschaften, statt eine immer größere Schuldenlast aufzuhäufen.

Eine zweite, entgegengesetzte Ansicht geht dahin, daß eine konjunkturelle „Feineinstellung“ mittels gezielter finanzpolitischer Maßnahmen heute kaum mehr als einen vorübergehenden Einfluß auf die reale Produktion und die Beschäftigungslage hat. Hinzu kommt, daß ein beschleunigtes Wachstum der Geldmenge zwar kurzfristig effektiv konjunktur-anregend wirken mag, über einen längeren Zeitraum jedoch lediglich den Preisauftrieb beschleunigt. Gleichzeitig wird der hohe Arbeitslosenstand als eine unausweichliche Folge und als Preis für die Inflation der Vergangenheit angesehen, und die Beseitigung der Teuerung gilt daher als Voraussetzung für ein neuerliches, dauerhaftes Wachstum. Mit anderen Worten: angesichts der hohen Reagibilität der modernen Güter- und Arbeitsmärkte auf die Lohn- und Preiserwartungen gibt es kurzfristig keine gesicherte gegenläufige Entwicklung von Arbeitslosigkeit und Inflation mehr. Jede weitere gezielte Anregung der Konjunktur würde die inflationären Erwartungen fördern und damit bald entgegengesetzte Reaktionen des privaten Sektors hervorrufen. Die Unternehmen würden in der Erwartung, in der Folgezeit von steigenden Kosten und einer Rückkehr zu restriktiven Maßnahmen in die Zange genommen zu werden, geplante Investitionen aufschieben. Die Verbraucher würden eine weitere Aushöhlung des Geldwerts ihrer Sparbestände befürchten und daher ihre Ausgaben kürzen. Die Kapitalanleger würden steigende Zinsen erwarten und deshalb ihre Mittel vom Aktien- und Rentenmarkt in liquidere Anlagen verlagern. Dieser Ansicht zufolge ist es demnach der sicherste Weg für eine Rückkehr zu einem stabilen Wachstum, einfach an einer Politik maßvoller und stetiger Ausweitung der Geldmenge festzuhalten.

Ein dritter Standpunkt sieht in unseren derzeitigen Problemen im wesentlichen die Folge eines längerfristigen Trends sowohl bei der Einkommensverteilung wie bei den Finanzierungssalden der einzelnen Sektoren. Jahrelang, so wird argumentiert, ist nun der Anteil der Einkommen aus Unternehmertätigkeit einer ständigen Erosion ausgesetzt gewesen. Diese Verschiebung bei den Faktoreinkommen hat die Fähig-

keit und Bereitschaft der Unternehmen zu neuen produktiven Investitionen substantiell verringert. Gleichzeitig entschärfte die Inflation lange Zeit hindurch diese Erosion, da sie die realen Lasten der ausstehenden Verbindlichkeiten verminderte und den Rückgriff auf zusätzliche Fremdmittel zu sehr niedrigen realen Zinssätzen erleichterte. Etwa ab 1974 ergaben sich dann für die Unternehmen akute Selbstfinanzierungsprobleme, die sie veranlaßten, über einen längeren Zeitraum eine Umstrukturierung ihrer Bilanzen vorzunehmen. Ihre Bemühungen richteten sich auf eine Reduzierung der Kosten und der Zahl der Arbeitskräfte, die Streichung oder Verschiebung von Investitionsvorhaben sowie eine Verbesserung der Liquidität, teilweise durch Rückzahlung oder Fundierung von Verbindlichkeiten. Dieser Prozeß finanzieller Konsolidierung ist inzwischen in einigen Ländern ziemlich weit fortgeschritten; der Wunsch, eine erneute Verschlechterung zu vermeiden, könnte jedoch immer noch investitions-hemmend wirken. Hinzu kommt, daß zwar der Druck auf die Gewinnanteile in vielen Ländern merklich nachgelassen hat, im langfristigen Zeitvergleich die Rentabilität jedoch niedrig ist und nach wie vor die Investitionsbereitschaft dämpfen dürfte. Dazu haben sich die Verbraucher mit Ausgaben zurückgehalten, und die Sparquote war ungewöhnlich hoch. Dies ist zum Teil eine Reaktion auf die Aushöhlung des realen Geldvermögens durch die anhaltende Inflation, aber auch Unsicherheiten über die Einkommens- und Beschäftigungsaussichten haben zu der Zurückhaltung der privaten Haushalte beigetragen.

Schließlich gibt es eine Meinungsgruppe, die die aktuellen Probleme aus einer noch längerfristigen Perspektive betrachtet. Einige Beobachter z.B. glauben, daß wir an einem Wendepunkt im sogenannten Kondratieffschen Zyklus angelangt sind, der lange zyklische Ausschläge umfaßt, die sich über Zeiträume von fünfundzwanzig bis fünfzig Jahren erstrecken. Eine geläufige Auslegung besagt, daß der bemerkenswerte wirtschaftliche Fortschritt der westlichen Industrieländer während der letzten Jahrzehnte auf der Verfügbarkeit billiger und überreicher Ressourcen an Nahrungsmitteln, Rohstoffen und Energie beruhte. Diese Situation habe sich nunmehr grundlegend geändert, so daß weitere Fortschritte davon abhängen, inwieweit ein weitreichender struktureller Anpassungsprozeß eingeleitet wird, der im wesentlichen auf eine qualitative Verbesserung und Neuorientierung der gesamtwirtschaftlichen Investitionsbemühungen hinzielt. Daneben ist manchmal auch von gewissen anderen langfristigen Entwicklungen die Rede, die sich als Hemmschuh für ein erneutes Wachstum erweisen, wie etwa der neue umfangreiche Kapazitätsüberhang im Wohnungsbau, im Schiffsbau, in der Eisen- und Stahlindustrie sowie in der Textilindustrie.

Die Liste dieser Diagnosen ist lang, weil sich in ihr die zahlreichen Unbekannten niederschlagen, die einer abwägenden Beurteilung der gegenwärtigen Lage und der Zukunftsaussichten im Wege stehen. Auf den nachfolgenden Seiten soll versucht werden, einige dieser Sachverhalte etwas zu erhellen. Die sich daraus ergebende Meinung wird eklektisch sein.

Die Nutzung der Ressourcen: Stabilitätspolitik versus Beschäftigungspolitik

Seit Beginn der siebziger Jahre sind die einzelnen Industrieländer einer Reihe ungewöhnlicher externer Schocks ausgesetzt worden: dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse, einer beispiellosen Attacke weltweiter Inflation und einem sprunghaften Anstieg der Preise für Erdöl und andere Rohstoffe. Die nationalen

Behörden reagierten auf die 1973/74 entstandenen inflationären Spannungen und außenwirtschaftlichen Defizite mit sehr unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Konzepten, wobei die Skala von der vor allem die Teuerung bekämpfenden „Stabilitätspolitik“ bis zu der die Inlandsnachfrage und Beschäftigung stützenden „Beschäftigungspolitik“ reicht. Die einzelnen Länder befinden sich folglich in jüngerer Zeit auf sehr ungleichem Boden, was die Beschaffenheit der ihnen spezifischen Probleme angeht. Es trifft zwar zu, daß die „Rezessionsepidemie“ in praktisch allen Industrieländern hohe Arbeitslosigkeit und eine schwache Gesamtnachfrage hinterlassen hat, dies bedeutet aber nicht, daß es auch eine gemeinsame Lösung geben muß. Tatsächlich hat wohl jedes Land seine eigenen charakteristischen Probleme mit der umfassenden Aufteilung der Ressourcen: zwischen inländischer Güterverwendung und Exporten, zwischen öffentlichem und privatem Sektor und zwischen Verbrauch und Investitionen.

Privater Verbrauch und Ersparnisse. Haupttriebkraft der gegenwärtigen wie schon der früheren Aufschwungsphasen war ein beschleunigter Anstieg der Verbrauchsausgaben und eine damit eng zusammenhängende Wiederauffüllung der Lager. Die verfügbaren viertel- und halbjährlichen Angaben für die wichtigsten Industrieländer zeigen, daß die Verbrauchsausgaben zu Beginn der Erholungsphase merklich anzogen, wenn auch hinsichtlich des Zeitprofils beträchtliche Unterschiede bestanden. Dabei wurden vor allem längerlebige Verbrauchsgüter, insbesondere Kraftfahrzeuge, vermehrt gekauft. So erhöhten sich in den USA die realen Ausgaben für längerlebige Konsumgüter im ersten Quartal 1976 um 17% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum, schwächten sich im weiteren Jahresverlauf jedoch auf eine Jahreszuwachsrate von unter 4% ab. Für andere Länder liegen zwar umfassende Zahlen über die Ausgaben für längerlebige Konsumgüter nicht vor, doch deuten die Zulassungszahlen neuer Kraftfahrzeuge in Deutschland und Japan darauf hin, daß auch in diesen beiden Ländern eine ähnliche Entwicklung stattfand. Bereits in der ersten Jahreshälfte 1976 begann jedoch in einem Land nach dem anderen die Expansion des Verbrauchs zu stocken; in der zweiten Jahreshälfte lag sie praktisch überall weit unter dem Normalpegel. Dieser abrupte Wechsel minderte die Zuversicht der Unternehmen und hatte einen erneuten Abbau der Lagervorräte zur Folge.

Die für eine größere Zahl von Ländern verfügbaren jährlichen Zahlen zeigen, daß die Veränderung bei den Verbrauchsausgaben im vergangenen Jahr von Land zu Land beträchtlich geschwankt hat. Vergleichsweise große Zuwächse, die über den Durchschnitt der Jahre 1962–73 lagen, verzeichneten die USA, Kanada, Schweden und Norwegen. In den meisten anderen Ländern, darunter auch in Deutschland und Japan, bewegte sich der Zuwachs im Rahmen von 3–4 ½% und lag deutlich unter dem langfristigen Wachstumstrend. In Großbritannien und der Schweiz nahmen die gesamten Verbrauchsausgaben sogar ab, während in Spanien die Zunahme erneut ungewöhnlich niedrig war. Für dieses differenzierte Bild dürften vor allem unterschiedliche Wachstumsraten der realen verfügbaren Einkommen verantwortlich gewesen sein.

Warum aber verloren die Verbrauchsausgaben abgesehen von diesen Unterschieden so schnell an Schwung? Ein Grund hierfür waren die steuerlichen Entzugswirkungen auf die durch die Lohn-Preis-Spirale weiterhin aufgeblähten Bruttoeinkommen. In den USA, Kanada, Frankreich, Deutschland und Italien wurde 1976

Die Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten

	Jahr	Reales Brutto-sozial-produkt	End-nach-frage*	Export	Import	Inlandsnachfrage				
						Insgesamt	Verbrauch		Investitionen	
							privat	öffent-lich	ohne Woh-nungs-bau	Woh-nungs-bau
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent										
Belgien	1962-73	5,1	4,9	10,6	10,3	4,7	4,6	5,6	4,5	4,5
	1974	4,2	3,6	10,7	11,6	3,9	2,5	4,4	6,8	10,2
	1975	- 1,8	1,2	- 9,9	-10,9	0,9	0,9	7,0	- 3,5	- 6,1
	1976	2,3	- 0,2	7,0	8,5	0,4	2,3	3,5	- 6,2	13,9
Deutschland (BR)	1962-73	4,6	4,6	10,1	9,9	4,4	4,6	3,8	5,5	3,5
	1974	0,4	1,6	12,5	4,7	- 1,4	0,2	4,5	- 8,2	- 8,7
	1975	- 2,5	- 2,6	- 9,1	0,8	1,1	2,5	3,6	0,4	- 9,0
	1976	5,5	3,6	10,4	10,8	3,6	3,3	2,8	6,5	2,5
Frankreich	1962-73	6,1	6,1	11,1	12,0	6,2	5,5	5,6	7,9	7,8
	1974	2,9	3,3	9,8	4,8	2,3	2,6	2,6	- 0,3	4,9
	1975	- 1,4	1,7	- 3,7	- 7,2	1,3	3,2	2,7	- 4,6	- 3,9
	1976	4,9	.	9,5	13,8	.	4,2	4,2	.	.
Großbritannien	1962-73	3,1	2,8	6,1	6,3	3,0	2,9	2,3	4,6	3,5
	1974	- 0,5	0,6	7,3	1,3	- 1,2	- 1,2	1,9	- 1,4	- 2,5
	1975	- 2,4	0,3	- 4,1	- 6,7	- 0,5	- 1,0	4,6	- 3,0	6,6
	1976	1,4	-	6,7	4,9	- 0,7	0,2	2,7	- 5,3	- 0,3
Italien	1962-73	4,8	4,7	9,2	9,4	4,7	5,4	3,9	3,4	2,2
	1974	3,9	4,2	9,3	2,1	2,7	2,5	2,9	3,9	2,6
	1975	- 3,6	- 0,5	3,4	-10,5	- 3,3	- 1,4	2,7	-14,8	-11,6
	1976	5,5	3,0	11,8	12,3	2,8	3,2	1,9	3,6	- 1,2
Japan	1962-73	10,2	10,1	14,4	14,2	10,2	8,8	6,2	12,6	15,1
	1974	- 1,3	- 1,6	19,2	11,7	- 2,5	1,4	4,3	-10,4	-11,7
	1975	2,4	4,6	4,3	- 8,5	0,7	6,0	6,8	- 5,9	7,9
	1976	6,1	6,1	15,8	7,6	3,0	4,3	4,3	3,6	9,8
Kanada	1962-73	5,6	5,6	9,4	9,0	5,6	5,4	5,5	6,1	6,8
	1974	3,2	2,4	- 2,3	8,9	5,2	4,9	6,6	7,0	- 2,0
	1975	0,6	3,0	- 7,3	- 2,5	4,0	4,8	3,7	5,0	- 7,7
	1976	4,6	3,7	9,5	8,1	4,5	6,3	3,0	- 3,5	18,8
Niederlande	1962-73	5,7	5,6	10,8	10,8	5,1	5,6	2,9	5,5	9,3
	1974	2,4	2,4	3,0	0,0	0,5	2,3	1,4	- 1,3	-13,7
	1975	- 2,2	0,4	- 3,7	- 2,7	1,3	3,0	2,6	- 3,1	- 7,1
	1976	4,2	2,7	9,2	9,7	2,6	4,0	4,0	- 4,0	2,2
Norwegen	1962-73	4,2	4,2	8,0	8,0	4,3	4,0	5,7	4,5	7,3
	1974	5,0	2,1	0,5	4,3	3,9	4,0	3,3	5,9	- 0,3
	1975	3,6	5,5	3,1	6,6	7,0	5,4	5,0	10,8	7,3
	1976	5,3	5,4	7,3	10,8	7,1	6,1	4,5	13,7	- 1,0
Schweden	1962-73	3,8	3,8	9,1	7,5	3,4	2,9	4,4	4,1	2,7
	1974	4,0	1,5	8,1	14,9	3,2	4,3	2,9	3,8	3,2
	1975	0,6	- 0,1	- 9,0	- 2,1	2,1	2,9	5,5	- 1,5	2,1
	1976	1,0	4,9	6,8	5,5	4,5	3,2	2,9	0,3	4,5
Schweiz	1962-73	4,2	4,3	7,2	7,5	4,2	4,2	3,6	4,1	5,3
	1974	1,7	- 0,4	1,9	- 0,6	- 1,4	- 0,5	1,6	0,0	-17,4
	1975	- 8,0	- 2,6	- 7,0	-15,4	- 5,6	- 2,9	1,4	- 8,3	-39,3
	1976	- 0,1	- 2,0	8,9	10,4	- 2,0	- 1,7	6,0	- 6,9	- 4,8
Spanien	1962-73	6,9	6,8	12,6	12,0	6,8	6,2	5,9	9,3	
	1974	4,9	6,2	- 1,6	4,7	5,3	5,6	5,7	4,4	
	1975	0,8	.	- 2,7	- 2,0	0,9	2,1	3,6	-3,5	
	1976	1,7	.	7,4	5,1	1,6	2,3	3,9	-1,4	
USA	1962-73	4,0	4,0	7,5	6,1	4,0	4,3	2,5	4,7	4,2
	1974	- 1,7	- 1,1	10,6	1,0	- 1,8	- 1,1	1,7	- 1,5	-27,8
	1975	- 1,9	- 0,1	- 7,0	-17,0	- 0,7	1,5	2,9	-12,0	-16,3
	1976	5,9	4,3	5,9	16,2	4,9	5,5	2,9	0,6	20,0

* Entspricht der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts abzüglich der Nettovorratsinvestitionen.

nach OECD-Schätzungen der Zuwachs des realen verfügbaren Einkommens durch den erhöhten Zugriff der Nettosteuern (direkte Steuern und Sozialversicherungsbeiträge abzüglich Transferzahlungen) auf die Haushalte deutlich vermindert. Eine andere Ursache ist darin zu sehen, daß von dem inländischen Einkommensstrom Teile im Zusammenhang mit höheren Zahlungen für Erdölimporte abgezweigt werden mußten.

Ein weiterer Faktor war das Verhalten der privaten Sparneigung. Es ist sicher richtig, daß in vielen Ländern die Rückbildung der Sparquote von ihrem ungewöhnlich hohen Niveau den Verbrauch weiter begünstigte. Der Rückgang war jedoch begrenzt oder wurde zeitweilig sogar wieder von einem Anstieg abgelöst, jedenfalls blieb die Sparneigung im allgemeinen außerordentlich hoch. Einerseits verringerte die Inflation auch weiterhin in vielen Ländern den Realwert der Geldvermögen, was die Kapitalanleger bewog, diese Vermögensauszehrung durch höhere laufende Ersparnisse wettzumachen. Andererseits wurde durch die weitverbreitete Arbeitslosigkeit und die ungewissen Perspektiven hinsichtlich der zukünftigen Einkommensentwicklung und der Arbeitsplatzsicherheit das „Vorsichtssparen“ kräftig gefördert.

Private Haushalte: Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen¹

	1965-69	1970-74	1975		1976	
			1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
Prozent						
Deutschland (BR)	12,2	14,3	16,8	14,8	14,5	14,8
Frankreich	15,4	17,1	17,7		16,3	
Großbritannien	8,3	10,7	15,0	14,7	14,9	13,6
Japan	18,8	21,6	23,8	22,9	22,7	22,2 ²
Kanada	5,9	7,9	10,9	9,6	11,0	9,1
USA	6,5	7,8	8,1	7,5	7,0	6,0

¹ Saisonbereinigt; Angaben der einzelnen Länder.

² Drittes Quartal.

Der vielleicht wichtigste Grund war, daß das Wachstum der privaten verfügbaren Einkommen im Zuge des Aufschwungs nicht durch die übliche Belebung des Wohnungsbaus und neuer Bau- und Ausrüstungsinvestitionen gestützt wurde. Welche Hindernisse standen einer Erholung in diesen Sektoren entgegen?

Wohnungsbau. In früheren Zyklen erwies sich der Wohnungsbau allgemein als ein stabilisierendes Element von größter Bedeutung. Wenn sich im Verlauf der Rezession die Bedingungen auf den Kreditmärkten entspannen und Hypothekarkredite billiger und reichlich zu haben sind, spielen neue Bauvorhaben bei der Belebung der Wirtschaftstätigkeit normalerweise eine führende Rolle. Reagieren in der Folgezeit auch die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen auf den steigenden Verbrauch und die Belebung des Baumarktes, so beginnt sich der Kreditmarkt erneut zu versteifen, was wiederum ein Nachlassen der Wohnungsbautätigkeit zur Folge hat.

Darüber hinaus lag dem Wohnungsbau in den meisten Ländern praktisch in der gesamten Nachkriegsperiode ein kräftig aufwärtsgerichteter Trend zugrunde. Stark begünstigt wurde er in manchen Fällen durch die von den Behörden verfolgte Politik

zur Förderung des Wohnungsbaus mittels öffentlicher Wohnungsbauprogramme, Subventionen, Steuererleichterungen, Sparförderungen etc.

Im gegenwärtigen Zyklus hat sich jedoch der Wohnungsbau nicht nach dem üblichen Muster verhalten. In den meisten Ländern fiel 1975 der Tiefpunkt in diesem Sektor mehr oder weniger mit dem der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit zusammen. In einer Reihe von Ländern wie in den USA, Japan, Deutschland, den Niederlanden, Schweden und der Schweiz lag die Talsohle nach einem zwei- oder dreijährigen Abgleiten ziemlich tief. Auch in Frankreich und Italien war der Verfall stark ausgeprägt und langanhaltend, wobei er sich allerdings mit beträchtlicher zeitlicher Verzögerung vollzog. Im Jahre 1975 kam in den USA und Kanada eine recht lebhaftere Erholung in Gang, und im letzten Jahr zeichnete sich auch in Belgien, den Niederlanden und Schweden erneut eine Belebung ab. In den anderen Ländern blieb jedoch der Wohnungsbau auf relativ gedrücktem Niveau.

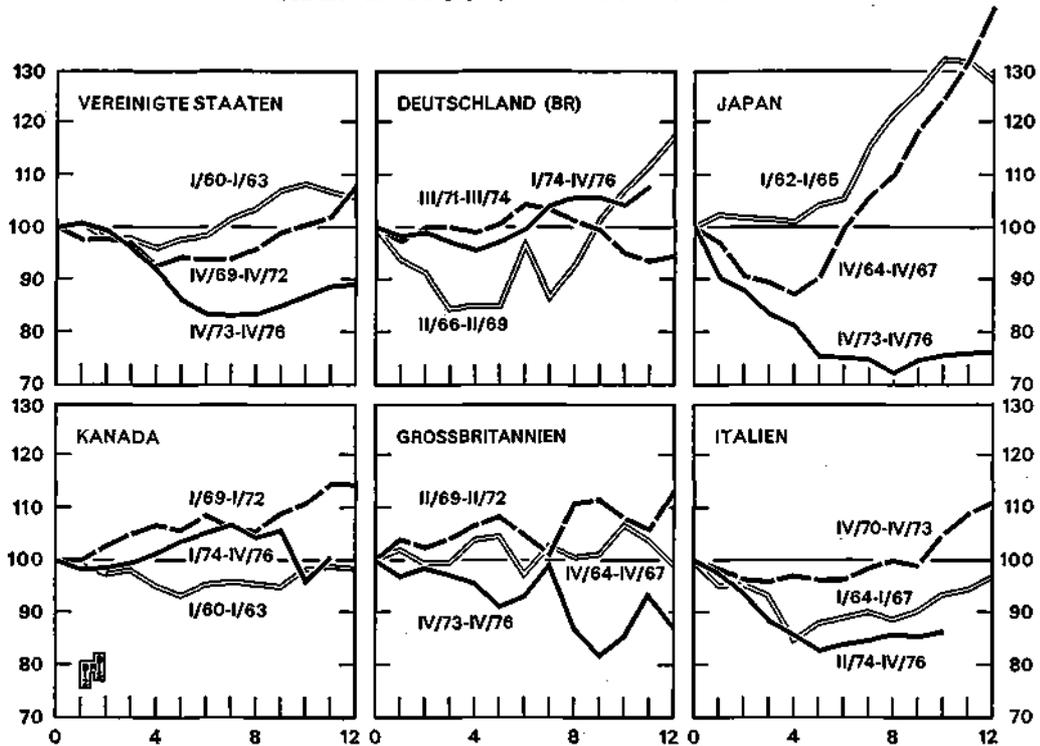
Wie läßt sich die hartnäckige Flaute im Wohnungsbau erklären? Daß finanzielle Engpässe den wichtigsten Störfaktor bilden, erscheint wenig wahrscheinlich. In den meisten Ländern haben die Hypothekenbanken in den vergangenen Jahren hohe Mittelzuflüsse verzeichnet, und überall stehen nunmehr Darlehensmittel sofort zur Verfügung. Die Hypothekenzinsen sind jedoch im Vergleich zu früher weiterhin recht hoch, was möglicherweise die Kreditnehmer abschreckt. Besonders einleuchtend wäre dies dann, wenn die Erwartungen der Kreditnehmer hinsichtlich der Steigerung der Baupreise wesentlich weniger euphorisch sind als in der Vergangenheit, wie es zur Zeit der Fall zu sein scheint. In der Tat lag die Schwachstelle des Wohnungsbau markts in der Errichtung von zum Verkauf oder zur Vermietung bestimmten Mehrfamilienhäusern. Dies war z.B. in Frankreich, den Niederlanden, der Schweiz und den USA der Fall. Bei solchen Projekten spielen bekanntlich die Gewinnspannen und die Erwartungen langfristiger Kapitalgewinne eine große Rolle. Kurz gesagt, der Niedergang des Wohnungsbaus war teilweise eine Reaktion auf die Verlangsamung der Inflation nach einer langen Periode immer stärkerer Preissteigerungen.

Einige noch längerfristige Faktoren können ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Rückblickend gab es schon in der Vorkriegszeit Anzeichen langer Wohnungsbauzyklen von etwa zwanzigjähriger Dauer, und es ist möglich, daß Nachkriegstendenzen dieser Art in jüngerer Vergangenheit wieder sichtbar werden. In vielen Ländern wurden die Kapazitäten im Wohnungsbau in einem frühen Stadium der rasch wachsenden Produktion neuer Wohnbauten angepaßt, und im Durchschnitt wurde über viele Jahre hinweg eine hohe Wachstumsrate aufrechterhalten. Seit einiger Zeit jedoch sind bei der Nachfrage nach Wohnbauten, besonders in Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und Skandinavien, Anzeichen einer Sättigung erkennbar. Diese Tendenzen sind in einigen Fällen verstärkt worden durch die Verlangsamung sowohl des Bevölkerungswachstums wie der Gründung neuer Haushalte — demographische Trends, die mancherorts besonders ausgeprägt sind. In einigen Ländern, etwa in Deutschland und der Schweiz, hielten es die Behörden für notwendig, einen schrittweisen Abbau der Produktionskapazitäten dieses Sektors zu fördern. Insgesamt gesehen sind die Aussichten für den Wohnungsbau nur in einer begrenzten Anzahl von Ländern vergleichsweise günstig, während überall sonst nur ein bescheidener Zuwachs oder sogar ein weiterer Rückgang erwartet werden muß.

Die Anlageinvestitionen der Unternehmen

Zum Jahresbeginn 1976 hatten viele Beobachter damit gerechnet, daß eine Erholung der Ausgaben der Unternehmen für Anlageinvestitionen dem konjunkturellen Aufschwung im späteren Verlauf des Jahres zusätzliche Schubkraft verleihen würde. Dies war in früheren Erholungsphasen immer das normale konjunkturelle Muster gewesen. Am Jahresende 1976 lagen jedoch die realen Ausgaben der Unternehmen für Anlageinvestitionen in den meisten Ländern mit Ausnahme von Deutschland nicht nur deutlich unter dem vor der Rezession erreichten Höchststand, sondern blieben auch weit hinter dem Wachstumstempo vorangegangener vergleichbarer Konjunkturphasen zurück. In der Tat sind die realen Ausgaben für Bauten und Ausrüstungen in Japan, den USA und Italien gegenüber dem 1975 erreichten konjunkturellen Tiefpunkt fast überhaupt nicht mehr gestiegen. In Deutschland wurden die privaten Anlageinvestitionen teilweise durch die in den letzten Monaten 1974 eingeführte Investitionszulage angeregt, doch war die Erholung im Vergleich zu dem bereits 1970 erreichten Investitionsniveau bescheiden. Die anhaltende Lethargie der privaten Investitionsneigung spielte eine Schlüsselrolle dabei, daß der Wachstumsprozeß zur Jahresmitte ins Stocken geriet. Ohne die stützende Triebkraft höherer Ausgaben für Bauten und Ausrüstungen mußte das ineinandergreifende Wachstum von Beschäftigung, verfügbarem Einkommen und Verbrauch einfach verebben.

Reale Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau)
 Quartale vom vorangegangenen Höchststand (=100) aus



Der Anreiz für Unternehmen, in neuen Bauten und Ausrüstungen zu investieren, hängt gleichermaßen ab von dem aus den Investitionen erwarteten Ertrag und den Kosten des eingesetzten Kapitals, d.h. der Rendite, welche die Unternehmen nach den Vorstellungen ihrer Eigentümer erwirtschaften sollen, verglichen mit der Rendite, die bei alternativen Kapitalanlagen erzielt werden kann. Freilich sind diese Faktoren schwer zu erfassen, da sie teilweise auf Erwartungen basieren, doch läßt sich eine versuchsweise Bewertung ihres Verhaltens während des laufenden Aufschwungs vornehmen.

Kapitalkosten sind die den Unternehmen für die Finanzierung neuer Investitionsprojekte erwachsenden Kosten. Die nachstehende Tabelle enthält für ausgewählte Jahre die Renditen für Unternehmensschuldverschreibungen in den USA, Großbritannien und Deutschland. Zwar sind diese langfristigen Zinssätze in jüngster Zeit gegenüber dem 1974 erreichten Rekordstand gesunken, doch liegen sie gemessen am langfristigen Niveau immer noch recht hoch. Selbstverständlich ist es in Zeiten starker Inflation außerordentlich schwierig abzuschätzen, ob die Nominalzinssätze effektiv hoch oder niedrig sind, da sie auch eine Prämie für den Ausgleich der erwarteten Preissteigerungsraten enthalten. Ein verlässlicherer Maßstab ist hier das Dividenden/Kurs-Verhältnis von Aktien, das gegen inflationäre Einflüsse weniger anfällig — wenn auch nicht gänzlich immun — ist. Zwar entspricht die Dividendenrendite nicht exakt den Kapitalkosten, sie dürfte aber erhebliche mittelfristige Veränderungen dieser Kosten widerspiegeln.

Renditen langfristiger Unternehmensschuldverschreibungen und Aktienrenditen

	Renditen langfristiger Unternehmensschuldverschreibungen					Dividenden/Kurs-Verhältnis von Aktien				
	1964	1968	1972	1974	1976	1964	1968	1972	1974	1976
	Jahresdurchschnitte									
Deutschland (BR)	6,2	6,7	8,1	11,1	8,2	3,0	3,1	3,1	4,2	3,5
Großbritannien	6,5	8,3	9,8	16,7	15,2	4,7	3,7	3,3	8,2	6,0
USA	4,8	6,9	6,2	9,5	9,8	3,0	3,1	2,8	4,5	3,8

Die Dividendenrenditen in den USA, Großbritannien und Deutschland sind aus der rechten Seite der Tabelle ersichtlich. In allen drei Ländern hatte die Rendite 1974 ein recht hohes Niveau erreicht, wobei eine beträchtliche Risikoprämie für die durch die ausgeprägte Rezession und die rasche Inflation hervorgerufenen Ungewissheiten einkalkuliert war. Bis 1976 war die Rendite in Deutschland jedoch auf einen Stand gesunken, der nicht weit über dem des Jahres 1972 lag, das durch hohe Kapitalausgaben gekennzeichnet war. In Großbritannien dagegen blieb die Dividendenrendite 1976 merklich über der in vergleichbaren früheren Perioden; dasselbe gilt, wenn auch sehr viel weniger ausgeprägt, für die USA. In den im langjährigen Vergleich hohen Dividendenrenditen spiegeln sich zum Teil die relativ niedrigen Aktienkurse wider. So sanken die Kurse für Industrieaktien von 1963/65 bis 1976 in Deutschland, Großbritannien und den USA preisbereinigt um 45 bzw. 50 und 20%. Hier verbinden sich wohl Ungewissheiten über die Gewinnentwicklung mit der fortdauernden

Erwartung hoher Inflationsraten. Auf jeden Fall dürften die Kapitalkosten weiterhin vergleichsweise hoch geblieben sein — ein Faktor, der die Unternehmen von der Inangriffnahme neuer Investitionen abgehalten hat.

Die Unternehmensgewinne — der zweite die Investitionsneigung beeinflussende Faktor — erholten sich während des Aufschwungs in manchen Ländern sehr viel besser als in anderen. Bis Ende 1976 hatten sich in den USA und Japan die auf der Grundlage von Buchwerten berechneten Gewinne nach Besteuerung im Vergleich zu ihrem konjunkturellen Tiefpunkt mehr als verdoppelt, während in Großbritannien ein kleinerer, aber immer noch beachtlicher Zuwachs der Bruttogewinne verzeichnet wurde. Nichtsdestoweniger lagen die Unternehmensgewinne in Japan und Großbritannien noch unter dem Niveau vor der Rezession. In Deutschland wuchsen die Gewinne der Unternehmen in der ersten Jahreshälfte 1976 kräftig, wozu beitrug, daß die Gewerkschaften die Notwendigkeit einer gewissen Verbesserung der finanziellen Verhältnisse der Unternehmen anerkannten; diese Verbesserung ging freilich in der zweiten Jahreshälfte teilweise wieder verloren. In bestimmten Ländern hatte andererseits der ständige Kostendruck, mancherorts Hand in Hand mit Preisregulierungsvorschriften, eine anhaltende Gewinnauszehrung zur Folge. Die Gewinnlage wurde in einigen Ländern auch erheblich durch die Ab- und Aufwertung der Währungen beeinflusst.

Warum aber sind dann zumindest in den Ländern, in denen sich die Gewinne günstig entwickelt haben, die privaten Anlageinvestitionen nicht wieder früher in Gang gekommen? Eine — bereits erwähnte — Ansicht geht dahin, daß die Kapitalrendite in vielen Ländern im langfristigen Vergleich immer noch recht niedrig ist, besonders wenn man sie an den Kapitalkosten mißt. Im letzten Jahr lag bei Industrieunternehmen und Handelsgesellschaften in Großbritannien vorläufigen Schätzungen zufolge die Kapitalrendite vor Steuern nur wenig über dem 1975 erreichten Tiefstwert von 3,5%. In den Jahren 1964–66 hatte sie im Durchschnitt 11,0% betragen, ging jedoch in der Folge ziemlich gleichmäßig zurück. In den USA hat sich die Rendite zwar stärker verbessert, doch nicht in dem Maße, daß davon eine Wiederbelebung der Investitionen zu erhoffen ist. Die Kapitalrendite nach Steuern der Unternehmen (ohne Finanzinstitute) ist dort von 3,5% im Jahre 1974 auf schätzungsweise 5% im Jahre 1976 gestiegen, lag jedoch noch immer deutlich unter dem 1964–66 verzeichneten Durchschnittswert von 8,0%. Dies überrascht nicht angesichts der weiterhin hohen unausgelasteten Kapazitäten und des starken Anstiegs der Wiederbeschaffungskosten für Investitionsgüter in den vergangenen Jahren. Bestätigt wurde diese Entwicklung überall dort, wo der Grundsatz der Bilanzierung unter Berücksichtigung der Inflation, wie unterschiedlich dieses Prinzip auch jeweils definiert werden mag, bei der Rechnungslegung der Unternehmen angewendet wurde.

Ein zweiter Grund liegt darin, daß die Unternehmen in den meisten Ländern ihre höheren Gewinne zu einer Konsolidierung ihrer finanziellen Verhältnisse genutzt haben. In vielen Jahren sich beschleunigender Inflation hatten sich die Unternehmen schrittweise mit hohen Beträgen festverzinslicher Schulden belastet, von denen ein großer Teil kurzfristiger Natur war. Als sich die Rezession verstärkte und die Gewinne schmolzen, waren daher viele mit ernststen Selbstfinanzierungs- und Schuldendienstschwierigkeiten konfrontiert. Als Folge davon haben die Unternehmen in letzter Zeit

einen ungewöhnlich vorsichtigen finanziellen Kurs eingeschlagen und verwenden ihre Gewinne in großem Umfang zur Rückzahlung von Schulden und zur Stärkung ihrer Liquidität.

Was die künftige Entwicklung angeht, so ist es unwahrscheinlich, daß sich die private Investitionsneigung wiederbelebt, solange sich nicht die Gewinnerwartungen für neue Investitionen substantiell verbessern. Hier haben sich in den letzten Jahren eine Reihe von Unsicherheitsfaktoren herausgebildet, die auch jetzt noch schwer auf den Investitionsentscheidungen lasten.

Ein wesentlicher Faktor betrifft die Preiserwartungen. In dieser Hinsicht übte die Änderung des Inflationklimas während etwa der letzten zwei Jahre per saldo eine lähmende Wirkung auf die Investitionsneigung aus. Ab Mitte der sechziger Jahre, als sich die Inflationserwartungen zunehmend verstärkt hatten, während die realen Zinssätze niedrig blieben, war die aufwärtsgerichtete Preistendenz offensichtlich ein starker Anreiz für Investitionen, besonders in Bereichen wie der Planung von Bauprojekten aller Art, wo ansehnliche spekulative Gewinne erwartet werden konnten. Aber dann, nach dem inflationären Boom von 1973 und dem daran anschließenden Anstieg der Energiepreise, geschah zweierlei. Erstens räumten die nationalen Behörden, besonders in den USA, Deutschland und Japan, der Inflationbekämpfung großen Vorrang ein, und zweitens veränderten sich die relativen Preise ganz beträchtlich, wobei sich die Streuung der Preise um ihren Mittelwert vergrößerte. In der Tat rührt wohl die Ungewißheit darüber, ob die Inflation an Tempo zu- oder abnehmen wird, an die Wurzeln der Investitionsscheu der Unternehmen. Bei einer Beschleunigung der Inflation riskieren sie, von steigenden Kosten und erneuten restriktiven wirtschaftspolitischen Maßnahmen in die Zange genommen zu werden, während eine Abschwächung der Preissteigerungen bedeutet, daß sie eine schwerere Schuldenlast tragen müssen, als sie ursprünglich erwartet haben. Da die gegenwärtigen Inflationsraten (auch dort, wo sie einstellig sind) sich in der Vergangenheit ihrer Natur nach als schwankend erwiesen haben, kann die Wiederkehr eines Investitionswachstums auf solider und dauerhafter Basis nur erreicht werden, wenn die Preissteigerungsraten schrittweise auf Werte nahe Null herabgedrückt werden.

Eine verwandte Quelle von Unsicherheiten ergibt sich aus der Flexibilität der Wechselkurse. Die im internationalen Geschäft tätigen Unternehmen stehen nun verglichen mit dem System fester Wechselkurse vor neuen Unbekannten hinsichtlich ihrer Marktanteile und der in eigener Landeswährung erzielten oder bezahlten Preise. Gewiß können flexible Wechselkurse dazu beitragen, immer größere Verzerrungen der Investitionen zu vermeiden, wie sie sich dann ergeben, wenn die Wechselkurse zu lange auf einem unrealistischen Niveau festgeschrieben werden. In der Tat ist die Ursache für die Investitionsschwäche in einigen Ländern darin zu sehen, daß ihre Wechselkurse in den letzten Jahren auf ein angemesseneres Niveau gestiegen sind. Allgemeiner gesehen führen jedoch flexible Wechselkurse ein weiteres Unsicherheitsmoment hinsichtlich der Preise und Märkte ein, das selbst als allgemeine Hemmschwelle für Investitionsentscheidungen wirken kann.

Auch was die Produktionskosten betrifft, haben sich die Ungewißheiten offenbar vervielfacht. Höhere Betriebsstoffpreise haben die relative Ergiebigkeit vieler Produktionsverfahren verändert, und es ist keineswegs abzusehen, wie sich diese Preise

in das Gefüge der übrigen Faktorpreise einordnen werden. Desgleichen herrscht auch große Unsicherheit über die Entwicklung der Rohstoffpreise, deren beträchtliche Fluktuationen in den siebziger Jahren die Investitionen in der grundstoffverarbeitenden Industrie gebremst haben mögen.

Auch innerhalb der staatlichen Rahmenbedingungen hat eine Reihe von Entwicklungen jüngerer Ursprungs die Investitionsneigung geschwächt. Hierzu können der Einfluß neuer Umweltschutzbestimmungen, Ungewißheiten bezüglich der gegenwärtigen und der künftigen Energiepolitik und in einigen Ländern der Mangel an politischer Stabilität gezählt werden. Alle diese Faktoren bewirken zusammen eine vorsichtige Haltung gegenüber neuen Investitionen.

In einigen Ländern hat sich glücklicherweise das Investitionsklima in jüngster Zeit verbessert; freilich ist das Bild der Erholung recht uneinheitlich. In den USA sind die Ertragslage und die Bilanzstrukturen der Unternehmen jetzt sehr viel günstiger; auch die Kapazitätsauslastung hat sich erhöht. Die Bereitstellung neuen Kapitals hat nach jüngeren Indikatoren Rekordhöhen erreicht, und bei den nominalen Ausgaben für Bauten und Ausrüstungen wird 1977 mit einem Anstieg um 15% oder darüber gerechnet. In Großbritannien wird für dieses Jahr eine reale Zunahme der industriellen Investitionen um über 10% erwartet. Auch in Deutschland wird der Anstieg der Investitionsausgaben für Maschinen, Ausrüstungen und gewerbliche Bauten, der 1976 bei 6,9% gelegen hatte, auf wieder etwa 7-8% im laufenden Jahr geschätzt. In Frankreich wird erwartet, daß die Investitionen in diesem Jahr gegenüber 1976 nominal um 12% und real um 4% zunehmen werden. In Kanada erhöhten sich die Ausrüstungsinvestitionen Ende 1976, allerdings waren die industriellen Bauinvestitionen ausgesprochen flau. In Japan erholten sich die privaten Anlageinvestitionen nur sehr langsam, wobei sich hohe ungenutzte Kapazitäten und Ungewißheiten sowohl auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite störend auswirkten; es wird damit gerechnet, daß sie in diesem Haushaltsjahr in jeweiligen Preisen um nur 5% steigen und real leicht abnehmen werden.

Selbstverständlich sind die Faktoren, die die Anlageinvestitionen beeinträchtigen, von Land zu Land unterschiedlich wichtig, so daß die wirtschaftspolitischen Strategien, die ihrem Einfluß entgegenwirken sollen, entsprechend angepaßt werden müssen. Aber innerhalb der westlichen Industrieländer gibt es genügend Gemeinsamkeiten, die einige generelle Schlußfolgerungen zulassen. Als erstes sollte die Wirtschaftspolitik die Wiederherstellung ausreichender „realer“ Erträge aus dem bereits investierten Kapital fördern. Ohne ein normaleres Niveau der *laufenden* Erträge wird es zu keiner Zunahme der Kapitalausgaben kommen. Aber selbst höhere laufende Erträge genügen für sich allein nicht: die Tiefe und Dauer der Rezession, sektorale Ungleichgewichte, Überschußkapazitäten und die erwähnten zahlreichen Unsicherheiten haben das Vertrauen der Unternehmensführungen in die Fähigkeit der westlichen Industrieländer, wieder ein nichtinflationäres und ausgewogenes Wachstum zu erreichen, tief erschüttert. Daraus entspringt die Notwendigkeit zu wirtschaftspolitischen Programmen, die dieses Vertrauen wiederherzustellen helfen. In Kapitel IV wird geprüft werden, welche Rolle der Geldpolitik hier zufällt. Wenden wir uns nunmehr der Frage zu, ob ein Spielraum besteht, mittels gezielter finanzpolitischer Maßnahmen die Endnachfrage anzuregen.

Finanzpolitik und Nachfragesteuerung

Die Defizite der öffentlichen Haushalte erreichten im vergangenen Jahr nicht mehr ganz das Rekordniveau von 1975. Dies war vor allem der fortschreitenden konjunkturellen Erholung und dem entsprechend geringeren Einfluß der automatischen Stabilisatoren zu verdanken. Zudem zögerten die Regierungen etwa seit dem Frühjahr 1975 sehr, weitere gezielte expansive Maßnahmen zu realisieren. Besorgt wegen des außerordentlichen Ausmaßes ihrer Defizite, strebten einige Länder bewußt eine Reduzierung an, oft im Rahmen mittelfristiger Programme. Im vergangenen Jahr schlug daher die Finanzpolitik einen maßvollen restriktiven Kurs ein, der sich durchaus als bedeutender Faktor in der Wachstumspause nach der Jahresmitte erwiesen haben kann.

Trotz großer ungenutzter gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten in den meisten Ländern sind überdimensionierte öffentliche Defizite in jedem Fall zu einer schweren Belastung für eine gezielte Nachfragebelebung geworden. Allerdings gilt dies nicht für alle Länder im gleichen Maße, sondern hängt ab von der Größe und dem Ursprung der Defizite, von der Zahlungsbilanzsituation, von dem Grad der Unterauslastung, von der Reagibilität der Preiserwartungen auf expansive finanzpolitische Maßnahmen und von den Prioritäten der Regierungen hinsichtlich der Inflation und der Arbeitslosigkeit.

Wie lassen sich diese hohen öffentlichen Defizite erklären? Und warum bestehen trotz dieser Minussalden immer noch so große ungenutzte Kapazitäten? Der wichtigste Einzelfaktor war zweifellos die Tiefe der Rezession nach 1973, die automatisch zu einem drastischen Einbruch bei den Steuereinnahmen führte und umfangreiche Transferzahlungen in Form von Arbeitslosenunterstützungen und anderen sozialen Leistungen erforderlich machte. Darüber hinaus verwirklichten die nationalen Behörden in unterschiedlichem Umfang gezielte Programme, die teilweise den negativen Einfluß der höheren Erdölpreise auf das private verfügbare Einkommen mildern sollten. Wie die umstehende Tabelle zeigt, sind die Nettofinanzierungsdefizite der öffentlichen Haushalte in den meisten Ländern von 1973 bis 1975 außerordentlich angeschwollen.

Schon 1973, noch bevor die Rezession einsetzte, waren drei Länder mit hohen öffentlichen Defiziten konfrontiert, die in Belgien und Großbritannien gut $3\frac{1}{2}\%$ und in Italien fast $6\frac{1}{2}\%$ des Bruttoinlandsprodukts ausmachten. In allen drei Ländern, besonders aber in Großbritannien und Italien, signalisierte dieses Ergebnis — vergleicht man die jeweiligen Höhepunkte — eine Verschlechterung gegenüber dem vorangegangenen Konjunkturzyklus. Für diese Länder dürfte daher wohl zutreffen, daß ein wesentlicher Teil der öffentlichen Defizite der letzten Jahre durch strukturelle Ungleichgewichte bedingt ist.

Bemerkenswert ist, daß die Höhe der öffentlichen Ausgaben anscheinend nicht eng mit der des Nettofinanzierungsdefizits zusammenhängt. Betrachtet man z.B. das Boomjahr 1973, so erreichte die Ausgabenlast in den drei großen Defizitländern etwa 40% des Bruttoinlandsprodukts, während sich die vergleichbaren Zahlen für Deutschland, Schweden und die Niederlande, die alle Überschüsse verzeichneten, zwischen 40 und 50% bewegten. Dies läßt vermuten, daß Unterschiede in den Budgetsalden eher mit der Fähigkeit und der Entschlossenheit zur Erhebung von

Öffentliche Haushalte: Gesamtausgaben und Nettofinanzierungsdefizit¹

	Gesamtausgaben					Nettofinanzierungsdefizit (—)				
	1965	1970	1973	1975	1976	1965	1970	1973	1975	1976
	in Prozent des Bruttoinlandsprodukts									
Niederlande	34,8	44,8	48,1	55,4	57,4	— 0,8	— 0,8	1,1	— 1,8	.
Schweden	34,6	41,6	50,3 ²	51,3	54,8	4,5	4,7	3,9 ²	0,7	3,0
Großbritannien . .	35,3	38,5	40,6	46,1	.	— 2,1	2,6	— 3,6	— 5,2	— 5,0
Italien	32,9	32,7	40,0 ²	48,2	46,2	— 3,2	— 3,1	— 6,4	— 13,3	— 9,2
Deutschland (BR)	36,0	36,9	39,7 ²	46,7	45,9	— 0,4	0,5	1,5	— 5,8	— 4,0
Belgien	32,1	36,2	38,8	45,2	.	.	— 2,4	— 3,7	— 4,4	.
Frankreich	37,3	38,8 ²	38,5	39,4	41,7	0,4	1,0 ²	1,0	— 2,3	— 1,5
Kanada	28,1	34,6	35,1	40,1	39,7	0,4	0,9	1,1	— 2,5	— 2,3
USA	27,5	31,9	31,2	35,2	34,3	0,1	— 1,0	0,5	— 4,3	— 2,7
Schweiz	20,9	22,4 ²	24,6	27,2	30,5	— 0,9	— 0,5	— 1,6	— 1,6	— 2,4
Japan	19,5	18,5	20,6	25,0	.	— 2,8 ²	— 0,8 ²	— 2,8 ²	— 7,4 ²	— 7,6 ²

¹Nach Angaben der einzelnen Länder. Die Definitionen sind von Land zu Land unterschiedlich. ²Neue Abgrenzung der Reihe. ³Einschließlich öffentlicher Unternehmen.

Steuern zusammenhängen als mit unterschiedlichen Ausgabeneigungen. Gleichmaßen mag freilich gelten, daß die öffentlichen Ausgaben in einigen Fällen angesichts der Widerstände auf der Steuerseite einfach zu hoch sind.

Auf alle Fälle erstreckt sich die Sorge über die öffentlichen Budgets nicht nur auf die Höhe der Defizite, sondern ebenso auf das Ausmaß und die Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben. In praktisch allen Ländern war zwischen 1973 und 1975 ein beträchtlicher, vor allem konjunkturell bedingter Zuwachs des Anteils der gesamten öffentlichen Ausgaben am Bruttoinlandsprodukt festzustellen, vielfach zeigte sich ein solcher kräftig aufwärtsgerichteter Trend aber bereits im Zeitraum zwischen den Vollbeschäftigungsjahren 1965 und 1973 (vgl. Tabelle). Der Staatsanteil erhöhte sich verhältnismäßig wenig in Deutschland, Frankreich, den USA, der Schweiz und Japan. Mit Ausnahme von Frankreich erfreuten sich alle diese Länder in letzter Zeit einer verhältnismäßig gesunden Leistungsbilanz. Obwohl die öffentlichen Defizite anscheinend nicht eng mit der Entwicklung der Zahlungsbilanz korreliert sind, scheint es doch, daß die langfristige Entwicklung der öffentlichen Ausgaben in manchen Fällen einen Einfluß ausgeübt hat.

Das Anschwellen der öffentlichen Ausgaben war mehr auf eine Zunahme der Transferzahlungen als auf eine Expansion des Staatsverbrauchs von Gütern und Dienstleistungen und der öffentlichen Investitionen zurückzuführen. Im Berichtszeitraum entfielen von der Zunahme des Anteils der gesamten Ausgaben am Bruttoinlandsprodukt in Italien und den Niederlanden über 90%, in den USA, Kanada und Belgien 60–70% und in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 45–55% auf den Anstieg der Transferzahlungen. In einigen Ländern, vor allem in Österreich, Kanada, Schweden und Großbritannien, nahm der Anteil des Staatsverbrauchs am Bruttoinlandsprodukt nominal stärker als real zu. Dies deutet darauf hin, daß die im öffentlichen Dienst gezahlten Löhne und Gehälter in diesem Zeitraum verhältnismäßig stark gestiegen sind.

Die derzeitige Einstellung der Regierungen in der Frage der Nachfragesteuerung ist von Land zu Land durchaus verschieden, wobei der Zustand der öffentlichen Finanzen und die wirtschaftspolitischen Zielsetzungen eine Rolle spielen.

In den *Vereinigten Staaten* führte die neue Regierung eingangs 1977 ein zweijähriges finanzpolitisches Programm in Höhe von \$ 31 Mrd. ein, das die Endnachfrage und damit die Anlageinvestitionen anregen sollte. Die Maßnahmen des ersten Jahres sollten vor allem einmalige Steuernachlässe bringen, ein Programm, das im April mit der Begründung, daß der Aufschwung mittlerweile genügend Tempo entwickelt hat, wieder aufgegeben wurde. Die anderen Maßnahmen, die in ihrer Mitte Mai verabschiedeten Form Ausgaben in Höhe von rund \$ 20 Mrd. vorsehen, konzentrieren sich grundsätzlich auf befristete Ausgaben zur Arbeitsplatzbeschaffung. Längerfristig beabsichtigt die Regierung jedoch, den Schwerpunkt auf ein steuerliches Reformprogramm und auf die Neuregelung von gesetzlichen Maßnahmen zur Verbesserung des Investitionsklimas zu legen.

In *Deutschland* nimmt die Regierung den Standpunkt ein, daß die Grenzen nichtinflationärer finanzpolitischer Belebungsmaßnahmen nun erreicht sind und eine weitere Anregung in jedem Falle überflüssig ist. Einerseits würden weitere gezielte expansive Maßnahmen angesichts der Tatsache, daß das öffentliche Defizit im internationalen Vergleich sehr hoch ist und daß die Sozialversicherungen auch weiterhin im Minus verharren dürften, nunmehr gegenteilige Marktwirkungen hervorrufen. Andererseits ist der Aufschwung seit dem Frühherbst letzten Jahres wieder in Gang gekommen, und sein Fortschreiten wird für befriedigend gehalten. Unter diesen Umständen wird mit großem Nachdruck an einem mittelfristigen vierjährigen Programm für Infrastrukturinvestitionen gearbeitet, das kürzlich auf DM 16 Mrd. aufgestockt worden ist und dazu dienen soll, die privaten Anlageinvestitionen zu ergänzen und anzuregen.

In *Japan* hat die Regierung bisher noch kein Nachlassen der Möglichkeiten finanzpolitischer Einflußnahme auf die Gesamtnachfrage feststellen können. Finanzpolitische Maßnahmen zur Verstärkung der Infrastrukturinvestitionen und Sozialleistungen sind mehrmals seit 1974 jeweils maßvoll dosiert realisiert worden. Neue Schritte gegen Ende 1976 umfaßten Anreize für die gewerblichen Anlageinvestitionen und den Wohnungsbau sowie eine Beschleunigung der öffentlichen Ausgaben. Im vergangenen Jahr kam es wegen parlamentarischer Verzögerungen zu einem Einbruch bei den Ausgaben, im laufenden Haushaltsjahr ist jedoch ein Ausgabenanstieg um 17% vorgesehen. Von den institutionellen Bedingungen her gibt es zwei Beschränkungen, nämlich die Abneigung der Regierung gegen eine Anhebung der Anleihenfinanzierung auf über 30% der Ausgaben sowie das Bestreben, im allgemeinen Haushalt im Zusammenhang mit einem mittelfristigen Programm die Notwendigkeit einer Finanzierung mit sogenannten „Defizitschuldverschreibungen“ zu beseitigen.

In *Großbritannien* führte die wachsende Erkenntnis, daß der haushaltspolitischen Feinsteuerung gewisse Gefahren anhaften, zu der Suche nach neuen Ansätzen. Angesichts der Tatsache, daß die öffentlichen Ausgaben bedeutend schneller stiegen als das Steueraufkommen, schlug der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte von einem Überschuß in Höhe von 2,6% des Bruttoinlandsprodukts 1970 in ein Defizit

von 5,0% 1976 um. Wohl allenfalls die Hälfte dieses Defizits läßt sich durch konjunkturelle Wirkungen erklären; die Regierung war daher bemüht — hauptsächlich mit einem mittelfristigen Programm zur Ausgabenbeschnidung —, das Gesamtvolumen des Defizits zu verringern. Als im März 1977 die Arbeitslosigkeit neue Rekordhöhen erreichte und die Zahlungsbilanzperspektiven sich wesentlich verbessert hatten, gab der Schatzkanzler haushaltmäßige Konzessionen bekannt, die für das volle Jahr gerechnet ungefähr 1,7% des Bruttoinlandsprodukts ausmachen sollen. Allerdings wurden rund zwei Fünftel der vorgeschlagenen Erleichterungen an die Bedingung geknüpft, daß ein neues befriedigendes Lohnbegrenzungsabkommen ausgehandelt wird, das im August in Kraft treten soll.

Auch in *Italien* hat sich der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte enorm verschlechtert; das Defizit stieg von 1970 bis 1975 von etwa 3% des Bruttoinlandsprodukts auf etwa 13%. Teilweise war dies auf konjunkturelle Faktoren und auf Maßnahmen zurückzuführen, die den Einfluß der hohen Erdöldefizite mildern sollten. Es waren aber auch eine Reihe kostspieliger struktureller Vorgänge wirksam, nämlich verbesserte Sozialleistungen, ein beträchtlicher Anstieg der öffentlichen Löhne und Gehälter, die Indexierung einiger Ausgabearten, der Fehlschlag bei dem Versuch, die Preise der öffentlichen Versorgungsunternehmen an die Kosten anzupassen, und schließlich die kräftige Zunahme der Subventionen an öffentliche Unternehmen. Da diese Faktoren vor allem dazu führten, daß sich die privaten verfügbaren Einkommen, der Verbrauch und die Importe erhöhten, besteht die wichtigste mittelfristige Aufgabe darin, das Defizit zu reduzieren und Platz für produktive Investitionen zu schaffen. Im Herbst 1976 wurde eine Reihe restriktiver Maßnahmen hauptsächlich haushaltspolitischer Art ergriffen, und in der formellen Absichtserklärung der Regierung im Zusammenhang mit einem Darlehen des IWF vom April 1977 nehmen Haushaltsersparungen einen wichtigen Platz ein. Vor allem wird angestrebt, das öffentliche Kassendefizit von 13,4 auf 9,7% des Bruttoinlandsprodukts abzubauen.

Dieses unterschiedliche Bild der haushaltspolitischen Probleme und Ziele gilt auch für andere Länder. In Frankreich, wo die Öffentlichkeit Anzeichen eines budgetären Ungleichgewichts sehr genau registriert, hatte das Stabilisierungsprogramm der Regierung vom September letzten Jahres eine schnelle Rückkehr zum Haushaltsgleichgewicht als Ziel, obwohl jetzt damit gerechnet wird, daß sich für das Jahr 1977 ein Defizit von frf 13 Mrd. ergeben wird. In Belgien und den Niederlanden wird zum Teil die anhaltend kräftige Zunahme der Transfer- und der Zinszahlungen mit den damit zusammenhängenden Finanzierungsproblemen für die Nachfrage- wie für die Kosteninflation verantwortlich gemacht; mittelfristige Pläne sollen hier eine größere Zurückhaltung in der Ausgabenpolitik erreichen. In Schweden und Kanada, beides Länder, die nach der Ölkrise bestrebt waren, die Nachfrage zu stützen, sind in jüngster Zeit unterschiedliche Ziele verfolgt worden. In Schweden verminderte sich der expansive Effekt der öffentlichen Haushalte von 1974–76 drastisch, während die Haushaltspolitik in Kanada 1975 und 1976 eine große Anzahl gezielter expansiver Maßnahmen vorsah.

Welche allgemeinen wirtschaftspolitischen Schlußfolgerungen können nun aus diesen unterschiedlichen Erfahrungen gezogen werden? Ist Pessimismus gegenüber der Nachfragesteuerung gerechtfertigt? Oder sollte man der Ansicht derer beipflichten, die angesichts der gegenwärtig ungenügenden Gesamtnachfrage zusätzliche expansive

finanzpolitische Maßnahmen befürworten? Um auch nur eine höchst vorsichtige Antwort auf diese schwierigen Fragen geben zu können, muß man in mehrfacher Hinsicht unterscheiden.

Sofern die Nachfragenlenkung vorschnell und überfeinert betrieben wird, sollte sie in der Tat aufgegeben werden. Dies nicht nur, weil der relative Einfluß auf die Preise und die Erzeugung ungewiß ist, sondern auch deshalb, weil wir ganz einfach nicht in der Lage sind, die kürzerfristige Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit exakt vorauszusagen. In diesem Zustand der Unwissenheit — der nicht so schnell vorübergehen dürfte — werden die Ungewißheiten durch Wechsel bei den finanzpolitischen Ankurbelungsmaßnahmen nur noch verstärkt. Um ein typisches Beispiel zu geben: wenn die deutsche Bundesregierung für 1977 ein 5prozentiges Wachstum des realen Bruttosozialprodukts — nach einem Anstieg um 5,4% im Jahre 1976 — *vorausschätzt*, während einige andere Prognostiker glauben, daß das Wachstum nur 3–4% betragen *wird*, wäre es unklug, von Deutschland eine Verstärkung des Deficit spending zu verlangen. Wir müssen anerkennen, daß sich Voraussagen allzuoft als unzuverlässig erwiesen haben und daß eine grundsätzliche Änderung der deutschen Finanzpolitik ein Fehler sein könnte, sind doch die inflationären Übertreibungen noch so lebendig in jedermanns Gedächtnis. Ein solches Handeln würde die Gefahr heraufbeschwören, das Vertrauen in ein Land ernstlich zu untergraben, dessen Wirtschaftspolitik als einer der seltenen Erfolge auf der Habenseite in der westlichen Industrielwelt verbucht werden kann.

Damit wird jedoch keineswegs dem extremen Standpunkt das Wort geredet, daß die öffentlichen Defizite ungeachtet des Beschäftigungsstands abgebaut werden sollen, nämlich dann, wenn diese Defizite die Folge einer ungenügenden Nachfrage des privaten Sektors sind. Seit Beginn der Rezession hat es keine Anzeichen eines „crowding out“ gegeben. Selbstverständlich sollte die Finanzpolitik dort verhältnismäßig restriktiv bleiben oder werden, wo die Inflation immer noch hoch und die Zahlungsbilanz im Defizit ist. Wo jedoch die Teuerungsraten nachlassen und wo es keine außenwirtschaftlichen Beschränkungen gibt, ist eine gezielte kurzfristige Reduzierung des öffentlichen Kreditbedarfs nicht gerechtfertigt. Ein solcher Abbau sollte das spontane Ergebnis eines wirtschaftlichen Aufschwungs sein. Man könnte sogar — mit zwei wichtigen Vorbehalten — dafür eintreten, daß mit Krediten finanzierte Ausgaben besonders in den sogenannten „starken“ Ländern erhöht werden sollten, sobald eine Stagnation der privaten Nachfrage verhältnismäßig sicher erscheint. Dies ist bisher nicht eingetreten; aber die Regierungen dieser Länder sollten klarstellen, daß sie unter solchen Umständen nicht zögern würden, expansive finanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen. Zwar haben sich tatsächlich die wachsenden Staatsausgaben 1973/74 — also mitten in einer ausgesprochen nachfrageinduzierten Inflation — für viele Länder als verhängnisvoll erwiesen, doch müssen expansive Haushaltsmaßnahmen bei stagnierender privater Nachfrage und hoher Arbeitslosigkeit nicht dieselben Folgen haben.

Der erste Vorbehalt für die hier empfohlene Politik der „Bereitschaft“ ist, daß jede gezielte Nachfrageankurbelung den Investitionen Vorzug vor dem Verbrauch geben sollte. Dies mag auf kürzere Sicht unpopulär sein, es ist aber der einzige Weg, um langfristig die Vollbeschäftigung zu sichern. Der zweite geht dahin, daß die Ausweitung des staatlichen Kreditbedarfs eher in Form von Steuersenkungen als von

zusätzlichen öffentlichen Ausgaben vor sich gehen sollte, da in vielen Ländern die Steuerbelastung anscheinend die Grenzen des wirtschaftlich und sozial Tragbaren erreicht hat und da berechtigte Sorge über den Gesamtumfang der öffentlichen Ausgaben besteht.

Um ein Klima des Vertrauens zu schaffen, sollte die Finanzpolitik vor allem mit längerfristigen Zielsetzungen arbeiten. Da konjunkturelle Störungen in gewissem Umfang unvermeidlich sind, sollten die Regierungen sich nicht bei den geringsten Anzeichen einer ins Stocken geratenden Erholung zu unverzüglichen Reaktionen verleiten lassen, sondern sollten ihre Aufmerksamkeit eher der Notwendigkeit zuwenden, die Wirtschaft auf einem maßvollen Wachstumspfad zu halten. Man sollte nicht vergessen, daß die Investitionsentscheidungen der Unternehmen auf längerfristigen Projektionen beruhen. Solche Entscheidungen können nur dann positiv ausfallen, wenn darauf vertraut wird, daß die Wirtschaftspolitik die Risiken von Stop-go-Reaktionen vermeidet und erklärtermaßen längerfristige Zielsetzungen verfolgt.

III. INFLATION UND ARBEITSLOSIGKEIT

Zu dem wachsenden Unbehagen über die unausgelasteten Kapazitäten und die hartnäckige Arbeitslosigkeit haben sich in den letzten Monaten erhebliche Sorgen um die voraussichtliche Preisentwicklung in nächster Zeit gesellt. Es hat den Anschein, als ob die Bekämpfung der Inflation nunmehr auf bestimmte tiefwurzelnde Hindernisse trifft, wobei freilich immer ein gewisser Rückschlag zu erwarten ist, sollte der Aufschwung an Dynamik gewinnen. Es ist daher durchaus möglich, daß für die Preis- und Lohnentwicklung in den westlichen Industrieländern eine kritische Phase beginnt. Diese beunruhigenden Aussichten ändern jedoch nichts an der Tatsache, daß einige Länder bis jetzt erhebliche Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation erzielt haben. Auch besagen sie nicht, daß Bemühungen zur Bekämpfung der Inflation wirkungslos geworden sind und daher aufgegeben werden sollten. Eher werden diese Bemühungen zu verstärken sein.

Preisinflation: jüngste Trends und derzeitige Aussichten

Betrachtet man die jüngsten Ereignisse, so stellt man fest, daß es jetzt nicht mehr so einfach wie früher ist, generelle Aussagen über die weltweiten inflationären Tendenzen zu machen. Dies gilt vor allem deswegen, weil der Systemwechsel von im wesentlichen festen Wechselkursen zu einem gelenkten Floating von einer ausgeprägten Auffächerung der Inflationsraten in den einzelnen Ländern begleitet war. So reichte 1972 die Skala des Anstiegs der Verbraucherpreise der in der untenstehenden Tabelle aufgeführten fünfzehn Länder von 3,4% in den USA bis zu 7,9% in den Niederlanden, während 1976 die Steigerungsraten sehr viel breiter gestreut waren, nämlich von 1,3% in der Schweiz bis zu 22,0% in Italien.

Verbraucherpreise

	Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand						
	1972 Dezember	1973 Dezember	1974 Dezember	1975 Dezember	1976		1977
					Juni	Dezember	März
	Prozent						
Belgien	6,4	7,3	15,7	11,0	9,4	7,6	7,0 ¹
Dänemark	7,1	12,6	15,5	9,6	7,7	7,7	8,6
Deutschland (BR)	6,3	7,8	5,9	5,4	4,5	3,9	3,8 ¹
Finnland	7,3	14,1	16,9	18,1	13,8	12,3	11,8 ²
Frankreich	6,9	8,5	15,2	9,6	9,2	9,9	9,1
Großbritannien	7,7	10,6	19,2	24,9	13,3	15,1	17,5 ¹
Italien	7,4	12,5	24,5	11,1	16,3	22,0	21,8
Japan	5,3	19,0	22,0	7,7	9,5	10,4	9,4
Kanada	5,1	9,1	12,6	9,8	7,8	5,8	7,6 ¹
Niederlande	7,9	8,2	10,9	9,1	9,4	8,3	6,8 ¹
Österreich	7,6	7,8	9,7	6,8	7,5	7,2	5,0
Schweden	6,2	7,5	11,6	8,9	11,1	9,6	9,5
Schweiz	6,9	11,9	7,6	3,4	1,1	1,3	1,1 ¹
Spanien	7,3	14,2	17,9	14,1	19,0	19,8	21,2 ²
USA	3,4	8,8	12,2	7,0	5,9	4,7	6,8 ¹

¹ April. ² Februar. ³ Januar.

Im einzelnen betrachtet hat jedoch eine Reihe von Ländern 1976 merkliche Fortschritte bei der Dämpfung der Inflation erzielt. In Deutschland und der Schweiz verringerte sich der Anstieg der Verbraucherpreise nun schon im dritten aufeinanderfolgenden Jahr, wodurch die Teuerung fühlbar unter Werte sank, wie sie bei festen Wechselkursen verzeichnet worden waren. Ähnlich gelang es auch in den USA, Kanada, Belgien, Dänemark und den Niederlanden nunmehr im zweiten Jahr, den Preisauftrieb zu bremsen, und zwar auf einen Stand, der sich nicht sehr von dem des Jahres 1972 unterschied. Der Anstieg der Konsumentenpreise in Frankreich, Japan und Schweden, der sich 1975 verringert hatte, stabilisierte sich hingegen 1976 auf einem Niveau, das noch erheblich über dem von 1972 liegt. In Italien beschleunigte sich sogar der Auftrieb der Verbraucherpreise fast während des gesamten Jahres 1976, so daß der im Jahr zuvor erzielte Fortschritt weitgehend wieder zunichte gemacht wurde. Auch in Großbritannien schlug die Inflation in der zweiten Jahreshälfte erneut ein rascheres Tempo ein, nachdem sie Anfang 1976 drastisch zurückgegangen war. In Frankreich verlangsamte sich der Anstieg der Konsumentenpreise Anfang 1977 unter dem Einfluß des Stabilitätsprogramms vom September 1976; in den USA und Kanada zogen die Preise jedoch wieder an, was teilweise auf die ungünstigen Wetterverhältnisse zurückzuführen war.

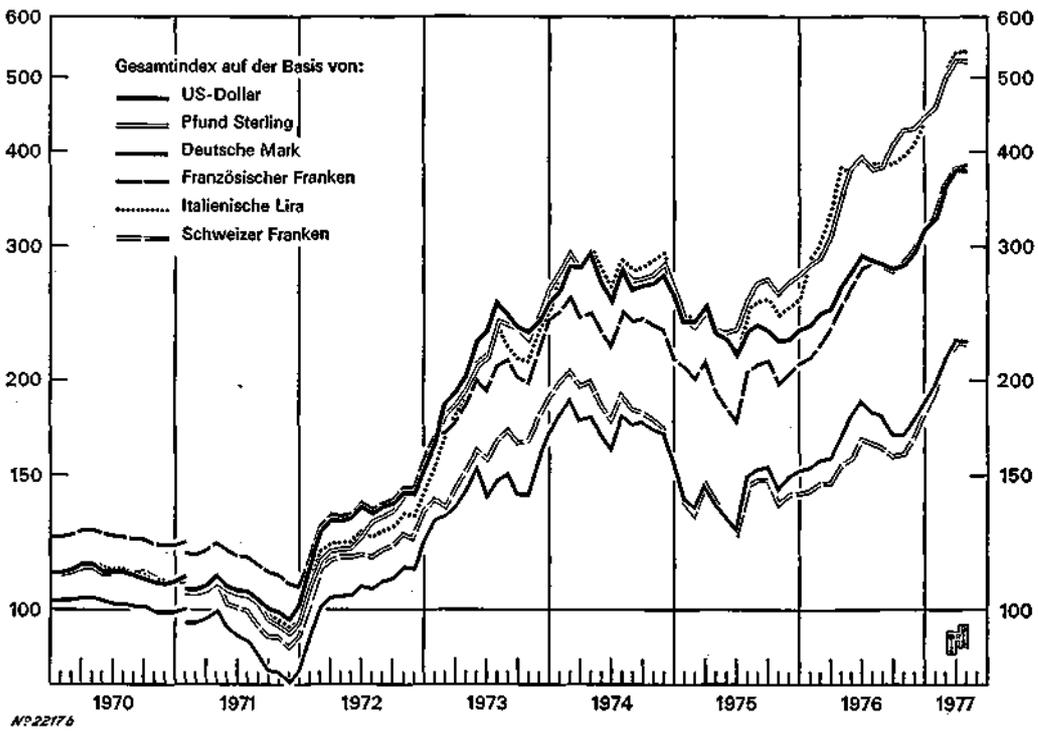
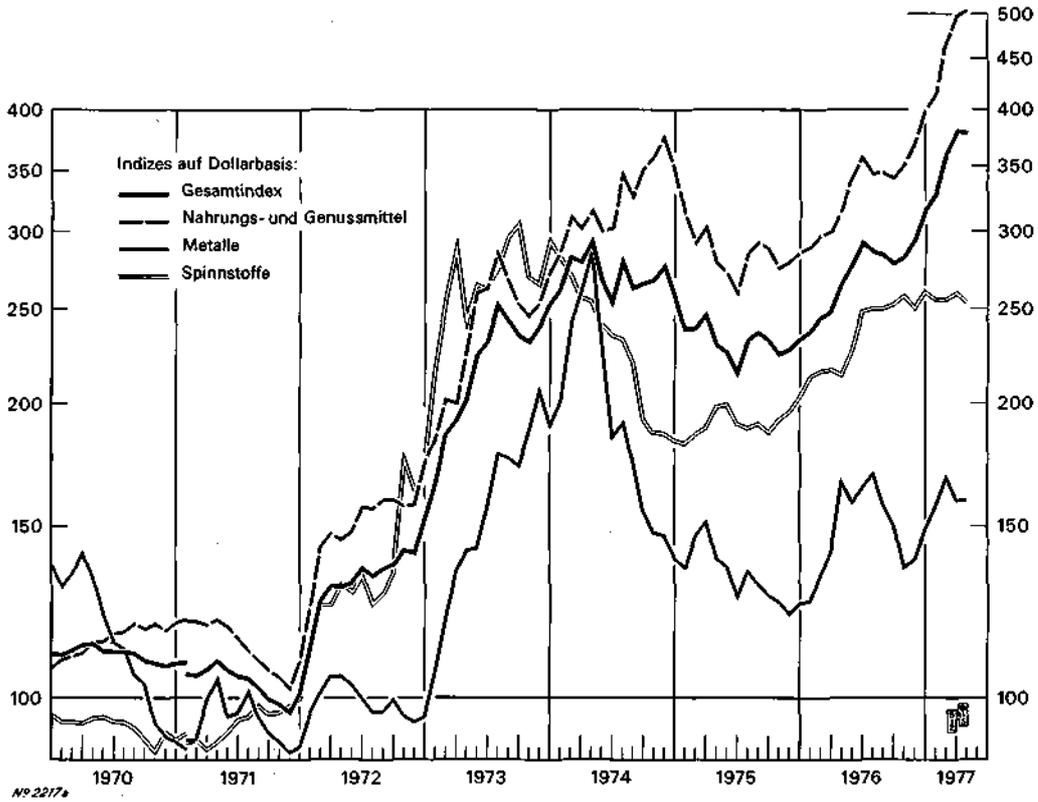
Die auf das Preisniveau der einzelnen Länder einwirkenden Faktoren können unter drei Gesichtspunkten betrachtet werden. Der erste betrifft die Entwicklungen auf den internationalen Rohstoffmärkten, insbesondere bei den gewerblichen Rohstoffen. Auf diesen Märkten bestimmen noch immer vor allem die weltweiten Nachfragebedingungen die Preisgestaltung, die für die einzelnen Länder weitgehend exogener Natur ist. Zweitens müssen Wechselkursauswirkungen in Betracht gezogen werden, und zwar sowohl als Ursache wie als Spiegelbild der inländischen Preisentwicklung. Drittens können Inflationsraten durch eine Vielfalt binnenwirtschaftlicher Bedingungen beeinflußt werden, ob von der Nachfrage- oder von der Kostenseite her oder durch institutionelle Faktoren.

Weltmarktpreise für Rohstoffe: wird sich die Geschichte wiederholen?

Ein Grund für das derzeitige Unbehagen hinsichtlich der Inflation war die in den letzten Jahren offenbar starke Reagibilität der internationalen Rohstoffpreise auf die Veränderung der Nachfrage auf den Weltmärkten. Bis 1975, dem Tiefpunkt der weltweiten Rezession, waren die Rohstoffpreise gegenüber ihrem Rekordniveau von Anfang 1974 stark zurückgegangen, und selbst zu Beginn des Frühjahrs 1976 lagen sie noch beträchtlich unter den vorangegangenen Höchstwerten. Die günstigen Auswirkungen insbesondere des Preisrückgangs bei den gewerblichen Rohstoffen schlugen allmählich auf die inländischen Verbraucherpreise durch und trugen damit zu der im letzten Jahr in den meisten Ländern verzeichneten stabileren Preisentwicklung bei. Die Auswirkung der Bewegungen der Rohstoffpreise auf die einzelnen Länder hing natürlich von der Entwicklung ihres Wechselkurses ab, wie aus dem unteren Teil der nebenstehenden Graphik ersichtlich wird.

Um die Jahresmitte 1975 begannen die Rohstoffpreise jedoch im Durchschnitt wieder anzuziehen, hauptsächlich infolge des Umschwungs im Lagerzyklus. Der Anstieg beschränkte sich zunächst auf Genußmittel und Spinnstoffe, gegen Ende 1975 wurden aber auch die Metallpreise erfaßt. Bis Mitte 1976 hatte der Economist-Index

Weltmarktpreise: Economist-Indikator
Ende 1968 = 100



einen Großteil seiner vorherigen Verluste wieder aufgeholt. Etwa ab Juli wurden jedoch die Märkte für gewerbliche Rohstoffe schwächer, und der Abstieg setzte sich unter Fluktuationen bis gegen Jahresende fort. Es bestehen wenig Zweifel, daß die verbreitete konjunkturelle Pause der Hauptfaktor für diese Tendenzwende war. Darüber hinaus wirkten sich während des ganzen Jahres 1976 bei den Nahrungsmitteln das reichliche Angebot an Fleisch und die weltweit hohe Getreideernte stark preisdämpfend aus.

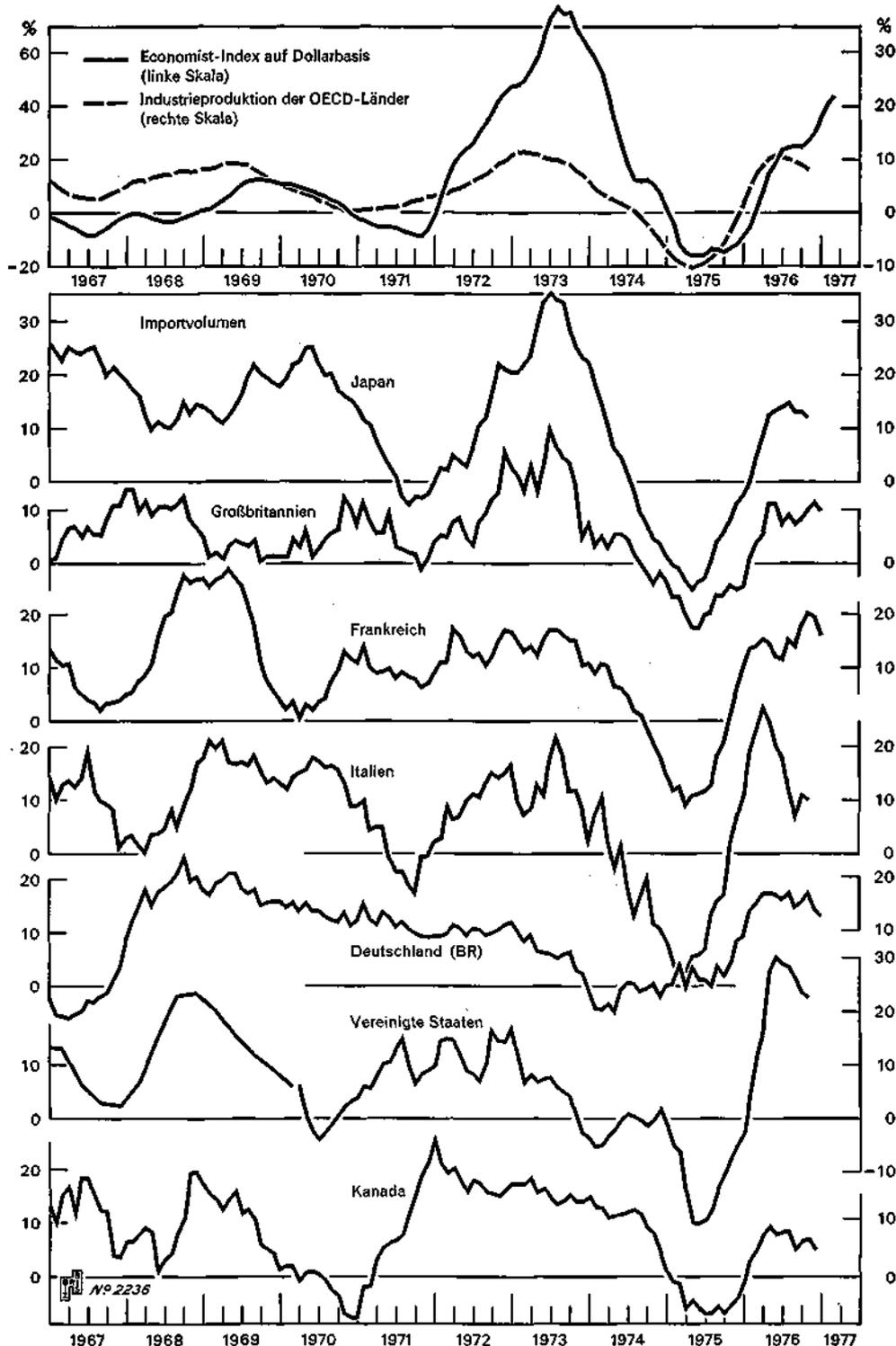
Um die Jahreswende setzte dann die letzte Phase ein. Nachdem sich der Aufschwung in Deutschland, Japan und den USA belebte, kletterten die Rohstoffpreise wieder aufwärts — in einigen Fällen recht stark. Bei den Nahrungs- und Genußmitteln waren erneut Sonderfaktoren wirksam. Die Kaffeepreise schnellten infolge einer durch ungünstige Witterung bedingten drastischen Angebotsverknappung in die Höhe und zogen die Kakao- und Teepreise mit; sie fielen jedoch in jüngster Zeit etwas zurück. Auch die Preise für Metalle haben sich, nachdem sie ihren Gipfelpunkt von 1976 wieder erreicht hatten, ein wenig zurückgebildet. Der Rohölpreis schließlich, der nicht im Economist-Index enthalten ist, wurde Anfang 1977 wieder angehoben, wobei es diesmal zu einer zweigeteilten Erhöhung zwischen 5 und 10% kam.

Im Hinblick auf die binnenwirtschaftliche Inflation gab der erneute Anstieg der internationalen Rohstoffpreise Anlaß zur Sorge. Diese Preise können jedoch nicht nur in einem solchen Licht gesehen werden, da sie auch ein lebenswichtiger Bestandteil der Exporteinnahmen der rohstoffproduzierenden Länder sind, von denen viele jetzt mit hohen Zahlungsbilanzdefiziten und Schuldendienstverpflichtungen belastet sind. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang, daß eine größere konjunkturelle Stetigkeit der Rohstoffpreise — sowie stabilere Terms of trade für die rohstoffproduzierenden Länder — sehr willkommen wären. Nicht der allmähliche Anstieg dieser Preise ist unerwünscht, vielmehr sind es die höchst abrupten Ausschläge von der Art, wie wir sie seit 1971 kennen.

Am meisten beunruhigt die Frage, ob der Anstieg der Rohstoffpreise mit fortschreitender Erholung allmählich außer Kontrolle geraten und der inflationäre Ausbruch von 1973/74 sich wiederholen könnte. Für eine richtige Beurteilung der Lage mag es nützlich sein, sich erneut die Ursachen der vorangegangenen Rohstoffhausse zu vergegenwärtigen. Bekanntlich stiegen die Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten während der Zweijahresperiode 1972/73 um das Dreifache; der Preis für Rohöl wurde Ende 1973 um das Vierfache erhöht. In früheren weltweiten Konjunkturaufschwüngen, so etwa während der ausgeprägten Expansion 1968/69, waren die Rohstoffpreise zwar ebenfalls gestiegen, allerdings in einer ganz anderen Größenordnung.

Die beiden Perioden unterscheiden sich wohl grundlegend darin, daß der Aufschwung im letzten Zyklus weltweit mehr synchronisiert war als jener zuvor. Wie die nebenstehende Graphik zeigt, war der Aufschwung der industriellen Erzeugung in der OECD 1972/73 steiler und höher als 1968/69. Die größere Gleichläufigkeit kommt auch in der fast parallelen Bewegung der realen Importe der wichtigen Länder in der späteren Periode zum Ausdruck, verglichen mit der weit auseinanderlaufenden Entwicklung in jener davor. 1973 fiel die höchste Jahreszuwachsrate für Rohstoffpreise fast genau mit derjenigen der Importe nach Japan, Großbritannien, Frankreich und Italien zusammen, während in Deutschland, den USA und Kanada die Importe zwar langsamer, aber immer noch stark wuchsen.

Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten und Importvolumen
Veränderung im Zwölfmonatsabstand*



* Berechnet auf der Basis von gleitenden Fünfmonatsdurchschnitten unbereinigter Monatszahlen.

Neben dieser zeitlichen Übereinstimmung gab es noch andere Bestimmungsgründe. Ein Faktor bestand darin, daß die unerwartet kräftige Ausweitung des Verbrauchs nach mehreren Jahren geringer Investitionen 1972/73 zu Engpässen in der Produktion vor allem in einigen Grundstoffindustrien führte und damit wohl mit zu einer hohen Grenzneigung für Importe beitrug. Eine weitere Ursache waren die Ausfälle bei der Getreideernte 1972 und 1974, die im Verhältnis zur wachsenden Nachfrage eine einschneidende Angebotsverknappung zur Folge hatten. Darüber hinaus wirkte sich der weitverbreitete spekulative Aufkauf von Rohstoffen aus, der sowohl gegen unsichere Wechselkursperspektiven infolge des Floatings als auch gegen steigende Preise absichern sollte.

Diese Beobachtungen führen zu einer grundsätzlichen Frage: ist es wahrscheinlich, daß sich eine weitgehend gleichläufige Nachfrageentwicklung diesmal wiederholen wird?

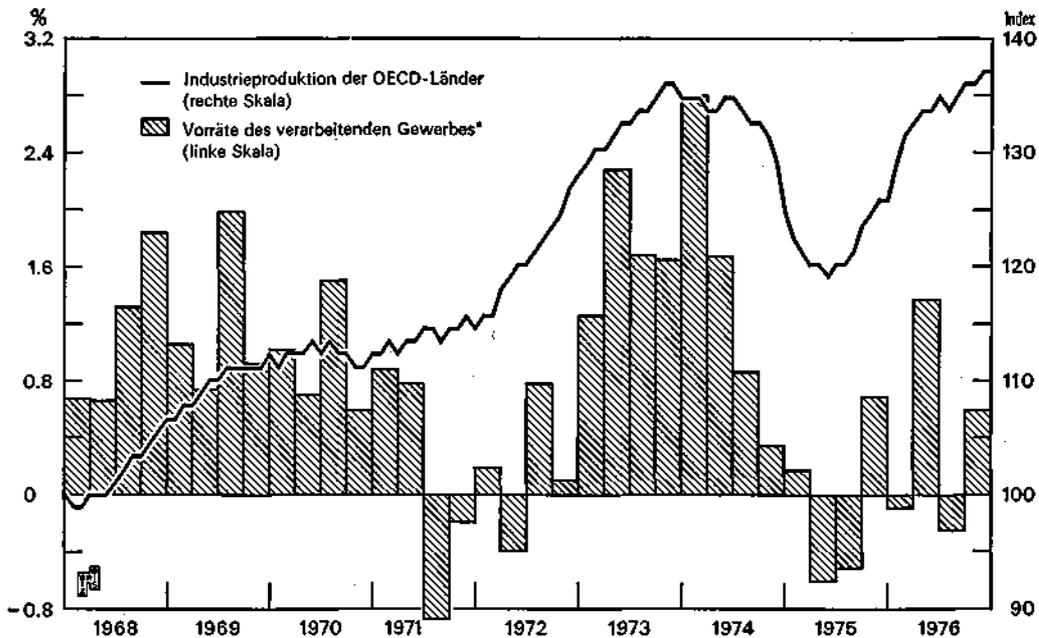
Zumindest a priori dürfte es unwahrscheinlich sein, daß es zu einer sehr synchronen und schnellen Expansion kommt. Die zahlreichen Länder, die sich hohen Zahlungsbilanzdefiziten und Finanzierungsproblemen gegenübersehen, haben kaum eine andere Wahl, als die Inlandsnachfrage zu drosseln und eine exportinduzierte Erholung abzuwarten. Einige von ihnen werden ohnehin so verfahren wollen, da sie sich nicht länger der Illusion hingeben, daß flexible Wechselkurse einen größeren Spielraum für eine an binnenwirtschaftlichen Zielen orientierte Wirtschaftspolitik gewähren. Schließlich betreiben die außenwirtschaftlich weniger belasteten Länder, insbesondere die USA, Deutschland und Japan, eine sehr viel vorsichtigere Expansionspolitik als im vorangegangenen Aufschwung. Es ist zuzugeben, daß bis Mitte 1976 gerade ein solch synchroner Aufschwung im Entstehen zu sein schien. Der Hauptfaktor für diesen Fortschritt war jedoch in den meisten Ländern eine umfangreiche Aufstockung der zuvor abgebauten Vorräte an Endprodukten.

Es ist auch zu fragen, ob sich die umfangreichen spekulativen Käufe von Rohstoffen der Preishaussejahre 1972-74 in einem größeren Ausmaß wiederholen dürften. Eine wesentliche Ursache waren damals die durch die starken Wechselkursschwankungen ausgelösten Preissicherungs- und Spekulationsgeschäfte, die in einigen Fällen durch die wachsenden Schwierigkeiten bei der Befriedigung des Rohstoffbedarfs verstärkt wurden. Ein sichtbares Zeichen für diese Entwicklung war die Anhäufung und Hortung großer Vorräte an Rohstoffen durch die Verarbeiter.

In den größeren Ländern, für die Zahlen über die Veränderung der realen Vorräte vorliegen — Japan, Großbritannien und die USA —, wurden die Rohstofflager 1973 und im ersten Halbjahr 1974 enorm aufgestockt. In jedem dieser Länder hatte die Vorrathaltung in den vorangegangenen achtzehn Monaten stagniert. Das Abgehen von dieser vorsichtigen Bevorratung verschlimmerte den schon aufgrund der starken weltweiten Nachfrage nach Endprodukten bestehenden Druck auf die Rohstoffpreise und verlängerte ihn in der Folge.

Im zweiten Quartal 1976 kam es erneut zu einer ungewöhnlich starken Lageraufstockung von Rohstoffen, die zu einem kräftigen Preisauftrieb führte. Diese Entwicklung war jedoch nur von kurzer Dauer und erfaßte offensichtlich weniger Länder als während der vorangegangenen Hausse. Es erscheint zudem wenig wahrscheinlich, daß in der kommenden Phase der weltweiten Konjunkturerholung erneut ein spekulatives Horten von Rohstoffen eintreten wird. Das Verhältnis von Rohstoffvorräten

Industrieproduktion und Veränderung der Vorräte in ausgewählten Ländern



Nº 2234

* Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorquartal eines zusammengesetzten, preisbereinigten Index von Vorräten gewerblicher Unternehmen in den USA und eines solchen für Rohstoffvorräte gewerblicher Unternehmen in Japan und Großbritannien.

zum Umsatz liegt jetzt sehr viel höher als Ende 1972, wobei der Anstieg in Japan besonders groß ist.

Wechselkurse und Binneninflation

Noch ist es zu früh, um endgültig beurteilen zu können, welche inflationären Effekte flexible Wechselkurse per saldo für die Weltwirtschaft insgesamt gehabt haben. Eine mögliche inflationäre Entwicklung könnte sein, daß die Unternehmen angesichts der größeren Ungewißheit ihren Preisen eine Risikoprämie zuschlagen, was freilich nur ein geringfügiger Basiseffekt sein dürfte. Weiterhin wird geltend gemacht, daß die einzelnen Länder zeitweilig einen stärker inflatorischen Kurs einschlagen, weil sie sich in der Lage fühlen, mit geringeren Reserven auszukommen; ein Argument, das im Kapitel VII erörtert und abgelehnt wird. Sind die Inlandspreise und -löhne nur nach oben flexibel, besteht drittens die Möglichkeit einer Art internationalen „Hochhebelns“. Sie würde aber höchstwahrscheinlich nur dann eintreten, wenn die einzelnen Wechselkurse ziemlich kräftig, und zwar nach oben wie nach unten, ausschlagen können; außerdem würde dies implizieren, daß wachsende Inflationsraten in einigen Ländern nicht durch sinkende in anderen kompensiert werden können. Obwohl dieses dritte Argument ganz plausibel erscheint, ist noch nicht ausgemacht, daß ein System flexibler Wechselkurse per saldo inflatorischer wirkt als eines mit festen Wechselkursen.

Nichtsdestoweniger trifft es zu, daß sich sowohl die Wechselkurse wie die Teuerungsraten seit dem Übergang zum allgemeinen Floating Anfang 1973 in einem breiten Spektrum aufgefächert haben. In dieser Entwicklung kommt im großen und ganzen

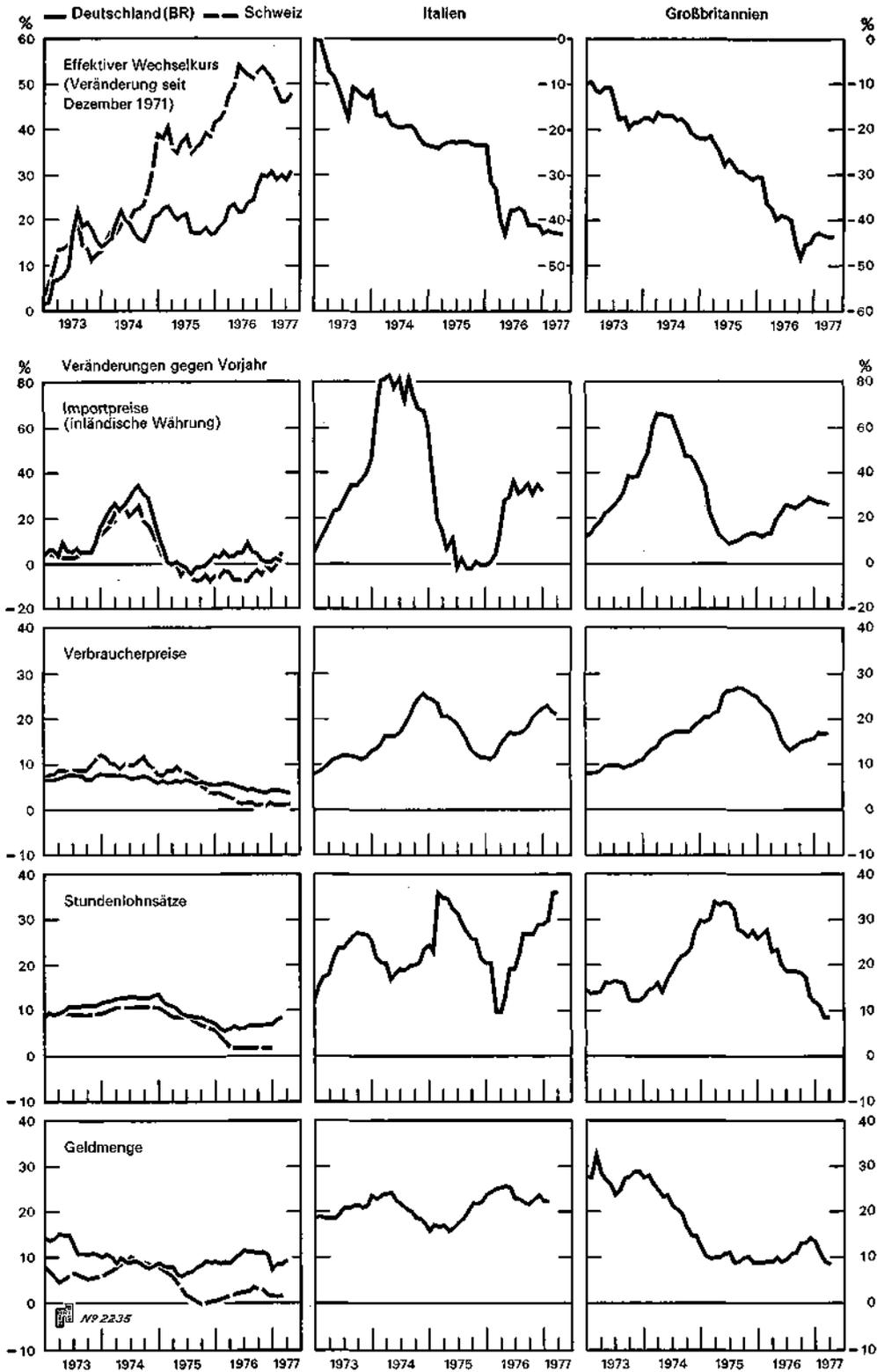
die einfache Tatsache zum Ausdruck, daß die einzelnen Länder für ihr eigenes monetäres Verhalten nunmehr unmittelbar verantwortlich sind, nachdem sie von der Verpflichtung zur Intervention auf den Devisenmärkten entbunden sind. Die verschiedene Handhabung dieser Verantwortung ergibt sich zum Teil aus länderweisen Unterschieden wirtschaftlicher, sozialer und politischer Natur, teilweise aber auch aus Unterschieden bei gewissen Transmissionskanälen (z. B. Indexierungsvereinbarungen), die in manchen Ländern wirksam sind. Unter diesen Umständen hat daher der Übergang zum Regime floatender Kurse zwangsläufig zu einer größeren Streuung der Inflationsraten geführt.

Flexible Wechselkurse zwingen unstreitig die Länder dazu, „ihre eigene Inflation zu schlucken“. Haben die Wechselkursbewegungen jedoch noch mehr getan? Haben sie womöglich dazu beigetragen, die grundlegenden Unterschiede in der Inflationsneigung zu verschärfen? Dies scheint wohl klar der Fall gewesen zu sein. Das eine Extrem bilden Länder mit ausgeprägter antiinflationärer Haltung und dem Ruf einer energisch betriebenen Wirtschaftspolitik, die erlebt haben, daß die Aufwertung die direkten inländischen Impulse ihrer Politik verstärkt hat. Als Nebenprodukt dieser normalerweise auf die Geldmengenkontrolle ausgerichteten wirtschaftspolitischen Maßnahmen hat die Aufwertung tendenziell relative Änderungen der Kaufkraftparitäten „angeführt“ und damit durch niedrigere Preise der internationalen Handelsgüter in heimischer Währung dazu beigetragen, die inländischen Teuerungsraten noch schneller zu drosseln. Das andere Extrem bilden Länder, in denen die wirtschaftspolitischen Maßnahmen durch soziale und politische Zwänge gelähmt worden sind und die einer Art Abwertungs-Inflations-Spirale ausgesetzt waren, wobei jeder Abwertungsschritt als neuer inflatorischer Impuls wieder ins Inland übertragen wurde.

In ihrem Anfangsstadium haben daher flexible Wechselkurse die positiv wirkende Spirale von Aufwertung und Preisstabilität ebenso wie die negativ wirkende von Abwertung und Preissteigerung gefördert. Dies heißt nicht, daß ein in einem solchen negativen „Teufelskreis“ verfangenes Land nicht daraus ausbrechen kann oder sollte. Aber es heißt sicherlich zuviel verlangen, das Vorhandensein solcher zentrifugaler Kräfte zu bestreiten und dann darauf zu bestehen, daß die schwächeren Länder nur eine entsprechend tatkräftige Wirtschaftspolitik betreiben müssen, um die Dinge wieder ins Lot zu bringen. Ihre ohnehin schwierigen Anpassungsprobleme werden bei floatenden Kursen noch kompliziert durch Erwartungseffekte und durch Überreaktionen, in deren Verlauf Kursrückgänge durch den binnenwirtschaftlichen Inflationsprozeß, den sie in Gang setzen, im weiteren Verlauf bestätigt werden.

Was bisher geschehen ist, kann durchaus die Übergangsphase eines langwierigen Prozesses der internationalen Angleichung und Anpassung sein. Bezeichnenderweise gingen diejenigen Länder aus der Rezession mit den höchsten Teuerungsraten hervor, in denen die institutionellen Einrichtungen zur Aufrechterhaltung der Realeinkommen, wie die formelle oder De-facto-Indexierung von Löhnen und Sozialleistungen, den Bedürfnissen der Anpassung unter den Bedingungen des Floatings sehr schlecht Rechnung getragen haben. Jede Modifizierung solcher Arrangements macht jedoch normalerweise einen langsamen und mühseligen politischen Anpassungsprozeß notwendig und erfordert breite öffentliche Unterstützung oder Duldung. Darüber hinaus kann in mancher Hinsicht der erfolgreiche Einsatz von Stabilisierungsmaßnahmen

Wechselkurse, Preise, Löhne und Geldmenge



entscheidend von der Unterstützung der internationalen Wirtschaftsgemeinschaft abhängen.

Beweise für diese Auffassung können die gegensätzlichen Erfahrungen liefern, die die vier in der vorstehenden Graphik dargestellten Länder mit flexiblen Wechselkursen gemacht haben. Deutschland und die Schweiz bilden das positive Gegenstück eines Teufelskreises, während Italien und Großbritannien Abschnitte eines eigentlichen Teufelskreises veranschaulichen.

Aus der Graphik ergibt sich zunächst die bemerkenswerte Tatsache, daß sowohl Großbritannien wie Italien in den Teufelskreis wegen ihrer binnenwirtschaftlichen Entwicklung *hineingerieten*. In Großbritannien ist dies vor allem der Geldpolitik zuzuschreiben: man muß kein orthodoxer Monetarist sein, um den Anstieg der Geldmenge (M_3) 1973 in Höhe von 30% als Hauptursache für den drastischen Wertverfall des Pfundes im selben Jahr anzusehen. Die Entwicklung wurde indessen zeitweilig durch ein „Schwellensystem“ der Lohnindexierung erheblich verschärft, das im Frühjahr 1974 in Kraft trat, im Verlauf von 1975 jedoch auslief. In Italien wuchs die Geldmenge (M_2) bereits 1973 (und noch mehr Anfang 1974) in überhöhtem Tempo; außerdem spielte bei der Aufweichung der Lira auf den Devisenmärkten die Lohnexplosion während desselben Jahres eine wichtige Rolle. Im Gegensatz dazu waren das Wachstum der breit definierten Geldmenge und die Zunahme der Löhne in jenem kritischen Jahr sowohl in Deutschland wie in der Schweiz relativ maßvoll; diese Tatsache zusammen mit der vorher verfolgten straffen Geldpolitik hilft die anfänglich starke Höherbewertung beider Währungen zu erklären.

So befanden sich die beiden Länderpaare in einer gänzlich verschiedenen Lage, als die weltweite Teuerung 1973/74 einsetzte; die Folgen lassen sich an dem Verhalten der Importpreise in Landeswährung (Durchschnittswert-Index) ablesen. Zugegeben, selbst Deutschland und die Schweiz hatten Importpreiserhöhungen von 25–35% zu „verkraften“, im gleichen Zeitraum betrug aber die Zuwachsraten der Importpreise in Italien 80% und in Großbritannien 60%. Es kann nicht verwundern, daß die Inflation der Verbraucherpreise und der Löhne in diesen beiden Ländern 1974/75 wesentlich höhere Raten erreichte als in Deutschland oder der Schweiz.

Die Erfahrung der daran anschließenden Jahre veranschaulicht sehr eindrucksvoll, wie schwer es ist, aus dem Teufelskreis wieder *herauszukommen*, solange nicht die Regierungen alles aus dem ihnen zur Verfügung stehenden wirtschaftspolitischen Arsenal — einschließlich Interventionen auf den Devisenmärkten — einsetzen können und wollen. Der Nachdruck liegt hier auf dem Wort *alles*, weil Interventionen allein offensichtlich keine Alternative zu einer angemessenen Binnenwirtschaftspolitik sind.

Italien führte 1974 mit Erfolg geldpolitische Restriktionsmaßnahmen ein: Anfang 1975 war die Zuwachsrate der Geldmenge auf 16% gesunken. Gleichzeitig verlangsamte sich die Abwärtsbewegung der Lira, teilweise unter dem Einfluß von Devisenmarktinterventionen. Da sich zudem der Rückgang der Rohstoffpreise günstig auswirkte, kam es im Ergebnis 1975 zu einer ausgeprägten Abschwächung des Anstiegs der Verbraucherpreise.

Die Löhne konnten allerdings nicht unter Kontrolle gebracht werden; während des ersten Halbjahres 1975 stiegen sie auf Jahresrate hochgerechnet um mehr als

30%, wobei sich neue Konzessionen hinsichtlich des in Italien bestehenden umfassenden Systems der Lohnindexierung noch erschwerend auswirkten. Gleichzeitig wurde auch die Geldpolitik wieder expansiv, so daß die Geldmengengrößen am Jahresende wieder so schnell wuchsen wie im Winter 1973/74. Unter diesen Umständen erwies sich die Stabilisierung des Lirakurses als ein hoffnungsloses Unterfangen; auf die Beendigung der Stützungskäufe im Januar 1976 folgte dann auch unausweichlich ein drastischer Wertverlust der italienischen Währung. Daraus ergab sich ein rascher Anstieg der Importpreise und schließlich ein erneuter Ausbruch der Inflation, zunächst bei den Verbraucherpreisen, dann bei den Löhnen.

Es liegt auf der Hand, welche Lehren aus den Erfahrungen Italiens gezogen werden müssen. Die durch die relative Stabilisierung der Lira im vergangenen Jahr gewährte Atempause sollte dazu genutzt werden, sowohl die Lohninflation wie das rasche Wachstum der Geldmengen zu bremsen, um Italien ein Ausbrechen aus dem Teufelskreis zu ermöglichen. Die formelle Absichtserklärung der italienischen Regierung gegenüber dem IWF besagt, daß dieser dringenden Aufgabe in den gegenwärtigen politischen Überlegungen hohe Priorität eingeräumt wird. Während eine Reihe erster Schritte bereits eingeleitet wurde, bleibt abzuwarten, inwieweit es den Behörden gelingen wird, weiterhin ein umfassendes Stabilisierungsprogramm, wie es unter den gegenwärtigen Umständen benötigt wird, zu entwickeln und Zustimmung dafür zu finden.

Die Lage in Großbritannien ist in einer Hinsicht ähnlich: die letzte Beschleunigung des Verbraucherpreisanstiegs war eng mit der Abwertung des Pfund Sterlings 1976 und einem gleichzeitigen Anstieg der Importpreise verknüpft. Hier hören jedoch die Gemeinsamkeiten schon auf; seit einiger Zeit nämlich hat die Entwicklung im Innern die Inflation nicht mehr stärker angeheizt. Schwache Nachfrage und die Einführung einer Einkommenspolitik befähigten Großbritannien, vom Herbst 1975 bis Sommer 1976 einen bedeutsamen Rückgang der Preissteigerungsraten zu erreichen. Die Talfahrt des Pfundes 1976 war vor allem dem Abzug von Sterlingguthaben durch ausländische Anleger zuzuschreiben, weniger aber einer zu reichlichen Ausstattung der Gebietsansässigen mit Sterling. Seit Anfang 1975 beträgt die Wachstumsrate der Geldmenge im Durchschnitt etwa 10–12%; damit liegt sie nur wenig über der in Deutschland. Dies impliziert eine beträchtliche Abnahme der realen Geldbestände. Außerdem war die jährliche Zuwachsrate bei den Löhnen in den ersten Monaten 1977 auf etwa 10% gesunken. Damit und mit der günstigeren Entwicklung des Pfundes seit November 1976 hat Großbritannien nun eine gute Chance, aus dem Teufelskreis herauskommen zu können, vorausgesetzt natürlich, daß die freiwillige Einkommenspolitik auf einer befriedigenden Basis fortgeführt werden kann, wenn die gegenwärtige Phase im August endet.

Preise, Löhne und Gewinne: die binnenwirtschaftlichen Aspekte

Im allgemeinen übt die Geld- und Finanzpolitik durch ihre Impulse auf die Gesamtnachfrage nach einiger Zeit einen starken Einfluß auf das Verhalten von Preisen und Löhnen aus. Da diese Maßnahmen an anderer Stelle des Berichts behandelt werden und da die wirtschaftliche Situation des letzten Jahres überall durch eine Nachfragerücke und hohe Arbeitslosigkeit gekennzeichnet war, befaßt sich dieser Abschnitt mit anderen binnenwirtschaftlichen Aspekten des Inflationsprozesses.

Vor dem Hintergrund einer differenzierten Entwicklung der internationalen Rohstoffpreise und noch stärker divergierender Wechselkursschwankungen veränderten sich im letzten Jahr in den größeren Ländern die wesentlichen Komponenten der Lebenshaltungskosten äußerst unterschiedlich. Ganz allgemein stiegen 1975/76 die Inlandspreise für Industriegüter und in einigen Fällen auch die Lebensmittelpreise langsamer; sie folgten damit dem Nachgeben der Rohstoffpreise mit einer zeitlichen Verzögerung. Da die Weltmarktrohstoffpreise jedoch seit geraumer Zeit wieder anziehen, muß damit gerechnet werden, daß diese Erhöhungen wieder mehr auf das Verbraucherpreisniveau durchschlagen werden.

Aus den Veränderungen der wichtigsten Preiskomponenten lassen sich einige der wesentlichen inländischen Inflationsquellen ablesen. So stieg der Index für Lebensmittelpreise in den USA und Kanada beträchtlich langsamer als der Gesamtindex, während er sich in Frankreich, Italien und Großbritannien stärker erhöhte, was vor allem auf einer Anhebung der landwirtschaftlichen Interventionspreise in der EWG um 7 ½% beruhte. Zudem wurden im vergangenen Sommer weite Teile Westeuropas

Verbraucherpreise: Veränderung der wesentlichen Komponenten

	März Veränderung gegenüber dem ent- sprechenden Vorjahres- stand	Insgesamt	Nahrungs- mittel	Güter ohne Nahrungs- mittel	Dienst- leistungen ¹
USA	1974	10,3	18,2	8,0	7,7
	1975	10,3	7,7	11,4	11,0
	1976	6,2	4,3	5,0	9,0
	1977	6,4	5,8	6,2	7,2
Kanada	1974	10,4	18,7	7,3	7,3
	1975	11,3	12,6	12,2	12,8
	1976	9,0	6,7	7,8	14,3
	1977	7,4	4,7	6,9	10,1
Japan	1974	22,9	27,0	25,0	14,9
	1975	14,9	15,6	11,1	18,7
	1976	8,3	8,5	4,3	14,5
	1977	9,4	8,7	7,0	15,1
Deutschland (BR)	1974	7,2	6,0	9,8	7,2
	1975	5,9	5,2	6,7	7,3
	1976	5,4	7,4	4,4	5,0
	1977	3,9	2,6	3,0	4,7
Frankreich	1974	12,2	12,5	13,3	10,4
	1975	13,5	11,7	14,8	13,4
	1976	9,6	11,0	7,4	12,1
	1977	9,1	11,6	6,6	10,4
Großbritannien	1974	13,3	17,9	10,9	9,3
	1975	21,4	25,6	23,1	20,1
	1976	19,8	15,4	19,4	30,5
	1977	16,7	21,8	15,7	11,7
Italien	1974	16,0	14,4	24,5	9,4
	1975	20,3	22,1	19,5	18,3
	1976	13,9	14,4	11,8	15,5
	1977	21,8	18,9 ²	25,8 ²	15,0 ²

¹ Ohne Mieten (außer Frankreich und Italien).

² Februar.

von großer Trockenheit heimgesucht, während in Nordamerika die Ernten im allgemeinen recht günstig ausfielen. In jüngerer Zeit jedoch haben sehr schlechte Witterungsbedingungen in den USA dort zu einem Schub bei den Nahrungsmittelpreisen geführt. In der EWG dagegen ist die Zunahme der landwirtschaftlichen Interventionspreise 1977 auf 3 ½% begrenzt worden.

Im Dienstleistungssektor haben sich die Preise in den meisten Ländern während der letzten ein bis zwei Jahre langsamer erhöht. Die Preissteigerungen für Dienstleistungen lagen allerdings mit der bemerkenswerten Ausnahme Italiens und Großbritanniens im vergangenen Jahr weiterhin über dem durchschnittlichen Anstieg anderer Komponenten der Lebenshaltung. Zweifellos kommt hierin das verhältnismäßig niedrige Produktivitätswachstum im Dienstleistungssektor zum Ausdruck.

Die Wechselwirkung zwischen Löhnen und Preisen ist selbstverständlich der wesentlichste inländische Faktor, der das Inflationstempo bestimmt. Wie die nachstehende Tabelle zeigt, war im vergangenen Jahr die Skala der Erhöhung der nominalen Arbeitsverdienste (oder Tariflöhne) extrem weitgespannt; sie reichte von etwa 2% in der Schweiz bis nahezu 33% in Spanien. In der überwiegenden Anzahl der Länder hat sich allerdings das Wachstum der Nominalverdienste abgeschwächt, meistens nunmehr bereits im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr. Die wichtigsten Ausnahmen waren Italien und Spanien; aber auch anderswo — in Deutschland und den USA — haben neue Lohnvereinbarungen auf ein gewisses Anziehen der Lohntendenzen hingedeutet. Dasselbe gilt für Kanada und Frankreich, obwohl dort Stabilitätsprogramme die Zuwachsrate dämpfen sollen.

In Belgien, Dänemark, Finnland, Großbritannien und den Niederlanden waren die Fortschritte bei der Reduzierung unangemessen hoher Lohnzuwachsrate besonders ausgeprägt. Mit Ausnahme von Finnland und Großbritannien dürfte dies im letzten Jahr dem günstigen Zusammenwirken einer Höherbewertung der Währung, nachlassender Teuerung und rückläufiger Lohnforderungen zu verdanken sein.

Nominale und reale Arbeitsverdienste in der Industrie

	Nominalverdienste ¹				Realverdienste ¹			
	Durchschnitt 1969-73	1974	1975	1976	Durchschnitt 1969-73	1974	1975	1976
	Prozent							
Belgien	12,9	24,4	16,2	9,5	7,2	7,5	4,7	1,8
Dänemark	15,1	21,6	14,8	11,9	7,2	5,3	4,7	3,9
Deutschland (BR)	12,7	13,3	7,0	6,6	7,4	7,0	1,5	2,6
Finnland	13,9	24,6	17,2	14,3	6,4	6,6	- 0,8	1,8
Frankreich	11,7	20,3	14,8	15,1	4,8	4,4	4,7	4,7
Großbritannien	12,1	27,6	20,7	12,3	4,1	7,0	- 3,4	- 2,4
Italien	15,9	24,0	20,3	28,9	8,4	- 0,4	8,2	5,7
Japan	19,6	25,6	14,5	11,2	7,7	3,0	6,3	0,7
Kanada	8,4	16,6	13,8	12,9	3,8	3,6	3,9	6,7
Niederlande ²	12,5	16,6	13,9	8,0	4,9	5,1	4,4	- 0,3
Österreich	7,9	15,3	10,4	7,2	2,2	5,1	3,5	-
Schweden	10,3	13,7	18,7	11,0	3,6	1,9	9,0	1,3
Schweiz	7,8	10,7	5,7	1,7	1,2	2,9	2,2	0,4
Spanien	18,4	30,7	27,4	32,7	7,5	10,9	11,7	10,6
USA	6,6	8,7	6,8	7,0	1,0	- 3,1	- 0,2	2,2

¹ Veränderungen der Monats-, Wochen- oder Stundenverdienste im Dezember gegenüber dem gleichen Vorjahresstand; kursiv gesetzte Zahlen: Tariflöhne. ² Oktober.

Darüber hinaus kann in allen diesen Ländern die Preis- und Einkommenspolitik der Regierung erhebliche Verdienste für diese Verbesserung beanspruchen, wenngleich Umfang und Natur sehr unterschiedlich waren. In Schweden, wo die Nominalverdienste sehr viel schwächer als im vorangegangenen Jahr gestiegen sind, muß diese Entwicklung im Zusammenhang mit der zweiten Phase eines ungewöhnlich weitgehenden zweijährigen Lohnabkommens gesehen werden, das im Frühjahr 1973 ausgehandelt worden war.

Um den Einfluß von Zielen und Auswirkungen der Preis- und Lohnpolitik zu beurteilen, ist es wichtig, das Verhalten der *realen* Verdienste zu betrachten. Die komparative Entwicklung der realen Löhne kann nicht mit einem einzigen Maßstab erfaßt werden, weil die trendmäßige Zunahme der Arbeitsproduktivität in der Gesamtwirtschaft von Land zu Land beträchtliche Unterschiede aufweist, so daß sich im Ergebnis ein ähnliches Bild der Wachstumsspielräume für die reale Entlohnung der Arbeitnehmer ergibt. Die Tabelle auf Seite 50 veranschaulicht das Auseinanderlaufen der Produktivitätstrends, wobei freilich das gedrückte Produktionsniveau im vergangenen Jahr in manchen Ländern den trendmäßigen Verlauf des Produktivitätswachstums erheblich verzerren kann. Sieht man davon ab, hatten die Industrieländer in der Vergangenheit zwei triftige Gründe dafür, den normalen Anstieg der Realverdienste zu verzögern oder zeitweilig sogar umzukehren — nämlich die drastische Verschlechterung ihrer Terms of trade und in manchen Fällen den anhaltenden Druck auf die Erträge aus dem investierten Kapital.

Die ungünstigeren Terms of trade durch höhere Erdölpreise verlangten von den Industrieländern eine gewisse schrittweise Verlangsamung des Realeinkommenszuwachses, der ausreichte, einen wachsenden Strom von Exportgütern an die ölfördernden Länder zu liefern. Die erforderliche außenwirtschaftliche Anpassung wurde in manchen Ländern durch die bestehende Notwendigkeit, eine Überbewertung ihrer Währungen zu korrigieren, noch verschärft, während in Ländern wie in Deutschland und der Schweiz eine frühere Unterbewertung der Währungen die gesamte Anpassungslast erleichterte. In allen Fällen war es unvermeidlich, daß ein wesentlicher Teil des Schnittes bei den Realeinkommen von dem großen Anteil des Einkommens aus abhängiger Arbeit am Volkseinkommen getragen werden mußte.

Der Ursprung der niedrigen Kapitalrenditen in den Industrieländern läßt sich auf außerordentlich hohe Lohnzuwachsrate in den späten sechziger und frühen siebziger Jahren zurückführen. In vielen Ländern hinderten steigende Wechselkurse und Preiskontrollen im Innern die Unternehmen daran, diese Kosten über höhere Preise wieder voll hereinzuholen. Die daraus folgende Verzerrung der Faktorpreise manifestierte sich am deutlichsten in dem Druck auf die Gewinne, selbst auf dem Scheitelpunkt der Expansion 1972/73. So sahen sich viele Länder schon aus binnenwirtschaftlichen Gründen vor der Notwendigkeit, die Einkommensverteilung zugunsten des Kapitals und zuungunsten der Arbeit zu korrigieren.

In den vergangenen ein bis zwei Jahren hat sich das Wachstum der realen Verdienste in vielen Industrieländern beträchtlich verlangsamt. Dieser Rückgang deutet darauf hin, daß interne Angleichungen an ungünstigere Terms of trade sowie eine Erholung der Rentabilität stattgefunden haben, obwohl konjunkturelle Faktoren die trendmäßige Verbesserung der Gewinne etwas verschleiern. Während die Zügelung des Reallohnzuwachses zur Lösung bestimmter Strukturprobleme beigetragen

hat, kann sie jedoch das konjunkturelle Problem einer Beeinflussung der Gesamtnachfrage erschweren. Sobald sich die Ertragslage verbessert, ist es insbesondere wichtig, daß eine Belebung der Investitionstätigkeit nicht zu weit hinausgeschoben wird. Andernfalls wird die langsamere Zunahme der Arbeitseinkommen einfach den Verbrauch schwächen und damit zu einer gesamtwirtschaftlichen Flaute beitragen.

In Deutschland und den USA wuchsen die Realeinkommen im vergangenen Jahr nur mäßig, während sie in Japan und der Schweiz praktisch unverändert blieben. Alle diese Länder haben vor allem auf die Nachfragesteuerung gesetzt, um die Lohn-Preis-Spirale zu bremsen.

Eine ganz ähnliche Verbesserung war auch in den Benelux-Ländern und den skandinavischen Staaten zu verzeichnen. Obwohl keines dieser Länder eine ausgesprochene Einkommenspolitik betreibt, nahmen doch alle Zuflucht zu Maßnahmen, die Elemente einer solchen Politik enthielten. Alle griffen bis zu einem gewissen Grade auf Preiskontrollen zurück, die zumindest vorherige Anmeldeverfahren regeln oder Grenzen setzen, bis zu denen Kostensteigerungen weitergegeben werden können. Wo Vereinbarungen über Lohnindexierungen eine wichtige Rolle spielten, wurde eine Modifizierung dieser Regelungen angestrebt. So hob Belgien die Indexierung für höhere Einkommen zeitweilig auf, und auch die Niederlande waren bestrebt, den Grad der Indexierung zu lockern. In Dänemark sah eine neue Lohnvereinbarung vom Frühjahr 1977 eine Anpassung vor, die sich ohne Berücksichtigung der Lohndrift nominal nur auf 6% belief.

Großbritannien ist das typische Beispiel für ein Land, das bis 1975 ein im Vergleich zu den Produktivitätsgewinnen zu starkes Wachstum der realen Löhne durch ein wachsendes außenwirtschaftliches Defizit und — angesichts der Preiskontrollen — durch eine drastische Gewinnauszehrung „finanziert“ hat. Die beträchtliche Verminderung der Realverdienste seit 1975 hat diese Entwicklung jedoch teilweise korrigiert. Im wesentlichen ist die Verbesserung vor allem den ersten zwei Phasen der Einkommenspolitik zu verdanken, in denen allgemeine Grenzen für Lohnsteigerungen festgesetzt wurden, doch spielten die unerwartet kräftige Abwertung und die Teuerung ebenfalls eine Rolle. Der sich verstärkende Einfluß einer solchen Anpassung der Reallöhne könnte nun eine sehr viel schnellere Erholung der Beschäftigung fördern, als andernfalls möglich gewesen wäre. Die Regierung strebt jetzt eine Verlängerung der Einkommenspolitik für ein weiteres Jahr an, wenn auch auf einer flexibleren Basis; sie hat im Budget vom März 1977 Steuererleichterungen angeboten, die eine solche Verlängerung zur Voraussetzung haben.

Die jüngste Entwicklung der Reallöhne in Italien wirft ein recht bezeichnendes Licht auf die Probleme der Lohn-Preis-Spirale. Bei den jüngsten Verhandlungen für ein Darlehen des IWF wurde der umfassenden Lohnindexierung Italiens (der „gleitenden Lohnskala“) beträchtliche Aufmerksamkeit gewidmet; die Regierung war denn auch mit allerdings begrenztem Erfolg bestrebt, ihre Anwendung selektiver zu gestalten. Wie überall sonst kann ein solches System die Inflationsprobleme sehr verschlimmern, wenn die ursprünglichen Preissteigerungen auf Änderungen in den Angebotsbedingungen, der indirekten Besteuerung und der Preise für öffentliche Dienstleistungen oder auf ungünstigen Verschiebungen der preislichen Austauschverhältnisse

beruhen. In Italien jedoch stellte in den letzten Jahren der Umfang der zusätzlich zu den lebenshaltungskostenbedingten Anpassungen ausgehandelten Lohnsteigerungen ein ernstes Hindernis für eine Eindämmung der Arbeitskosten dar.

Hinsichtlich des Problems der Lohnindexierung erhebt sich daher die grundsätzliche Frage, ob sie in flexibler Weise den wechselnden nationalen Gegebenheiten angepaßt werden kann. Unter normalen Umständen, also ohne exogene Preisverschiebungen, hat sich die Lohnindexierung in einigen europäischen Ländern als beruhigendes Element auf den Arbeitsmärkten erwiesen. Die Anwendung von an die Lebenshaltungskosten gebundenen Klauseln hat auch in den USA, wo sie zunehmend die ratenweisen Nominallohnerhöhungen im Rahmen von mehrjährigen Tarifvereinbarungen ersetzen, eine Begrenzung der Lohnsteigerungen im Verlauf der letzten beiden Jahre gefördert. Glücklicherweise jedoch wurde von solchen Gleitklauseln erst dann in größerem Umfang Gebrauch gemacht, als die Abwärtsbewegung des Dollars und die sich anschließende drastische Erhöhung der weltweiten Erdöl- und Rohstoffpreise bereits eingetreten waren.

Konjunkturelle und strukturelle Arbeitslosigkeit

In den meisten Ländern ist das unausgelastete Arbeitskräftepotential auch weiterhin ein sehr ernstes Problem und wird es voraussichtlich auf absehbare Zeit auch bleiben. Die Erfassung der Arbeitslosigkeit und die Bewertung ihrer vielfachen Dimensionen ist eine komplizierte Angelegenheit. Selbst bei dem einfachsten Maßstab — der gesamten Arbeitslosenquote — ist die statistische Abgrenzung der verfügbaren Indizes in den einzelnen Ländern sehr verschieden; es gibt auch keine verlässlichen Vergleiche des Umfangs der Kurzarbeit. Somit sind die in der folgenden Tabelle enthaltenen Arbeitslosenquoten nur hinsichtlich der Entwicklung in jedem einzelnen Land aussagefähig — und selbst hier nur mit Einschränkungen.

Arbeitslosenquoten¹

	Höchste durchschnittliche Jahresquote im Zeitraum		1974 Dezember	1975 Dezember	1976 Juni	1976 Dezember	1977 April
	1957-65	1966-73					
Prozent							
Belgien	6,3	4,5	5,3	8,7	8,1	9,8	9,5
Deutschland (BR)	3,5	2,1	3,6	4,8	4,6	4,4	4,6
Frankreich	1,4	2,2	2,9	4,4	4,1	4,3	4,8
Großbritannien	2,4	3,8	2,8	5,0	5,4	5,6	5,6
Italien	8,2	3,9	3,1	3,5	3,8	3,9 ²	.
Japan	1,5	1,4	1,7	2,1	2,1	1,9	1,9 ³
Kanada	7,1	6,4	5,9	7,0	7,0	7,4	8,3
Niederlande	2,3	2,7	4,0	5,4	5,6	5,2	5,1
Schweden	2,5	2,0	1,5	1,6	1,5	1,5	1,8 ³
Schweiz	—	—	0,1	1,0	0,7	0,6	0,5
USA	6,8	5,9	7,2	8,3	7,5	7,8	7,0

¹ Als Prozentsatz des zivilen Arbeitskräftepotentials (in Belgien das von der Versicherung erfasste Arbeitskräftepotential). Salsonbereinigte Reihen, außer für Belgien, Italien, Schweden und die Schweiz. ² Oktober. ³ Februar.

Diese Angaben lassen immerhin erkennen, daß die jüngsten Arbeitslosenzahlen immer noch deutlich über den von 1957 bis 1973 verzeichneten jährlichen Höchstwerten liegen, obwohl die industrielle Erzeugung das frühere Rekordniveau in etwa wieder erreicht hat. Dies ist teilweise auf die außergewöhnliche Schwere der Rezession und den langsamen Verlauf der Erholung zurückzuführen, beide gesehen als Bestandteil einer „Wachstums“-Depression, in der das Produktionspotential weiter zugenommen hat (Kapitel II). Ein weiterer Grund sind die Verzerrungen der Faktorpreise, die die Unternehmen veranlaßt haben, sich bei den Anlageinvestitionen zurückzuhalten, die Zahl der Arbeitskräfte zu reduzieren und Rationalisierungsinvestitionen zu bevorzugen.

In einigen Ländern, so in den USA und Kanada, hat auch der in den letzten Jahren zu verzeichnende rasche Zuwachs der Zahl der Erwerbspersonen zur Höhe der Arbeitslosigkeit beigetragen, besonders bei jugendlichen und weiblichen Arbeitskräften. Oft kommen Arbeiter, die in einem früheren Stadium des Zyklus aus dem Arbeitskräftepotential ausschieden, bei fortschreitender Erholung wieder hinzu und blähen so die Arbeitslosenstatistik auf, sogar wenn die Beschäftigung zunimmt. Im laufenden Aufschwung haben die USA und Italien dieses Phänomen registriert, als seit Mitte 1976 sowohl der Beschäftigungsstand wie das Potential an zivilen Arbeitskräften recht lebhaft expandierten. In anderen Ländern ist allerdings die Beschäftigung nur zögernd gewachsen, und das Arbeitskräftepotential hat sich nur sehr wenig ausgedehnt. Sein rückläufiger Trend in Deutschland und der Schweiz in den vergangenen Jahren hat in der Tat dazu beigetragen, daß sich die Arbeitslosigkeit in viel engeren Grenzen hielt, als dies sonst der Fall gewesen wäre.

Seit Dezember 1975 ist die Arbeitslosenquote in den USA, den Niederlanden und Deutschland gesunken, liegt aber in allen drei Ländern immer noch ungewöhnlich hoch. Auch in Japan, wo die Arbeitgeber traditionsgemäß Entlassungen zu vermeiden suchen, und in der Schweiz, wo es per saldo zu einer beträchtlichen Abwanderung von ausländischen Arbeitskräften kam, war ein Rückgang von dem bereits niedrigen Niveau zu verzeichnen. In anderen Ländern jedoch hat die Arbeitslosigkeit im Verlauf etwa des letzten Jahres weiter zugenommen.

Die Regierungen haben nur recht zögernd mit globalen wirtschaftspolitischen Maßnahmen auf die enttäuschende Entwicklung des Beschäftigungsbildes reagiert. Teilweise erklärt sich dies aus ihrer Sorge wegen der Inflation und des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts, doch spiegelt sich hier auch die Meinung wider, daß die Arbeitslosigkeit bis zu einem gewissen Grade ein strukturelles Problem und damit konjunkturpolitischen Maßnahmen nicht zugänglich ist. Die strukturellen Elemente hängen vor allem mit den in gewissen Industriezweigen oder Regionen entstandenen Schwierigkeiten zusammen, sie ergeben sich teilweise aber auch aus der Veränderung des Altersaufbaus und der Zusammensetzung der erwerbsfähigen Bevölkerung.

Bei ihren Versuchen, das Problem der Arbeitslosigkeit zu meistern, haben die Regierungen unter diesen Umständen daher zunehmend Zuflucht zu selektiven Maßnahmen genommen. Einige dieser Maßnahmen sollen vor allem die Folgen der Arbeitslosigkeit für bestimmte Personengruppen mildern und erstrecken sich insbesondere auf Verbesserungen hinsichtlich des Betrags und der Dauer der Arbeitslosenunterstützung. In einigen Ländern sind diese Unterstützungen nunmehr recht reichlich bemessen — und zwar so sehr, daß sie der Kritik ausgesetzt sind, sie beeinträchtigten

Erwerbspersonen, Beschäftigung und Produktivität

	1961-70			1970-76		
	Zahl der Erwerbspersonen ¹	Zivilbeschäftigte	Produktivität ²	Zahl der Erwerbspersonen ¹	Zivilbeschäftigte	Produktivität ²
	durchschnittliche Zuwachsrate pro Jahr in Prozent					
Belgien	0,5	0,8	4,1	2,3 ³	0,4 ³	3,4 ³
Dänemark	1,3	1,4	3,3	0,9 ³	0,2 ³	2,1 ³
Deutschland (BR)	—	0,2	4,6	-0,4	-1,1	3,5
Finnland	0,3	0,2	4,7	0,7 ³	0,2	3,3
Frankreich	0,6	1,0	4,7	0,9 ³	-0,2	4,0
Großbritannien	0,2	0,1	2,7	0,5	—	1,6
Italien	-0,9	-0,7	5,8	0,6	0,3	2,6
Japan	1,4	1,4	8,7	0,7 ³	0,5	5,1
Kanada	2,7	3,0	2,4	3,5	3,2	1,4
Niederlande	1,2	1,2	4,4	0,4 ³	-0,2 ³	3,2 ³
Norwegen	0,7	1,5	3,3	2,5	1,7	1,9
Österreich	-1,2	0,3	4,4	-0,1 ³	-0,2 ³	4,0 ³
Schweden	0,7	0,8	3,6	1,0	1,0	1,1
Schweiz	0,9	0,9	3,5	-1,7	-2,0	2,6
Spanien	0,8	0,6	6,6	0,9 ³	0,3	4,5
USA	1,8	2,0	2,2	2,0	1,8	0,9

¹ Die Zahl der Erwerbspersonen umfaßt die Erwerbspersonen im Zivilbereich (Beschäftigte wie Arbeitslose) sowie die Streitkräfte. ² Veränderung des realen Bruttonationalprodukts je beschäftigten zivilen Arbeitnehmer. ³ 1975

die Arbeitsplatzsuche und den Arbeitswillen. Wie dem auch sei, jedenfalls haben sie die anhaltend hohen Arbeitslosenzahlen sozial und politisch tragbarer gemacht, als sie es andernfalls gewesen wären.

In bestimmten skandinavischen Ländern, wo die Exporte von Rohstoffen und Halbfertigerzeugnissen bedeutend sind, wurde die Lagerbildung subventioniert, um die Beschäftigung zu stützen. Mit der unerwartet langanhaltenden Weltrezession jedoch sind diese Programme in Schwierigkeiten geraten. In Schweden, wo Subventionen im vergangenen Jahr dazu beigetragen hatten, den Anstieg der Lagerhaltung auf nahezu 2% des Bruttonationalprodukts zu halten, ist das Programm nunmehr gekürzt worden. Geplante Einsparungen ähnlicher Art in Norwegen sind aufgeschoben worden.

Bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit setzten viele Länder gezielte Maßnahmen auf dem Investitionssektor als eine Hauptwaffe ein. Eine Reihe von ihnen haben beträchtlichen Nachdruck auf arbeitsplatzschaffende öffentliche Arbeiten herkömmlicher Art gelegt, häufig in Gebieten mit hoher Arbeitslosigkeit oder langsamem Wachstum. Einige von ihnen haben die allgemeinere Form eines mittelfristigen öffentlichen Investitionsprogramms gewählt, wobei das Schwergewicht auf Infrastrukturinvestitionen (Deutschland) oder Investitionen in verstaatlichten Industrien (Frankreich) liegt. In den Niederlanden hat die Regierung ein mittelfristiges Investitionsprogramm mit dem Ziel der Förderung arbeitsplatzschaffender Investitionen bis zum Jahre 1980 vorgelegt. Dieses Programm, das vor allem eine Verringerung der Kosten für private Investitionen anstrebt, umfaßt unter anderem ein Prämiensystem, das je nach Art und Standort der durchgeführten Investitionen variiert. In einer Reihe von Ländern wurden als weitere Schritte herkömmliche Maßnahmen zur Anregung privater Investitionen eingeführt oder ausgebaut, z.B. Steuergutschriften, Abschreibungserleichterungen, Zinssubventionen. Und zumindest zwei Länder (die Niederlande und Großbritannien) haben gewisse steuerliche Anpassungen vorgenommen, um die Wirkung der Inflation auf die zu versteuernden Gewinne zu mildern.

Inflation und Arbeitslosigkeit: die wirtschaftspolitischen Möglichkeiten

Die gesamten Verluste im Gefolge der ausgeprägten Unterbeschäftigung des Arbeitskräftepotentials und der Ressourcen haben zunehmend Sorge und Ungeduld ausgelöst. Folgt man einem Meinungsstrom, so wird der Kampf gegen die Inflation mit außerordentlich hohen Ausfällen an realer Erzeugung und Beschäftigung bezahlt, während er nur geringen zusätzlichen Gewinn bei der Milderung des Preis- und Lohndrucks bringt. Dementsprechend besteht besonders in den führenden Ländern die dringende Notwendigkeit für eine expansivere Beeinflussung der Nachfrage, um recht schnell wieder ein hohes Niveau der Wirtschaftsaktivität zu erlangen.

Dieser Bericht verkennt keineswegs die ernstesten Probleme der Arbeitslosigkeit, vermag sich jedoch dieser Sicht der Dinge nicht anzuschließen. Er bejaht durchaus eine besonnene Nachfragerlenkung, die das Ziel hat, einigermaßen stabile Wachstumsraten zu erreichen sowie durch gezielte Maßnahmen höhere Investitionen, einen besseren Ausbildungsstand, erhöhte Mobilität und ganz allgemein eine höhere Beschäftigung zu fördern. Grundsätzlich jedoch bekräftigt er eher die These, daß die immer schnellere Inflation der sechziger und frühen siebziger Jahre im wesentlichen die Folge der übergroßen Konzentration auf die Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung war, wobei die möglichen Auswirkungen von angespannten Arbeitsmärkten und Kapazitätsengpässen auf die Preisstabilität außer acht gelassen wurden. Darüber hinaus rechnet er gerade diese hohen und unbeständigeren Preissteigerungsraten zusammen mit den höchst reagiblen Inflationserwartungen, die dadurch geweckt wurden, zu den wesentlichen Ursachen für die Nachfrageschwäche und Arbeitslosigkeit. Schließlich vertritt der Bericht die Ansicht, daß das Vordringen der Inflation heute zwar zum großen Teil durch den hartnäckigen Kostendruck verursacht wird, daß aber die Erinnerung an die Gefahren des Nachfragesogs immer noch lebendig und gegenwärtig ist.

Die Gründe, die diesen Auffassungen zugrunde liegen, sind in verschiedenen Teilen dieses Berichtes dargestellt. Es ergibt sich daraus der Schluß, daß sich die heutigen Märkte in hohem Maße auf die Inflationsängste eingestellt haben. In der finanziellen Sphäre führt nunmehr jede Verstärkung der Inflationserwartungen dazu, daß die Investoren eine bessere Liquidität anstreben, womit sie zu steigenden langfristigen Zinssätzen und einer Verknappung des für Investitionen verfügbaren langfristigen Kapitals beitragen. In der güterwirtschaftlichen Sphäre werden die Unternehmen von Investitionsausgaben auf zweifache Weise abgebracht; erstens, weil sie befürchten müssen, sich zwischen Kostensteigerungen einerseits und neuen Restriktionsmaßnahmen andererseits eingezwängt zu sehen oder — was noch schlimmer wäre — einem neuen System von Preiskontrollen ausgesetzt zu werden; zweitens, weil sie die Erfahrung gemacht haben, daß die Inflation von sich aus zusätzliche Unsicherheiten schafft. Die Teuerungsrate mag steigen oder fallen — stabil bleibt sie niemals. Überdies bringt eine hohe *durchschnittliche* Inflationsrate nahezu mit Sicherheit eine stärkere Streuung der einzelnen Preisänderungen mit sich. Die privaten Haushalte verbinden mit dem Begriff der Teuerung heute schon Unsicherheiten hinsichtlich des Einkommens und der Arbeitsplätze ebenso wie Kaufkraftverluste bei der Haltung von Geldvermögen, was dazu geführt hat, daß weniger ausgegeben und mehr gespart wird.

Unter diesen Umständen ist es für die Wirtschaftspolitiker immer gefährlicher geworden, die inflationären Folgen ihres Handelns zu ignorieren. Versuchen sie es

trotzdem, so können die Marktkräfte die Wirkung ihrer Eingriffe ins Gegenteil verkehren, womit das Dilemma von Inflation und Unterbeschäftigung noch akuter wäre als vorher. Bei einer Kalkulation der „Kosten“ der Inflation ist daher in Betracht zu ziehen, in welchem Ausmaß die Teuerung selbst eine Ursache von Unterbeschäftigung ist. Auch sollten die besser bekannten Kosten nicht bagatellisiert werden: Ungleichheiten in der Verteilung, Ineffizienz und Verzerrungen in der Allokation der Ressourcen sowie die sozialen und politischen Unruhen, die aus dem ständigen Manövrieren um die besten Positionen im Verteilungskampf folgen.

Wie sehen aber die Alternativen aus? Sind die langandauernden Bemühungen zur Eindämmung der Inflation so vergeblich gewesen, wie gelegentlich behauptet wird? Tatsächlich waren die Fortschritte keineswegs minimal. Während 1974 die meisten Industrieländer einen Anstieg der Verbraucherpreise um 10–25% verzeichneten, hatte eine große Zahl von ihnen diese Rate bis zum Frühjahr 1977 auf eine Größenordnung von 6–9% herabgedrückt, wobei die Teuerung in Deutschland und der Schweiz bereits deutlich unter diesem Niveau liegt. Es dürfte auch klar sein, daß die ungenügende Nachfrage und die Arbeitsmarktbedingungen einen — mit der sogenannten Phillips-Kurve in Beziehung stehenden — günstigen Einfluß bei der Drosselung der Inflation ausübten. Darüber hinaus gingen in Deutschland und den USA diese Fortschritte seit nunmehr zwei Jahren Hand in Hand mit einer deutlichen Abnahme der Arbeitslosigkeit, und auch andere Länder könnten in dieser Hinsicht einen Wendepunkt erreichen. Schließlich dürften sich die Gewinne, die sich in vielen Ländern stark vermindert hatten, als die Nachfrageinflation in eine Kosteninflation umschlug, in einigen Ländern in den letzten ein oder zwei Jahren deutlich verbessert haben. Hinsichtlich aller dieser Entwicklungen ist jedoch noch ein gutes Stück Weg zurückzulegen, was Zeit und Geduld erfordert.

Was daher die Konjunkturpolitik betrifft, so erscheint es erstrebenswert, daß die Länder auch weiterhin ein maßvolles, nachhaltiges Wachstum ansteuern. Wo Zahlungsbilanzschwierigkeiten bestehen, sollte die *Inlandsnachfrage* langsamer wachsen als in anderen Ländern, um Raum für eine exportinduzierte Erholung zu schaffen. Außerdem hat die Erfahrung wiederholt gezeigt, daß eine Abwertung der Währung zwar die notwendige Ergänzung einer solchen Politik sein kann, sie aber niemals ersetzen wird.

Eine Politik des maßvollen Wachstums ist ganz sicher keine Politik des Nichtstuns. Sie erfordert innerhalb vernünftiger Grenzen ein gesichertes Wachstum der Geldmenge, was wiederum eine gewisse — wenn auch schrittweise verminderte — monetäre Finanzierung der öffentlichen Defizite implizieren könnte. Sie würde jedoch bedeuten, sofern sie sich allein auf nachfragelenkende Maßnahmen stützt, daß noch beträchtliche Zeit verfließen muß, bis wieder ein befriedigender Beschäftigungsstand erreicht werden kann.

Wie könnten die einzelnen Länder diesen Prozeß beschleunigen? Eine Möglichkeit wäre, öffentlich gewisse allgemeine Ziele hinsichtlich der Eindämmung bzw. Begrenzung der Inflation zu verkünden. Sind solche Ziele glaubwürdig, so können sie dazu beitragen, die Erwartungshorizonte aufzubauen, die für eine schnellere Rückkehr zum binnenwirtschaftlichen Gleichgewicht erforderlich sind.

Darüber hinaus könnten in vielen Fällen Fortschritte bei der Lösung des Dilemmas von Inflation und Arbeitslosigkeit durch das, was man ganz allgemein als Einkommenspolitik bezeichnen kann, beschleunigt werden. In diesem Rahmen oder dem noch breiteren Ansatz einer allgemeinen Übereinstimmung in der Einkommensverteilung können zeitlich begrenzte Abmachungen viel dazu beitragen, die Vorbedingungen für ein stabiles Wachstum zu schaffen. Wie bereits dargelegt, ist das international breite Spektrum der Teuerungsraten nicht so sehr dem ursprünglichen inflationären Impuls selbst zuzuschreiben als der unterschiedlichen Beschaffenheit der in den einzelnen Ländern vorhandenen Kanäle, durch die sich die Inflation verbreitet und fortpflanzt.

Natürlich sind Inflationsmechanismen und -gewohnheiten oft tief verwurzelt und nur äußerst schwer zu ändern. Dies gilt namentlich für *de facto* oder *de jure* bestehende Lohnindexierungsabkommen, zeigt sich aber auch in dem Widerstreben, erforderliche Anpassungen der realen Einkommen oder der relativen Preise und Löhne hinzunehmen. Und doch gibt es Umstände, unter denen solche Anpassungen höchst angebracht wären — dies ist der Fall bei einem Rückgang des realen Volkseinkommens wegen ungünstigerer *Terms of trade*, z. B. durch höhere Erdöl- oder Rohstoffpreise. Sie können auch dort erforderlich sein, wo eine wachsende Gewinnauszehrung den Anreiz für die Unternehmen, arbeitsplatzschaffende Investitionen durchzuführen, ernstlich beeinträchtigt hat, wie dies in vielen Ländern der Fall war.

Vom Standpunkt der betroffenen Gruppen — besonders der Arbeitnehmer und der Arbeitgeber — aus betrachtet, ist die Hinnahme eines maßvolleren Lohn- und Preisverhaltens sicher nicht leicht. Dies gilt besonders dann, wenn ganz offensichtlich der relative Gewinnanteil als Basis für höhere Investitionen und stärkeres Wachstum ausgeweitet werden muß, wie es zur Zeit in einer Reihe von Ländern erforderlich ist. Selbst solche relativen Verschiebungen dürften aber, sofern die Wirtschaftspolitiker sie einleuchtend begründen können, für alle Gruppen innerhalb kurzer Zeit fühlbare Verbesserungen bringen. Setzt sich nämlich ein angemessenes Lohn- und Preisverhalten nicht durch, können die Behörden der Inflation nur noch durch eine Beschränkung der Gesamtnachfrage Widerstand leisten, womit sich unausweichlich die Marktbedingungen verschlechtern müssen und die Arbeitslosigkeit steigt. Gleichmaßen führt bei jeglicher Art der Nachfragesteuerung mehr Mäßigung bei Lohn- und Preissteigerungen zu einem größeren Spielraum für das Wachstum der Realeinkommen und der Beschäftigung. Darüber hinaus kann eine solche Mäßigung bedeuten, daß die Behörden mehr Freiheit haben, um zusätzliche nachfrageanregende Maßnahmen zu realisieren.

IV. HEIMISCHE KREDITMÄRKTE UND GELDPOLITIK

Alle wichtigen Finanzmärkte trugen im vergangenen Jahr deutlich sichtbar den Stempel schwacher wirtschaftlicher Erholung. Allerdings gab es von Land zu Land ausgeprägte Unterschiede, die durch die Auffächerung der Teuerungsraten und die anhaltende Polarisierung der Volkswirtschaften hinsichtlich der Stärke ihrer Außenwirtschaftspositionen hervorgerufen wurden.

Was die Gemeinsamkeiten zwischen den Ländern angeht, so ist allgemein die Konsolidierung der übermäßig ausgeweiteten Bilanzen weiterhin ein finanzielles Anliegen im Unternehmenssektor gewesen; freilich hat sich die kurzfristige Unternehmensverschuldung in einigen Ländern, in denen der Aufschwung erneut an Kraft gewonnen hat, wieder etwas belebt. Gleichzeitig verstärkten die privaten Haushalte ihre Kreditaufnahme, sammelten aber weiterhin in starkem Umfang liquide Vermögenswerte an. Die Verbesserung der Liquiditätsverhältnisse im privaten Sektor ging mit weiteren Defiziten der öffentlichen Haushalte einher, die gegenüber dem 1975 verzeichneten Rekordniveau im allgemeinen zwar etwas zurückgingen, gemessen an früheren Größenordnungen jedoch immer noch sehr hoch lagen.

Die Abweichungen zwischen den einzelnen Ländern fanden vor allem in einer unterschiedlichen Ausrichtung der Geldpolitik ihren Niederschlag. In den Ländern mit verhältnismäßig niedrigen Teuerungsraten und grundsätzlich starken außenwirtschaftlichen Positionen — den USA, Deutschland, Japan und der Schweiz — war eine stetige Geldpolitik darauf gerichtet, eine weitere Abschwächung der Inflation zu erreichen, aber auch der konjunkturellen Erholung voranzuhelfen. In praktisch allen anderen Ländern erforderte die außenwirtschaftliche Schwäche, die meistens binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte widerspiegelte, eine merkliche Straffung der Geldpolitik. In einigen Ländern konnten die monetären Verteidigungslinien teilweise wieder abgebaut werden, nachdem die Störungen auf den Devisenmärkten vorüber waren. In anderen aber hat das stärkere Bewußtsein der außenwirtschaftlichen Verwundbarkeit auch weiterhin die Geldpolitik beeinflusst.

Die Unterschiede in der Situation und der Geldpolitik der einzelnen Länder kamen klar in dem Verhalten der Zinssätze zum Ausdruck. Der steilen Talfahrt der lang- wie kurzfristigen Zinssätze 1975 folgte letztes Jahr in der ersten Ländergruppe eine fast stabile Entwicklung oder eine maßvolle weitere Abnahme, wobei sich allerdings seit Jahresbeginn 1977 die kurzfristigen Sätze auf manchen Märkten gefestigt haben. In anderen Ländern hingegen stiegen die Sätze wieder zu neuen Rekordhöhen an und blieben vergleichsweise hoch, sofern der Umschwung der außenwirtschaftlichen Verhältnisse nicht sehr ausgeprägt war.

Das Bild der sektoralen Finanzierungspositionen

Die zuvor während der tiefen Rezession beobachtete atypische Struktur der Finanzierungssalden begann sich im Zuge des konjunkturellen Aufschwungs zu normalisieren. Entscheidend waren hierfür die Wende im Lagerzyklus, eine gewisse Erholung der Unternehmensgewinne, der Rückgang der privaten Sparquoten und die Auswirkungen der wachsenden Wirtschaftstätigkeit auf die Defizite der öffentlichen Haushalte.

Fast überall sanken die öffentlichen Defizite etwas gegenüber dem 1975 verzeichneten Rekordniveau (vgl. Kapitel II), wobei Japan, Belgien und die Niederlande wesentliche Ausnahmen bildeten. In starkem Maße spiegelte sich diese Entwicklung natürlich in einer Abnahme des Finanzierungsüberschusses des privaten Sektors wider, der jedoch im längerfristigen Vergleich weiterhin sehr hoch blieb. In der umstehenden Graphik stellt der Auslandssaldo annähernd die Leistungsbilanzposition dar, wobei ein positiver Wert einen Überschuß für das betreffende Land angibt.

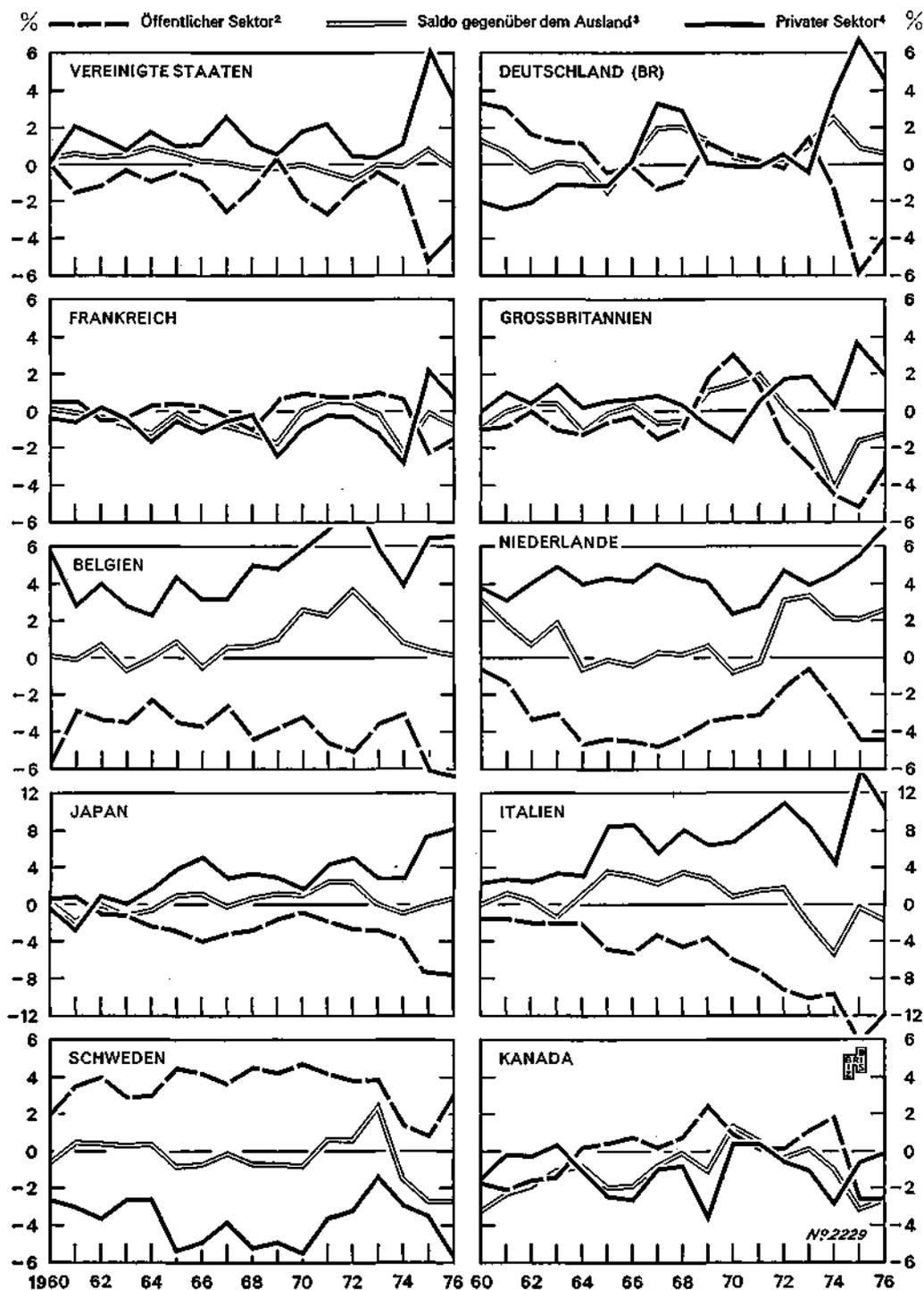
Jahre hindurch bestand anscheinend in Großbritannien und den Niederlanden eine deutliche positive Beziehung zwischen der Entwicklung der öffentlichen Finanzierungssalden und dem Leistungsbilanzsaldo, wenngleich sie in jüngerer Zeit weniger eng war als in früheren Jahren. Für manche Beobachter deutet dies darauf hin, daß der Haushaltssaldo ein entscheidender Bestimmungsfaktor für den Auslandssaldo ist. In Italien scheint die Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Saldos seit Mitte der sechziger Jahre mit der ungünstigen Entwicklung der öffentlichen Finanzen in Beziehung zu stehen. Öffentliche Defizite sind bekanntlich in den vergangenen Jahren in einer Reihe von Ländern als heimisches Pendant der erdölbedingten außenwirtschaftlichen Defizite bewußt hingenommen worden. In den meisten Ländern dürften jedoch üblicherweise Veränderungen der Leistungsbilanzsalden eher mit Schwankungen des Überschusses des privaten Sektors korreliert gewesen sein, wogegen das Defizit der öffentlichen Haushalte, das sich entgegengesetzt zu beiden entwickelte, anscheinend ein stabilisierendes Element bildete.

In den letzten zwei bis drei Jahren trugen die öffentlichen Defizite neben ihrer nachfragestützenden Wirkung sehr stark zur finanziellen Umstrukturierung bei, indem sie es den privaten Haushalten, den Unternehmen und den Finanzinstituten ermöglichten, gut fundierte Vermögenswerte zu erwerben und ihre eigene Kreditaufnahme einzuschränken. Insbesondere reicherte die Zunahme der Wertpapierforderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor die sekundäre Liquidität der Wirtschaft in nützlicher Weise an, ohne das Wachstum der Geldmenge und die Inflation unangemessen zu beeinflussen. Wo jedoch die öffentlichen Defizite zu einer übermäßigen monetären Expansion und zu Leistungsbilanzdefiziten beigetragen haben, waren sie weniger vorteilhaft und manchmal auch ausgesprochen schädlich.

Innerhalb des privaten Sektors weitete sich im vergangenen Jahr in vielen Ländern das Defizit der Unternehmen mit der Belebung der Bruttoinvestitionen (einschließlich Vorratsbildung) wieder aus, nachdem es 1975 drastisch reduziert worden war. Der Finanzierungsüberschuß der privaten Haushalte schrumpfte von 1975 auf 1976 in einer Reihe von Ländern, blieb aber im langfristigen Vergleich überall hoch.

Die Finanzierung des Unternehmenssektors. Die Finanzierungsstruktur der Unternehmen war im vergangenen Jahr immer noch von den Bemühungen beeinflusst, die Selbstfinanzierungskraft wiederherzustellen und die Bilanzrelationen zu verbessern. In einer Anzahl von Ländern hatten sich diese Größen bereits über viele Jahre hinweg zunehmend verschlechtert und wurden dann während des inflationären Booms der Jahre 1972–74 weiter geschwächt. Zwar ist der Konsolidierungsprozeß nunmehr in vielen Ländern weit fortgeschritten, doch zögern die Unternehmen im allgemeinen immer noch, ihre Investitionstätigkeit zu verstärken.

Finanzierungsüberschüsse und -defizite der Sektoren¹
 In Prozent des Bruttosozialprodukts



¹ Nach Angaben der einzelnen Länder. ² Zusammengefaßte öffentliche Haushalte. In Belgien und den Niederlanden schließt der Finanzierungsbedarf in gewissem Umfang Kreditaufnahmen für Darlehensgewährungen ein.
³ Finanzierungsüberschuß (+) der heimischen Wirtschaft gegenüber der übrigen Welt. ⁴ Als Restgröße berechnet.

Einige der bemerkenswerten Verschiebungen in der Unternehmensfinanzierung in den vergangenen Jahren sind in der untenstehenden Tabelle dargestellt. (In Deutschland enthalten die Zahlen für den Unternehmenssektor nicht die Wohnungswirtschaft.) Ganz allgemein folgten dem Zeitraum 1972-74, der durch abnehmende Selbstfinanzierungskraft, umfangreiche kurzfristige Verschuldung und verschlechterte Liquiditätsverhältnisse gekennzeichnet war, in den folgenden beiden Jahren ein ausgeprägter Umschwung von der kurz- zur langfristigen Kreditaufnahme und eine rapide Liquiditätsanreicherung. Zugleich nahm der Rückgriff auf ausländische Kreditquellen wesentlich ab, worin zunächst die Kürzung der Investitionen, später jedoch zunehmend die Schaffung inländischer Kreditmöglichkeiten zum Ausdruck kam. Diese Verbesserung dürfte in den USA und Deutschland zuerst begonnen haben und am weitesten vorangeschritten sein; eine deutliche Kräftigung ist jedoch auch in anderen Ländern offensichtlich. Bei einem Vergleich mit früheren Jahren sollte berücksichtigt werden, daß die Zahlen für 1975 und 1976 auf der Basis eines sehr niedrigen Niveaus des Bruttosozialprodukts berechnet wurden.

Unternehmenssektor: Ersparnis, Investitionen und finanzielle Transaktionen

	Jahr oder jährlicher Durchschnitt	Bruttoersparnis und Vermögensübertragungen	Bruttoinvestitionen (-)	Finanzierungsdefizit (-)	Entsprechende Veränderungen der			
					liquiden Forderungen ¹	kurzfristigen Verbindlichkeiten ² (Zunahme -)	langfristigen Verbindlichkeiten ³ (Zunahme -)	sonstigen Forderungen ⁴ (netto)
in Prozent des Bruttosozialprodukts								
USA	1963-65	7,9	- 8,3	- 0,4	0,5	- 1,1	- 1,4	1,6
	1973	6,4	- 9,5	- 3,1	0,5	- 2,7	- 2,9	2,0
	1974	5,5	- 9,5	- 4,0	0,2	- 3,1	- 2,8	1,7
	1975	6,8	- 6,3	0,5	1,2	0,8	- 3,3	1,8
	1976	7,2	- 8,2	- 1,0	1,3	- 0,3	- 2,8	0,8
Japan	1963-65	11,9	-18,1	- 6,2	7,1	-13,9	- 2,5	3,1
	1973	12,9	-19,1	- 6,2	4,4	-13,6	- 1,8	4,8
	1974	10,9	-18,6	- 7,7	2,4	- 9,9	- 1,1	0,9
	1975	8,8	-12,4	- 3,6	4,4	-10,3	- 1,9	4,2
	1976			- 3,2	4,3	- 9,1	- 1,2	2,8
Deutschland (BR) ⁵	1963-65	12,5	-16,8	- 4,3	0,9	- 1,2	- 3,2	- 0,8
	1973	11,4	-15,4	- 4,0	1,5	- 0,9	- 2,7	- 1,9
	1974	10,6	-13,1	- 2,5	0,4	- 1,5	- 2,3	0,9
	1975	11,1	-12,1	- 1,0	1,6	0,9	- 3,2	- 0,3
	1976	12,3	-13,7	- 1,4	1,5	- 1,0	- 3,1	1,2
Frankreich	1973	7,4	-12,3	- 4,9	1,4	- 3,5	- 4,4	1,6
	1974	6,0	-12,7	- 6,7	1,8	- 6,1	- 4,8	2,4
	1975	5,6	- 9,0	- 3,4	2,2	- 0,6	- 5,7	0,7
	1976	6,1	-11,4	- 5,3	0,7	- 1,9	- 6,3	2,2
Großbritannien	1963-65	8,8	- 8,6	0,2	0,5	- 1,8	- 1,8	3,3
	1973	11,5	-11,5	0,0	3,6	- 6,2	- 1,5	4,1
	1974	10,7	-14,6	- 3,9	0,1	- 5,4	- 0,1	1,5
	1975	8,8	- 9,1	- 0,3	2,4	- 0,6	- 1,5	- 0,6
	1976	10,0	-10,5	- 0,5	1,5	- 2,1	- 1,3	1,4

¹ Hauptsächlich Einlagen und kurzfristige Papiere. In den USA einschließlich aller Staatspapiere. ² Alle Bankkredite mit Ausnahme der Hypothekendarlehen in den USA, langfristiger Bankkredite in Deutschland und mittel- und langfristiger Kredite in Frankreich. Einschließlich einiger Kredite von Nichtbanken-Finanzinstituten und in den USA und Deutschland einschließlich der Ausgabe kurzfristiger Marktpapiere. ³ Hauptsächlich Begebung von Schuldverschreibungen und Dividendenwerten, in manchen Fällen auch Hypothekarkredite und langfristige Kredite. ⁴ Hauptsächlich nichtmarktfähige Forderungen, insbesondere Handelskredite und Beteiligungstransaktionen mit Gebietsremden. Einschließlich statistischer Differenzen. ⁵ Unternehmenssektor ohne Wohnungswirtschaft.

Die Konsolidierung der Bilanzrelationen dürfte zwar die ausgeprägte Aufweichung der frühen siebziger Jahre kompensiert, nicht aber die volle Stärke früherer Jahre wiederhergestellt haben. So erhöhte sich etwa bei den Unternehmen in den USA das Verhältnis von Einlagen und Beständen an Staatspapieren zu den gesamten kurzfristigen Verbindlichkeiten von dem Tiefstwert von weniger als 0,16 gegen Ende 1974 auf fast 0,20 Mitte 1976, womit die in den Jahren 1969–71 herrschenden Liquiditätsverhältnisse fast wieder erreicht waren. Zu Beginn der sechziger Jahre hatte die Relation allerdings über 0,35 betragen. Bei den Handelsfirmen und Industrieunternehmen in Großbritannien erhöhte sich das Verhältnis der liquiden Aktiva zu den Bankverbindlichkeiten im Verlauf der Jahre 1975 und 1976 schrittweise, war aber zum Jahresende 1976 hin immer noch sehr viel niedriger als jemals vor 1973. Natürlich kann die anhaltende Inflation die Firmen dazu bewogen haben, die Haltung liquider Mittel einzuschränken. In Deutschland dürfte das Geldvermögen der Unternehmen beträchtlich zugenommen haben, wobei die Ausweitung im vergangenen Jahr zum Teil in Form des Erwerbs von Wertpapieren erfolgte; die Relationen von Verschuldung zu Eigenkapital sind jetzt allerdings viel höher als in den sechziger Jahren. In Japan war die Kräftigung der Unternehmensfinanzen nunmehr im dritten Jahr mit einer mäßigen kurzfristigen Verschuldung verbunden.

Nachdem der Konsolidierungsprozeß zumindest in den USA und Deutschland recht weit fortgeschritten ist, hat sich im Jahresverlauf die kurzfristige Verschuldung etwas belebt; der Gegenwert wurde zusammen mit Selbstfinanzierungsmitteln dazu verwendet, eine bescheidene Zunahme der Unternehmensinvestitionen zu finanzieren. Da die Erinnerung an die finanziellen Nöte der vergangenen Jahre immer noch lebendig ist, dürfte die Scheu vor einer erneuten Verschlechterung der Bilanzrelationen mit ein Grund sein, warum die Investitionsausgaben der Unternehmen in der Tat ziemlich schwach geblieben sind.

Die Unternehmen griffen auch im letzten Jahr mit recht hohen Beträgen auf den Kapitalmarkt zurück. In den USA erreichte die Auflegung öffentlich begebener Rentenwerte durch inländische Unternehmen mit \$26 Mrd. rund 85% des Rekordbetrags von 1975, während die private Plazierung von Schuldverschreibungen — zum besonderen Vorteil der nicht zu den erstklassigen Kreditnehmern zählenden Industrieunternehmen — um 50% auf über \$15 Mrd. stieg. Der Gesamtbetrag der Aktienemissionen war mit \$11 Mrd. etwa ebenso groß wie 1975, obwohl sich das Tempo der Begebungen in der zweiten Jahreshälfte verlangsamt hat. Auch in Deutschland, Frankreich und Großbritannien verminderten sich die Aktienemissionen im vergangenen Jahr gegenüber dem hohen Betrag 1975 nur geringfügig. Die Nettobegebung von Schuldverschreibungen durch den Unternehmenssektor bewegte sich in Frankreich auf hohem Niveau, war aber in Deutschland und Großbritannien ebenso wie 1975 gering oder sogar negativ. In Japan verminderte sich die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch Unternehmen (ohne Elektrizitätswirtschaft) auf etwa ein Viertel des Betrags von 1975, während sich das Volumen der Aktienemissionen ungefähr halbierte.

Erst in einem ungewöhnlich späten Stadium des Erholungsprozesses belebte sich im vergangenen Jahr in einigen Ländern die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten. In den Vereinigten Staaten erhöhten sich die Bankkredite an Unternehmen im Herbst, nachdem sie zwei Jahre lang abgenommen hatten. In Deutschland

nahmen die Unternehmen verstärkt vor allem langfristige Bankkredite auf, wobei die dort verhältnismäßig deutliche Belebung der Investitionen eine Rolle gespielt haben könnte. Eine Zunahme der Bankausleihungen an Unternehmen konnte auch in Frankreich, Italien, Belgien, den Niederlanden und Großbritannien festgestellt werden. Meistens ließ allerdings dieser Anstieg nicht so sehr auf eine fundierte Erholung der Anlageinvestitionen schließen, sondern ergab sich eher aus der Lagerauffüllung, der weiter anhaltenden Inflation und als Folge zeitlich begrenzter Faktoren. In Japan scheint die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten bisher recht schwach geblieben zu sein.

Kreditaufnahme und Kreditgewährung der privaten Haushalte. Die Nettogeldvermögensbildung (d.h. die nettogestellten finanziellen Transaktionen) der privaten Haushalte verminderte sich im vergangenen Jahr in den USA, Deutschland und Frankreich bedingt durch einen langsamen Zuwachs der verfügbaren Einkommen und eine Belebung der Verbrauchsausgaben. Sie erhöhte sich aber erneut in Japan und Großbritannien. Diese divergierende Entwicklung war vor allem mit der unterschiedlich

Private Haushalte: Veränderung der finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten

	Jahr oder jährlicher Durchschnitt	Nettogeldvermögensbildung	finanziellen Verbindlichkeiten (Zunahme -)	Entsprechende Veränderung der finanziellen Forderungen			
				insgesamt	Bargeld und Einlagen ¹	Geldmarktpapiere und Wertpapiere ²	sonstige Forderungen
USA ³	1963-65	2,6	- 5,7	8,3	5,0	0,5	2,8
	1973	3,8	- 7,2	11,0	6,2	1,6	3,2
	1974	5,5	- 4,2	9,7	4,5	2,1	3,1
	1975	6,9	- 4,1	11,0	6,0	1,4	3,6
	1976	4,9	- 6,0	10,9	6,6	0,3	4,0
Japan	1963-65	8,2	- 4,7	12,9	9,8	1,7	1,4
	1973	8,9	- 10,1	19,0	15,0	1,5	2,5
	1974	10,5	- 4,8	15,3	12,0	1,3	2,0
	1975	10,8	- 7,2	18,0	13,3	2,2	2,5
	1976	11,5	- 6,4	17,9	12,9	2,5	2,5
Deutschland (BR) ⁴	1963-65	2,7	- 4,2	6,9	4,6	1,2	1,1
	1973	3,1	- 5,0	8,1	5,2	1,5	1,4
	1974	5,4	- 2,6	8,0	5,5	1,1	1,4
	1975	6,8	- 2,7	9,5	7,0	1,0	1,5
	1976	5,2	- 3,3	8,5	5,2	1,9	1,4
Frankreich	1973	3,6	- 6,4	10,0	7,3	1,4	1,3
	1974	4,6	- 5,0	9,6	7,5	0,1	2,0
	1975	6,7	- 3,1	9,8	8,9	0,1	0,8
	1976	5,4	- 4,9	10,3	9,0	0,5	0,8
Großbritannien	1963-65	3,4	- 2,6	6,0	4,0	- 1,5	3,5
	1973	5,2	- 5,8	11,0	8,6	- 1,6	4,0
	1974	7,8	- 2,9	10,7	8,7	0,0	4,0
	1975	5,3	- 3,3	8,6	4,7	- 0,4	4,3
	1976	6,1	- 4,2	10,3	4,8	0,9	4,6

¹ Einschließlich Mittel bei Bausparkassen; in Japan auch Treuhandforderungen, in Großbritannien auch „liquid national savings“.
² Einschließlich Anteilen an Investmentfonds.
³ Private Haushalte, landwirtschaftliche und nichtlandwirtschaftliche Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit.
⁴ Private Haushalte und Wohnungswirtschaft. Ohne Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit.

kräftigen Erholung der Verschuldung verknüpft. Die Geldvermögensbildung blieb in allen Ländern hoch oder nahm sogar noch zu.

Ein Aufleben der kurzfristigen Verbraucherkredite im Zusammenhang mit Ausgaben für längerlebige Konsumgüter war selbstverständlich ein normaler konjunktureller Vorgang. Auffallend war im übrigen der kräftige Anstieg der Hypothekarkredite, der sich im vergangenen Jahr in den USA, Deutschland, Großbritannien und Japan zeigte. Ein großer Teil dieser Kreditaufnahme hing im gegenwärtigen Konjunkturzyklus jedoch mit der Übertragung schon fertiggestellter Bauten oder sogar mit baufremden Ausgaben zusammen. Im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt war die gesamte Verschuldung der privaten Haushalte im letzten Jahr im Vergleich zum Aufschwung der Jahre 1972/73 recht bescheiden; immerhin entfiel auf sie ein großer Teil des Zuwachses der gesamten Bankausleihungen. So machten in den USA Kredite für Verbrauchs- und Immobilienzwecke drei Viertel des gesamten Zuwachses der Bankkredite aus. Darüber hinaus weiteten auch die nicht zu den Banken zählenden Finanzinstitute die Vergabe von Hypothekendarlehen beträchtlich aus. In der Tat kompensierte die Neuverschuldung der privaten Haushalte praktisch die Wirkung, die von der Abnahme der öffentlichen Kreditaufnahme im vergangenen Jahr auf die gesamten Kreditmarktströme ausgegangen war.

Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte war im längerfristigen Vergleich immer noch sehr stark, auch wenn sie in drei der in der vorstehenden Tabelle enthaltenen Länder im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt geringfügig abnahm. Tatsächlich war in allen Ländern der Anteil der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte am Bruttosozialprodukt während der gesamten siebziger Jahre weitaus höher als in den frühen sechziger Jahren. Im Aufschwung der Jahre 1972/73 bewegte sich jedoch auch die Verschuldung der Haushalte auf hohem Niveau, so daß sich der Nettofinanzierungsüberschuß des Sektors erst dann ausweitete, als die Rezession einsetzte.

In Deutschland, Großbritannien und in geringerem Ausmaß auch in Frankreich und Japan kam es im vergangenen Jahr zu einer gewissen Verschiebung zugunsten des Wertpapiererwerbs, besonders des Kaufs von Staatspapieren. Dagegen hielt in den USA der frühere Trend zur Abkehr von Geldmarkt- und Wertpapieren an. Die Forderungen gegenüber Versicherungen, die traditionell in den USA und Großbritannien einen großen Teil der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte ausmachen, haben in den letzten beiden Jahren in vielen Ländern an Bedeutung gewonnen, wobei Bemühungen eine Rolle gespielt haben dürften, die inflationsbedingte Aushöhlung des Realwertes der Forderungen wieder wettzumachen.

Die Einlagen stellten jedoch wieder einen großen Anteil der privaten Geldvermögensbildung. Der Erwerb liquider Forderungen durch die Haushalte, der so kräftig zugenommen hatte, als hohe Preissteigerungen den Realwert der bestehenden finanziellen Anlagen drastisch reduzierten, verlangsamte sich im vergangenen Jahr etwas in den meisten Ländern, in denen die Teuerungsraten abnahmen. Bemerkenswerterweise wuchs jedoch in Großbritannien der Erwerb liquider Forderungen durch die privaten Haushalte im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt in den vergangenen beiden Inflationsjahren sehr viel langsamer als während der Phase monetärer Explosion in den Jahren 1973/74.

Die Finanzierung des Kreditbedarfs der öffentlichen Haushalte. Infolge des Abbaus der Haushaltsdefizite schrumpfte im vergangenen Jahr der die Verschuldung für Darlehensgewährungen einschließende Finanzierungsbedarf sowohl der Zentralhaushalte wie der öffentlichen Haushalte insgesamt. Von den bedeutenderen Ländern verzeichneten nur Japan, Belgien und die Niederlande einen weiteren Zuwachs. Der Anteil des Finanzierungsbedarfs am Bruttosozialprodukt war jedoch überall wesentlich größer als vor der Rezession. Die folgende Tabelle enthält eine grobe Gliederung der Finanzierung der Zentralhaushalte, mit Ausnahme von Deutschland, wo sie sich auf alle öffentlichen Haushalte (ohne Sozialversicherungen) bezieht.

Staatsfinanzierung¹

	Jahr	Belgien	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Japan	Niederlande	USA
		in Prozent des Bruttosozialprodukts							
Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte ²	1973	3,8	1,0 ³	-0,5	4,0 ⁴	11,2	.	1,4	1,0
	1974	3,8	2,7 ³	0,1	5,8 ⁴	9,7	.	2,7	1,7
	1975	5,9	6,3 ³	3,6	7,5 ⁴	14,7	.	5,2	6,1
	1976	6,6	4,3 ³	1,7	5,0 ⁴	11,8	.	5,1	4,3
Finanzierungsbedarf der Zentralregierung	1973	4,0	0,3	-0,6	3,2 ⁵	9,1	0,8	-0,3	1,0
	1974	3,7	1,0	-0,3	4,2 ⁵	8,6	2,0	0,6	1,3
	1975	5,8	3,3	3,0	8,1 ⁵	12,4	3,7	3,1	5,7
	1976	5,9	2,7	1,1	5,6 ⁵	9,5	4,8	3,7	4,0
finanziert durch: Zentralbank	1973	-0,03	-0,15 ⁶	-0,47		6,08	1,11	-1,06	0,65
	1974	0,16	-0,17 ⁶	0,17		6,44	2,27	-0,96	0,14
	1975	-0,03	0,68 ⁶	1,38		4,75 ⁶	1,47	0,05	0,25
	1976	0,76	-0,31 ⁶	0,74	1,66	5,84 ⁶	0,66	0,47	0,47
					0,11				
Geschäftsbanken	1973	2,30	0,81 ³	-0,54	1,98	1,05	-0,22	-0,47	-0,56
	1974	1,26	2,16 ³	-0,03	-0,15	1,55	-0,26	0,16	0,16
	1975	1,35	4,32 ³	0,81		4,18	1,38	0,98	2,00
	1976	1,72	3,41 ³	-0,33		0,46	2,40	0,86	0,96
Andere inländische Quellen	1973	1,89	0,24 ³		2,25	1,83		1,24	0,88
	1974	2,31	0,66 ³		2,29	0,58		1,38	0,83
	1975	4,52	1,04 ³		5,58	3,46		2,20	2,94
	1976	3,43	0,65 ³	0,36	4,60	3,19	-0,11	2,53	2,15
				-0,48			0,00		
Ausländische Quellen	1973	-0,20	0,06 ³	0,69	-0,75 ⁷	0,13	1,72	-	0,02 ⁷
	1974	-0,08	0,08 ³		1,79 ⁷	0,01		-	0,16 ⁷
	1975	-0,07	0,28 ³		0,48 ⁷	-		-	0,51 ⁷
	1976	-	0,56 ³		1,11 ⁷	0,01		-0,13	0,46 ⁷

¹ Nettoveränderung der Verschuldung und der Kassenmittel, einschließlich Verschuldung für Darlehensgewährungen. Zum Teil Schätzungen der BIZ. ² Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen auf der Basis von Kassenzahlen. ³ Alle öffentlichen Haushalte (ohne Sozialversicherungen). ⁴ Ohne Darlehen an öffentliche Unternehmen. ⁵ Einschließlich Darlehen der Zentralregierung an die öffentlichen Unternehmen (1976 in Höhe von rund 1,3% des BSP). ⁶ Nur für die Geldbasis relevante kurzfristige Verschuldung. ⁷ Einschließlich Abflüssen (+) und Zuflüssen (-) bei den amtlichen Währungsreserven.

Die Finanzierung durch inländische Nichtbanken nahm im vergangenen Jahr in den Niederlanden zu, während sie in Frankreich und Großbritannien einen sehr viel größeren Anteil des — verringerten — Finanzbedarfs ausmachte. In Frankreich wurde eine langfristige Staatsanleihe begeben, daneben erfreute sich eine neue Form öffentlich aufgelegter Schatzwechsel, bei denen die Zinssätze mit der Laufzeit fortlaufend zunehmen, beträchtlichen Zuspruchs. In Großbritannien waren die Verkäufe

von Staatsanleihen an die Nichtbanken besonders gegen Ende des Jahres außerordentlich umfangreich. Auch in Japan erhöhte sich die Abgabe von Staatspapieren an die inländischen Nichtbanken; außerdem erreichte sie in den USA, Deutschland und Belgien wieder ein recht beträchtliches Niveau. In einigen Ländern stellten weiterhin die Verkäufe kurzfristiger Wertpapiere einen großen Anteil des Gesamtbetrags; besonders in den USA wurden jedoch große Anstrengungen gemacht, die Laufzeit der öffentlichen Schulden zu verlängern.

Der Rückgriff der Zentralhaushalte auf monetäre Finanzierung verminderte sich im vergangenen Jahr absolut gesehen in Frankreich, Deutschland und den USA, er erhöhte sich jedoch in Belgien und den Niederlanden; in allen Ländern blieb er eine wichtige Quelle der Staatsfinanzierung — mit Ausnahme Großbritanniens, wo ein bemerkenswerter Umschwung stattgefunden hat. Die Kredite des Bankensystems deckten gut ein Drittel des gesamten Bedarfs in Belgien, Frankreich, den Niederlanden und den USA und über zwei Drittel in Deutschland und Japan. In Italien wurden fast zwei Drittel des Finanzbedarfs des Zentralhaushalts von der Zentralbank befriedigt.

Ausländische Quellen trugen in gewissem Umfang in den USA und sogar noch stärker in Großbritannien zur Finanzierung des Gesamtbedarfs bei. Der ungewöhnlich hohe Betrag für Deutschland beruht sowohl auf Schuldscheindarlehen, die die öffentlichen Haushalte bei ausländischen Banken aufgenommen hatten, als auch auf dem Verkauf von Wertpapieren der öffentlichen Hand von deutschen Banken an Gebietsfremde.

In einigen Ländern, besonders in den USA, Deutschland und Japan, hat der große öffentliche Finanzierungsbedarf bislang wohl nicht zu einem übertriebenen Druck auf die Zinssätze oder einer übermäßigen Geldausweitung geführt. Der Rückgriff der Regierungen auf das Bankensystem war zwar groß, hat aber sicherlich nur die Flaute bei der privaten Kreditnachfrage aufgewogen und damit dazu beigetragen, die monetäre Expansion auf einem einigermaßen stetigen Kurs zu halten. Zudem hat sich der beträchtliche Zugriff auf die Kapitalmärkte, mit zeitweiligen Ausnahmen, nicht als unvereinbar mit einem gleichbleibenden oder abwärtsgerichteten Trend der Zinssätze erwiesen. Tatsächlich hat die Erwartung sinkender Zinssätze, indem sie zu einem wachsenden Absatz von Staatspapieren führte, die monetäre Kontrolle erleichtert. Es ist die Ansicht geäußert worden, daß die forcierte Aufnahme langfristiger Kredite durch die öffentliche Hand die Zinssätze daran gehindert hat, stärker zu sinken, als es sonst der Fall gewesen wäre, womit die privaten Investoren entmutigt wurden (vgl. Kapitel II); dem stehen jedoch die günstigen Auswirkungen der Defizite auf die Belebung der Nachfrage und bei der Verbesserung der allgemeinen Liquiditätsverhältnisse des privaten Sektors gegenüber.

In einigen anderen Ländern dürfte die beträchtliche monetäre Finanzierung der öffentlichen Haushalte wiederum Probleme für die Geldmengenkontrolle aufgeworfen und sowohl zu einem Inflationsdruck als auch zu außenwirtschaftlicher Schwäche beigetragen haben. Die Tatsache, daß die Zinssätze gerade in den anfälligeren Ländern gestiegen sind, dürfte den entscheidenden Einfluß der eng miteinander verbundenen Erwartungen hinsichtlich der Inflations- und der Wechselkursentwicklung auf die Zinsen unterstreichen. In der Tat hat die Unsicherheit bei den Zinserwartungen

gelegentlich dazu beigetragen, die nichtmonetäre Finanzierung der Haushaltsdefizite zu erschweren. In einigen Ländern mit starker Inflation wurde in jüngster Zeit die begrenzte Einführung neuer Formen der öffentlichen Verschuldung, die eine gewisse Variabilität der Zinssätze vorsehen, als ein Mittel in Betracht gezogen, um die Ungewißheiten beim Eingehen langfristiger Verbindlichkeiten, denen sich sowohl Kreditnehmer wie Kreditgeber gegenübersehen, zu verringern. In Großbritannien wurde die Begebung einer solchen Anleihe gegen Ende Mai angekündigt.

Die monetäre Entwicklung und geldpolitische Maßnahmen

Die anhaltende Inflation und die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben den geldpolitischen Spielraum, der sich den einzelnen Ländern bietet, erheblich eingeengt. Einerseits wird in zunehmendem Maße erkannt, daß der Versuch einer starken geldpolitischen Ankurbelung mittelfristig leicht zu hohen Preissteigerungsraten führen kann und angesichts der äußerst starken Reagibilität auf die Inflation kurzfristig wohl nur wenig produktionswirksam ist. Andererseits dürfte in fast allen Ländern die schwache außenwirtschaftliche Stellung in zunehmendem Maße eine restriktive Geldpolitik erforderlich gemacht haben. Jedenfalls war die Ausrichtung der Geldpolitik im letzten Jahr in den sogenannten „starken“ Ländern allenfalls leicht expansiv und in den meisten anderen weitgehend restriktiv.

Die Geldpolitik. In den USA, Deutschland, Japan und der Schweiz wurde die eindeutig mittelfristig orientierte Geldpolitik gegenüber dem Vorjahr wenig verändert fortgesetzt. Mit Ausnahme Japans war das Hauptziel eine Stabilisierung des Geldmengenwachstums. In den USA setzte die Federal Reserve weiterhin regelmäßig mittelfristige Zielgrößen für das monetäre Wachstum fest. Dem lag die grundsätzliche Absicht zugrunde, die Richtwerte mit nachlassender Inflation herabzusetzen, doch kam es im letzten Jahr nur zu geringfügigen Änderungen. In Deutschland betrug 1975 die Zielgröße für die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge 8%; dieselbe Größe wurde für 1976 und 1977, jedoch als jahresdurchschnittliche Zuwachsrates, beibehalten. In der Schweiz wurde für 1977 als Norm ein durchschnittliches Wachstum von M1 in Höhe von 5% nach 6% für 1976 festgelegt. In Japan behielten die Behörden die Richtlinienplafonds für die Ausweitung der Bankkredite vorsichtshalber bei, obwohl die Nachfrage nach Bankkrediten schwach war. Bei der Festlegung dieser Plafonds und bei der Einflußnahme auf die Finanzierung des öffentlichen Kreditbedarfs orientierten sich die Behörden an — allerdings nicht veröffentlichten — Vorausschätzungen der Geldmengenexpansion.

Die geldpolitischen Maßnahmen, die weitgehend auf eine Konsolidierung der bisherigen Erfolge bei der Inflationseindämmung abzielten, ließen nur wenig Spielraum für eine kurzfristige Anregung der Nachfrage. Doch setzten die Währungsbehörden die monetären Ziele nicht entsprechend dem Rückgang der Inflation herab und handhabten sie recht flexibel, um Platz für eine Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit zu schaffen.

Diese gemäßigt expansive Einstellung, die zweifellos von der Sorge über den Wachstumsstillstand im zweiten Halbjahr 1976 beeinflusst war, kam im Berichtsjahr in dem wechselnden Einsatz der geldpolitischen Instrumente zum Ausdruck. Nach

einer Zeit raschen monetären Wachstums führten die US-Behörden im Sommer restriktive Offenmarktoperationen durch. Danach lockerten sie wieder die Geldpolitik und versorgten die Banken mit ausreichender Liquidität, so daß diese die noch immer begrenzte Nachfrage nach Bankkrediten befriedigen konnten. Auch mit Hilfe der herkömmlichen Instrumente wurde ein leichterer Kurs signalisiert, als im August und Dezember das Reserve-Soll der Banken gesenkt und im November der Diskontsatz von $5\frac{1}{2}$ auf $5\frac{1}{4}$ % herabgesetzt wurde. In Deutschland sah das Bild im Jahresverlauf etwas anders aus. Im Frühjahr erhöhten die Behörden die Mindestreserven und führten im Herbst 1976 Offenmarktgeschäfte durch, um die freien Liquiditätsreserven der Banken zu beschneiden, womit sie den expansiven Einflüssen der offiziellen Devisenmarktinterventionen im Rahmen des europäischen Währungsverbunds und den Schwankungen der öffentlichen Guthaben bei der Bundesbank entgegenwirkten. Im März und Juni 1977 wurden die Rediskontkontingente der Banken in zwei Stufen angehoben, was als technische Maßnahme zur Sicherstellung einer angemessenen monetären Expansion beitragen sollte. In Japan wurden im Jahresverlauf die Richtlinienplafonds ausgeweitet und der Diskontsatz im März und April 1977 in zwei Schritten von $6\frac{1}{2}$ auf 5 % ermäßigt.

In den anderen Ländern, von denen die meisten höhere Inflationsraten aufwiesen, setzte sich im letzten Jahr die Erkenntnis durch, daß die bestehende oder zu erwartende außenwirtschaftliche Schwäche den Spielraum für die Geldpolitik erheblich einengte. Angesichts hartnäckiger Leistungsbilanzdefizite, die wahrscheinlich andauern oder sogar noch zunehmen werden, und einer zuweilen starken Auslandsverschuldung hatte das Interesse an einer Finanzierung der Defizite durch eine von öffentlichen Stellen geförderte Kreditaufnahme im Ausland nachgelassen. Die Währungsbehörden hatten auch in zunehmendem Maße die Gefahr erkannt, daß eine Verringerung des Währungsaußenwerts der Teuerung im Inland starken Auftrieb geben könnte.

Die tiefwurzelnden Probleme Italiens und Großbritanniens sind durch neue Schwierigkeiten bei der Kontrolle der Geldmenge verschärft worden. In Italien, wo die öffentlichen Finanzen und günstige Exportkreditfazilitäten zu einer explosionsartigen Ausweitung der monetären Basis geführt hatten, gab der Lirakurs Anfang 1976 scharf nach und setzte damit eine heftige Lohn-Preis-Spirale in Bewegung. Die im letzten Jahr beschlossenen Notmaßnahmen — darunter das 50prozentige Importdepot, die Heraufsetzung der Reserveverbindlichkeiten der Banken und eine schrittweise Anhebung des Diskontsatzes von 6% am Jahresanfang auf 15% im Oktober — trugen mit zu einer Verlangsamung der Expansion des freien Elements der Geldbasis bei. Das staatliche Defizit blieb jedoch riesig, während sich die private Nachfrage nach Bankkrediten stark ausweitete. Da die Behörden schon lange bemüht gewesen waren, ein Ansteigen der Zinssätze in Grenzen zu halten, mußten sie quantitative Kreditplafonds festsetzen, die verhindern sollten, daß der Zuwachs der gesamten Inlandsausleihungen die Jahresgrenze von Lit 29 500 Mrd. erheblich übersteigt. Die zeitliche Geltungsdauer der Plafonds wurde bis auf Ende März 1978 ausgedehnt.

In Großbritannien waren die Zinssätze Anfang 1976 gesenkt worden. Als das englische Pfund im Frühjahr unter Druck kam, beschleunigte sich die Ausweitung der Inlandskredite, und die Expansion der Geldmenge erreichte im dritten Quartal sehr hohe Werte, obwohl sie eine Zeitlang durch Kapitalabflüsse gebremst wurde.

Im April/Mai hatte die Bank von England ihren Mindestausleihesatz um $2\frac{1}{2}$ Prozentpunkte erhöht, doch zögerten die Behörden, auf einen weiteren Anstieg der Zinssätze hinzuwirken, obwohl das Pfund immer wieder unter Druck kam. Schließlich wurde doch im September–November die Einforderung von Sondereinlagen beschlossen, zusätzliche Reserveverbindlichkeiten der Banken auf verzinsbare Einlagen („das Korsett“) wieder eingeführt und der Leitzins auf 15% erhöht.

Nach der Bekanntgabe internationaler Vereinbarungen zur Stützung des Pfundes kam es zu einem ausgeprägten Stimmungsumschwung gegenüber dem Pfund und auf den Märkten für Staatsanleihen. Im Zusammenhang mit Kapitalzuflüssen und einem sinkenden Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors schrumpften Anfang 1977 sogar die Inlandskreditvergabe und die Geldmenge. Diese Entwicklung kompensierte die Beschleunigung im Sommer 1976, so daß bis Mitte April 1977 die Jahreszuwachsrate der Sterlinggeldmenge (M_3) auf nur noch 7,5% sank. Die Behörden suchten zeitweilig, die Abwärtsbewegung der Zinssätze zu bremsen. Bis Mitte Mai 1977 wurde dann doch der Leitzins auf 8% ermäßigt, was zu Diskussionen darüber führte, ob angesichts der nach wie vor hohen Inflationsrate die Zinssätze nicht vielleicht zu schnell und zu stark gesunken sind.

In Frankreich, wo die grundlegenden wirtschaftlichen Probleme weniger gravierend waren, förderten die Behörden hohe Geldmarktzinsen, um den Kursrückgang des Frankens in Grenzen zu halten, und gaben dieser Politik durch eine Erhöhung des Diskontsatzes von 8 auf $10\frac{1}{2}$ % zwischen Juli und September sichtbaren Ausdruck. Im Herbst ergriffen sie außerdem Maßnahmen zur Dämpfung der inflationären Kräfte im Inland: die Richtwerte für die Expansion der Bankkredite wurden verschärft, das Reserve-Soll für die Zunahme der Bankausleihungen wieder eingeführt und für das Wachstum der Geldmenge im Jahresverlauf 1977 eine Obergrenze von $12\frac{1}{2}$ % bekanntgegeben.

Es waren jedoch die Länder, deren Währungen im europäischen Währungsverbund an die Deutsche Mark gekoppelt sind, die dem Widerstand gegen den Druck auf ihre Währungen an den Devisenmärkten die höchste Priorität einräumten, indem sie einen Anstieg der inländischen Zinsen in dem Maße zuließen oder förderten, wie es für diesen Zweck notwendig war. In Belgien etwa nahmen es die Behörden während der Währungsunruhen innerhalb des Verbundes von März bis April und von Juli bis Oktober hin, daß ihre Devisenverkäufe zu einer Anspannung am Geldmarkt führten; sie verstärkten diese Wirkung sogar noch, indem sie die Verfügbarkeit des Zentralbankkredits einschränkten und dessen Kosten erhöhten. In der Folge stieg der Satz für Tagesgeld, der im Januar bei 4% gelegen hatte, bis Anfang Oktober auf 18,5% an, ging dann aber wieder auf durchschnittlich 7,4% im Dezember zurück. Auch in den Niederlanden diente eine straffere Geldpolitik der Abwehr von Spekulationen gegen den Gulden, die zwischen Juli und Oktober entstanden waren. Angesichts einer grundsätzlich starken Leistungsbilanz wurde die Politik zur Förderung von Kapitalabflüssen mittels relativ niedriger Inlandszinsen bald wieder aufgenommen; im Frühjahr 1977 wurde dann eine Plafondierung der Bankenausleihungen eingeführt, nachdem es zu einer stark beschleunigten Ausweitung der Geldmenge gekommen war. Zu den in Dänemark und Schweden ergriffenen Abwehrmaßnahmen gehörte die Plafondierung der Bankkredite, mit der die Kreditnachfrage teilweise auf die Auslandsmärkte geleitet werden sollte.

Die Entwicklung der monetären Größen. Die Wachstumsraten der Geldmenge schwankten auch weiterhin allgemein in sehr unterschiedlichem Umfang. In vielen Ländern stiegen die jährlichen Zuwachsraten bei der weit definierten Geldmenge Ende 1975 und im ersten Halbjahr 1976 bis zu einem Stande an, der in den Benelux-Ländern, Frankreich und Italien nahe bei den in den frühen siebziger Jahren erreichten Höchstwerten lag. In den meisten Ländern — bedeutendste Ausnahmen waren Italien, die Niederlande und die USA — kam es Ende 1976 und Anfang 1977 zu einer beträchtlichen Verlangsamung, die auf die Pause in der Erholung und vielfach auf restriktive Maßnahmen sowie auf die Beruhigung der Devisenmärkte zurückzuführen war. In den USA, Deutschland und Japan blieben die monetären Wachstumsraten im Vergleich zu früheren Jahren recht maßvoll, in den meisten anderen Ländern kamen darin jedoch weiterhin die hohen allgemeinen Inflationsraten zum Ausdruck.

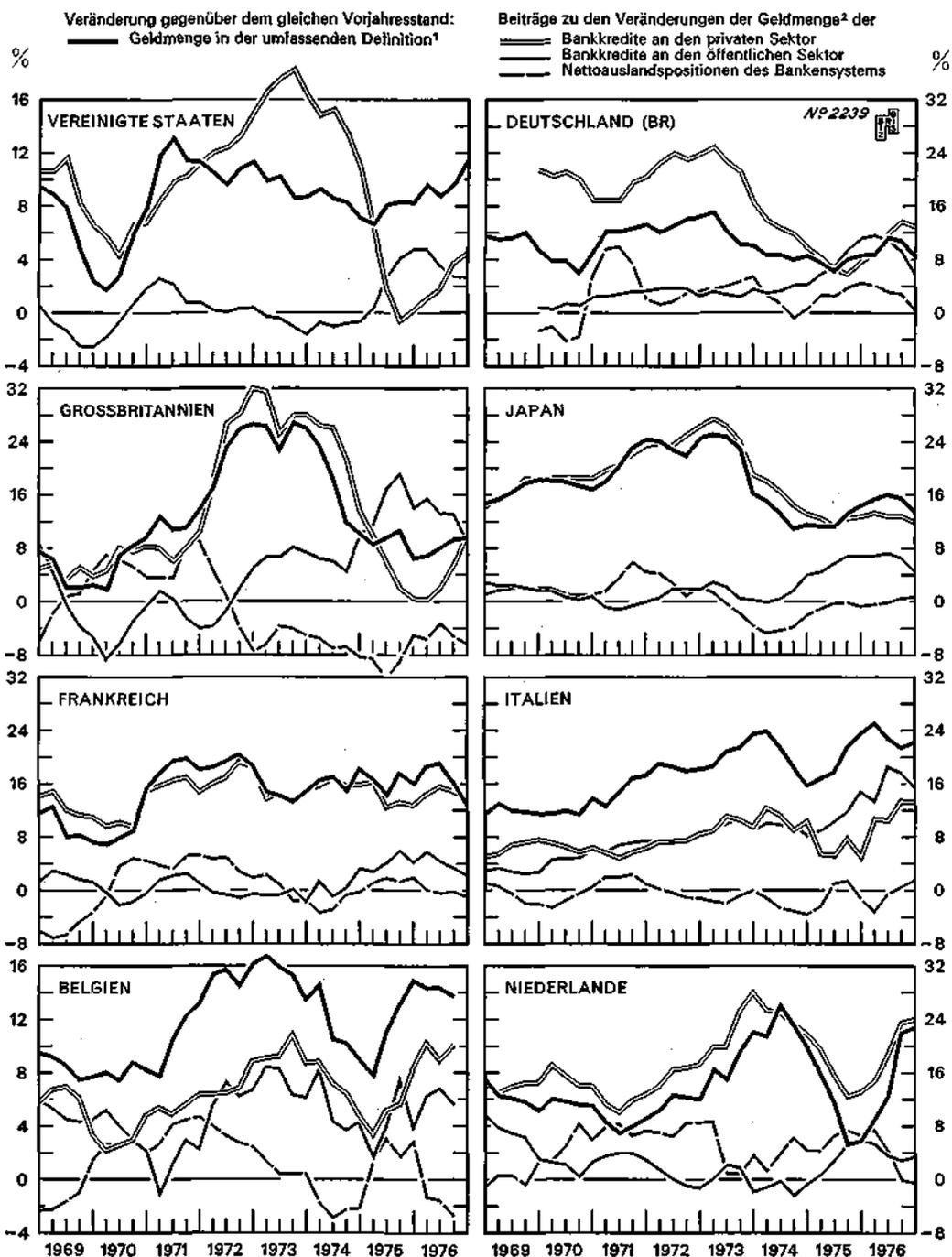
Die von der öffentlichen Hand aufgenommenen Kredite sind nach wie vor ein Hauptfaktor der monetären Expansion. Im vergangenen Jahr verringerte sich ihr Beitrag zum Wachstum der Geldmenge in Frankreich, Deutschland, den USA und Großbritannien, was, mit graduellen Unterschieden, auf einen Abbau der öffentlichen Defizite und einen verstärkten Rückgriff auf nichtmonetäre Finanzierungsmöglichkeiten zurückzuführen war; in Belgien und Italien stieg dieser Beitrag weiterhin an. In Frankreich und den Niederlanden machten Bankkredite an die öffentlichen Haushalte zusammen mit deren Mittelaufnahmen im Ausland im vergangenen Jahr weniger als ein Fünftel der inländischen Kreditaufnahme aus, doch in den anderen Ländern betrug dieser Anteil rund ein Drittel bis mehr als die Hälfte.

Bankkredite an den privaten Sektor erholten oder beschleunigten sich im letzten Jahr ganz erheblich, unbeschadet des verhaltenen Tempos der Konjunkturbelebung. In manchen Fällen beruhte die Expansion, wie schon dargelegt, auf Hypothekar- und Verbraucherkrediten ebenso wie auf Bankkrediten an Firmen für Zwecke des Lageraufbaus und der finanziellen Umstrukturierung. Es ist aber bemerkenswert, daß in einigen der Länder, die im Verlauf des Jahres mit der Zahlungsbilanz Schwierigkeiten hatten, ein ausgeprägter Zuwachs zu verzeichnen war. Abgesehen von dem Einfluß verhältnismäßig hoher Inflationsraten, dürfte die Expansion des Bankkredits im Zusammenhang mit Geldabflüssen (oder Verschiebungen in den Konditionen bei Außenhandelszahlungen) sowie außergewöhnlichen Steigerungen bei den relativen Erträgen von inländischen Geldmarktwerten gestanden haben. In solchen Fällen war die kräftige Zunahme des einheimischen Kredits unmittelbar mit der Schwäche nach außen hin verknüpft. Sie manifestierte sich in diesen Ländern überdies auch in dem negativen Einfluß des Auslandes auf die Geldschöpfung sowie in dem Druck auf die Wechselkurse.

Die im vergangenen Jahr erkennbare Entwicklung, bei der die Bankkredite an die öffentliche Hand als Quelle der Geldschöpfung teilweise durch die sich erholenden Kredite an den privaten Sektor ersetzt wurden, läßt sich über einen längeren Zeitraum der nebenstehenden Graphik entnehmen. Die Kurven zeigen jährliche prozentuale Veränderungsraten der breit definierten Geldmengen sowie die Beiträge der verschiedenen Gegenposten zu diesen Veränderungen.

In den USA ist schon seit langem erkennbar, daß sich die Vergabe von Krediten an den öffentlichen und den privaten Sektor in entgegengesetzter Richtung entwickelt, wobei der erstere Sektor den letzteren in einer im großen und ganzen antizyklischen

Veränderung der Geldmenge und die Beiträge ihrer Gegenposten



¹ Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder. Für Deutschland und Großbritannien M3; für die anderen Länder M2 (Geld plus Quasigeld). ² Der Prozent-Beitrag der Gegenposten ergibt zusammengenommen die prozentuale Veränderung der Geldmenge, mit Ausnahme von Differenzen bei den hier nicht dargestellten Bilanzpositionen, von denen die wichtigste die inländischen nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken ist.

Weise ergänzt. In den meisten anderen Ländern haben die Bewegungen der Geldmenge üblicherweise Schwankungen bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor sehr deutlich widergespiegelt. Insbesondere in Frankreich, Japan und Deutschland war eine stark antizyklische Rolle der Kreditgewährung an die öffentliche Hand ein recht neuartiges Phänomen der letzten Rezession. Demgegenüber hatte die monetäre Finanzierung des öffentlichen Sektors in Italien und Großbritannien schon seit längerem eine steigende Tendenz erkennen lassen. In Belgien und den Niederlanden war der Beitrag der Bankausleihungen an die öffentliche Hand zur Geldschöpfung 1975 und 1976 zwar groß, erreichte aber keinen Rekordstand. Etwas überraschend ist, daß die Schwankungen bei der Kreditvergabe an die öffentliche Hand in Belgien im Laufe der Jahre zeitweise offensichtlich mit denjenigen der Ausleihungen an den privaten Sektor positiv korreliert gewesen sind.

Der außenwirtschaftliche Gegenposten der Geldmengenveränderung ist ganz allgemein ein Maßstab für die gesamte Zahlungsbilanzsituation. Langfristig spiegelten sich in einer Reihe von Ländern große Schwankungen in der inländischen Kreditexpansion (gesamte Bankkredite an den privaten und den öffentlichen Sektor) tendenziell in gegenläufigen Bewegungen des außenwirtschaftlichen Gegenpostens wider. Diese Tendenz zeigt sich nicht nur in den Jahren, in denen die Wechselkurse starr waren, sondern auch in letzter Zeit. Während jedoch in Großbritannien Veränderungen des außenwirtschaftlichen Gegenpostens anscheinend oft mit dem Trend der Bankkredite an den öffentlichen Sektor negativ korreliert sind, sieht es in Italien so aus, als ständen sie eher in umgekehrter Beziehung zu den Bewegungen der Ausleihungen an den privaten Sektor. Im langfristigen Trend war die zunehmende monetäre Finanzierung des öffentlichen Sektors in Italien jedoch auch mit der ungünstigen Entwicklung der Zahlungsbilanz verknüpft. Entgegengesetzte Beziehungen zwischen inländischer Kreditexpansion und Außenwirtschaftsposition sind in Belgien und den Niederlanden ebenso wie in früheren Jahren in Frankreich deutlich erkennbar. In gewissem, allerdings bei weitem nicht so ausgeprägtem Maße war eine derartige Beziehung wohl auch in Deutschland gegeben, jedenfalls bis das Floating einsetzte. Gelegentlich dürften sich solche Beziehungen aus der Tatsache ergeben, daß Abflüsse oder Zuflüsse von Geldern (oder Veränderungen in der Leistungsbilanz) im Gefolge nichtmonetärer Faktoren den Bedarf der Wirtschaft an Krediten von einheimischen Banken verstärkten oder verminderten. Häufiger allerdings haben ihnen wohl doch Impulse für den Zufluß oder Abfluß von Geldern zugrunde gelegen, die sich aus einer heimischen Geldpolitik ergaben, welche merklich straffer oder laxer war als die in den wichtigsten anderen Ländern.

Die Verwendung monetärer Zielgrößen: Probleme und Verfahrensweisen

Die Praxis, offizielle Ziele für das Wachstum der monetären Gesamtgrößen festzusetzen und bekanntzugeben, ist in den vergangenen Jahren von den Währungsbehörden einer ganzen Reihe von Ländern eingeführt worden. Seit 1975 wurde dieser Weg in den USA, Deutschland, der Schweiz und Kanada eingeschlagen; in Frankreich und Großbritannien wurden im vergangenen Jahr erstmals Zielgrößen bekanntgegeben. In den Niederlanden haben die Behörden eine Zielgröße für das monetäre Wachstum formuliert, die auf die Wachstumsrate des Nettovolkseinkommens bezogen ist.

In der folgenden Tabelle werden für den letzten erfaßten Zeitraum die bekanntgegebenen Richtwerte mit der tatsächlichen Zunahme der betreffenden Größe und die Richtwerte für die laufende Periode dargestellt.

Bekanntgegebene monetäre Zielsetzungen und tatsächliche Zuwachsraten der Geldmenge

	Monetäre Größe	Zielperiode	Zielgröße	Tatsächliches Ergebnis
			Zunahme in Prozent	
Deutschland (BR)	Zentralbankgeldmenge	Durchschnitt 1975-Durchschnitt 1976	8,0	9,2
		Durchschnitt 1976-Durchschnitt 1977	8,0	.
Frankreich	M2	12 Monate bis Dezember 1976	—	12,8
		12 Monate bis Dezember 1977	12,5 ¹	.
Großbritannien	Inländische Kreditausweitung	12 Monate bis Mitte April 1977	£9,0 Mrd. ²	£4,2 Mrd.
		12 Monate bis Mitte April 1978	£7,7 Mrd. ²	.
	Sterlinggeldmenge (M3)	12 Monate bis Mitte April 1977	9-13 ³	7,5
		12 Monate bis Mitte April 1978	9-13 ³	.
Kanada	M1	II/1975-II/1976	10-15	12,0 ³
		Februar-April 1976-II/1977	8-12	.
Schweiz	M1	Durchschnitt 1975-Durchschnitt 1976	6,0	8,0
		Durchschnitt 1976-Durchschnitt 1977	5,0	.
USA ⁴	M1	I/1976-I/1977	4,5- 7,0	6,1
		I/1977-I/1978	4,5- 6,5	.
	M2	I/1976-I/1977	7,5-10,0	10,8
		I/1977-I/1978	7,0- 9,5	.
	M3	I/1976-I/1977	9,0-12,0	12,7 ⁵
		I/1977-I/1978	8,5-11,0	.

¹ Obergrenze. ² Spielraum, der dem Ziel für die inländische Kreditausweitung entspricht. ³ Zuwachsrate von II/1975 bis Februar-April 1976; diese Periode wurde gewählt, um den Einfluß von Poststreiks auszuschalten. ⁴ Mittelfristiger Wachstumsspielraum. ⁵ März (geschätzt).

In den USA hat der Federal Reserve regelmäßig Wachstumsspielräume für M₁, M₂, und M₃ bekanntgegeben, die für sich zeitlich überschneidende Zwölfmonatszeiträume jeweils bis zum Ende der aufeinanderfolgenden Kalendervierteljahre gelten. Die Spannweiten berücksichtigen einen gewissen Fehlerspielraum, zudem können die Ziele im Zeitverlauf abgeändert werden, um sowohl einer schrittweisen Abschwächung der gegebenen Inflationsrate in der Wirtschaft als auch Verschiebungen in der Vorliebe des Publikums für die verschiedenen Arten der Geldanlagen Rechnung zu tragen. Um die monetäre Expansion auf dem festgesetzten mittelfristigen Pfad halten zu können, werden bei den monatlichen Sitzungen des Offenmarktkomitees kurzfristige Toleranzgrenzen festgelegt, die dem „System Account Manager“ bei seinen Marktoperationen als Richtlinien dienen. Diese Grenzen gelten für sich überschneidende Zweimonatsperioden und beziehen sich auf den durchschnittlichen Zuwachs der drei Geldmengengrößen und den Zinssatz für Zentralbankguthaben. Die relative Bedeutung, die der „Zielgenauigkeit“ der einzelnen Geldmengengrößen beigemessen wurde, hat sich von Zeit zu Zeit geändert.

In Deutschland wurde sowohl 1976 wie 1977 als Ziel eine Zunahme der Zentralbankgeldmenge um 8% im Jahresdurchschnitt festgelegt. Bei der Bekanntgabe der Richtgröße für 1977 haben die Behörden ausdrücklich darauf hingewiesen, daß eine Zunahme von 8% im Jahresdurchschnitt angesichts der starken Expansion der Zentralbankgeldmenge gegen Ende 1976 im Jahresverlauf nur ein Wachstum von 6-7%

impliziert. Die Zentralbankgeldmenge ist in Deutschland definiert als Bargeldumlauf plus Mindestreserve-Soll auf Inlandsverbindlichkeiten, das auf der Basis konstanter Reservesätze berechnet ist. Obwohl sie ein Posten der Notenbankbilanz ist, kann die Zentralbankgeldmenge kurzfristig nicht exakt oder unmittelbar durch die Währungsbehörden gesteuert werden. Sie wird vielmehr durch eine Einflußnahme auf die freien Liquiditätsreserven der Banken und die Kosten für Zentralbankkredit gelenkt. Die Zentralbankgeldmenge ist tatsächlich eine gewichtete Summe der Komponenten der breit definierten Geldmenge, wobei das Gewicht der Einlagearten den Reservesätzen entspricht. Diese sind je nach Einlageform so gestaffelt, daß darin in gewissem Umfang deren Liquiditätsgrad zum Ausdruck kommt. Einmal aufgestellt, sind die für das Jahr geltenden Zielgrößen bisher nachträglich nicht mehr geändert worden.

In Kanada wurde ein angestrebter Wachstumsspielraum für M_1 festgesetzt. Für die Wahl dieser Größe spielte eine Rolle, daß das Verhalten anderer Aggregate wesentlich von Änderungen in den Abständen der einzelnen Zinssätze abhängt, die zum Teil durch institutionelle Faktoren bestimmt werden, welche sich kurzfristig der Kontrolle der Behörden entziehen. Die untere Grenze einer jeden der bisher bekanntgegebenen Zielspannen richtete sich nach dem Limit für Lohnerhöhungen im Rahmen der von der Regierung im betreffenden Zeitraum betriebenen Einkommenspolitik, während die obere Grenze so festgesetzt wurde, daß ein als angemessen erachteter Aktionsspielraum verblieb. Um ihr Ziel zu erreichen, verläßt sich die Bank von Kanada hauptsächlich auf ihre Möglichkeiten, die Geldmarktzinssätze zu beeinflussen. Auch in der Schweiz ist die Zielgröße M_1 ; die Zielwerte haben sich bisher nur wenig geändert.

In Frankreich wurde im September 1976 für das Wachstum von M_2 eine Obergrenze von $12\frac{1}{2}\%$ im Jahresverlauf 1977 im Rahmen eines wirtschaftlichen Stabilisierungsprogramms festgelegt, das unter anderem auch Maßnahmen zur Reduzierung des öffentlichen Defizits und restriktive Richtlinien für die Ausweitung der Bankkredite umfaßt. Die Zielgröße war etwas niedriger als die amtliche Vorausschätzung der Zunahme des nominalen Bruttosozialprodukts 1977 gegenüber 1976 und kam der 1976 tatsächlich verzeichneten Ausweitung der Geldmenge sehr nahe. In Großbritannien gab der Schatzkanzler im Juli 1976 neben der Kürzung von Staatsausgaben zur Reduzierung des öffentlichen Finanzierungsbedarfs eine Richtgröße für das Wachstum von M_3 im Verlauf des im März 1977 endenden Haushaltsjahres in Höhe von 12% bekannt. Diese Norm wurde im vergangenen Dezember durch Beschränkungen der inländischen Kreditausweitung ersetzt, die in Übereinstimmung mit dem IWF für einen jeweils Mitte April endenden Zwölfmonatszeitraum gilt und 1976/77 auf £9,0 Mrd. und 1977/78 auf £7,7 Mrd. festgesetzt wurde. Bei vorgegebenen Annahmen über die Zahlungsbilanzentwicklung rechnete man damit, daß diese Ziele einem Zuwachs von M_3 in seiner neu definierten, nur noch Sterlingelemente enthaltenden Form von $9-13\%$ entsprechen.

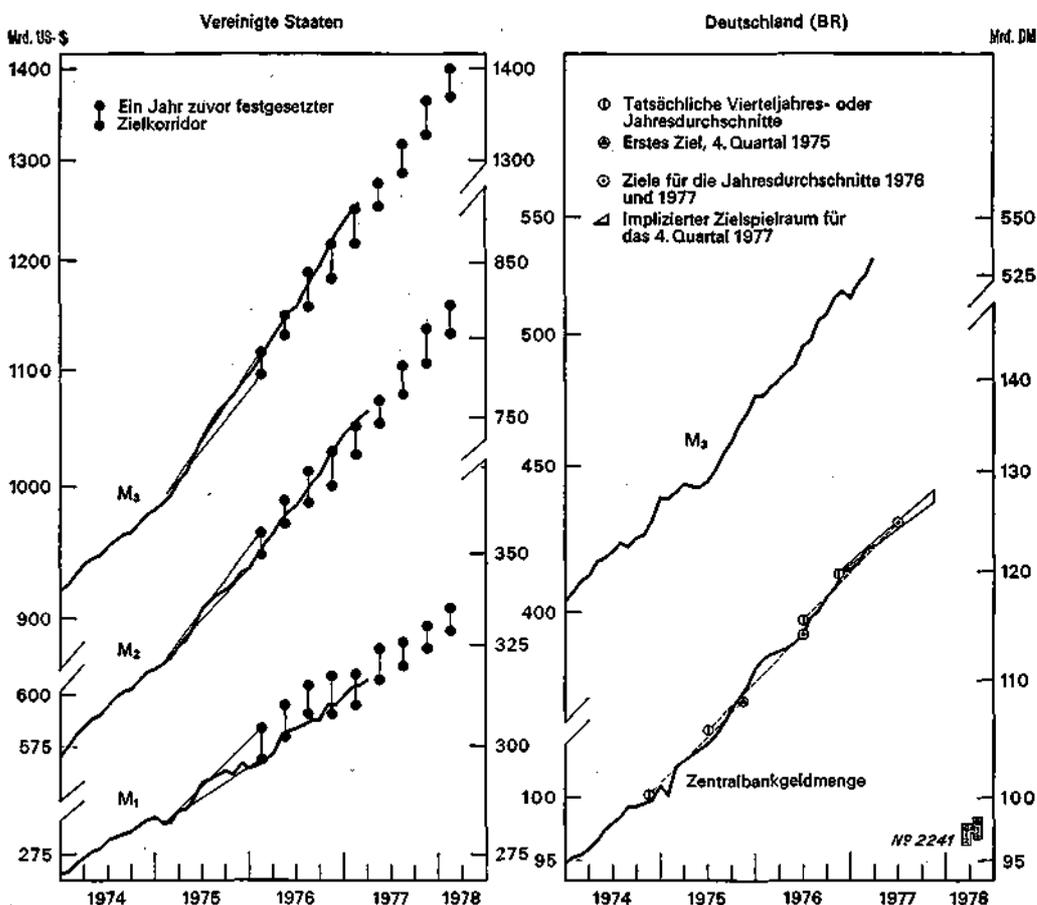
In den Niederlanden haben die Behörden viele Jahre lang der Entwicklung von M_2 im Verhältnis zum Nettovolkseinkommen („nationaler Liquiditätsquotient“) Bedeutung beigemessen. Dieses Verhältnis stieg im Verlauf von 1976 von $37,5$ auf 41% ; die Niederländische Bank hat bekanntgegeben, daß eine Reduzierung um mindestens 1 Prozentpunkt im Jahr vom gegenwärtigen Zeitpunkt an bis 1980 angestrebt werden soll. Auch in Italien ist in Übereinstimmung mit dem IWF eine Grenze

für die Ausweitung der über Banken und Nichtbanken gewährten Kredite bestimmt worden. Sie wurde für den im März 1978 endenden Zwölfmonatszeitraum auf Lit 30 000 Mrd. festgesetzt. Bei bestimmten Annahmen für die Zahlungsbilanz und den Erwerb nichtmonetärer Forderungen durch die Wirtschaft kann von dieser Begrenzung eine darin enthaltene Norm für die Geldmengenexpansion abgeleitet werden.

Schließlich ist festzuhalten, daß über diese bekanntgegebenen Zielsetzungen hinaus nunmehr in verschiedenen europäischen Ländern und in Japan als Orientierungshilfe für die Geldpolitik mit internen monetären Richtgrößen oder Voraussetzungen gearbeitet wird, wobei die ihnen beigemessene Bedeutung unterschiedlich ist.

Tatsächliche Ergebnisse: wie nahe kamen sie den Zielwerten? In der Tabelle auf Seite 69 wird die tatsächliche monetäre Expansion im Zielzeitraum den ursprünglichen Richtgrößen gegenübergestellt. Die folgende Graphik vergleicht den monetären Expansionspfad für die USA und Deutschland mit den dort aufgestellten Zielsetzungen.

Vereinigte Staaten und Deutschland:
monetäre Zielgrößen und Wachstum der Geldmenge



Obwohl das Geldmengenwachstum in beiden Ländern recht maßvoll und stetig war, führten technische Schwierigkeiten bei der Handhabung der Geldmengenkontrolle und die Notwendigkeit, andere Zielsetzungen zu berücksichtigen, dazu, daß die Entwicklung der Geldmenge zeitweilig relativ weit vom Kurs abwich. In den USA sank das Wachstum von M_1 gelegentlich unter die untere Grenze des Zielkorridors, während M_2 und M_3 eher die Obergrenze überstiegen. Diese Abweichungen dürften durch die Entwicklung neuer handelbarer Spareinlagen, durch Statutenänderungen und durch eine relative Abnahme der Zinssätze für kurzfristige Wertpapiere beeinflußt worden sein. In Deutschland dürften Störfaktoren im Zusammenhang mit dem europäischen Währungsverbund zu einem zeitweiligen Anschwellen der Liquiditätsreserven der Banken und mittelbar zu einem beschleunigten Wachstum der Zentralbankgeldmenge beigetragen haben. Obwohl die Behörden dies sehr früh erkannten, sahen sie bewußt davon ab, restriktivere Maßnahmen zu ergreifen. Auch in der Schweiz ließen die Behörden eine Expansion von M_1 über den Richtwert hinaus zu, der im Verhältnis zu der Inflationsrate bereits als relativ reichlich angesehen werden konnte. Bei der Zunahme kam jedoch angesichts des Rückgangs der Zinssätze zumindest teilweise eine erhöhte Vorliebe für die Bargeldhaltung zum Ausdruck: das Wachstum von M_2 war jedenfalls sehr bescheiden.

In Kanada wies das Wachstum von M_1 die stetige Tendenz auf, unter die untere Grenze des anvisierten Spielraums zu sinken, so daß die Behörden mit einer fortschreitenden Lockerung des Diskontsatzes reagierten. In Großbritannien beschleunigte sich die monetäre Expansion im Sommer 1976 sehr stark; als sich aber die Stimmung auf dem Markt für Staatspapiere und auf den Devisenmärkten änderte, begann sich die inländische Kreditausweitung abzuschwächen, und das Wachstum der Geldmenge verlangsamte sich fühlbar. Im gesamten Mitte April 1977 endenden Zwölfmonatszeitraum hielt sich die inländische Kreditausweitung voll innerhalb der vorgezeichneten Grenzen, und das Wachstum von „Sterling- M_3 “ lag ebenfalls deutlich niedriger als die untere Linie des angestrebten Spielraums.

Probleme der Zielfestsetzung. Obwohl nunmehr zahlreiche Zentralbanken monetäre Richtgrößen verwenden, ist doch jede einzelne bei der Bekanntgabe oder Erläuterung der Zielsetzungen bemüht gewesen, klarzustellen, daß bei der Festlegung der Geldpolitik außer dem Wachstum der Geldmenge auch weiterhin eine umfangreiche Skala anderer Überlegungen berücksichtigt werden wird. In der Tat ist die Zielfestsetzung mit Schwierigkeiten und Einschränkungen behaftet.

So ist es nirgendwo möglich, das monetäre Wachstum ganz präzise von Woche zu Woche oder auch nur von Monat zu Monat zu steuern. Kurzfristige Schwankungen waren dort recht groß, wo die Behörden ihr Ziel vor allem durch eine Beeinflussung der Geldmarktzinssätze und der Liquiditätsreserven der Banken zu erreichen suchten, genauso aber auch in Ländern, in denen sie sich auf eine mehr oder weniger direkte Kontrolle der monetären Finanzierung des öffentlichen Sektors und der Bankausleihungen an die Wirtschaft gestützt haben. Kurzfristig kann die Geldmenge in unvorhersehbarer Weise durch Veränderungen der öffentlichen Kassensalden, der Auslandszahlungen und der Verrechnungssalden beeinflußt werden. Die Vorliebe des Publikums für Bargeldhaltung oder die verschiedenen Arten der Bankeinlagen kann sich ändern, ebenso die Neigung der Banken zur Haltung freier oder geborgter

Reserven. Plötzlich auftretende Meinungsumschwünge auf den Devisenmärkten, auf den privaten Kreditmärkten auftauchende Störungen und Veränderungen in der Bereitschaft des Publikums, Staatspapiere zu erwerben — besonders wo die öffentlichen Defizite chronisch hoch sind —, können nicht nur die Möglichkeiten der Behörden beeinträchtigen, kurzfristig die Entwicklung der Geldmenge zu regulieren, sondern in der Tat auch die Zweckmäßigkeit eines solchen Handelns.

Es wird oft geltend gemacht, daß für die Stabilisierung oder Drosselung der Inflationsraten die zwangsläufig auftretenden kurzfristigen Schwankungen im Wachstum der Geldmenge keine große Rolle spielen. Es ist jedoch nicht leicht, zufällige Schwankungen von einem beginnenden Trend zu unterscheiden. Darüber hinaus geraten die Behörden hinsichtlich der Zinssätze und der Wechselkurse, die für Inflationsprobleme von entscheidender Bedeutung sind (vgl. Kapitel III), gewissermaßen in ein Dilemma. Der Versuch, die monetäre Expansion kurzfristig innerhalb enger Grenzen zu halten, kann manchmal beträchtliche Schwankungen der Zinssätze und in der Folge der Wechselkurse auslösen. Freilich gilt gleichzeitig, daß ein Mißerfolg der Behörden, die Geldmenge weitgehend entsprechend den bekanntgegebenen Zielen zu steuern, für sich genommen bereits destabilisierend wirken kann.

Über einen etwas längeren Zeitraum hinweg gesehen, tendiert die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bekanntlich dazu, sich systematisch mit dem Konjunkturzyklus zu verändern. Dabei spielt die wichtigste Rolle, daß die Vorliebe des Publikums für verschiedene Formen der Geldanlage durch Unterschiede in den Renditen beeinflußt wird. Dieser Faktor kann bei der Festsetzung und Überprüfung der monetären Zielgrößen zwar bis zu einem gewissen Grade, aber nicht vollständig berücksichtigt werden: manche der betroffenen Zinssätze werden durch Gewohnheit, Vereinbarungen oder durch Verordnungen festgelegt und können sich gelegentlich unabhängig von den monetären Bedingungen verändern.

Als Ergebnis der wirtschaftlichen Erschütterungen der vergangenen Jahre und freilich auch der deutlichen Hinwendung zu einer gezielten Politik der Geldmengensteuerung dürfte es in vielen Ländern schwieriger geworden sein, die Nachfrage nach Geld vorauszuschätzen. Interessanterweise waren die Bemühungen, die Ausweitung der globalen monetären Größen nach ihrer Explosion 1972/73 wieder unter Kontrolle zu bekommen, in vielen Ländern mit einer atypisch langsamen Abnahme oder sogar einem Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit der vorhandenen Geldmenge verbunden. Zweifellos war dies in gewissem Ausmaß die Reaktion auf die vorangegangene ebenso atypische Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit. Angesichts dieser Entwicklung erhebt sich die Frage, ob nicht jetzt einige Länder zu sehr auf das Vermögen der Umlaufgeschwindigkeit setzen, konjunkturbedingt zu steigen und dadurch zur Finanzierung steigender Erzeugung beizutragen. Insbesondere wurde bereits darauf hingewiesen, daß selbst bei Berücksichtigung der voraussichtlichen Preissteigerungen gegenwärtig die langfristigen Zinssätze in einigen Ländern mit mäßigen Teuerungsraten ungewöhnlich hoch erscheinen und daß dies zum Hinauszögern der Investitionsbelebung beitragen könnte. Einer Auffassung zufolge hätte in diesen Ländern eine etwas expansivere Geldpolitik einen Rückgang der realen Zinssätze ermöglicht. Die entgegengesetzte Ansicht besagt, daß eine Politik, die weniger restriktiv als die tatsächlich betriebene gewesen wäre, auch weniger Erfolg

dabei gehabt hätte, die Inflationserwartungen zu dämpfen, und nur den Rückgang der nominalen Zinssätze behindert hätte.

Die Beziehungen zwischen der Expansion der verschiedenen Geldmengen-
größen einerseits und der Entwicklung des Preisniveaus und der gesamtwirtschaft-
lichen Tätigkeit andererseits können sich auch durch strukturelle Entwicklungen
und Neuerungen in den Finanzsystemen verändern. So dürfte die größere Bereit-
schaft der Banken zur Bereitstellung von Transfermöglichkeiten bei zinstragenden
Einlagen die Umlaufgeschwindigkeit von M_1 in den vergangenen Jahren in einigen
Ländern erhöht haben. Grundsätzlich können Schwierigkeiten, die sich aus den wech-
selnden Beziehungen zwischen den einzelnen Einlagearten ergeben, durch die Wahl
einer sehr breit definierten Größe als Zielvariable vermieden werden, wenngleich dies
dann die Verwendung von Zielgrößen zur Folge haben könnte, die geldpolitischen
Einflüssen nicht sehr zugänglich sind. Darüber hinaus werden selbst Größen dieser
Art durch Verschiebungen in der Präferenz für Bankeinlagen einerseits und Wert-
papiererwerb andererseits beeinflusst.

Zielgrößen für die inländische Kreditausweitung. Aus einer Reihe einleuchtender
Gründe hat sich die Aufmerksamkeit in den vergangenen Jahren mehr auf die Ent-
wicklung der Geldmenge als auf die Veränderungen der gesamten Bankausleihungen
gerichtet. Unter bestimmten Umständen gibt es aber triftige Gründe dafür, auch die
Entwicklung der gesamten Forderungen eines monetären Systems unter Kontrolle zu
halten. Abgesehen von Schwankungen bei den nichtmonetären Verbindlichkeiten der
Banken kommen in der Differenz zwischen der Veränderung der Bankkredite einerseits
und der umfassend definierten Geldmenge andererseits hauptsächlich die Fluktuationen
der Auslandsposition des Bankensystems oder ganz allgemein der umfassende außen-
wirtschaftliche Saldo der Wirtschaft zum Ausdruck.

In der Tat entsprechen Normen für im weiten Sinne definierte Bankkredite
in den meisten Beziehungen den Richtgrößen für das Wachstum der Geldmenge; sie
umfassen darüber hinaus aber auch binnenwirtschaftliche monetäre Impulse, die sich
in außenwirtschaftlichen Defiziten oder Überschüssen anstatt in einer inländischen
Geldmengenexpansion niederschlagen. In Fällen, in denen die Behörden durch Inter-
ventionen den Wechselkurs stützen, ist die inländische Kreditausweitung eine geeig-
nere Kontrollgröße als die Geldmenge. Restriktive Zielgrößen für die heimische
Kreditexpansion können besonders in den Ländern angezeigt sein, die der Beseitigung
außenwirtschaftlicher Defizite eine hohe Priorität einräumen müssen. Da die Kredit-
aufnahme der öffentlichen Haushalte im Ausland in ganz ähnlicher Weise zur Stützung
der Wechselkurse und zur Verstärkung der expansiven monetären Impulse beitragen
kann wie der Einsatz der zentralen Devisenreserven, dürfte es zweckmäßig sein, sie
— wie dies in Großbritannien der Fall ist — in die inländische Kreditausweitung ein-
zubeziehen. Der Unterschied zwischen Veränderungen in der inländischen Kreditaus-
weitung einerseits und der Geldmenge andererseits spiegelt dann auf der außenwirt-
schaftlichen Seite den Leistungsbilanzsaldo plus die privaten Nettokapitaltransaktionen
wider.

Die Brauchbarkeit monetärer Zielsetzungen. Daß die Zentralbanken die Handhabung
monetärer Zielsetzungen in ihre Geldpolitik einbezogen haben, dürfte weniger mit

kurzfristigen Zielen zu tun gehabt haben als vielmehr mit der Erkenntnis, daß das Tempo der Geldmengenexpansion längerfristig gesehen eng mit dem der Inflation verbunden ist.

Darüber hinaus hatten sich die nominalen Zinssätze unter inflationären Bedingungen ganz offensichtlich als unzuverlässige Indikatoren des Wirkungsgrades der Geldpolitik erwiesen, und es wurde davon ausgegangen, daß die Entwicklung der monetären Größen selbst in den Ländern als brauchbarer Maßstab verwendet werden konnte, wo die Zinssätze auch weiterhin die wichtigste taktische Waffe der Geldpolitik waren.

Gleich wichtig war, daß die Bekanntgabe von Zielgrößen die Währungsbehörden in einer Anzahl von Ländern in die Lage versetzt hat, mehr Einfluß auf die Quellen der Geldschöpfung auszuüben und der Öffentlichkeit ihre feste Entschlossenheit zur Eindämmung der Inflation kundzutun. In den USA, Deutschland und der Schweiz war die auf eine Geldmengenkontrolle gerichtete Politik bei der Verringerung der Teuerungsraten besonders erfolgreich. So dürften in Deutschland die Zielgrößen einen mäßigen Einfluß auf die Lohnforderungen in den jährlichen Tarifverträgen ausgeübt haben; in Frankreich und Großbritannien hat in jüngster Zeit die Übernahme monetärer Normen die Entschlossenheit der Regierungen verdeutlicht, die öffentlichen Defizite abzubauen. In den vergangenen Jahren hat die Erwartung eines allgemein steigenden Preisniveaus offensichtlich eine immer größere Rolle bei der Lohn- und Preisbildung in der gesamten Wirtschaft gespielt. In dieser Hinsicht könnten monetäre Zielsetzungen in nützlicher und recht unmittelbarer Weise zur Stabilisierung und Abschwächung der Inflationserwartungen beigetragen haben. Sie haben gleichermaßen deutlich gemacht, welche Konsequenzen sich für die Produktion und die Arbeitslosigkeit ergeben, wenn die Lohn- und Preissteigerungen jenseits der mit den Normen zu vereinbarenden Grenzen liegen.

Andererseits zeigt die Erfahrung, daß besonders die Volkswirtschaften, die offener sind und eine verletzlichere außenwirtschaftliche Flanke haben, nicht nur dem Wachstum der Geldmenge, sondern auch anderen Indikatoren, etwa der inländischen Kreditausweitung, große Aufmerksamkeit schenken müssen. Zwar kann die Gefahr eines vom Devisenmarkt ausgehenden Drucks schon durch gewissenhafte Bemühungen zur Einhaltung restriktiver monetärer Zielsetzungen beträchtlich vermindert werden, doch haben viele Länder auch mit Erfolg direkt auf die Zinssatzdifferenzen eingewirkt. Zweckmäßigerweise sollte dann aber der Zinsabstand groß genug sein, um die Unterschiede in den voraussichtlichen Preissteigerungsraten der einzelnen Länder berücksichtigen zu können. Selbst dann können Krisensituationen nicht ausgeschlossen werden, da die Devisenmärkte auf eine Vielzahl kurzfristiger Faktoren reagieren. Unter solchen Umständen haben es manche Länder insgesamt gesehen vorgezogen, zeitweilig ein sehr hohes Niveau der heimischen Zinssätze hinzunehmen.

Zinssätze

Nach steiler Talfahrt im Jahre 1975 glitten die Zinssätze in den starken Ländern im vergangenen Jahr weiter ab, wobei die ins Stocken geratene Erholung, das Nachlassen der Inflationsmentalität und die allgemein lockere Haltung der Geldpolitik eine Rolle spielten. Die Geldmarktsätze schwankten innerhalb enger Grenzen; ihre

Bewegungen, die nicht unter den Ländern abgestimmt waren, ließen weitgehend Änderungen in der Orientierung der Geldpolitik erkennen. In den USA wurde eine abwärtsgerichtete Tendenz eingangs 1976 zeitweilig unterbrochen, als die Federal Reserve Maßnahmen ergriff, um das Wachstum des Geldvolumens abzubremsen. Die kurzfristigen Sätze bewegten sich Anfang 1977 wieder nach oben, zum Teil als Folge der Fortschritte in der wirtschaftlichen Erholung. In Deutschland erreichte die Interbankrate für Dreimonatsgeld im Frühjahr ein Tief, von dem aus sie zwischen April und Juli, als Maßnahmen zur Liquiditätsverknappung ergriffen wurden, um etwa 1 Prozentpunkt stieg. In Japan zog der Satz für tägliches Geld zeitweise im Sommer und später um die Jahreswende leicht an, ging aber in diesem Frühjahr zurück. Die Leitzinssätze der Banken in den USA stiegen im Sommer 1976 im Einklang mit den Geldmarktsätzen kurz an, gaben dann aber nach und wurden bis Mai 1977 nicht wieder nach oben angepaßt. In Deutschland dagegen sank die untere Grenze der für große Kontokorrentkredite geltenden Sätze im Frühjahr 1976, änderte sich aber danach sehr wenig. In Japan wurden die Mindestsätze für Überziehungskredite, die an den Diskontsatz gekoppelt sind, im Jahre 1976 nicht verändert, im Frühjahr 1977 jedoch gesenkt. Schwankungen bei kurzfristigen Sätzen wirkten sich nur in sehr begrenztem Umfang in den Kapitalmarktrenditen aus, die in allen Ländern rückläufig tendierten.

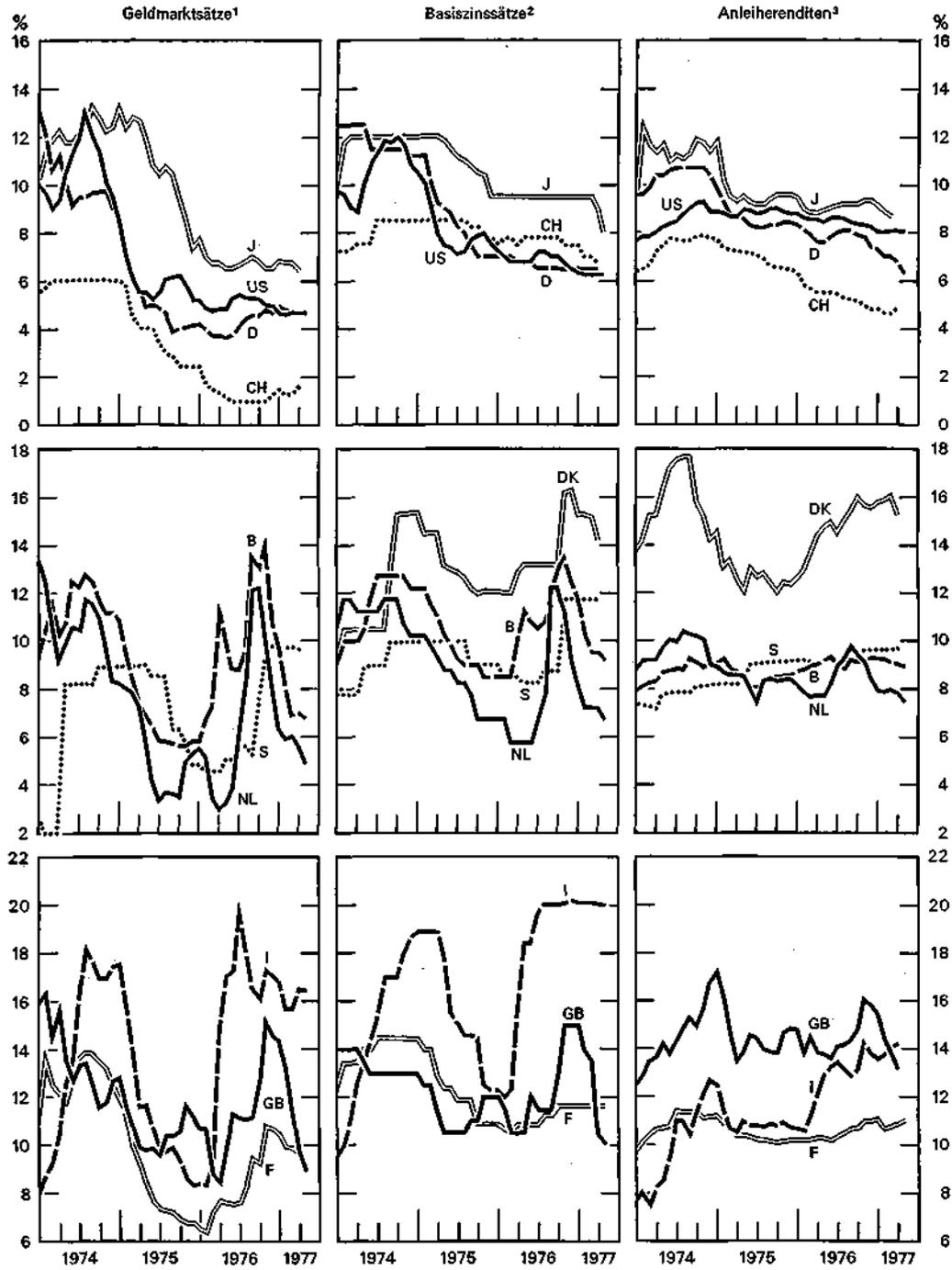
Ein ungewöhnlicher Aspekt der Lage in den USA, Deutschland und Japan zeigte sich darin, daß die Abwärtsbewegung der Zinssätze in einer Phase konjunktureller Erholung so lange anhielt. Meistens liegen die lang- und kurzfristigen Sätze noch immer deutlich unter dem Niveau, das sie zu Beginn der Expansion erreicht hatten. Zwar dürfte auch die schwache Erholung ihren Teil dazu beigetragen haben, im wesentlichen gründete sich diese Entwicklung aber auf die mit den sinkenden aktuellen Teuerungsraten einhergehende Abschwächung der Inflationserwartungen.

In einer Reihe anderer Länder wurde das Bild der Bewegungen bei den kurzfristigen Zinssätzen von der Entwicklung auf den Devisenmärkten und den von den Behörden unternommenen Schritten zur Verteidigung der Währungen gegen eine Abwertung geprägt.

Unter den Ländern des Währungsverbands, deren Währungen von der Krise im März 1976 in durchaus unterschiedlicher Weise betroffen waren, haben sich die Geldmarktsätze in Belgien und den Niederlanden im Zeitraum Januar bis Juni in gegenläufiger Richtung bewegt. In der Herbstkrise allerdings, als zeitweise beide Währungen gestützt werden mußten, stiegen die Geldmarktsätze in beiden Ländern sprunghaft fast bis auf die Mitte 1974 erreichten Höhen an. Danach fielen sie rapide ab, bis sie im Frühjahr 1977 auf etwa dem gleichen Stand wie in den ersten Monaten von 1976 lagen. In den Niederlanden etwa stand der Zinssatz für öffentliche Darlehen an Gemeinden im April 1977 bei rund 4,9% im Monatsdurchschnitt. Im Laufe des Jahres 1976 hatte er im März einen Tiefststand von 3% erreicht, um dann im September bis zu einem Höchststand von über 12% anzusteigen. In Dänemark und Schweden zogen die kurzfristigen Zinssätze während der September-Krise ebenfalls scharf an, gaben seitdem aber wieder nach.

In Großbritannien gingen die Geldmarktsätze zwischen Oktober 1975 und März 1976 um etwa 3 Prozentpunkte zurück, stiegen allerdings dann wieder von

Kurz- und langfristige Zinssätze



Nº 2228

Anmerkung: B = Belgien, DK = Dänemark, D = Deutschland, F = Frankreich, GB = Großbritannien, I = Italien, J = Japan, NL = Niederlande, S = Schweden, CH = Schweiz, US = Vereinigte Staaten.

¹ Ausgewählte typische Zinssätze. (Für die USA: Satz für Federal funds; für Japan: Satz für tägliches Geld; für Frankreich: Tagesgeldsatz; für Italien: Sichteinlagen zwischen Banken; für andere Länder: dreimonatige Geldmarktpapiere.)

² Mindestsatz, der von Geschäftsbanken für Kassenkredite an erste Adressen gefordert wird. Für Dänemark: durchschnittlicher Satz für Ausleihungen; für Deutschland: Untergrenze der Spanne für große Kontokorrentkredite.

³ Ausgewählte typische Zinssätze. (Für die USA: Aaa-Unternehmensschuldverschreibungen; für Dänemark: hauptsächlich Pfandbriefe; für Belgien, die Niederlande und Großbritannien: Staatsschuldverschreibungen; für andere Länder: verschiedene andere öffentliche Anleihen.)

April bis Mai um etwa den gleichen Betrag und im September um weitere 1–2 Punkte. Nach einem weiteren Sprung erreichte der Satz für dreimonatiges Zwischenbankgeld Ende Oktober 15,2%. Dann wendete sich das Blatt, und obwohl sich die Behörden einem Abgleiten der Marktsätze in gewissem Umfang widersetzen, wurde Dreimonatsgeld Ende April 1977 nur noch mit 8,75% gehandelt. In Italien stiegen die kurzfristigen Zinssätze zwischen Januar und Juni sehr steil an, wobei die Interbankrate sich von 8,3 auf 19,7% erhöhte. Anschließend kam es zu einem Rückgang, der aber nur in Grenzen und unregelmäßig verlief. In Frankreich waren die Ausschläge während des Jahres sehr viel weniger ausgeprägt; der Satz für Tagesgeld wurde in aufeinanderfolgenden Perioden außenwirtschaftlicher Schwäche von rund 6% im Januar auf etwa 10% im Dezember angehoben. Zu Anfang 1977 war allerdings eine Abschwächung deutlich erkennbar.

In den meisten dieser Länder folgten die Basiszinssätze der Banken einem unregelmäßigen Kurs, der in etwa demjenigen der Geldmarktsätze glich; freilich waren die Ausschläge nicht so ausgeprägt. Eine deutliche Ausnahme machte Italien, wo der Basiszinssatz von 12% im Februar auf 20% im Juli anstieg und bis in das Frühjahr 1977 hinein auf oder über diesem Niveau verharrte. Einen andersgearteten Ausnahmefall bildete Frankreich; dort wurde aus binnenwirtschaftlichen Gründen der Anstieg der Sätze für Bankkredite auf eine sehr bescheidene Größenordnung begrenzt, was allerdings offensichtlich einen ungünstigen Einfluß auf die Rentabilität der Banken hatte. In Belgien, den Niederlanden und Großbritannien hatten die Basissätze eingangs 1977 annähernd zum jeweiligen Stand ein Jahr zuvor zurückgefunden.

Die Anleiherenditen in Italien und Dänemark stiegen während des gesamten Jahres beträchtlich an, während sie in den Niederlanden und Großbritannien eine kurzlebige Erhöhung in der zweiten Hälfte des Jahres verzeichneten. In Frankreich und Belgien reagierten die langfristigen Zinssätze kaum auf die Ausschläge der Geldmarktsätze, zogen allerdings per saldo geringfügig an.

Weder vom inländischen noch vom internationalen Standpunkt aus läßt sich die Angemessenheit der Zinssätze eines Landes beurteilen, ohne die voraussichtlichen Preissteigerungsraten in Rechnung zu stellen. Wenn die Zinssätze im Vergleich zu der erwarteten Inflation zu niedrig liegen, wird binnenwirtschaftlich die Inflation mit allen ihren kontraktiven Wirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit, wie sie in Kapitel III dargelegt sind, eher fortbestehen. Außenwirtschaftlich bieten sich Anreize für den Abfluß von Geldern teilweise deshalb, weil Erwartungen hinsichtlich der Wechselkursbewegungen und der relativen Inflationsraten eng miteinander verquickt sind. In Ländern, in denen die Teuerungsraten noch hoch sind, sollten glaubwürdige Restriktionsprogramme die Rückkehr zu einem normaleren Zinsniveau ermöglichen — freilich nur insoweit, als die Inflationserwartungen nach unten hin korrigiert werden.

V. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Zwar hielten auch 1976 die riesigen Ungleichgewichte im internationalen Zahlungsverkehr an, die die beiden vorangegangenen Jahre geprägt hatten, doch zeichneten sich sowohl im Welthandel als auch in der Zahlungsbilanzsituation mancher einzelner Länder einige positivere Tendenzen ab. Zum einen führte die Erholung in den Industrieländern zu einer Wiederbelebung des Welthandels. Der Auftrieb war in der ersten Jahreshälfte 1976 besonders stark und macht trotz des in jüngster Zeit mäßigen Tempos der wirtschaftlichen Expansion immer noch vergleichsweise befriedigende Fortschritte. Zum andern kam es in den Zahlungsbilanzen einzelner Länder zu manchen bedeutsamen Anpassungen, denen dieses Jahr voraussichtlich andere folgen werden. Nicht zuletzt scheint es abgesehen von mancherorts auftretenden Problemen im allgemeinen keine größeren Schwierigkeiten bei der Finanzierung der anhaltenden Defizite gegeben zu haben.

Mehr als drei Jahre sind nun verstrichen, seitdem die Ölpreiserhöhungen im Winter 1973/74 den großen Umbruch in der Zahlungsbilanzstruktur der gesamten Welt in Gang gebracht haben. Der Schlußabschnitt dieses Kapitels faßt die Ereignisse jener drei Jahre zusammen und erörtert die Anpassungschancen für die großen von Ungleichgewichten geprägten Ländergruppen.

Welthandel

Das Jahr 1976 war für den Welthandel ein Jahr raschen Wachstums. Hauptsächlich von der Nachfrage der Industrieländer angetrieben, expandierte er real um 11 ½% — ein recht eindrucksvoller Umschwung gegenüber der 1975 verzeichneten Abnahme um 4 ½%. Wertmäßig war der Unterschied zwischen den beiden Jahren weniger kraß, da sich 1976 der Durchschnittswert der internationalen Handelsgüter in Dollar gerechnet nur um 1% erhöhte, gegenüber 8% im vorangegangenen Jahr; nichtsdestoweniger war der in Dollarwerten gerechnete Zuwachs um \$106 Mrd. zweieinhalbmal so hoch wie 1975, womit der gesamte Welthandelsumsatz fast die Tausend-Milliarden-Dollar-Grenze erreichte. Betrachtet man die Ereignisse im Jahresverlauf 1976, so war die Expansion des Handelsvolumens mit einer Jahresrate von 14% im ersten Halbjahr besonders stark, aber auch in den restlichen sechs Monaten, als der Welthandel auf das verlangsamte Wachstum in den Industrieländern reagierte, betrug die Jahreszuwachsrate noch 8%, also ebensoviel wie im jährlichen Durchschnitt der sechziger Jahre.

Die konjunkturelle Erholung in der *entwickelten Welt* (wie in Kapitel II beschrieben) ging Hand in Hand mit einer kräftigen Importnachfrage. Im ersten Halbjahr 1976 erhöhte sich die Industrieproduktion in diesen Gebieten gegenüber der zweiten Jahreshälfte 1975 auf Jahresrate hochgerechnet um 15%, was zu einer noch schnelleren Expansion der Einfuhren beitrug; im zweiten Halbjahr blieb die Importnachfrage trotz des Einbruchs bei der industriellen Belegung mit einer jährlichen Zuwachsrate

Welthandel

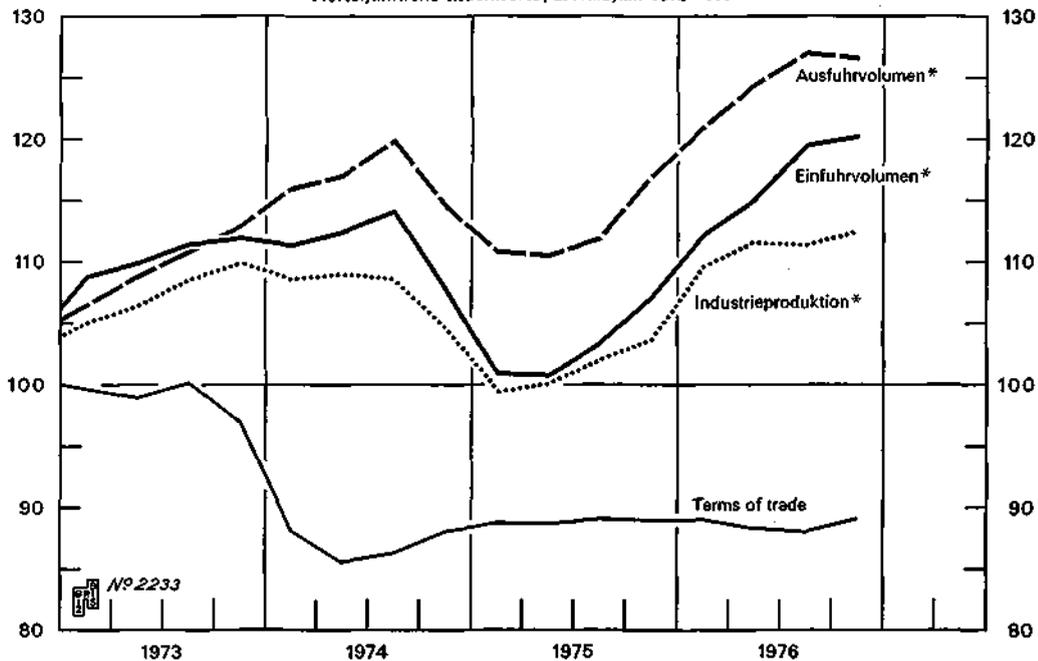
	Ausfuhr (fob)				Einfuhr (cif)			
	1975	1976		1975	1976		1975	1976
	Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr		Jahr	1. Halb-jahr		
Milliarden US-Dollar; Mengenindizes in Klammern, 1974=100								
Entwickelte Gebiete								
Westeuropa:								
EWG	295,0	323,3	156,3	167,0	297,9	337,2	163,9	173,3
Sonstige	70,1	76,5	37,3	39,2	97,9	104,3	49,9	54,4
Zusammen	365,1	399,8	193,6	206,2	395,8	441,5	213,8	227,7
	(94,7)	(105,2)	(104,2)	(106,1)	(94,8)	(106,8)	(106,0)	(107,6)
USA	107,6	115,0	57,0	58,0	103,4	129,6	61,0	68,6
Kanada	33,8	40,2	20,0	20,2	36,4	40,6	20,8	19,8
Japan	55,8	67,3	30,8	36,5	57,9	64,8	30,7	34,1
Sonstige ¹	24,8	26,1	12,7	13,4	26,7	27,0	13,5	13,5
Entwickelte Gebiete zusammen	587,1	648,4	314,1	334,3	620,2	703,5	339,8	363,7
	(96,4)	(106,8)	(105,3)	(108,2)	(92,5)	(104,8)	(102,5)	(107,1)
Entwicklungsgebiete								
OPEC-Länder ²	111	133	62	71	54	68	31	37
	(85)	(97)	(90)	(103)	(144)	(177)	(163)	(191)
Sonstige	97	111	53	58	131	135	66	69
	(103)	(109)	(108)	(110)	(95)	(96)	(97)	(95)
Entwicklungsgebiete zusammen	208	244	115	129	185	203	97	106
	(97)	(106)	(103)	(108)	(106)	(115)	(112)	(119)
Staatshandelsländer ³	85	94	44	50	100	104	51	53
Insgesamt ⁴	880	986	473	513	905	1011	488	523
	(96)	(106)	(104)	(108)	(95)	(107)	(105)	(109)

¹ Australien, Israel, Neuseeland, Südafrika. ² Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate. ³ Bulgarien, Volksrepublik China, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR, Ungarn. ⁴ Mengenindex ohne Staatshandelsländer.

von 11% kräftig. Dies war zum Teil darauf zurückzuführen, daß die Vorratslager weiterhin aufgefüllt wurden, wenn auch weniger stark als zur Zeit des konjunkturellen Wendepunkts; teilweise spielten auch die vorsorglichen Ölimporte angesichts der zum Jahresende bevorstehenden Preiserhöhungen eine Rolle. Im ganzen Jahr 1976 wuchs das Importvolumen in die entwickelten Länder um über 13%, während die Industrieproduktion in diesen Ländern um 10% zunahm.

In einer beträchtlichen Anzahl von Fällen waren die im folgenden in Klammern angegebenen Zuwachsraten der Importe in die entwickelten Länder mehr als zweimal so hoch wie die Ausweitung ihrer Industrieproduktion. Dies galt nicht nur für Länder, deren Wirtschaftstätigkeit verhältnismäßig lebhaft war — so für die USA und Österreich (jeweils 23%), Frankreich (21%), Deutschland (16 1/2%) und Australien (13%) —, sondern auch für Länder, deren binnenwirtschaftliche Entwicklung träge blieb, wie die Schweiz (13 1/2%), Schweden (7%) und Großbritannien (6%). Japan war von allen großen Ländern die einzige Ausnahme von dieser allgemeinen Regel; dort erreichte die Zuwachsrate der Importe mit 10 1/2% nicht diejenige für die Industrieproduktion. Einige der kleineren entwickelten Länder, wie Finnland, Südafrika und Jugoslawien, die bemüht waren, ihre Leistungsbilanzdefizite abzubauen, verzeichneten eine Abnahme ihres Importvolumens.

Entwickelte Gebiete:
 Industrieproduktion, Außenhandelsvolumen und Terms of trade 1973—76
 Vierteljährliche Indexwerte; 2. Halbjahr 1972=100



* Saisonbereinigt.

Der zweite expansive Faktor für den Welthandel war 1976 die Importnachfrage der *OPEC-Länder*, die sich real um weitere 23% erhöhte. Obwohl dies gegenüber 1974 und 1975 eine ausgeprägte Abschwächung darstellte, betrug die wertmäßige Zunahme \$14 Mrd. und damit etwa ebensoviel wie 1974, jedoch ein Drittel weniger als 1975. Außerdem war der Auftrieb für die Ölerträge in der zweiten Jahreshälfte 1976 von einer erneuten Kräftigung der OPEC-Importnachfrage begleitet, die bis in die ersten Monate dieses Jahres hinein angehalten haben dürfte. Auch 1976 beherrschten die USA, Japan und Deutschland den OPEC-Markt; sie stellten fast 60% der in Dollarwerten gemessenen gesamten Importe aus den Zehnergruppenländern und der Schweiz. Die augenfälligste Verbesserung ihrer Marktanteile verzeichneten indessen Deutschland, Schweden und die Schweiz, vor allem auf Kosten von Japan und Frankreich.

Im Gegensatz zu den eben erwähnten expansiven Kräften blieb die Importnachfrage der *Entwicklungsländer ohne eigene Ölworkommen* und — hinsichtlich ihrer Handelsbeziehungen zu den entwickelten Ländern — die der *Staatshandelsländer* schwach. Die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer standen weiterhin unter starkem Druck, ihre außenwirtschaftlichen Defizite abzubauen; die Erholung ihrer Exporterträge bedeutete jedoch, daß die Anpassungslast nicht mehr länger einseitig auf dem Binnenwachstum und den Importen ruhte. Die Einfuhren verzeichneten im vergangenen Jahr eine leichte Zunahme, nachdem sie 1975 durch eine Abnahme des Importvolumens um 5% zu der gesamten Schrumpfung des Welthandels beigetragen hatten.

In den osteuropäischen Staatshandelsländern hatten die einige Jahre rasch wachsenden Importe aus westlichen Industrieländern eine starke Ausweitung der

Defizite gegenüber diesen zur Folge. Finanzierungsnöte kehrten diesen Trend 1976 um, wobei einige Länder — Bulgarien, Polen, Rumänien und Ungarn — ihren wertmäßigen Import aus dem Westen kürzten. Andererseits steigerte die Deutsche Demokratische Republik trotz ihres Defizits die Importe aus entwickelten Ländern fast genauso schnell wie 1975. Außerdem ließen die UdSSR, die sich auf der Exportseite wegen ihrer Ölbilanz eines höheren Grades an Flexibilität erfreut, und die Tschechoslowakei, deren Auslandsverschuldung nicht sehr hoch ist, ihre Importe weiterwachsen. Insgesamt erhöhten sich 1976 die wertmäßigen Importe aus entwickelten Ländern in die osteuropäischen Volkswirtschaften um weniger als 3% auf \$ 28 Mrd., wobei sich real sogar eine Abnahme ergeben haben könnte. Innerhalb des osteuropäischen Gebiets ist der Dollarwert des Handelsumsatzes im vergangenen Jahr um schätzungsweise rund 10% gestiegen, d.h. wesentlich langsamer als 1975. Dies war vor allem die Folge viel geringerer Preissteigerungen, besonders bei Roh- und Betriebsstoffen. Eine noch größere Reduzierung der Einfuhren aus den westlichen entwickelten Ländern wurde 1976 von China erreicht; mit gut \$ 4 Mrd. waren sie wertmäßig fast ein Viertel niedriger.

Was die Exporte betrifft, so wurde auch hier die Wachstumsstruktur 1976 vor allem durch die industrielle Erholung bestimmt; ein guter Teil der daraus resultierenden Importnachfrage wurde durch die entwickelten Länder selbst befriedigt, aber auch die Nachfrage nach Roh- und Betriebsstoffen war bedeutend höher. Die gesamten Ausfuhren der entwickelten Länder erhöhten sich mengenmäßig um 11% und damit etwas weniger als ihre Importe. Zwar übten sie damit als Gruppe per saldo einen expansiven Einfluß auf die übrige Welt aus, doch galt in vielen Einzelfällen das Gegenteil. In manchen Ländern dieser Gruppe, so in Kanada und Großbritannien, sowie, von den kleineren Volkswirtschaften, in Finnland, Israel, Jugoslawien und Neuseeland kam hierin teilweise der Zugriff des Anpassungsprozesses auf die Importe zum Ausdruck; andererseits war in Japan der entscheidende Faktor eine Zunahme der mengenmäßigen Exporte um 23%. So gingen die per saldo expansiven Impulse der entwickelten Welt auf den Welthandel von einer recht kleinen Gruppe großer Länder aus, darunter die USA, deren Exporte sich nur um 3 ½% erhöhten, sowie Deutschland, Frankreich und Italien.

Die Stärke der industriellen Nachfrage nach Roh- und Betriebsstoffen machte sich bei allen anderen wichtigen Ländergruppen bemerkbar. Das Exportvolumen der Entwicklungsländer ohne eigene Ölvorkommen wuchs 1976 um 6%, womit sich die in der zweiten Hälfte 1975 in Gang gekommene Erholung fortsetzte. Mit der Kräftigung der Nachfrage nach Erdöl erhöhten sich auch die Exporte der OPEC-Länder um 13%. Dem lagen zwei Hauptfaktoren zugrunde: eine sehr starke Zunahme der Verkäufe an die USA, deren eigene Produktion weiterhin abnahm, und umfangreiche Ölverschiffungen gegen Jahresende angesichts der bevorstehenden Erhöhung der OPEC-Preise. Gleichzeitig verbesserten auch die Staatshandelsländer ihre Exportergebnisse sowohl für Rohstoffe wie für gewerbliche Güter; so weitete die UdSSR ihre mengenmäßigen Ölexporte an nichtkommunistische Länder um nicht weniger als 44% aus. Insgesamt gesehen steigerten die osteuropäischen Länder ihre wertmäßigen Ausfuhren in die entwickelten Marktwirtschaftsländer um 16% auf fast \$ 20 Mrd., was eine beträchtliche Erhöhung der Exportmenge implizierte.

Die während des Jahres 1976 sehr bescheidene Zunahme des durchschnittlichen Dollarwertes der internationalen Handelsgüter ist auf eine Reihe von Gründen zu-

rückzuführen, darunter die anhaltenden Überschußkapazitäten in der gewerblichen Wirtschaft, die im allgemeinen ergiebigen Welternten und die insgesamt bessere Verfassung des Dollars auf den Devisenmärkten. Bis zu einem gewissen Grade führte letztere dazu, daß die Erhöhung der Außenhandelspreise im vergangenen Jahr zu gering ausgewiesen war, da der anhaltende Anstieg der Exportpreise vieler Länder in Landeswährung sich nur teilweise in den in Dollar ausgedrückten Beträgen niederschlug.

Die im vergangenen Jahr insgesamt stabile Preisentwicklung der Handelsgüter verschleierte eine Anzahl von Bewegungen in den relativen Preisen und damit in den Terms of trade verschiedener Länder oder Wirtschaftsgruppen. So war die industrielle Erholung von einer starken Aufwärtsbewegung der Rohstoffpreise begleitet, wobei der Economist-Dollar-Index 1976 um 18% anstieg. Kassarohstoffpreise spiegeln jedoch üblicherweise Differenzgeschäfte wider; die Exportpreise der Rohstoffproduzenten (ohne Erdöl) erhöhten sich jedenfalls im Durchschnitt um bescheidenere 7½%. Die Ölpreise stiegen im Jahresvergleich um 6%, teilweise wegen der OPEC-Preiserhöhung vom Oktober 1975 und teilweise wegen der Auswirkungen der kräftigeren Nachfrage, die den Marktpreis gegenüber dem „Listen“-Preis von einem Abschlag zu einem Zuschlag in die Höhe trieb. Insgesamt gesehen hatten die Preisbewegungen 1976 eine geringe Verschlechterung der Terms of trade für die entwickelten Länder zur Folge. Die wesentlichsten Veränderungen waren Verschlechterungen von 10 bzw. 7% in Südafrika und Spanien und Gewinne zwischen 5 und 7% in der Schweiz, Neuseeland und Irland. Als Pendant hierzu verbesserten sich die Terms of trade der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer um 5%, womit weniger als ein Drittel der ungünstigen Bewegung in den Jahren 1974 und 1975 wettgemacht wurde; jene der OPEC-Länder verbesserten sich um 3½%, obwohl die Kaufkraft der Einnahmen dieser Länder 1976 sehr stark sank.

Zahlungsbilanzen

Die weltweite Leistungsbilanzsituation wurde 1976 von zwei Tendenzen beherrscht: einer Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses der OPEC-Länder von \$35 auf 45 Mrd. und einer Umverteilung des globalen Defizits der übrigen Welt. Das gesamte Defizit der entwickelten Länder stieg von \$12 auf 29 Mrd., während das der Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen um etwa \$12 Mrd. von 32 auf 20 Mrd. und das der Staatshandelsländer, nach ihrer Handelsbilanz zu urteilen, um \$4 auf ungefähr 5 Mrd. schrumpfte.

Innerhalb dieser verschiedenen Gruppen war die Entwicklung auch im vergangenen Jahr sehr unterschiedlich. Was die OPEC-Länder betrifft, so führte die Zunahme der Nachfrage nach Erdöl durch die Industrieländer zusammen mit weiteren Ölpreiserhöhungen dazu, daß der gesamte Überschuß gleichmäßiger als 1975 verteilt war, wobei nur Algerien und Indonesien bedeutende Leistungsbilanzdefizite verzeichneten. Ein wesentlicher Teil des gesamten OPEC-Leistungsbilanzüberschusses konzentrierte sich wiederum auf die Länder mit niedriger Importquote, nämlich Saudi-Arabien, Kuwait und die Vereinigten Arabischen Emirate; daneben verbesserte im vergangenen Jahr aber auch eine Anzahl von Ländern mit einer höheren Importkapazität ihre Leistungsbilanzposition, nämlich Algerien, der Iran, der Irak und Libyen. Im Gegensatz dazu übertrafen in Indonesien, Nigeria und Venezuela die zusätzlichen Ausgaben für Importe die Zunahme der Öleinnahmen.

In der *entwickelten Welt* entfielen drei Viertel des Zuwachses von \$17 Mrd. des gesamten Leistungsbilanzdefizits auf die USA, deren Überschuß in Höhe von \$11,7 Mrd. 1975 durch ein kleines Defizit abgelöst wurde. Weitere Anzeichen einer größeren Ausgeglichenheit zwischen den Mitgliedern der Zehnergruppe waren die Abnahme des Überschusses in Deutschland um fast \$1 Mrd., der Umschwung des Überschusses in der belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion zu einem bescheidenen Defizit sowie der Abbau der Defizite in Großbritannien und in geringerem Ausmaß in Kanada. Andererseits weitete sich das zusammengefaßte Defizit Frankreichs, Italiens und Schwedens von \$2,3 auf 11,1 Mrd. aus. In jüngster Zeit zeichnete sich in den ersten beiden dieser Länder eine Verbesserung ab, während seit Anfang 1977 Großbritannien etwa im Gleichgewicht ist und das Defizit Kanadas sich weiter verringert hat.

In der Gruppe der kleineren entwickelten Länder weitete sich das gesamte Defizit im vergangenen Jahr um weitere \$2 auf 22 ½ Mrd. oder 4 ½% ihres zusammengefaßten BSP aus. Nur wenigen dieser Länder gelang es, das Ergebnis des vergangenen Jahres zu verbessern; das bemerkenswerteste Beispiel ist Jugoslawien, das nach einem Defizit von mehr als \$1 Mrd. einen kleinen Überschuß erzielte — das erste Plus, das von einem Mitglied dieser Gruppe seit 1973 verzeichnet wurde. Sowohl in Finn-

Leistungsbilanzsalden¹

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungen und Übertragungen			Leistungsbilanz		
	1974	1975	1976	1974	1975	1976	1974	1975	1976
	Milliarden US-Dollar								
Entwickelte Gebiete									
Belgien-Luxemburg ²	0,9	0,5	- 0,9	0	0,2	0,6	0,9	0,7	- 0,3
Deutschland (BR) . . .	22,2	17,7	16,4	-12,4	-13,8	-13,4	9,8	3,9	3,0
Frankreich	- 3,9	1,5	- 4,4	- 2,0	- 1,5	- 1,3	- 5,9	0	- 5,7
Großbritannien	-12,2	- 7,2	- 5,4	4,3	3,5	3,9	- 7,9	- 3,7	- 2,5
Italien	- 8,5	- 1,2	- 4,0	0,5	0,5	1,1	- 8,0	- 0,7	- 2,9
Japan	1,4	5,0	9,9	- 6,1	- 5,7	- 6,2	- 4,7	- 0,7	3,7
Kanada	1,7	- 0,6	1,2	- 3,2	- 4,3	- 5,6	- 1,5	- 4,9	- 4,4
Niederlande	0,7	1,0	1,2	1,3	0,6	1,2	2,0	1,6	2,4
Schweden	0,7	0,8	0,5	- 1,6	- 2,4	- 3,0	- 0,9	- 1,5	- 2,5
Schweiz	- 2,0	0,2	0,6	2,2	2,4	2,8	0,2	2,6	3,4
USA	- 5,4	9,0	- 9,2	4,9 ³	2,7	8,6	- 0,5 ³	11,7	- 0,6
Zehnergruppe und Schweiz	- 4,4	26,7	4,9	-12,1	-17,8	-11,3	-16,5	8,9	- 6,4
Sonstige	-27,2	-27,8	-28,0	8,8	7,2	5,4	-18,4	-20,6	-22,6
Entwickelte Gebiete zusammen	-31,6	- 1,1	-23,1	- 3,3	-10,6	- 5,9	-34,9	-11,7	-29,0
darunter: OECD ⁴	-25,5	6,2	-18,2	- 5,2	-12,2	- 7,9	-30,7	- 6,0	-26,1
Entwicklungs- gebiete⁵									
OPEC-Länder	90	62	71	-25	-27	-26	65	35	45
Sonstige	-16	-22	-12	- 9	-10	- 8	-25	-32	-20
Entwicklungsge- biete zusammen	74	40	59	-34	-37	-34	40	3	25
Staatshandels- länder	- 3	- 9	- 5						

¹ Auf Transaktionsbasis. ² Teilweise auf Kassenbasis; Exporte und Importe teilweise cif. ³ Ohne spezielle Zuschüsse der US-Regierung in Höhe von \$3,1 Mrd. ⁴ Sämtliche entwickelte Gebiete außer Israel, Jugoslawien und Südafrika. ⁵ Teilweise geschätzt.

land wie in Israel schmolzen die Leistungsbilanzdefizite um jeweils etwa \$1 Mrd. zusammen, obwohl sie mit \$1,1 bzw. 1,3 Mrd. immer noch sehr hoch waren. Südafrika und Neuseeland erreichten kleinere Verbesserungen. Diese positive Entwicklung wurde jedoch mehr als aufgewogen durch eine insgesamt \$4 Mrd. betragende Verschlechterung der Leistungsbilanzen Dänemarks, Österreichs und Norwegens, deren Defizite sich auf \$1,9 bzw. 1,5 und 3,7 Mrd. beliefen. Daneben weiteten sich die Minussalden von Spanien und Australien jeweils um fast \$1 Mrd. auf 4,4 bzw. 1,5 Mrd. aus.

Der Abbau im zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizit der *Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen* um \$12 Mrd. im vergangenen Jahr beruhte auf einer günstigen Mengen- wie Preisentwicklung. Zwar war die Verbesserung größtenteils der Expansion des Welthandels zu verdanken, doch kam auch ein nicht unbeträchtlicher Teil dadurch zustande, daß eine Reihe dieser Länder ihre Defizite durch Nachfragesteuerung und direkte Importkontrollen zu reduzieren suchte. Besonders große Fortschritte dürften die asiatischen Länder gemacht haben, wobei ihnen gute Ernten und eine zunehmende Praxis bei der Herstellung gewerblicher Güter zu Hilfe kamen; der spektakulärste Fall war Indien, dessen Leistungsbilanz (ohne öffentliche Übertragungen) im vergangenen Jahr von einem Defizit in Höhe von \$1,1 Mrd. 1975 zu einem Überschuß von \$1,2 Mrd. umschlug. Andere Länder, darunter Südkorea und Taiwan, verbesserten ihre Leistungsbilanzposition ebenfalls beträchtlich.

In Lateinamerika hatten die Argentinien und Chile durch die finanziellen Umstände aufgezwungenen Korrekturmaßnahmen bis 1976 bereits einige Erfolge gezeitigt, im allgemeinen aber haben sowohl in diesem Raum wie in den übrigen Entwicklungsgebieten der Welt außerhalb Asiens viele Länder die notwendigen Anpassungen hinausgezögert und es vorgezogen, die günstigen Gelegenheiten zur Auslandsfinanzierung zu nutzen und hohe Leistungsbilanzdefizite anzusammeln. Daher kam es 1976 wiederum zu beträchtlichen Defiziten in Ländern wie Brasilien, Mexiko, Marokko, Ägypten und den Philippinen. Von dem zusammengefaßten Defizit der Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen entfiel im letzten Jahr die Hälfte auf diese fünf Länder.

In der *Gruppe der Staatsbandelsländer* wurde die sich immer stärker ausweitende Lücke im Handel mit den entwickelten Ländern 1976 unter Kontrolle gebracht, wobei vor allem Importrestriktionen eine Rolle spielten. Das Handelsdefizit Osteuropas schrumpfte von \$9 auf 7 Mrd., wobei die UdSSR, Polen und Rumänien die größten Verbesserungen aufwiesen. Mehr als drei Viertel des Defizits 1976 wurden von den zwei erstgenannten Ländern getragen. Schließlich wird geschätzt, daß China sein Handelsdefizit gegenüber der westlichen entwickelten Welt 1976 auf \$1,2 Mrd. oder die Hälfte des Vorjahresbetrags reduziert hat und daß sich der gesamte Handelsbilanzsaldo von einer ausgeglichenen Position zu einem Überschuß von \$1 Mrd. verbessert hat.

Die Entwicklung in den einzelnen Ländern. Den bei weitem größten Umschwung in der Leistungsbilanz verzeichneten 1976 die *Vereinigten Staaten*, wo der Überschuß von \$11,7 Mrd. 1975 durch ein Defizit von \$0,6 Mrd. ersetzt wurde. Die Passivierung der Handelsbilanz von einem Überschuß von \$9 Mrd. zu einem Defizit von \$9,2 Mrd. war sogar noch größer; hier wirkten sich die Fortdauer der relativ schnelleren Expansion in den USA ebenso wie deren wachsende Abhängigkeit von Erdölimporten aus. Die gesamten Importe (fob) erhöhten sich wertmäßig um fast \$26 auf 124 Mrd. und

dem Volumen nach um 23%. Die Betriebsstoffimporte, die sich real um fast ein Viertel auf einen Stand von \$37 Mrd. in laufenden Preisen erhöhten, beanspruchten ein Drittel des gesamten Zuwachses; die viel größere Kategorie der Nichterdöl-Importe nahm ebenfalls um 24% zu, darunter am stärksten gewerbliche Vormaterialien, Kraftfahrzeuge und andere Konsumgüter. Die Einfuhren aus Entwicklungsländern ohne Ölvorkommen, besonders in Asien, waren deutlich höher; der Zuwachs der Importe aus den entwickelten Ländern in Höhe von \$11,4 Mrd. entfiel zu mehr als drei Vierteln auf Kanada und Japan. Die Ausfuhren weiteten sich um \$7,6 auf 114,7 Mrd. aus. Dem Volumen nach war die Zunahme um 3 1/2% bescheiden; sie lag deutlich unter der des Welthandels. Die Ausfuhren landwirtschaftlicher Produkte erhöhten sich leicht auf \$23,4 Mrd.; dabei wurde die mengenmäßige Zunahme — einschließlich vermehrter Lieferungen an die von der Trockenheit heimgesuchten europäischen Länder — in Höhe von 12% großenteils durch geringere Preise als Folge der sonst überall guten Ernten kompensiert. Bedeutsamer mag sein, daß die Zunahme der Ausfuhr nichtlandwirtschaftlicher Produkte in Höhe von \$6,5 Mrd. mengenmäßig nur 1% ausmachte. Die Lieferungen von Investitionsgütern waren wegen des überall gedrückten Investitionsniveaus niedriger als 1975.

Die schwache Verfassung der Handelsbilanz wurde 1976 teilweise ausgeglichen durch eine kräftige Erholung in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz, wo der Überschuß von \$2,7 auf 8,6 Mrd. stieg. Die Nettokapitalerträge erhöhten sich von \$6 auf 10,5 Mrd., wobei sich höhere Gewinne im Ölgeschäft und die vorangegangene Zunahme der Bankausleihungen an das Ausland auswirkten; darüber hinaus nahmen die Eingänge aus militärischen Lieferungen und Leistungen um \$1,3 Mrd. zu.

Ein großer Teil der Passivierung in der Leistungsbilanz wurde durch die Entwicklung des Kapitalverkehrs wettgemacht; hier war der Saldo im vergangenen Jahr ausgeglichen, während sich 1975 Nettokapitalexporte von \$7 Mrd. ergeben hatten. Diese Veränderung ging fast vollständig auf die Zunahme bei den nichtzurechenbaren Nettokapitalzuflüssen von \$4,6 auf 10,5 Mrd. zurück. Die erfaßten Kapitaltransaktionen ergaben 1976 einen Nettoabfluß von \$10,5 Mrd., das sind \$1,1 Mrd. weniger als im Jahr zuvor. Innerhalb dieser recht stabilen Gesamtentwicklung kam es 1976 zu zwei sich im großen und ganzen kompensierenden Veränderungen: einerseits erhöhten sich die privaten Kapitalexporte aus den USA beträchtlich, vor allem als Folge der weiteren kräftigen Ausweitung der ausländischen Anleiheemissionen in den USA, wobei sich die Portfolioanlagen per saldo von \$3,7 auf 7,4 Mrd. verdoppelten; andererseits war der Umfang der Auslandskapitalzuflüsse sehr viel höher, großenteils infolge von Vorauszahlungen auf Waffenlieferungen und einem vermehrten Erwerb von Papieren des Schatzamtes durch private Gebietsfremde.

Die Verschlechterung der Handelsbilanz der USA hielt praktisch das gesamte Jahr 1976 hindurch an, so daß dem Überschuß in der zweiten Jahreshälfte 1975 in Höhe von \$4,3 Mrd. ein Defizit von \$6,4 Mrd. im entsprechenden Zeitraum 1976 folgte. Im ersten Vierteljahr 1977 passivierte sich die Handelsbilanz mit einem saisonbereinigten Defizit von \$6,9 Mrd. noch weiter. Kräftig gestiegene Öllieferungen wegen des extrem strengen Winters trugen zu einer Zunahme des Importvolumens um 7% bei, während gleichzeitig die Ausfuhren effektiv abnahmen.

Nach den USA mußte *Frankreich* 1976 die größte Verschlechterung in seiner Leistungsbilanz hinnehmen; sie entwickelte sich von einer ausgeglichenen Position zu einem Defizit von \$5,7 Mrd. Daneben verminderten sich die Nettokapitalzuflüsse von \$5,2 auf 1,7 Mrd. sehr stark, so daß sich in der Gesamtbilanz ein massiver Umschwung um mehr als \$9 Mrd. zu einem Defizit von \$4 Mrd. ergab.

Die Veränderung der Leistungsbilanz spiegelte recht genau die Passivierung der Handelsbilanz von einem Überschuß von \$1,5 Mrd. zu einem Defizit von \$4,4 Mrd. wider. Das Volumen der Importe erhöhte sich um fast 21 %, also mehr als zweimal so stark wie das der Exporte; die Einfuhren, vor allem von gewerblichen Gütern und Vormaterialien, wurden durch die konsuminduzierte binnenwirtschaftliche Erholung kräftig angeregt, während die Sommerdürre den Handelssaldo bei landwirtschaftlichen Gütern ungünstig beeinflusste und auch die Ölimporte erhöhte. Zusätzlich zu der Verbreiterung der Lücke im realen Handel verschlechterten sich während der zweiten Jahreshälfte die Terms of trade um über 2 %, was teilweise eine Folge der Abwärtsbewegung des Frankens war. Im Kapitalverkehr ergab sich eine Verringerung der gesamten Nettozuflüsse um \$3,5 Mrd., obgleich die Nettoauslandsverschuldung der französischen Unternehmen von \$2,8 auf 4,5 Mrd. wuchs. Bei den übrigen Kapitalbewegungen verminderten sich die Nettozuflüsse kurzfristiger Nichtbankennittel um \$2,4 Mrd., während die Nettokapitalexporte durch Portfoliogeschäfte und langfristige Handelskredite sich jeweils um rund \$1 Mrd. erhöhten.

Gegen Jahresende begann sich der Leistungsbilanzsaldo zu verbessern; im ersten Vierteljahr 1977 stagnierten die Importe, womit sie eine ausgeprägte Schrumpfung des Handelsbilanzdefizits auf \$1 Mrd. verursachten.

Auch *Italien* erlebte 1976 einen Rückschlag in seiner Leistungsbilanz; das Defizit weitete sich von \$0,7 auf 2,9 Mrd. aus. Der Saldo der Dienstleistungen und Übertragungen verbesserte sich um \$0,6 Mrd., während sich das Handelsbilanzdefizit von \$1,2 auf 4 Mrd. mehr als verdreifachte. Die Exporte erhöhten sich im Jahresvergleich mengenmäßig um 12 %; durch die Stärke der inländischen Nachfrage wuchsen jedoch die Importe noch schneller, nämlich um über 15 %. Darüber hinaus wurde die Handelsbilanz beeinträchtigt durch eine Verschlechterung der Terms of trade um 4 %, die teilweise eine Folge der Abwärtsbewegung der Lira war. Die saisonbereinigte Zunahme des Importvolumens während des Jahres verlief stoßweise; nachdem sich die Einfuhren im ersten Quartal kräftig erhöht hatten, stagnierten sie im zweiten Vierteljahr, als die Importdepotregelung wieder eingeführt wurde; im dritten nahmen sie sogar um fast 3 % ab, erholten sich dann aber im letzten Quartal um 13 %. Das Handelsdefizit war folglich in der zweiten Jahreshälfte saisonbereinigt noch größer als im ersten Halbjahr, obwohl die Exporte während des gesamten Jahres recht stetig wuchsen.

Die Kapitalbilanz Italiens aktivierte sich im vergangenen Jahr im Gegensatz zu Frankreich von Nettoabflüssen von \$1,4 Mrd. zu Nettozuflüssen von \$1,5 Mrd. Die fortschreitende Verschärfung der Geldpolitik während des Jahres, die Importdepotregelung und die im Oktober eingeführte Steuer auf Devisenkäufe führten zusammengenommen zu einer sehr starken Umkehrung bei den Handelskrediten; nach einem Nettoabfluß von \$0,3 Mrd. ergab sich ein Nettozufluß von \$2 Mrd.

Als Reaktion auf die drastische Ausweitung im vorangegangenen Quartal verringerten sich die Importe im ersten Vierteljahr 1977, so daß es zu einer beträchtlichen Abnahme des Leistungsbilanzdefizits kam.

Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden¹

	Jahr	Leistungs- bilanz	Kapital- bilanz	Gesamt- bilanz ²	Berichtigungs- posten ³	Berichtigte Gesamtbilanz (=Verände- rung der Wäh- rungsposition) ⁴
Belgien-Luxemburg ⁵	1975	+ 700	+ 840	+ 1 540	+ 20	+ 1 560
	1976	- 280	- 60	- 340	+ 280	- 60
Dänemark	1975	- 490	+ 130	- 360	+ 30	- 330
	1976	- 1 910	+ 1 980	+ 70	+ 70	+ 140
Deutschland (BR) . . .	1975	+ 3 890	-3 630	+ 260	- 800	- 540
	1976	+ 3 040	-2 280	+ 760	+ 80	+ 840
Finnland	1975	- 2 180	+ 1 750	- 430	- 10	- 440
	1976	- 1 140	+ 930	- 210	- 10	- 220
Frankreich	1975	0	+ 5 200	+ 5 200	- 180	+ 5 020
	1976	- 5 710	+ 1 680	-4 030	+ 520	-3 510
Griechenland ⁶	1975	- 1 090	+ 630	- 460	.	- 460
	1976	- 1 090	+ 1 040	- 50	.	- 50
Großbritannien . . .	1975	- 3 710	+ 210	-3 500	+ 100	-3 400
	1976	- 2 550	-1 270	-3 820	+ 90	-3 730
Irland	1975	- 70	+ 350	+ 280	- 40	+ 240
	1976	- 340	+ 480	+ 140	+ 80	+ 220
Italien	1975	- 650	-1 370	-2 020	+ 90	-1 930
	1976	- 2 860	+ 1 500	-1 360	+ 350	-1 010
Japan	1975	- 680	-1 940	-2 620	- 130	-2 750
	1976	+ 3 700	- 790	+2 910	+ 10	+2 920
Jugoslawien	1975	- 1 040	+ 780	- 260	.	- 260
	1976	+ 150	+ 810	+ 960	.	+ 960
Kanada	1975	- 4 900	+ 3 400	-1 500	+ 140	-1 360
	1976	- 4 370	+ 4 840	+ 470	+ 270	+ 740
Niederlande	1975	+ 1 590	-1 320	+ 270	+ 630	+ 900
	1976	+ 2 370	-3 620	-1 250	+ 610	- 640
Norwegen	1975	- 2 460	+ 2 820	+ 360	- 290	+ 70
	1976	- 3 720	+ 3 580	- 140	+ 310	+ 170
Österreich	1975	- 320	+ 1 350	+ 1 030	- 90	+ 940
	1976	- 1 510	+ 510	-1 000	- 70	-1 070
Portugal ⁶	1975	- 820	- 190	-1 010	- 140	-1 150
	1976	- 1 230	+ 260	- 970	- 50	-1 020
Schweden	1975	- 1 630	+ 2 980	+ 1 250	- 280	+ 970
	1976	- 2 470	+ 1 740	- 730	- 70	- 800
Schweiz	1975	+ 2 590	+ 2 600	+ 5 190	.	+ 5 190
	1976	+ 3 440	- 760	+ 2 680	.	+ 2 680
Spanien	1975	- 3 540	+ 2 000	-1 540	0	-1 540
	1976	- 4 440	+ 2 610	-1 830	- 200	-2 030
Türkei	1975	- 1 880	+ 240	-1 640	.	-1 640
	1976	- 2 000	+ 80	-1 920	.	-1 920
USA	1975	+ 11 700	-7 050	+ 4 650	+ 30	+ 4 680
	1976	- 600	- 20	- 620	+ 50	- 570

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 Finanzierungseite berücksichtigt sind.

¹ Auf Transaktionsbasis. ² Gleich der Summe der tatsächlichen Transaktionen; soweit möglich ohne Bewertungsgewinne oder -verluste bei den Reserven als Folge von Wechselkursbewegungen. ³ Vor allem Bewertungsgewinne oder -verluste und statistische Differenzen. ⁴ Gleich der Summe der letzten beiden Spalten in der Tabelle auf S. 94. ⁵ Teilweise auf Kassenbasis. ⁶ Portugal (Mutterland) gegenüber der übrigen Welt.

Der Leistungsbilanzüberschuß in *Deutschland* schrumpfte 1976 weiter auf \$ 3 Mrd., das ist weniger als ein Drittel des Rekordbetrags von 1974. Während sich das übliche hohe Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen leicht von \$ 13,8 auf 13,4 Mrd. verringerte, nahm der sogar noch größere Ausführüberschuß um \$ 1,3 auf 16,4 Mrd. ab. Das Wachstum des Exportvolumens in Höhe von 13 ½% machte nicht nur die Abnahme um 10 ½% im Jahr 1975 mehr als wett, sondern übertraf auch die Expansion des Welthandels, was darauf hindeutet, daß Deutschlands Exporte weiterhin wettbewerbsfähig blieben. Die Ausfuhren von Konsumgütern und Halbfertigerzeugnissen erhöhten sich kräftig, wobei die lebhaftesten Märkte in den OPEC- und den EWG-Ländern lagen; der Dollarwert der deutschen Exporte in diese Länder erhöhte sich um 21 bzw. 19%. Was die Importe betrifft, so war der Zuwachs mit real 16 ½% sogar noch stärker; teilweise kommt hierin die verhältnismäßig kräftige wirtschaftliche Erholung in Deutschland zum Ausdruck. Die Tatsache, daß die Importe fast dreimal so schnell wuchsen wie das reale BSP, läßt aber auch auf die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit ausländischer Anbieter auf dem deutschen Markt schließen. Das Volumen der Investitionsgüterimporte erhöhte sich um 21%, wobei die Kraftfahrzeugimporte sogar noch stärker wuchsen. Die Einfuhren aus den USA und Großbritannien expandierten stark, ebenso diejenigen aus Staatshandelsländern und Entwicklungsländern ohne Ölvorkommen. Letztere lieferten neben den üblichen Rohstoffen auch ein größeres Volumen an Fertigwaren.

In der Kapitalbilanz war 1976 der Nettoabfluß von \$ 2,3 um 1,4 Mrd. niedriger als im Jahr zuvor. In der Struktur der Kapitaltransaktionen gab es beträchtliche Verschiebungen; am bemerkenswertesten war die starke Einschränkung der langfristigen Nettokapitalexporte von \$ 6,8 Mrd. 1975 auf praktisch Null. Dies war das Ergebnis zweier Faktoren: einmal führten (zum Teil spekulative) Käufe deutscher Wertpapiere zu einem Nettozufluß im Portfoliogeschäft von \$ 1,5 Mrd. nach Nettoabflüssen von \$ 1,7 Mrd. 1975; zum anderen verminderten sich die langfristigen Nettokapitalexporte des Bankensektors von \$ 4,6 auf 1,5 Mrd. Diese Bewegungen wurden in beträchtlichem Umfang durch einen Umschwung bei den kurzfristigen Nettokapitaltransaktionen in Höhe von \$ 5,1 Mrd. wieder wettgemacht, womit sich ein Abfluß in Höhe von \$ 2,1 Mrd. ergab. Er war größtenteils die Folge einer Wende bei den Handelskrediten. Im gesamten Jahr verzeichnete Deutschland einen Überschuß in der Gesamtbilanz von \$ 0,8 Mrd. gegenüber weniger als \$ 0,3 Mrd. im Jahre 1975.

Ebenso wie im Gesamtjahr 1976 kam es auch im Verlauf des Jahres trotz stabiler vierteljährlicher Ausführüberschüsse von etwa \$ 4 Mrd. zu einer Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses, und zwar von \$ 1,2 Mrd. im ersten auf \$ 0,4 Mrd. im letzten Vierteljahr. Im ersten Vierteljahr 1977 nahm der Leistungsbilanzüberschuß bei unverändertem Handelsbilanzüberschuß um \$ 0,8 Mrd. zu.

Die Leistungsbilanzen von *Belgien-Luxemburg* und *Schweden* verschlechterten sich beide 1976 um fast \$ 1 Mrd.; sie wiesen Defizite von \$ 0,3 bzw. 2,5 Mrd. auf. In Belgien-Luxemburg war die Passivierung vollständig auf den Handelsverkehr zurückzuführen, wobei eine Verbesserung bei den Dienstleistungen und Übertragungen teilweise kompensierend wirkte. Der Kapitalimport von \$ 0,8 Mrd. 1975 machte einem geringen Abfluß Platz; die Gesamtbilanz schlug von einem Überschuß von \$ 1,5 Mrd. in ein Defizit von \$ 0,3 Mrd. um. Das größere Leistungsbilanzdefizit in Schweden war vor allem das Ergebnis höherer Nettozahlungen bei den Dienstleistungen

und Übertragungen, besonders den Kapitalerträgen und im Reiseverkehr. Obwohl die langfristige Verschuldung fast das Niveau des vorangegangenen Jahres von \$ 2,5 Mrd. erreichte, kam es zu höheren Nettoabflüssen bei den Direktinvestitionen, den Handelskrediten sowie den Darlehenstilgungen, womit der gesamte Nettokapitalimport sich von \$ 2,9 auf 1,7 Mrd. verminderte. Die Gesamtbilanz Schwedens passivierte sich folglich kräftig von einem Überschuß von \$ 1,2 Mrd. zu einem Defizit von \$ 0,7 Mrd.

Von den Industrieländern, deren Leistungsbilanz sich im vergangenen Jahr verbesserte, verzeichnete *Japan* bei weitem den größten Gewinn. Die Leistungsbilanz aktivierte sich erstmals seit 1972 um \$ 4,4 Mrd. zu einem Überschuß von \$ 3,7 Mrd., wobei eine bescheidene Zunahme des Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen auf \$ 6,2 Mrd. durch eine Verdoppelung des Ausfuhrüberschusses auf fast \$ 10 Mrd. weit in den Schatten gestellt wurde. Mit Hilfe eines harten Wettbewerbsdenkens bei der Preisgestaltung — im Durchschnitt lagen die Dollar-Exportpreise 1976 immer noch unter denen vor zwei Jahren — wurde das Exportvolumen um über 23% ausgeweitet; die Verkäufe von längerlebigen Konsumgütern, Maschinen und Kraftfahrzeugen in andere Industrieländer, besonders in die USA, wuchsen während der ersten Jahreshälfte sehr kräftig, stagnierten dann aber mit der allgemein nachlassenden industriellen Erholung. Im Gegensatz dazu weiteten sich zwar die Importe während des ganzen Jahres 1976 stetig aus, lagen aber nur 10 ½% höher als ein Jahr zuvor und immer noch deutlich unter dem Niveau des Jahres 1973.

Im Kapitalverkehr schrumpften die Nettoabflüsse weiter auf \$ 0,8 Mrd. Vorangegangen war ein Zeitraum von drei Jahren, in dem der kumulative Abfluß über \$ 14 Mrd. erreicht hatte. Die langfristigen Kapitalexporte erhöhten sich netto von \$ 0,3 auf 1 Mrd., da die Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen, den Handelskrediten und anderen Ausleihungen durchweg zunahmen; diese Veränderung wurde jedoch durch einen Umschwung bei den kurzfristigen Bewegungen (einschließlich des Restpostens) von einem Abfluß in Höhe von \$ 1,7 Mrd. 1975 zu einem kleinen Nettozugang 1976 mehr als wettgemacht. Die Gesamtbilanz aktivierte sich somit von einem Defizit von \$ 2,6 Mrd. zu einem Überschuß von \$ 2,9 Mrd.

Auf saisonbereinigter Basis ergaben sich mehr als zwei Drittel des Leistungsbilanzüberschusses von 1976 in den ersten sechs Monaten. Seiner Verminderung von \$ 2,6 auf 1,1 Mrd. in der zweiten Jahreshälfte folgte jedoch ein erneuter Anstieg der Exporte, der im ersten Vierteljahr 1977 zu einem Leistungsbilanzüberschuß von \$ 2 Mrd. führte.

Das Leistungsbilanzdefizit *Großbritanniens* schrumpfte 1976 um weitere \$ 1,2 auf 2,5 Mrd. Im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern war im Handelsverkehr der mengenmäßige Zuwachs sowohl der Exporte wie der Importe gering. Im Jahresvergleich erhöhten sich die Exporte um 8%, wobei die Lieferungen an die EWG- und OPEC-Länder am stärksten zunahmen. Der größte Teil des Zuwachses ergab sich in der ersten Jahreshälfte parallel zur weltweiten Erholung; dieses Tempo konnte jedoch im zweiten Halbjahr trotz der seit März in Gang gekommenen fortschreitenden Abwertung des Pfund Sterlings nicht aufrechterhalten werden. Das Importvolumen wuchs um knapp 6% und erreichte ein Niveau, das nur geringfügig höher war als 1973. Die Wende im Lagerzyklus gab der Einfuhr von gewerblichen Vormaterialien Auftrieb. Daneben wuchs die Einfuhr von Fahrzeugen kräftig. Die heimische Ölproduktion brachte Importeinsparungen von \$ 1 Mrd. gegenüber nur

\$ 100 Mio. 1975; die Einfuhr von Ausrüstungen und die Schuldendienstkosten führten jedoch dazu, daß die Nordseeoperationen 1976 immer noch einen negativen Einfluß auf die Leistungsbilanz hatten, obwohl sich diese Lücke bis zum Jahresende rasch verengte. Alles in allem verminderte sich das Handelsdefizit von \$ 7,2 auf 6,4 Mrd. Im Gegensatz zur Handelsbilanz profitierten die Dienstleistungen und Übertragungen deutlich von dem Verfall des Pfund Sterlings im Jahre 1976; der Überschuß stieg von \$ 0,4 auf 3,9 Mrd., da die erhöhten Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr, den Kapitalerträgen und anderen privaten Dienstleistungen die umfangreicheren öffentlichen Mittelabflüsse für Zinszahlungen und Übertragungen mehr als kompensierten.

In der Kapitalbilanz wurde der kleine Nettozufluß des Vorjahres von einem Defizit in Höhe von \$ 1,3 Mrd. abgelöst. Im privaten Sektor war die Verschlechterung allgemein, wobei offensichtlich die Leads and lags im Zusammenhang mit der Pfundschwäche eine Rolle spielten. Die Nettozuflüsse bei den privaten Direktinvestitionen und den Portfolioanlagen sanken von \$ 1,6 auf 0,6 Mrd., während die kurzfristigen Mittel einschließlich der Handelskredite und der Restgröße netto von einem Zufluß von \$ 0,6 Mrd. in einen Abfluß von \$ 0,5 Mrd. umschlugen. Andererseits aktivierte sich 1976 die Bilanz der amtlichen langfristigen Kapitaltransaktionen (ohne amtliche Verschuldung im Rahmen des „exchange cover scheme“, die als Finanzierungstransaktion behandelt wird) von einem Defizit von über \$ 0,5 Mrd. zu einem kleinen Überschuß, wozu teilweise wieder Käufe von Staatspapieren durch private Gebietsfremde gegen Ende des Jahres beitrugen. Die Verschlechterung der Kapitalbilanz führte die Gesamtbilanz noch weiter ins Defizit, und zwar von \$ 3,5 Mrd. 1975 auf \$ 3,8 Mrd. 1976.

Im Verlauf des ersten Vierteljahres 1977 brachten weitere Verbesserungen in der Nettoerölbilanz und bei den Dienstleistungen und Übertragungen die Leistungsbilanz ins Gleichgewicht. Im Vierteljahresergebnis entstand immer noch ein Leistungsbilanzdefizit von \$ 0,5 Mrd., wobei das saisonbereinigte Exportvolumen stagnierte, während die Importe um 3% stiegen; diese Entwicklung vollzog sich aber allein im Januar. Im April schließlich, als die Ausfuhren recht kräftig zunahmen, ergab sich in der Leistungsbilanz ein beträchtliches Plus.

Von den Ländern mit anhaltenden Überschüssen verbesserten sowohl die Schweiz wie die Niederlande auch 1976 ihren Leistungsbilanzsaldo. In der Schweiz erhöhte sich der Überschuß von \$ 2,6 auf 3,4 Mrd., wobei der Handel sowie die Dienstleistungen und Übertragungen gleichviel zu dem Zuwachs beitrugen. Die Ausweitung des Ausfuhrüberschusses um \$ 0,4 auf 0,6 Mrd. beruht gänzlich auf Gewinnen bei den Terms of trade in Höhe von 5%, da trotz der anhaltenden inländischen Rezession das Importwachstum recht kräftig war (13 ½% real) und das der Exporte (11 ½%) übertraf. Bei den Dienstleistungen und Übertragungen war der größte Teil des Gewinnes höheren Nettokapitalerträgen zu verdanken. In der Kapitalbilanz wurden die kapalexportfördernden Maßnahmen in größerem Umfang als 1975 fortgesetzt; die Emissionen langfristiger Auslandsanleihen (nach Abzug der Tilgungen) und mittelfristiger Schweizer-Franken-Schuldverschreibungen nahmen von \$ 3,5 auf 5,2 Mrd. zu. Gleichzeitig gingen die Nettokapitalzuflüsse anderer Art, vor allem kurzfristige und nichtzurechenbare Posten, sehr stark zurück, so daß sich die Kapitalbilanz von Nettozuflüssen in Höhe von \$ 2,6 Mrd. zu Nettoabflüssen von \$ 0,8 Mrd. passivierte. Der Gesamtüberschuß wurde folglich im Vergleich zu 1975 fast halbiert, obwohl er mit \$ 2,7 Mrd. immer noch hoch war. Der Leistungsbilanzüberschuß

der *Niederlande* erhöhte sich 1976 um \$0,8 auf 2,4 Mrd., was einer Erholung der Nettoeinnahmen bei den Dienstleistungen und Übertragungen, besonders bei den Kapitalerträgen und den öffentlichen Übertragungen, sowie einer kleinen mengenmäßigen Verbesserung im Handelsverkehr zu verdanken war. In der Kapitalbilanz erreichten die gesamten Nettoabflüsse über \$3,6 Mrd., fast dreimal soviel wie im vorangegangenen Jahr; die Nettoausleihungen der Banken und andere langfristige Kredite an Gebietsfremde nahmen von \$0,7 auf 2,2 Mrd. zu; auch die Nettoabflüsse für Direktinvestitionen und Portfolioanlagen erhöhten sich stark. Die Gesamtbilanz passivierte sich folglich von einem Überschuß in Höhe von \$0,3 Mrd. zu einem Defizit von \$1,3 Mrd.

Auch *Kanada* erzielte 1976 eine geringe Verbesserung seiner Leistungsbilanz, obwohl das Defizit mit \$4,4 Mrd. groß blieb. Die Handelsbilanz, die von der Expansion in den USA profitierte, aktivierte sich um \$1,8 Mrd. auf einen Überschuß von \$1,2 Mrd., was jedoch zum großen Teil durch höhere Schuldendienstzahlungen und Ausgaben im Reiseverkehr wieder aufgezehrt wurde. Im Kapitalverkehr zog Kanada 1976 sehr hohe Mittelbeträge auf sich. Die langfristigen Nettokapitalimporte erhöhten sich von \$4 auf 7,7 Mrd., was ausschließlich auf die Aufnahme von Mitteln in New York und an den internationalen Märkten zurückzuführen ist. Ein Teil dieser Mittel wurde wieder kurzfristig im Ausland angelegt; die Gesamtbilanz aktivierte sich von einem Defizit von \$1,5 Mrd. zu einem Überschuß von \$0,5 Mrd.

Die Finanzierung der Überschüsse und Defizite

Entwickelte Länder. Der größte Überschuß in der Währungsposition unter den Zehnergruppenländern im Jahre 1976 entfiel mit \$2,9 Mrd. auf *Japan*. Die amtlichen Nettowährungsreserven wuchsen um \$3,5 Mrd. auf etwas über \$16 Mrd., während die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken sich um weitere \$0,6 auf über 14 Mrd. erhöhten. Die Zunahme der Dollarreserven um \$4 Mrd. ging noch über die Verbesserung bei den gesamten amtlichen Währungsbeständen hinaus; von diesem Betrag fielen \$3,5 Mrd. während der ersten neun Monate infolge erheblicher offizieller Interventionen auf dem Devisenmarkt an. Diese waren zum Teil auf Nettozuflüsse über das Bankensystem zurückzuführen, die sich in den ersten sechs Monaten des Jahres auf \$1,5 Mrd. beliefen. Im letzten Quartal wuchsen, bei per saldo nur noch geringen offiziellen Interventionen, die Dollarreserven um weitere \$0,5 Mrd., im wesentlichen, weil andere, längerfristige Forderungen fällig wurden. Über das Jahr gesehen, verringerten sich die offiziellen Bestände an solchen Forderungen um insgesamt \$0,8 Mrd., während die IWF-Reserveposition Japans sich um \$0,5 Mrd. erhöhte. Im ersten Quartal 1977 führte der Überschuß in der Gesamtbilanz von \$0,5 Mrd. in vollem Umfange zu einem weiteren Anstieg der zentralen Nettowährungsreserven.

In der *Schweiz* belief sich der Überschuß in der Auslandsposition für das Jahr 1976 auf \$2,7 Mrd., die praktisch voll den Reserven zugeschlagen wurde. Unter Ausklammerung von Veränderungen in Swapgeschäften zwischen den Banken und der Schweizerischen Nationalbank zum Jahresende haben jedoch die amtlichen Nettowährungsreserven nur um \$1,3 Mrd. zugenommen, also um den gleichen Betrag wie im Vorjahr. Die Zunahme der Reserven im vergangenen Jahr (ohne Swaps) konzentrierte sich auf das erste Halbjahr, als die gesamten offiziellen Interventionen zur Bremsung des Anstiegs des Schweizer Frankens \$4,3 Mrd. erreichten, von denen nur \$1,5 Mrd. im Rahmen der Konversionsvorschriften für ausländische Emissionen

in der Schweiz dem Markt wieder zuflossen. Im Gefolge der im Laufe des Monats Juni beschlossenen Maßnahmen, die auf eine Einschränkung der Aufnahme spekulativer Positionen in Schweizer Franken zielten, traten die Behörden während der zweiten Jahreshälfte per saldo als Verkäufer von Devisen auf, wobei ihre Dollarverkäufe für den Kapitalexport \$4,7 Mrd. erreichten, gegenüber einer gesamten offiziellen Marktintervention von \$3,2 Mrd. Bereinigt um die Operationen zum Jahresende wuchsen die Nettoauslandsforderungen der Schweizer Geschäftsbanken 1976 um \$1,4 Mrd. an; im dritten Quartal flossen über die Banken \$1,9 Mrd. ab, was im letzten Quartal zum großen Teil kompensiert wurde. Im Laufe des ersten Quartals 1977 nahmen die Nettowährungsreserven fast ausschließlich wegen der Abwicklung von Swaps mit den Banken zum Jahresende um \$2 Mrd. ab.

In *Deutschland* ergab im vergangenen Jahr die gesamte Währungsposition, die sich 1975 um \$0,5 Mrd. verschlechtert hatte, einen Überschuß von \$0,8 Mrd. Innerhalb dieses bescheidenen Überschusses erhöhten sich die zentralen Nettowährungsreserven kräftig um \$3,5 Mrd.; dies war weitgehend auf Nettozuflüsse über die Banken in Höhe von \$2,7 Mrd. zurückzuführen. In den Auslandspositionen der amtlichen Stellen und des Bankensektors ergaben sich über das Jahr gesehen erhebliche Schwankungen, die mit den auf den Devisenmärkten aufgetretenen Störungen und deren Überwindung zusammenhängen. Die Währungskrise während des ersten Quartals führte den amtlichen Nettoaktiva \$3,7 Mrd. zu; von diesem Betrag hatten \$2,2 Mrd. ihr Pendant in Zuflüssen zu den Banken. Im zweiten Vierteljahr brachte eine teilweise Umkehr dieser Bewegungen eine Abnahme der amtlichen Nettowährungsreserven um \$1,3 Mrd. und einen Abfluß von \$1,1 Mrd. über die Banken. Ein erneuter Aufwärtsdruck auf die Deutsche Mark zwischen Juli und Oktober trug dann zu einer weiteren Ausweitung der zentralen Währungsreserven in Höhe von \$2,2 Mrd. bei, die von einem Zufluß von \$1,5 Mrd. über die Banken begleitet war. Nach dem Realignment der Leitkurse im Oktober im Rahmen des gemeinsamen Floatings verringerten sich die amtlichen Nettowährungsreserven in den letzten zwei Monaten des Jahres um \$1,1 Mrd.; die Nettoauslandsposition der Banken änderte sich allerdings wegen der Zuflüsse am Jahresende per saldo nicht. Im ersten Quartal 1977, als der Zahlungsbilanzüberschuß insgesamt \$1,2 Mrd. betrug, stellten sich die Nettoabflüsse der Banken (zum Teil infolge einer Umkehr der Jahresabschlußtransaktionen) auf \$0,9 Mrd. Die amtlichen Nettowährungsreserven wiesen daher nur einen geringen Anstieg auf.

Von den anderen Zehnergruppenländern hatte nur *Kanada* voriges Jahr insgesamt einen Überschuß in der gesamten Währungsposition zu verzeichnen, der sich auf \$0,7 Mrd. belief. Die amtlichen Nettowährungsreserven schrumpften um \$0,3 Mrd., doch verbesserte sich die Nettoauslandsposition der Banken um \$1 Mrd. Bei den amtlichen Währungsbeständen stieg die Reserveposition Kanadas beim IWF während des Jahres um \$0,3 Mrd., und die Devisenreserven erhöhten sich um \$0,2 Mrd. Letztere hatten sich im ersten Halbjahr um \$0,6 Mrd. ausgeweitet, verminderten sich aber im dritten Quartal, als der kanadische Dollar sich abschwächte, um \$0,3 Mrd. Die auf die Provinzwahlen in Quebec folgenden Störungen des Devisenmarkts hatten allerdings im letzten Quartal per saldo nur geringen Einfluß auf die Devisenreserven, da Verluste in Höhe von \$0,8 Mrd. im November fast in voller Höhe im Dezember wiedergutmacht wurden. Im ersten Quartal 1977 allerdings kosteten die Interventionen zur Stützung des Dollars \$0,7 Mrd. aus den Reservenbeständen.

Entwickelte Länder: Währungsposition¹

	Jahresende	Gold ²	Devisen (netto)	Forderungen/Verbindlichkeiten gegen den IWF	Gesamte zentrale Währungsposition (netto)	Position der Geschäftsbanken (netto)	Gesamte Auslandsposition (netto)	Veränderung ³	
								Zentrale Währungsposition (netto)	Geschäftsbankenposition (netto)
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg . . .	1975	1 780	2 725	1 415	5 920	- 850	5 070	+ 525	+ 1 035
	1976	1 780	2 155	1 405	5 340	- 330	5 010	- 580	+ 520
Dänemark	1975	75	605	170	850	135	985	- 50	- 280
	1976	75	525	175	775	350	1 125	- 75	+ 215
Deutschland (BR)	1975	4 965	23 395	3 550	31 910	1 320	33 230	- 1 020	+ 485
	1976	4 965	25 935	4 510	35 410	- 1 335	34 075	+ 3 500	- 2 655
Finnland	1975	35	355	- 5	385	- 630	- 245	0	- 440
	1976	35	355	- 150	240	- 705	- 465	- 145	- 75
Frankreich	1975	14 135	6 330	1 015	21 480	.	.	+ 3 875 ⁴	+ 1 140
	1976	12 840	3 205	1 245	17 290	.	.	- 2 890 ⁴	- 620
Griechenland . . .	1975	150	- 250	- 205	- 305	35	- 270	- 465	+ 5
	1976	150	- 230	- 270	- 350	35	- 315	- 45	0
Großbritannien . .	1975	890	- 5 585 ⁵	1 205	- 3 490	.	.	- 3 190	- 215 ⁶
	1976	890	- 9 600 ⁵	- 1 320	- 10 030	.	.	- 6 540	+ 2 810 ⁶
Irland	1975	20	1 415	95	1 530	- 435	1 095	+ 265	- 25
	1976	20	1 680	135	1 835	- 520	1 315	+ 305	- 85
Italien	1975	3 480	- 1 645	- 2 780	- 945	- 725	- 1 670	- 2 505	+ 575
	1976	9 320	- 400	- 2 760	6 160	- 2 995	3 165	+ 1 265 ⁴	- 2 270
Japan	1975	865	10 355	1 325	12 545	- 13 530	- 985	- 815	- 1 935
	1976	860	13 340	1 865	16 065	- 14 125	1 940	+ 3 520	- 595
Jugoslawien . . .	1975	60	800	- 145	715	.	.	- 265	.
	1976	60	1 980	- 360	1 680	.	.	+ 965	.
Kanada	1975	900	3 055	1 205	5 160	- 355	4 805	- 510	- 850
	1976	880	2 475	1 505	4 860	680	5 540	- 300	+ 1 035
Niederlande . . .	1975	2 295	3 335	1 480	7 110	500	7 610	+ 250	+ 645
	1976	2 295	3 470	1 665	7 430	- 460	6 970	+ 320	- 960
Norwegen	1975	40	1 820	235	2 095	- 130	1 965	+ 105	- 35
	1976	40	1 880	390	2 310	- 170	2 140	+ 215	- 40
Österreich	1975	855	3 245	310	4 410	- 1 200	3 210	+ 990	- 50
	1976	850	3 005	510	4 365	- 2 220	2 145	- 45	- 1 020
Portugal	1975	1 135	15	10	1 160	185	1 345	- 1 075	- 75
	1976	1 125	- 865	- 190	70	250	320	- 1 090	+ 65
Schweden	1975	235	2 560	235	3 030	735	3 765	+ 1 335	- 360
	1976	235	1 805	395	2 435	535	2 970	- 595	- 200
Schweiz	1975	3 515	6 850	95	10 460	9 450	19 910	+ 1 535	+ 3 655
	1976	3 515	9 255	290	13 060	9 525	22 585	+ 2 600	+ 75
Spanien	1975	600	5 160	- 440	5 320	- 2 815	2 505	- 710	- 835
	1976	600	4 240	- 560	4 280	- 3 805	475	- 1 040	- 990
Türkei	1975	145	- 1 230	- 210	- 1 295	.	.	- 1 640	.
	1976	145	- 2 985	- 370	- 3 210	.	.	- 1 915	.
USA	1975	11 600	- 80 580 ⁷	4 550	- 64 430	5 405 ⁸	- 59 025	- 3 490	+ 8 170
	1976	11 600	- 91 530 ⁷	6 830	- 73 100	13 510 ⁸	- 59 590	- 8 670	+ 8 105

¹ Bei den meisten Ländern stimmen die Zahlen nicht genau mit den veröffentlichten Ergebnissen überein. ² Gold wird in Frankreich seit Januar 1975 und in Italien seit Ende 1976 zu marktbezogenen Preisen, in einem Drittel der aufgeführten Länder zum alten offiziellen Preis von \$42,22 je Unze und in den übrigen mit SZR bewertet, wobei die Konvertierung in Dollar zum jeweiligen Verhältnis Dollar/SZR vorgenommen wird. ³ Die Summe der letzten beiden Spalten entspricht der berichtigten Gesamtbilanz in der Tabelle auf Seite 88. ⁴ Ohne Änderungen als Folge der Neubewertung des Goldes. ⁵ Enthält als Verbindlichkeiten Eurogeldmarktkreditaufnahmen von Regierungen sowie sonstige Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors im Rahmen des „exchange cover scheme“. ⁶ Enthält die Veränderung der Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber Gebietsfremden, ihrer Sterling-Forderungen an Gebietsfremde und aller Sterling-Verbindlichkeiten gegenüber (offiziellen und privaten) Gebietsfremden. ⁷ Konvertierbare Fremdwährungsguthaben abzüglich der von den Banken gemeldeten Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen. ⁸ Kurzfristige Forderungen der Banken an Ausländer abzüglich ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber nichtoffiziellen Stellen im Ausland.

Unter den Zehnergruppenländern mit Defiziten in ihrer Währungsposition im vergangenen Jahr war das Defizit *Großbritanniens* im Betrage von \$ 3,7 Mrd. am höchsten. Daneben kam es zu einem Nettoabfluß über die Banken von \$ 2,8 Mrd., der fast vollständig das Ergebnis eines Abzugs von offiziellen Sterlingguthaben war, so daß sich der gesamte durch die amtlichen Nettowährungsreserven zu finanzierende Betrag auf \$ 6,5 Mrd. belief. Die Ölexportländer bauten vor allem im zweiten und dritten Quartal ihre offiziellen Sterlingguthaben um \$ 2,4 Mrd. ab. Die sonstigen offiziellen Sterlingguthaben blieben im großen und ganzen unverändert, während die privaten Guthaben um nahezu \$ 0,5 Mrd. wuchsen. Neben den Abzügen von Sterlingguthaben schlossen weitere Bankabflüsse während der ersten drei Quartale eine Zunahme der kurzfristigen Sterlingforderungen gegenüber Gebietsfremden um \$ 1,1 Mrd. ein, eine Entwicklung, die nur zum Teil im vierten Quartal kompensiert wurde.

Der vom Zahlungsbilanzdefizit und von den Abflüssen bei den Banken herrührende Druck auf das Pfund Sterling konzentrierte sich auf die elf Monate bis zum November. Während dieser Zeit bedurfte es einer offiziellen Finanzierung in Höhe von \$ 7 Mrd.; die Reserven nahmen allerdings nur um nicht ganz \$ 0,3 Mrd. ab, so daß praktisch alle von den Behörden auf dem Markt verkauften Dollar aus verschiedenen Arten der Auslandsverschuldung herrührten. Der bedeutendste Einzelposten, der nahezu das Vierfache des Betrags im Vorjahr ausmachte, waren die von öffentlichen Stellen im Rahmen des „exchange cover scheme“ aufgebrachten \$ 3,1 Mrd.; darüber hinaus wurden \$ 2 Mrd. auf den IWF gezogen, über die Hälfte davon im Rahmen der Ölfazilität; ein weiterer Betrag von \$ 1,5 Mrd. entfiel auf den Bereitschaftskredit in Höhe von \$ 5,3 Mrd., der im Juni von den Währungsbehörden der Zehnergruppe und der Schweiz unter Mitwirkung der BIZ verfügbar gemacht worden war.

Die daran anschließende Wiederbelebung des Vertrauens in das Pfund Sterling hatte bis zum April dieses Jahres zu einer Verbesserung der amtlichen Nettoreserven um \$ 4,2 Mrd. geführt. Die Reserven erhöhten sich um \$ 5 Mrd., denen nur um \$ 0,8 Mrd. höhere offizielle Verbindlichkeiten gegenüberstanden. Neue Kreditaufnahmen beim IWF (\$ 1,2 Mrd.) und auf dem Eurogeldmarkt (\$ 1,1 Mrd.) wurden weitgehend durch die Rückzahlung der \$ 1,5 Mrd. wettgemacht, die zuvor auf die von den Zentralbanken eingeräumte Fazilität gezogen worden waren.

Die Währungsposition *Frankreichs* verschlechterte sich 1976 ebenfalls erheblich, wiewohl die Verschlechterung, hauptsächlich wegen der Höherbewertung der Währungsreserven, um \$ 3,5 Mrd. geringer war als das gesamte Zahlungsbilanzdefizit. Das Defizit in der Währungsposition wurde im wesentlichen durch eine Verminderung der amtlichen Nettowährungsaktiva im Betrage von \$ 2,9 Mrd. abgedeckt; dieser Abzug fand in voller Höhe im ersten Quartal vor dem Ausscheiden des Frankens aus dem Währungsverbund statt. Während dieser drei Monate sanken die Devisenreserven um \$ 1,6 Mrd., während es zugleich zu einer Zunahme der Verbindlichkeiten um \$ 1,5 Mrd. kam, die mit der Stützung des Frankens innerhalb des Währungsverbunds in Zusammenhang stand. Als diese Verbindlichkeiten im April abgedeckt wurden, gingen die Devisenreserven um \$ 1,3 Mrd. zurück. Während des restlichen Jahres veränderten sich per saldo die amtlichen Nettoreserven nur geringfügig, außer im Juli und August, als eine neuerliche Stützung des Frankens zu einem Rückgang der Devisenreserven um \$ 0,4 Mrd. beitrug. Der Bankensektor wies über das Jahr gesehen Nettozuflüsse von \$ 0,6 Mrd. auf. Im ersten Quartal kam es zu einem erheblichen Abfluß

in Höhe von \$1,1 Mrd., der einen Teil des Drucks bewirkte, der zu den Reservenverlusten führte; danach zogen die Banken jedoch allmählich Gelder an, wobei sie über den Rest des Jahres Verbindlichkeiten in Höhe von netto fast \$1,8 Mrd. eingingen, von denen mehr als die Hälfte in das dritte Quartal fiel, als die inländischen Zinssätze stark angehoben wurden.

Ungeachtet der beträchtlichen Verschlechterung der Leistungsbilanz ist das Defizit in der Währungsposition *Italiens* im Jahre 1976 um die Hälfte auf \$1 Mrd. reduziert worden. Da sich überdies über die Banken Nettozufüsse von \$2,3 Mrd. ergaben, haben sich die amtlichen Nettowährungsreserven tatsächlich um \$1,3 Mrd. verbessert. Im Gesamtverlauf des Jahres haben sie allerdings sehr erheblich geschwankt. Während der ersten fünf Monate, als die Bruttodevisenreserven so gering waren, daß die amtlichen Marktinterventionen sechs Wochen lang eingestellt wurden, wurde die Verschlechterung der amtlichen Nettoreserven um \$1,8 Mrd. durch Kreditaufnahmen mehr als wettgemacht: \$1 Mrd. wurde von der EWG aufgenommen, \$0,5 Mrd. wurden im Rahmen des Darlehensvertrags von 1974 noch einmal von der Bundesbank gezogen, und \$0,5 Mrd. wurden aus der Swaplinie der Federal Reserve hereingenommen. Unmittelbar vor der Jahresmitte lockerte sich der Druck auf die Lira; in den drei Monaten von Juni bis August füllten sich die amtlichen Nettobestände um \$2 Mrd. auf, einschließlich der Rückzahlung einer früheren Ziehung auf die Federal Reserve. Nach einem zeitweiligen Rückschlag im September setzte sich die Erholung im letzten Quartal fort; die amtlichen Nettoauslandsaktiva erhöhten sich in diesem Zeitraum um weitere \$1,9 Mrd. Die Ausweitung der Nettoverschuldung der Banken hielt zwar das ganze Jahr hindurch an, konzentrierte sich jedoch weitgehend auf das zweite und vierte Quartal.

In den ersten drei Monaten 1977 wurde das Gesamtdefizit in Höhe von \$1,8 Mrd. größtenteils durch eine weitere Zunahme der Auslandsverschuldung der Banken von \$1,4 Mrd. finanziert. Der Rückgang der amtlichen Nettoreserven in Höhe von \$0,4 Mrd. wäre übrigens noch größer gewesen, wenn nicht ein Betrag in gleicher Höhe aus Transaktionen Libyens mit dem Fiat-Unternehmen zugeflossen wäre.

In den *Vereinigten Staaten* verschlechterte sich 1976 die Nettoauslandsposition geringfügig um \$0,6 Mrd. Die kurzfristigen Nettoforderungen der Banken gegenüber Gebietsfremden erhöhten sich um \$8,1 Mrd., während die amtlichen Nettoauslandsverbindlichkeiten um \$8,7 Mrd. zunahmen.

Die amtlichen Währungsreserven erhöhten sich während des Jahres um \$2,5 Mrd., was fast ausschließlich auf den Zuwachs der US-Reserveposition gegenüber dem IWF zurückzuführen war. Im ganzen Jahr erhöhten sich die Devisenbestände nur um knapp \$0,2 Mrd.; die Erhöhung im ersten Halbjahr um \$1,3 Mrd. wegen britischer, italienischer und mexikanischer Ziehungen im Rahmen von Swapgeschäften wurde später zumeist wieder egalisiert. Die Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Dollargläubigern erhöhten sich andererseits beträchtlich um \$11,2 Mrd., fast dreimal soviel wie im vorangegangenen Jahr. Der gesamte Zuwachs ergab sich gegenüber Ländern in Asien einschließlich des Nahen Ostens.

Im Bankenbereich konzentrierte sich der Nettoabfluß kurzfristiger Mittel sehr stark auf das erste und das letzte Vierteljahr, als er \$2,8 bzw. 5,3 Mrd. erreichte. Im ganzen Jahr erhöhten sich die kurzfristigen Bruttoforderungen der Banken gegenüber

Gebietsfremden um \$18,8 Mrd., also beträchtlich stärker als 1975 (\$11,2 Mrd.). Ein großer Teil der letztjährigen Ausleihungen dürfte auf den Eurogeldmarkt und an die Niederlassungen der US-Banken in den Offshore-Finanzplätzen des karibischen Raums und des Fernen Ostens geflossen sein. Gleichzeitig entfiel der größte Teil der Neuverschuldung von US-Banken gegenüber privaten Ausländern in Höhe von \$10,6 Mrd. auf Banken in der übrigen Welt.

In den ersten drei Monaten dieses Jahres verminderte sich die zentrale Nettoauslandsposition um \$4,2 Mrd. Die zentralen Aktiva erhöhten sich um \$0,4 Mrd., was ungefähr der Zunahme der US-Forderungen im Rahmen der Allgemeinen Kreditvereinbarungen entsprach; weitaus stärker fiel jedoch die Ausweitung der amtlichen Verbindlichkeiten um \$4,6 Mrd. ins Gewicht, da die von anderen Ländern in den USA gehaltenen Dollarreserven weiter wuchsen.

Sowohl *Schweden* wie die *Niederlande* verzeichneten 1976 eine beträchtliche Verschlechterung ihrer Nettoauslandspositionen um \$0,8 bzw. 0,6 Mrd. Wie schon 1975 lassen sich die Angaben für die Niederlande nicht mit den Zahlungsbilanzdaten abstimmen, die ein Gesamtdefizit von \$1,3 Mrd. aufweisen. Das Defizit Schwedens wurde vor allem durch Rückgriff auf die Währungsreserven finanziert, die um \$0,7 Mrd. sanken. Im Gegensatz dazu wurde dasjenige der Niederlande durch kurzfristige Bankzuflüsse mehr als gedeckt, so daß sich die amtlichen Nettowährungsreserven im gesamten Jahr um \$0,3 Mrd. erhöhten. Während des zweiten Vierteljahres verursachten jedoch umfangreiche Mittelabflüsse, darunter \$0,8 Mrd. über die Banken, eine Abnahme der Nettowährungsreserven um \$1,2 Mrd.; Nettozuflüsse von \$1,8 Mrd. über die Banken während des restlichen Jahres gingen Hand in Hand mit einer Verbesserung der amtlichen Währungsposition um \$1,3 Mrd.

In ausgeprägtem Gegensatz zu 1975 verschlechterte sich die Währungsposition von *Belgien-Luxemburg* im vergangenen Jahr nur marginal. Hinter dieser geringen, sich auf \$60 Mio. belaufenden Bewegung verbargen sich kurzfristige Abflüsse über die Banken von \$0,5 Mrd., die mit einer etwas größeren Abnahme der Nettowährungsreserven verbunden waren. Die vierteljährlichen Bewegungen der Nettoauslandsposition waren wegen des wechselnden Standes des Frankens auf dem Devisenmarkt unbeständig. Größere Rückgänge der Nettowährungsreserven um \$1,3 bzw. 1 Mrd. im ersten und dritten Quartal wurden während des restlichen Jahres nur teilweise wieder wettgemacht. Die Transaktionen der Banken bildeten einen wichtigen Gegenposten zu den amtlichen Bewegungen, besonders während der ersten neun Monate des Jahres, bevor der Franken sich beträchtlich zu befestigen begann. Im vierten Quartal erhöhten sich die Nettoverbindlichkeiten der Banken um \$0,2 Mrd.; diese Entwicklung hielt auch eingangs 1977 an. Die zentralen Nettoreserven dagegen wuchsen im letzten Vierteljahr 1976 um \$0,9 Mrd. und in den ersten drei Monaten dieses Jahres um weitere \$0,3 Mrd.

Drei der kleineren entwickelten Länder, nämlich *Österreich*, *Portugal* und *Spanien*, verzeichneten im vergangenen Jahr eine kräftige Verschlechterung ihrer Nettoauslandspositionen. Im Falle Österreichs wurde das Währungsdefizit von \$1,1 Mrd. fast ausschließlich durch Mittelzuflüsse über die Banken finanziert; die Fehlbeträge in Portugal und Spanien in Höhe von \$1,0 bzw. 2,0 Mrd. erforderten jedoch eine Finanzierung aus den amtlichen Beständen in Höhe von jeweils \$1 Mrd.

Darüber hinaus erhöhten sich die kurzfristigen Nettoverbindlichkeiten der spanischen Banken um \$ 1 Mrd. auf einen Gesamtbetrag von \$ 3,8 Mrd.

Ölausfuhrländer. Die den OPEC-Ländern für Anlagezwecke zur Verfügung stehenden Mittel dürften sich Schätzungen zufolge gegenüber dem Betrag für 1975 in Höhe von \$ 35,3 Mrd. nur wenig verändert haben. Insgesamt entsprach das Verhältnis zwischen kurz- und langfristigen Plazierungen aller für Anlagezwecke verfügbaren Mittel etwa dem des Jahres 1975. Innerhalb dieser beiden großen Gruppen hat sich jedoch 1976 die erfaßbare Anlagestruktur der Gelder der Ölexporture etwas verschoben. In der Kategorie der kurzfristigen Anlagen verringerten sich die Sterling Guthaben und Bestände an britischen Schatzwechseln um \$ 2,6 Mrd., während liquide Anlagen in den USA in geringerem Maße als 1975 zunahmen; demgegenüber wuchsen Fremdwährungseinlagen in Großbritannien und anderswo stärker als im Jahr zuvor. Im längerfristigen Bereich ergab sich der Rückgang bei den Krediten an internationale Stellen und bei den Mitteln, die gemäß besonderen bilateralen Vereinbarungen angelegt wurden, aus dem Auslaufen der IWF-Ölfazilität und der geringeren Zunahme in der Unterstützung anderer Entwicklungsländer durch die OPEC-Staaten. Anlagen in Aktien und Grundvermögen hielten sich auf dem bereits 1975 erreichten hohen Niveau, während die Käufe von längerfristigen Staatspapieren in den USA und Großbritannien von \$ 2,4 auf 4,4 Mrd. stiegen.

Ölausfuhrländer: Aufteilung der anlagefähigen Überschüsse (Schätzung)¹

	1974	1975	1976
	Milliarden US-Dollar		
Bankguthaben und Geldmarktanlagen			
Dollareinlagen in den USA	4,0	0,6	1,6
Sterlingeinlagen in Großbritannien	1,7	0,2	— 1,4
Einlagen auf Fremdwährungsmärkten	22,8	9,1	12,6
Schatzwechsel in den USA und Großbritannien	8,0	— 0,4	— 2,2
Zusammen	36,5	9,5	10,6
Langfristige Anlagen			
Besondere bilaterale Abkommen	11,9	12,4	10,3
Kredite an internationale Institutionen	3,5	4,0	2,0
Staatspapiere in den USA und Großbritannien	1,1	2,4	4,4
Sonstige ²	4,0	7,4	8,0
Zusammen	20,5	26,2	24,7
Neuanlagen insgesamt	57,0	35,7	35,3

¹ Quelle: Bank von England, sowie Fremdwährungsdarlehen.

² Auch Beteiligungen und Immobilienanlagen in den USA und Großbritannien

Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen. Der Rückgang des Leistungsbilanzdefizits der Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen um schätzungsweise \$ 12 Mrd. erleichterte 1976 die Finanzierungsprobleme dieser Gruppe beträchtlich. Das Defizit in Höhe von \$ 20 Mrd. (das Einnahmen in Höhe von rund \$ 8 Mrd. aus offiziellen Übertragungen enthält) wurde mehr als gedeckt durch Hilfeleistungen und andere offizielle Zuflüsse im Gesamtbetrag von \$ 12 Mrd. sowie von privaten Kapitalzuflüssen in Höhe von \$ 15 Mrd. Die entsprechenden Zahlen für 1975 betragen \$ 11 bzw. 18 Mrd. Die privaten Kapitalzuflüsse des vergangenen Jahres enthielten Bruttoneuverschuldungen von \$ 18 Mrd. von Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie von

Niederlassungen der US-Banken im karibischen Raum und dem Fernen Osten, das sind \$ 1-2 Mrd. mehr als 1975. Die gesamten Reserven der Entwicklungsländer erhöhten sich um fast \$ 11 Mrd., während ihre Ziehungen auf den IWF um netto \$ 1,9 Mrd. zunahmen.

Die Leistungsbilanzungleichgewichte und der Anpassungsprozeß in längerfristiger Perspektive

Längerfristig betrachtet, folgten die globalen Zahlungsbilanzergebnisse des vergangenen Jahres dem gleichen allgemeinen Schema, nach dem sich die Ungleichgewichte im Anschluß an die Ölpreiserhöhungen des Jahres 1973 entwickelten, wenn es auch einige Veränderungen der Leistungsbilanzsalden in die richtige Richtung zu konstatieren gab. Das wichtigste Element, das unmittelbar aus den Preiserhöhungen folgte, war der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder mit dem entsprechenden Defizit der restlichen Welt. In den drei Jahren 1974-76 hat der OPEC-Leistungsbilanzüberschuß insgesamt schätzungsweise \$ 145 Mrd. erreicht. Dies ist ein eindrucksvoller Betrag, der mehr als vierzehnmal höher liegt als die entsprechende Zahl für 1971-73; infolge der industriellen Rezession 1974/75 und der Fähigkeit der OPEC-Länder, ihre Importe verhältnismäßig rasch auszuweiten, ist er allerdings wesentlich geringer, als zum Zeitpunkt der Ölpreiserhöhungen vielfach vorausgesagt wurde.

Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen seit der Ölkrise¹

	Kumulative Leistungsbilanzsalden			
	1971 - 73	1974 - 76	1971 - 73	1974 - 76
	Milliarden US-Dollar		in Prozent des BSP	
Entwickelte Gebiete				
Deutschland (BR)	6,0	16,7	0,7	1,3
USA	0,3	10,6	0	0,2
Schweiz	0,6	6,2	0,6	3,8
Niederlande	3,4	6,0	2,4	2,5
Belgien-Luxemburg	3,1	1,3	2,8	0,7
Japan	12,3	- 1,7	1,3	- 0,1
Schweden	1,7	- 5,0	1,3	- 2,5
Kanada	- 0,3	- 10,8	- 0,1	- 2,2
Frankreich	0,1	- 11,6	0	- 1,2
Italien	1,8	- 11,6	0,5	- 2,4
Großbritannien	0,9	- 14,1	0,2	- 2,2
Zehnergruppe und Schweiz	29,9	- 14,0	0,4	- 0,1
Sonstige	- 3,6	- 61,6	- 0,4	- 4,4
Entwickelte Gebiete zusammen	26,3	- 75,6	0,3	- 0,6
OPEC-Länder	10	145	.	.
Übrige Entwicklungsgebiete	- 20	- 77	.	.
Staatshandelsländer²	1	- 17	.	.

¹ Siehe Fußnoten zu der Tabelle auf Seite 84.

² Ohne Dienstleistungen und Übertragungen.

Der zweitwichtigste Faktor der weltweiten Verzerrungen in den Zahlungsbilanzen seit 1973 war die Verschlimmerung der nichtölbedingten Ungleichgewichte. Als augenfälligster Aspekt dieser Entwicklung ergibt sich, daß die gesamten Bruttoleistungsbilanzdefizite der ölimportierenden Länder in den Jahren 1974-76 mit schätzungsweise \$ 210 Mrd. um fast die Hälfte höher lagen als der OPEC-Überschuß

insgesamt. Der größte Teil dieses Mehrbetrags hatte überdies sein Gegengewicht in dem zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschuß in Höhe von \$41 Mrd., den eine Gruppe von Industrieländern, nämlich Belgien-Luxemburg, Deutschland, die Niederlande, die Schweiz und die USA, erzielten, die theoretisch einen wesentlichen Anteil des Pendantes zu den OPEC-Überschüssen zu tragen gehabt hätten. Japan hatte zwar für die Dreijahresperiode 1974-76 ein geringfügiges kumulatives Leistungsbilanzdefizit zu verzeichnen, gehört jedoch seit 1976 eindeutig zur Gruppe der Überschußländer.

Die Defizitgebiete der ölimportierenden Welt gliedern sich in drei Hauptgruppen: erstens fünf große Industrieländer, nämlich Frankreich, Großbritannien, Italien, Kanada und Schweden, die in den Jahren 1974-76 ein kumulatives Defizit von \$33 Mrd. hinnehmen mußten, gegenüber einem Gesamtüberschuß in Höhe von \$4 Mrd. in den drei vorangegangenen Jahren; zweitens der Rest der entwickelten Welt, dessen kumulatives Defizit sich in diesen beiden Perioden von unter \$4 auf fast 62 Mrd. erhöhte; drittens die Gruppe der Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen, deren gesamtes Defizit von \$20 auf 77 Mrd. expandierte. Unter diesen verschiedenen Gruppierungen haben die Defizite von Italien und Großbritannien als die größten in der entwickelten Welt sowie die Position der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer besondere Aufmerksamkeit auf sich gelenkt. Das Defizit Großbritanniens ist jedoch seit kurzem beseitigt; das Italiens könnte bis zum Jahresende verschwinden. Was die Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen betrifft, so zeigt die vorstehende Tabelle, daß sie als Gruppe betrachtet keinen unangemessenen Anteil des Ölungleichgewichts zu tragen hatten; das Niveau ihres zusammengefaßten Defizits von 1976 in Höhe von \$20 Mrd. dürfte in der Tat nicht sehr viel größer gewesen sein als vor den Ölpreiserhöhungen, wenn man die inzwischen eingetretenen Veränderungen im weltweiten Preisniveau und in der wirtschaftlichen Entwicklung berücksichtigt. Das Ausmaß, in dem sie 1976 und im bisherigen Verlauf von 1977 ihre Reserven aufstocken konnten, gibt einen Hinweis auf ihre gegenwärtige Position.

Was die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe angeht, so haben sie nicht nur einen siebzehnfachen Anstieg ihres zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits in der Periode 1974-76 gegenüber 1971-73 hinnehmen müssen, der relativ sogar noch höher ist als die Ausweitung der OPEC-Überschüsse, sondern es bieten sich bisher auch keinerlei Anhaltspunkte für eine Verbesserung ihrer Gesamtposition.

Mag es kürzlich auch hie und da Lichtblicke gegeben haben, so bleibt die allgemeine Lage doch sehr unausgewogen, und zwar nicht nur zwischen den OPEC-Ländern und den ölimportierenden Ländern, sondern auch innerhalb der letzteren Gruppe. Wie sind nun die Aussichten für die Erreichung eines besseren Gleichgewichts zu beurteilen und wie sollte der Anpassungsprozeß verlaufen?

Für die Betrachtung dieser Fragen bleibt die Unterscheidung zwischen erdölbedingten und nichterdölbedingten Ungleichgewichten, so unscharf sie auch immer sein mag, ebenso gültig wie im Januar 1974, als der Zwanzigerausschuß die Notwendigkeit hervorhob, daß die Länder bei ihren Reaktionen auf die Ölpreiserhöhungen keine „Maßnahmen ergreifen, die nur die Probleme anderer Länder verschärfen würden“. Heute wie damals sind die traditionellen Instrumente der Anpassungspolitik auf das Ölungleichgewicht nicht anwendbar. Weder kann es durch nach-

fragelockende Maßnahmen in den ölimportierenden Ländern hinweggezaubert werden, es sei denn um den Preis einer unvorstellbar schweren Rezession, noch würde eine Aufwertung der OPEC-Währungen den Gesamtbetrag der Deviseneinnahmen dieser Länder oder, soweit es dort keine mit den Importen konkurrierende Industrie gibt, ihrer Einfuhren nachhaltig beeinflussen. Wiewohl es auch weiterhin dringend erforderlich bleibt, einen Kurs zu verfolgen, der die Abhängigkeit von den OPEC-Ölquellen vermindert, wird doch der OPEC-Überschuß, der gegenwärtig vor allem auf die Länder mit niedriger Importquote konzentriert ist, auf absehbare Zeit sehr groß bleiben und eine Finanzierung der entsprechenden Defizite notwendig machen.

Die Tatsache, daß immer noch keine brauchbaren energiepolitischen Zielsetzungen entwickelt worden sind, ist ohne Frage ein Zeichen mangelnder politischer Willenskraft in der ölimportierenden Welt; noch schwerer wiegt aber das Unvermögen, Zahlungsbilanzungleichgewichte unter Kontrolle zu halten, die nicht im Zusammenhang mit dem Erdöl standen, d.h. insofern war ein solcher doch gegeben, als die Ölpreiserhöhungen sehr deutlich vor allem in der entwickelten Welt aufzeigten, welche Länder Erschütterungen dieses Ausmaßes besser zu verkraften vermochten und welche weniger gut. Die Notwendigkeit, die nichtölbedingten Ungleichgewichte anzupassen, wird nunmehr allgemeiner anerkannt; die Meinungen darüber, wie dies geschehen sollte, sind allerdings verschieden.

Aus dem weiter oben Gesagten wird deutlich, daß die Probleme der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer zusammengenommen weniger schwierig sind, als manchmal geltend gemacht wird. Ihre Situation hat sich nicht nur weniger verschlimmert als die der Defizitländer in der entwickelten Welt, sondern ihre Schwierigkeiten konzentrieren sich vor allem auf eine verhältnismäßig kleine Anzahl von Ländern. In den drei Jahren 1974-76 entfiel auf fünf Länder, nämlich Brasilien, Mexiko, Ägypten, Pakistan und Peru, etwa die Hälfte des gesamten Leistungsbilanzdefizits der nichtölexportierenden Entwicklungsländer in Höhe von \$77 Mrd. Es bedarf also größerer Anpassungsbemühungen in bestimmten Ländern sowie der Vermeidung neuer übermäßiger Defizite in der Zukunft. Was die Rolle der Wechselkursbewegungen in den Entwicklungsländern angeht, so muß berücksichtigt werden, daß sich in vielen von ihnen, außer auf lange Sicht, nur begrenzte Möglichkeiten bieten, Importe zu ersetzen oder Produktionsfaktoren vom inländischen auf den internationalen Bereich ihrer Volkswirtschaften zu verlagern. Die Wirksamkeit abwärtsgleitender Wechselkurse bei der Wiederherstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts wird daher begrenzt sein. Nichtsdestoweniger werden diese Länder eine Überbewertung ihrer Währung vermeiden bzw. korrigieren müssen, wenn sie ihre Defizite innerhalb tragbarer Grenzen halten wollen.

Die größten Probleme hinsichtlich der Bereinigung der nichtölbedingten Ungleichgewichte stellen sich jedoch innerhalb der entwickelten Welt; daher haben sich gerade zwischen diesen Ländern die stärksten Kontroversen darüber ergeben, wie die Anpassung vor sich gehen sollte. In diesem Zusammenhang war viel zu hören über die Notwendigkeit einer symmetrischen Anpassung zwischen den Überschuß- und den Defizitländern, wobei die letzteren hervorheben, wie erstrebenswert es sei, daß die ersteren aktiv werden. Insbesondere wird argumentiert, daß die Verfolgung eines expansiveren Binnenkurses durch die großen Überschußländer nicht nur die Anpassung

fördern würde, sondern dies auch in der Form täte, die dem gegenwärtig verhältnismäßig gedrückten Stand der Weltwirtschaft im allgemeinen am besten entspräche. Darüber hinaus wird es diesen Ländern nahegelegt, ihre Zahlungsbilanzüberschüsse auf direkterem Wege durch eine Aufwertung ihrer Währungen zu beeinflussen.

Dem Argument der Nachfragebeeinflussung haben die Länder mit den größten Überschüssen praktisch entgegengehalten, daß ihre gegenwärtigen Wachstumsraten nicht unbefriedigend sind, daß sie aber angemessene Maßnahmen ergreifen würden, wenn ihre Volkswirtschaften erneute Anzeichen von Schwäche erkennen ließen. In der Zwischenzeit sind sie aber nicht gewillt, sich der Gefahr auszusetzen, ihre schwer erkämpften Erfolge im Kampf gegen die Inflation um eines geringen zusätzlichen Wachstums willen aufs Spiel zu setzen. Zu ihren Gunsten muß gesagt werden, daß es heutzutage wichtiger ist als je zuvor, wenn einige Länder durch ihr Beispiel auch weiterhin zeigen, daß eine solide Geld- und Finanzpolitik die Inflation unter Kontrolle bringen und halten kann.

Was das Wechselkursargument betrifft, so lagen die Ereignisse in den Überschußländern 1976 und in den ersten Monaten 1977 im großen und ganzen auf der Linie des Ziels, eine bessere Verteilung des OECD-Defizits zu erreichen. Die effektiven Wechselkurse der Deutschen Mark, des Schweizer Frankens und des Yen sind ebenso wie jene des belgischen Frankens und des holländischen Guldens alle gestiegen. Mit anderen Worten, die Überschußländer ließen eine Aufwärtsbewegung ihrer Kurse zu, wenngleich die Schweizer Behörden Mitte 1976 den Anstieg des Frankens stoppten. Ein Mehr an Kurssteigerungen kann billigerweise von den Überschußländern nicht verlangt werden; es wäre auch unzweckmäßig, wollten sie dies versuchen. Wohl haben sich Währungsaufwertungen als ein sehr wirksames Mittel zur Eindämmung der Inflation erwiesen, sie müssen aber nicht für sich genommen einem besseren internationalen Zahlungsgleichgewicht förderlich sein, jedenfalls nicht sehr bald.

Aus einer Reihe von Gründen fällt somit die Hauptverantwortung für die Einleitung des Anpassungsprozesses den Defizitländern zu. Dies liegt im Interesse sowohl der Binnenstabilität wie der internationalen Stabilität, und im übrigen können die Überschußländer auch gar nicht gezwungen werden, diese Last zu übernehmen. Aus diesem Schluß folgen jedoch noch weitere, die sowohl die Überschuß- wie die Defizitländer betreffen. Erstens müssen die Überschußländer bereit sein, die Folgen zu akzeptieren, die eine erfolgreiche Anpassung der Defizitländer für ihre Zahlungsbilanzen haben wird. Zweitens wird die Korrektur der sehr hohen Defizite, mit denen gegenwärtig manche Länder leben, Zeit brauchen, und es wäre unklug, das Tempo jetzt zu beschleunigen, ganz gleich welche Fehler in der Vergangenheit gemacht worden sind. Drittens wird während dieses verhältnismäßig langwierigen Anpassungsprozesses für eine Finanzierung gesorgt werden müssen. Und viertens sollte eine solche Finanzierung in Übereinstimmung mit den vorherigen Zielen soweit wie möglich sicherstellen, daß eine derartige Anpassung tatsächlich stattfindet. Die Konsequenzen dieser Schlußfolgerungen für die künftige Versorgung mit internationaler Liquidität werden in Kapitel VII dieses Berichts aufgegriffen.

VI. DIE INTERNATIONALEN GELD- UND KAPITALMÄRKTE

Der hohe Finanzierungsbedarf für Zahlungsbilanzzwecke, die schwache inländische Kreditnachfrage und das reichliche Angebot an neuen Mitteln ließen das Jahr 1976 zu einem weiteren Boomjahr für die internationalen Finanzmärkte werden. Die Geschäftstätigkeit war sowohl im Bankenbereich wie auf den Anleihemärkten sehr lebhaft, wobei beide zusammengenommen neue Kredite von annähernd \$95 Mrd. netto zur Verfügung stellten.

Betrachtet man den internationalen Bankensektor auf der breitesten Grundlage, für die Statistiken verfügbar sind, so erhöhten sich die Bruttoauslandsforderungen der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie der Niederlassungen von US-Banken in den karibischen und fernöstlichen Offshore-Finanzplätzen um \$105 Mrd. oder 24% auf \$548 Mrd. Von diesem Zuwachs dürften etwa \$35 Mrd. auf die Weiterverlagerung von Mitteln zwischen den berichtenden Banken entfallen sein. Ohne diesen beträchtlichen Betrag an Doppelzählungen dürften sich die gesamten zusätzlichen internationalen Nettoausleihungen der Banken schätzungsweise von \$40 Mrd. 1975 auf 70 Mrd. 1976 erhöht haben. Der bei weitem größte Teil dieses Zuwachses bestand aus Forderungen gegenüber Ländern außerhalb der Zehnergruppe und der Offshore-Finanzplätze, die um \$53 auf 202 Mrd. zunahmen gegenüber einer Ausweitung um \$34 Mrd. 1975.

Den stärksten Auftrieb im internationalen Bankengeschäft verzeichneten wie schon 1975 die Auslandsausleihungen der US-Banken über ihre Niederlassungen in den Offshore-Finanzplätzen des karibischen Raums und des Fernen Ostens: diese Niederlassungen zeigten einen Zuwachs ihrer Auslandsforderungen um \$24 Mrd. oder 47%. Darüber hinaus stiegen die direkten Auslandsforderungen der Banken in den USA um \$21 Mrd. oder 35% an; \$11,5 Mrd. dieses Betrags wurden jedoch über die Offshore-Finanzplätze geleitet und sind daher zum großen Teil bereits in den obenerwähnten Zahlen für die Offshore-Niederlassungen der US-Banken enthalten.

In den europäischen Zentren, d.h. den europäischen Zehnergruppenländern und der Schweiz, war die Expansion zwar etwas langsamer, aber immer noch sehr beträchtlich. Die Auslandsforderungen in Landes- wie in Fremdwährungen der in diesen Ländern ansässigen Banken erhöhten sich um \$55,7 Mrd. oder 19%. Dies war mehr als der 1975 verzeichnete Zuwachs von \$50,5 Mrd.; die Zahlen für beide Jahre sind jedoch stark durch Wechselkurseffekte beeinflusst. Im Jahre 1975 hatte das Nachgeben der meisten europäischen Währungen gegenüber dem Dollar den Dollarwert der Bankpositionen in diesen Währungen vermindert, während 1976 die erneute Abschwächung des Dollars die entgegengesetzte Wirkung hatte. Ohne diese Bewertungseffekte ging die Zunahme der Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken von \$58 Mrd. 1975 auf 46,5 Mrd. 1976 oder von 24 auf 16% zurück.

Bei der Euromarktkomponente dieser Ausleihungen betrug die Zunahme der Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken in Fremdwährung 1975 und 1976 \$43 bzw. 47 Mrd. Nach Ausschluß von Bewertungsänderungen ergab dies eine Verlangsamung von \$47,5 auf 41,5 Mrd. Für eine realistischere Einschätzung des Gesamtbetrags der neuen Nettoausleihungen auf dem Eurogeldmarkt durch die berichtenden europäischen Banken müssen diese Zahlen jedoch um eine Reihe von

**Kreditvergabe auf internationalen Märkten (geschätzt):
Veränderung der Auslandsforderungen der Banken in Landes- und
Fremdwährungen sowie internationale Anleiheemissionen**

Kreditgeber	Veränderung				Ausstehender Betrag 1976
	1973	1974	1975	1976	
Milliarden US-Dollar					
Banken in europäischen Zehnergruppenländern	+ 62,2	+ 36,0	+ 50,5	+ 55,7	353,0
<i>davon in Fremdwährung (Eurogeldmarkt)</i>	+ 56,8	+ 26,8	+ 43,0	+ 47,2	305,3
Banken in Kanada und Japan	+ 5,4	+ 5,1	- 0,3	+ 5,0	39,2
Banken in den USA	+ 6,0	+ 19,5	+ 13,5	+ 20,8	80,6
Niederlassungen von US-Banken in Offshore-Finanzplätzen ¹	+ 14,1	+ 12,6	+ 15,0	+ 23,8	74,9
Insgesamt (alle berichtenden Banken)	+ 87,7	+ 72,2	+ 78,7	+ 105,3	547,7
abzüglich Doppelzahlungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken	.	.	38,7	35,3	217,7
A = neue internationale Ausleihungen der Banken (netto) ²	.	.	40,0	70,0	330,0
Euroanleihen und Emissionen von Auslandsanleihen	9,9	12,3	22,0	32,9	.
abzüglich Tilgungszahlungen und Rückkäufe	.	.	3,5 ³	4,4 ³	.
B = neue internationale Finanzierung durch Anleihen (netto)	.	.	18,5	28,5	.
A + B = neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt	.	.	58,5	98,5	.
abzüglich Doppelzahlungen ⁴	.	.	1,5 ³	3,5 ³	.
Neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt (netto)	.	.	57,0	95,0	.

¹ Bahamainseln, Kaimaninseln, Panama, Hongkong und Singapur. ² Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: erstens Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsraums, d.h. außerhalb der Finanzzentren und Offshore-Finanzplätze, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel nicht bei Banken in den Finanzzentren nur zum Zwecke der Wiederanlage bei anderen Banken in diesen Zentren aufnehmen werden; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsraums, soweit solche Banken die Mittel in Inlandswährung umwandeln und/oder sie dazu verwenden, um Fremdwährungsgelder unmittelbar an inländische Kunden auszuleihen; drittens einen erheblichen Teil der Fremdwährungsforderungen gegenüber Banken des Landes, aus dem die betreffende Währung stammt, z.B. Dollarforderungen der Banken in London gegenüber Banken in den USA; auch hier wird davon ausgegangen, daß die kreditnehmenden Banken die Mittel im wesentlichen für inländische Zwecke aufnehmen und nicht in der Absicht, sie anderen Banken im Berichtsraum weiterzugeben; allerdings wird ein Abzug zur Berücksichtigung von Verrechnungssalden und ähnlichen Posten gemacht. Während sich das Auftreten gewisser Doppelzahlungen in diesen Schätzungen nicht ganz ausschließen läßt, ist andererseits festzustellen, daß die Statistiken Lücken aufweisen und daß die derzeit vorliegenden Zahlen nicht die gesamten internationalen Ausleihungen der Banken erfassen. ³ Diese Zahlen beruhen auf sehr groben Vermutungen und werden hier hauptsächlich zur Illustrierung von Tatbeständen wiedergegeben. Obwohl aber die Fehlerspielräume im Verhältnis zur Höhe der Zahlen groß sind, ist es doch wenig wahrscheinlich, daß sie die Angaben für die gesamte neue internationale Finanzierung auf Nettobasis wesentlich verändern können. ⁴ Von den berichtenden Banken aufgenommene Anleihen, soweit sie in den Bankenstatistiken als Forderung gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zu dem Zwecke begeben werden, ihre Tätigkeit im internationalen Ausleihgeschäft zu fundieren.

Faktoren bereinigt werden: Weitergaben zwischen berichtenden Banken müssen herausgerechnet werden, um Doppelzählungen zu vermeiden; außerdem müssen die Fremdwährungskredite der Banken an inländische Nichtbanken-Kunden berücksichtigt werden, ebenso die Mittelverlagerungen von Fremd- in Landeswährungen. Die Unterschiede in dieser Hinsicht, insbesondere ein höherer Betrag an Fremdwährungskrediten an inländische Nichtbanken-Kunden, wirkten sich so aus, daß der Nettozuwachs des Eurogeldmarkts 1976 stärker ausfiel, als die Zunahme der Bruttoauslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken vermuten läßt. So läßt sich schätzen, daß sich das Nettowachstum auf dem Eurogeldmarkt im engeren Sinne von \$28 Mrd. 1975 auf 42 Mrd. beschleunigt hat, oder von etwa \$31 auf 37 Mrd., wenn die Bewertungseffekte ausgeschaltet werden. Der gesamte am Jahresende 1976 ausstehende Nettobetrag an Eurogeldmarktkrediten läßt sich auf etwa \$247 Mrd. schätzen.

Während der anhaltende Auftrieb bei den internationalen Bankausleihungen 1976 vielleicht nicht ganz unerwartet kam, überstieg das Ergebnis auf dem internationalen Anleihemarkt viele Erwartungen, die Anfang des Jahres in ihn gesetzt worden waren. Das Emissionsvolumen erhöhte sich um fast 50% auf \$32,9 Mrd., womit es mehr als dreimal so hoch war wie das Niveau von 1973. Um diese Zahlen mit den Angaben über die internationalen Bankausleihungen vergleichen zu können, ist es notwendig, auch die darin enthaltenen Tilgungen ausstehender Beträge sowie Rückkäufe zu berücksichtigen. Umgekehrt enthält der Zuwachs der Auslandsforderungen der berichtenden Banken zweifellos bestimmte Bestände an internationalen Anleihen; darüber hinaus traten die Banken selbst als Kreditnehmer auf dem internationalen Anleihemarkt auf. Nach Berücksichtigung dieser Faktoren dürfte es genügen, dem Zuwachs an Bankkrediten in Höhe von \$70 nur etwa 25 Mrd. hinzuzurechnen, um zu einer Schätzung des gesamten Nettobetrags an Mitteln zu gelangen, die 1976 über die internationalen Finanzmärkte geleitet worden sind.

Der sich damit ergebende Betrag von \$95 Mrd. an neuen internationalen Ausleihungen mag selbst im Verhältnis zu der Summe der Leistungsbilanzdefizite der einzelnen Länder im Gesamtbetrag von etwa \$70 Mrd. groß erscheinen. Obwohl diese beiden Größenordnungen in gewisser Weise miteinander in lockerer Verbindung stehen, sind sie streng genommen doch nicht vergleichbar. Einmal nahmen 1976 selbst Gebietsansässige in Überschußländern wie Deutschland und einigen OPEC-Staaten beträchtliche Auslandskredite auf; darüber hinaus wurden auf den internationalen Märkten beträchtliche Mittelzuflüsse aus Defizitländern verzeichnet, mit dem Ergebnis, daß in manchen Ländern der außenwirtschaftliche Finanzierungsbedarf größer war als ihre Leistungsbilanzdefizite. Schließlich überstieg in verschiedenen Ländern die Auslandsverschuldung den Finanzierungsbedarf, so daß es zu beträchtlichen Zunahmen der zentralen Währungsreserven kam, die teilweise wieder auf den internationalen Märkten angelegt wurden. Andererseits sind die internationalen Märkte nicht die einzige Quelle der Zahlungsbilanzfinanzierung; zu einem erheblichen Betrag an offizieller Kreditgewährung kommt hinzu, daß die Leistungsbilanzungleichgewichte teilweise auch durch andere Arten von Kapitalzuflüssen gedeckt wurden.

Die wesentlichen Bestimmungsgründe für die Entwicklung auf den internationalen Märkten

Als Folge der erneuten Ausweitung des zusammengefaßten Überschusses der OPEC-Länder wurde die internationale Währungslage auch 1976 durch beträchtliche Leistungsbilanzungleichgewichte beherrscht. Der in vielen ölimportierenden Ländern massive Finanzierungsbedarf für Zahlungsbilanzzwecke veranlaßte sie, ihre Zinspolitik und die Wechselkursbedingungen so zu gestalten, daß Gebietsansässige zur Mittelaufnahme im Ausland ermutigt wurden; darüber hinaus haben auch öffentliche Körperschaften selbst und supranationale Institutionen (zugunsten der Defizitländer) in großem Umfang Mittel auf den internationalen Märkten aufgenommen.

Nicht nur der Fortbestand der hohen erdölbedingten Ungleichgewichte, sondern auch ihre Umverteilung innerhalb der einzelnen Gruppen der ölimportierenden Länder trug dazu bei, die Kreditnachfrage auf den internationalen Märkten anzuheizen. Diejenigen Länder, deren Zahlungsbilanzposition sich verschlechterte oder sehr ungünstig blieb — vor allem eine Anzahl entwickelter Länder inner- und außerhalb der Zehnergruppe —, neigten dazu, den Rückgriff auf die Auslandskredite zu verstärken; gleichzeitig nutzte eine Reihe von Ländern, deren Leistungsbilanz sich 1976 verbessert hatte, die günstigen Marktbedingungen, um ihre Bruttoreserven, die in den zwei vorangegangenen Jahren im Verhältnis zum Volumen ihres internationalen Zahlungsverkehrs abgenommen hatten, wiederaufzufüllen. Dies gilt besonders für die Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen, die ihre Reserven um fast den gleichen Betrag von \$ 12 Mrd. aufstockten, um den ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit gesunken ist (vgl. Kapitel VII).

Außerdem war die Zunahme des zusammengefaßten Überschusses der OPEC-Länder nicht gleichmäßig auf die ölexportierenden Länder verteilt. Einige Länder aus dieser Gruppe mit hoher Importquote weiteten ihre Kreditaufnahme auf den internationalen Märkten beträchtlich aus, so daß sich im Ergebnis die neuen Ausleihungen an OPEC-Länder 1976 ebenfalls deutlich beschleunigten. Die osteuropäischen Länder waren die einzige Ländergruppe, deren gesamte Neuverschuldung sich parallel zu einer Verbesserung ihrer zusammengefaßten Leistungsbilanzposition verminderte; trotz dieser Verlangsamung blieb ihre Kreditaufnahme aber immer noch sehr beträchtlich.

Neben dieser direkt oder indirekt mit Zahlungsbilanzgesichtspunkten zusammenhängenden weitverbreiteten Verschuldung war der Rückgriff auf die internationalen Märkte 1976 aber auch durch verschiedene andere Faktoren motiviert. In manchen Ländern wurde die öffentliche Hand durch die Befürchtung, daß hohe antizyklische oder strukturelle Haushaltsdefizite zu Störungen oder Verdrängungseffekten auf den heimischen Finanzmärkten führen könnten, veranlaßt, die ausländischen Märkte zu beanspruchen. Selbst in einer Reihe von Ländern, deren Geldpolitik aus Zahlungsbilanzgründen nicht verschärft wurde, nahm der private Sektor wegen der niedrigen Kosten für internationale Kredite Rückgriff auf die Auslandsverschuldung. Schließlich wurden die internationalen Märkte auch weiterhin zur Finanzierung großer Investitionsprojekte beansprucht.

Die Zinssätze orientierten sich eng an denjenigen, die auf den heimischen Märkten vorherrschten, oder unterschritten sie sogar geringfügig, so daß die internatio-

nalen Märkte 1976 anscheinend keinerlei Schwierigkeiten hatten, die großen an sie gestellten Ansprüche zu befriedigen. Mittel für neue Ausleihungen waren aus einer Reihe von Gründen reichlich verfügbar. Die Banken blieben trotz des konjunkturellen Aufschwungs besonders in denjenigen Ländern sehr flüssig, wo die Geldpolitik nicht durch Zahlungsbilanzdefizite behindert war. Da sich keine Belebung der inländischen Investitionen einstellte, kompensierten die Banken die schwache inländische private Kreditnachfrage, indem sie ihr internationales Ausleihegeschäft intensivierten. Auf die US-Banken und ihre ausländischen Tochtergesellschaften dürfte 1976 mehr als die Hälfte der gesamten internationalen Bankausleihungen entfallen sein. Darüber hinaus wurde das internationale Kreditpotential der deutschen und der Schweizer Banken durch den positiven Einfluß der erneuten Aufwertung der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens auf den Dollarwert ihrer Kapitalbasis gestärkt.

Die Mittel von Überschußländern wurden zeitweilig durch heiße Gelder ergänzt, die aus politischen oder wirtschaftlichen Gründen aus Ländern mit schwächeren Zahlungsbilanzpositionen verlagert wurden. Die Verstärkung der Barrieren gegen Kapitalzuflüsse in die Schweiz trugen dazu bei, diese Mittel auf die internationalen Märkte umzuleiten, von wo aus sie teilweise in ihre Ursprungsländer zurückverliehen wurden.

Neben dem Wachstum der OPEC-Überschüsse selbst spielten auch Vertrauensfaktoren für die beträchtliche Ausweitung des Angebots an Ölgeldern auf den internationalen Märkten eine Rolle. Teilweise als Ergebnis des Rückzugs aus dem Pfund Sterling erhöhten sich die erfaßten Einlagen von OPEC-Ländern auf dem Eurogeldmarkt sehr stark; es gibt auch Anzeichen dafür, daß Anleger aus den OPEC-Ländern eine bedeutendere Rolle auf den internationalen Anleihemärkten spielten.

Schließlich ist festzustellen, daß erstmals seit 1973 das Zahlungsbilanzdefizit der USA selbst in gewissem Sinne zu dem auf den internationalen Märkten verfügbaren Mittelangebot beigetragen hat. Da die Nettokapitalexporte der USA einschließlich der im vergangenen Jahr beträchtlichen Auslandskreditgewährung der US-Banken den Zufluß von Mitteln aus OPEC-Ländern übertraf und da die Leistungsbilanz der USA im Defizit war, verzeichneten die offiziellen Dollarbestände in den ölimportierenden Ländern 1976 ebenfalls einen beachtlichen Anstieg. Eine Anzahl dieser Länder legt gerne einen großen Teil ihres Reservenzuwachses außerhalb der USA an, so daß das neue Mittelangebot auf den internationalen Märkten auch durch amtliche Einlagen ölimportierender Länder, besonders aus den Entwicklungsgebieten, in die Höhe getrieben wurde. Da die Leistungsbilanz der USA nunmehr ein beträchtliches Defizit aufweist, dürfte diese Quelle der Zuflüsse in naher Zukunft nicht versiegen, wenn es dort nicht zu einem kräftigen Anstieg der Zinssätze und großer inländischer Nachfrage nach Bankkrediten kommt.

Für die Banken bedeutete das Zusammentreffen eines reichlichen zusätzlichen Angebots an nationalen und internationalen Geldern mit dem niedrigen Nachfrage-niveau der inländischen Kunden, daß die Bedingungen auf den internationalen Finanzmärkten in mancher Hinsicht denen eines Käufermarkts ähnelten. Es gab zwar keinen Mangel an möglichen Schuldner, da aber der größte Teil der Nachfrage aus Ländern mit schwachen Zahlungsbilanzen und hoher Auslandsverschuldung kam, waren

erstklassige Schuldner knapp. Zudem ließen die Schwierigkeiten mancher Entwicklungsländer bei der Erfüllung ihrer Schuldendienstverpflichtungen die Banken vorsichtiger werden. Als Folge gab es daher einen heftigen Wettbewerb um das Geschäft mit den als erste Adressen angesehenen Kreditnehmern, welche somit in der Lage waren, die Kreditbedingungen zu ihren Gunsten zu beeinflussen. Das Aufgeld zur LIBOR, das die Banken solchen Kreditnehmern in Rechnung stellen, verminderte sich von rund 1 3/8% im Jahre 1975 auf knapp 1% eingangs 1977, während gleichzeitig der Durchschnittsbetrag der gewährten Kredite beträchtlich zunahm. Andererseits wurde es für Kreditnehmer in Ländern mit einer hohen Auslandsverschuldung und geringen Aussichten auf eine Verbesserung ihrer Zahlungsbilanz immer schwieriger, auf den internationalen Märkten Geldmittel aufzutreiben, und wenn überhaupt, dann nur zu härteren Kreditbedingungen als 1975.

Das Risikoproblem

Die Tatsache, daß sich die Banken in den letzten Jahren in erheblichem Maße in das internationale Finanzierungsgeschäft und insbesondere in die Kreditvergabe an die Entwicklungsländer eingeschaltet haben, hat sich per saldo in der Weltwirtschaft als Stabilisierungsfaktor erwiesen. Allerdings treten dabei zwei wesentliche Fragen auf: wie wirkt sich die Kreditvergabe der Banken auf das Funktionieren des internationalen Anpassungsprozesses aus? Und sind die von den Banken übernommenen Risiken übermäßig groß geworden? Angesichts der starken Beschleunigung der Kreditvergabe der Banken im vergangenen Jahr und ihrer möglichen weiteren Expansion — jedenfalls gibt es keine Anzeichen eines Rückgangs der Nachfrage nach Defizitfinanzierungen — verdienen beide Fragen Beachtung. Die erste Frage wird im nächsten Kapitel behandelt; an dieser Stelle wird nur auf das Problem der Risiken eingegangen.

Hier muß in erster Linie darauf hingewiesen werden, daß es in der internationalen Kreditvergabe der Banken nicht eine, sondern *zwei* parallel verlaufende Entwicklungen gegeben hat. Die eine, die schon im vorstehenden beschrieben wurde, ist die reine quantitative Expansion der internationalen Forderungen. Die andere ist eine wesentliche Veränderung in der Risikostruktur, nämlich eine allmähliche Verlagerung von Ausleihungen an private Gesellschaften auf Darlehen, die Institutionen des öffentlichen Bereichs gewährt oder von dem kreditnehmenden Land garantiert werden. Diese zweite Entwicklung mag die Qualität des Darlehensportefeuilles der Banken verbessert haben, indem es den Anteil der geschäftlichen Risiken verringerte; wie aber sieht es mit dem entsprechenden Anstieg der Länder- oder „Hoheits“-Risiken aus?

Einer Meinung zufolge war diese Strukturveränderung der von den Banken getragenen internationalen Risiken mit genügenden Vorteilen verbunden, um die potentielle Gefahr, die sich aus dem starken Ansteigen aller internationalen Verpflichtungen ergibt, auszugleichen. Das „Hoheits“-Risiko, so wird argumentiert, ist schließlich wesentlich weniger gefährlich als das geschäftliche. Es ergibt sich aus der Möglichkeit, daß Zahlungsbilanzdefizite ein Land daran hindern könnten, seine Schulden zu bedienen; mit anderen Worten, daß öffentliche und private Kreditnehmer in diesem Lande möglicherweise nicht in der Lage sind, sich die Devisen zu beschaffen, die sie

brauchen, um Zinsen zu zahlen und das Kapital zu tilgen. Es könnte noch das zusätzliche Risiko auftreten, daß eine Regierung aus politischen Gründen die Bedienung der Schulden stoppt, die sie selbst oder sonstige Gebietsansässige gegenüber Banken oder anderen Kreditgebern im Ausland eingegangen sind. Während im Falle eines Bankrotts Privatfirmen jedoch liquidiert werden, wird ein Land wegen Insolvenz gegenüber dem Ausland kaum zu bestehen aufhören. Es ist somit wenig wahrscheinlich, daß die Forderungen ganz ausgelöscht werden. Das Problem wird sich eher in Gestalt zeitweiliger Illiquidität oder eines Einfrierens der Forderungen stellen. Kurz gesagt, die Gefahr droht eher aus einer Konsolidierung oder einem Moratorium als aus einer Bankrotterklärung.

Zugegeben, dieses Argument hat Gewicht und stützt sich auf Beweise, die in vielen Jahren der Bankpraxis zusammengetragen wurden: Verluste aus internationalen Darlehen, die öffentlichen Stellen gewährt oder von souveränen Ländern garantiert wurden, waren wesentlich geringer als solche, die sich aus inländischer oder ausländischer Kreditvergabe an private Kunden ergeben haben. Ganz so einfach liegen die Dinge aber doch nicht, denn Länderrisiken bringen *in der Tat* für das private Bankgeschäft in vieler Weise neue Dimensionen ins Spiel.

Zunächst ist die Sachkenntnis, deren es bedarf, um sie richtig zu bewerten, ganz anders gelagert als diejenige bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit einer einzelnen Firma. Es ist erforderlich, die gesamte wirtschaftliche und politische Entwicklung eines Landes zu beurteilen und die Angaben über den Betrag und die Struktur der Auslandsverschuldung anhand einer Reihe von gesamtwirtschaftlichen Zahlen, etwa den laufenden und voraussehbaren Deviseneinnahmen, zu relativieren. Zwar haben alle Banken jahrelange Erfahrung in der Beurteilung geschäftlicher Risiken, doch hat sie die hier geforderte Art der Bewertung auf ein Gebiet geführt, das den meisten von ihnen neu war. Einige sehr große Banken haben sich auf die neue Aufgabe rasch und tatkräftig eingestellt, aber es darf als zweifelhaft gelten, ob andere mittlere oder sogar große Banken wirklich damit fertigwerden können.

Zweitens können die Banken, selbst wenn sie die notwendige Sachkenntnis auf diesem neuen Tätigkeitsgebiet erwerben, sich Schwierigkeiten bei der Informationsbeschaffung von den Schuldnerländern gegenübersehen, entweder weil die Schuldnerländer selbst nur über unzulängliche Einrichtungen für die Beschaffung der notwendigen Angaben verfügen oder aber weil die starke Konkurrenz im internationalen Kreditgeschäft eine Schwächung der Verhandlungsposition der Banken bewirken kann, die nicht nur geringere Gewinnmargen, sondern auch weniger umfassende *Informationen zur Folge hat*.

Da drittens das Risiko gegenüber einem einzelnen Land eine ganze Reihe von Krediten an Kreditnehmer in diesem Lande umfassen kann, wird der in Rede stehende Betrag nicht selten selbst für die sehr großen Banken recht beträchtlich sein und möglicherweise zu hoch für die nicht ganz so großen. Im übrigen liegt es nahe, daß das Land auch bei anderen Banken Geld aufgenommen hat; sollte also ein Land Zinszahlungen auch nur zeitweilig aussetzen oder, was noch schlimmer wäre, ein förmliches Schuldenmoratorium beantragen, so könnte dies eine ganze Reihe von Banken gleichzeitig treffen und damit eine Kettenreaktion auslösen.

Nicht zuletzt muß bedacht werden, daß sich während der letzten Jahre die Struktur der Bilanzen und der Gewinn- und Verlustrechnungen bei vielen Banken als Folge des gegenüber der inländischen Kreditvergabe viel schnelleren Wachstums der internationalen Bankenausleihungen sehr stark verändert hat. An sich ist eine solche Veränderung nicht notwendigerweise gefährlich — vorausgesetzt, daß die Organisation der Banken, insbesondere auf dem Sektor der internen Kontrolle und Aufsicht, der neuen Lage angepaßt wird. Es besteht aber immer die Gefahr, daß die Logistik nicht mit entsprechender Schnelligkeit der plötzlichen Beschleunigung des geschäftlichen Wachstums folgt.

Die Lösung dieser Probleme liegt nicht in der Einrichtung einer Art obligatorischer internationaler Bankenaufsicht. Eine solche ist einfach nicht durchführbar und vermutlich nicht einmal wünschenswert. Auf dem Gebiet der nationalen Aufsicht entwickelt sich die Praxis natürlich entsprechend Tradition und Umfang der Probleme von Land zu Land unterschiedlich. International gesehen ließe sich aber ein Fortschritt erzielen, indem man die Bemühungen in zwei Richtungen lenkt. Einerseits wären die den Kreditnehmern zugänglichen Informationen über die kreditsuchenden Länder zu verbessern: man darf wohl annehmen, daß es Mittel und Wege gibt, um dieses Ziel zu erreichen, nicht nur indem man mehr Statistiken veröffentlicht, sondern auch indem man die Kreditnehmer bzw. die Kreditgeber dazu anhält, bessere Zahlen zu liefern bzw. zu verlangen, wann immer es darum geht, neue internationale Anleihen auszuhandeln. Da es andererseits klar ist, daß es im Sinne des guten Funktionierens der Weltwirtschaft erstrebenswert ist, wenn die Banken weiterhin an der Zahlungsbilanzfinanzierung teilhaben, wie es wahrscheinlich auch geschehen wird, bietet sich Spielraum für eine stärkere Zusammenarbeit zwischen den Banken und den internationalen Institutionen. Mit anderen Worten: amtliche Organisationen sollten an der *künftigen* Kreditgewährung größeren Anteil haben. Dies sollte auch zum besseren Funktionieren des Anpassungsprozesses beitragen, wie in Kapitel VII dargelegt wird.

Die Entwicklung auf dem Eurogeldmarkt im engeren Sinne

Im Jahre 1976 bewies der Eurogeldmarkt wieder einmal seine Fähigkeit, bei jeder Art von Konjunkturkonstellation zu florieren. Sein Wachstum war auf der Höhe der Rezession im Jahr 1975 in einem gut behaupteten Tempo fortgeschritten und setzte sich auch 1976, dem ersten Jahr der Erholung, in gleichem Maße fort. Die Bruttoauslandsforderungen der Banken in den acht berichtenden europäischen Ländern stiegen um \$47,2 auf 305,3 Mrd., während ihre Verbindlichkeiten sich um \$52 auf 310,7 Mrd. erhöhten, wobei die dem Markt zugrunde liegende Expansionsrate im Verlauf des Jahres eine bedeutende Beschleunigung aufwies. Der Anstieg der Nettoauslandsverschuldung der Banken um \$4,8 Mrd. war das Ergebnis der Nettoverwendung von Fremdwährungsgeldern durch die Banken für Ausleihungen im Inland; hierin kam eine Wiederbelebung der Nachfrage nach Eurogeldmitteln innerhalb des berichtenden europäischen Gebiets selbst zum Ausdruck.

Wie üblich ergab sich ein Großteil der Expansion im Dollarbereich des Marktes, wobei sich die Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in dieser Währung um \$33,8 und 40,5 Mrd. bzw. um 18 und 21% vergrößerten. Der Dollarwert der

**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 Märk	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 ¹	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 ²	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	1 670	1 480
Dezember II ³	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	2 910	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	1 960	2 100	2 570
1976 März	188 990	42 000	72 250	20 970	44 130	16 140	2 420	2 500	2 320
Juni	195 990	44 720	70 620	20 780	41 060	17 180	2 310	2 470	2 360
September	201 720	46 670	76 160	22 430	45 120	17 590	2 490	3 000	2 360
Dezember	224 020	50 820	81 300	22 690	48 680	17 930	2 150	3 780	2 570
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern</i>									
1975 Dezember . .	66 540	17 410	22 820	6 580					
1976 März	67 020	17 670	23 940	6 690					
Juni	66 320	17 970	23 270	6 740					
September . . .	67 200	19 460	24 830	7 300					
Dezember	74 740	21 330	26 920	7 560					
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	910	350	210
1970 Dezember . .	58 700	11 240	16 590 ¹	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 ²	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	156 180	22 440	64 750	8 100	34 220	18 250	3 560	2 760	2 270
Dezember II ³	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
1976 März	189 330	25 310	70 940	7 690	40 330	15 010	3 780	3 630	3 420
Juni	196 140	26 250	69 740	8 000	38 160	15 790	3 730	3 620	3 160
September	203 300	27 630	74 680	8 500	41 540	15 960	3 920	3 580	3 100
Dezember	230 040	29 550	80 610	8 970	47 230	15 880	3 980	3 530	3 220
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Position gegenüber Deviseninländern</i>									
1975 Dezember . .	58 170	9 400	19 760	3 210					
1976 März	58 760	9 650	21 060	3 620					
Juni	57 720	9 560	20 630	3 820					
September . . .	54 300	9 970	26 040	4 520					
Dezember	64 060	10 660	23 710	4 290					

¹ 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 \$380 Mio. erhöht.
² 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.
³ Einschließlich gewisser langfristiger Positionen, die von einigen Banken vorher nicht gemeldet worden waren, sowie einiger kleinerer statistisch bedingter Änderungen.

Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in anderen Fremdwährungen weitete sich um \$ 13,4 und 11,4 Mrd. bzw. um 20 und 16% aus; wie auf Seite 103 vermerkt, beruhte allerdings ein beträchtlicher Teil dieser Zunahmen auf Bewertungsänderungen, die sich im wesentlichen aus dem erneuten Anstieg des Dollarwechselkurses der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens ergaben. Ungeachtet dieser Bewertungseffekte hielt sich der Anteil des Dollars an den ausstehenden Eurogeldmarktforderungen praktisch unverändert bei rund 73%; auch die Anteile der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens blieben mit 16 bzw. 6% stabil.

Aber selbst von Bewertungsänderungen abgesehen wurde die Entwicklung der Brutto- und Nettositionen der Banken in den einzelnen Währungen in erheblichem Umfang durch die Entwicklung auf den Devisenmärkten beeinflusst. Die Nettoforderungen der Banken in Deutschen Mark z.B. stiegen während der Währungsunruhe im ersten Vierteljahr steil an, während sich ihre Nettoverbindlichkeiten in Pfund Sterling ausweiteten. Im ganzen Jahr indessen erhöhte sich nur die Nettosition der Banken in Schweizer Franken und holländischen Gulden stärker. Die Nettoforderungen der Banken in Schweizer Franken stiegen von \$ 0,1 auf 2 Mrd. an, wobei der größere Teil dieser Bewegung sich in der ersten Jahreshälfte abspielte, als der Franken auf dem Devisenmarkt einem starken Aufwärtsdruck ausgesetzt war. Die Nettosition der Banken in Gulden bildete sich allmählich von \$ 1,4 Mrd. Verbindlichkeiten in \$ 0,3 Mrd. Forderungen um, obwohl der Trend während des zweiten Quartals vorübergehend unterbrochen war, als der Gulden selbst auf den Devisenmärkten in die Schußlinie kam. Selbstverständlich bedeutet die Verbesserung der Nettosition der Banken in starken Währungen nicht notwendigerweise, daß die Banken selbst offene Positionen eingegangen waren; mit größerer Wahrscheinlichkeit war sie auf Barabsicherung von Terminverkäufen solcher Währungen an Kunden zurückzuführen.

Was nun den Beitrag der einzelnen Finanzzentren zum Wachstum des Marktes anbelangt, so entfielen auf die Banken in Großbritannien \$ 19,8 Mrd. oder etwa 42% der Ausweitung der Eurogeldmarktforderungen. Wie schon 1975 war diese Zuwachsquote etwas geringer als der Anteil an den ausstehenden Positionen. Die Hauptgründe für die bescheidenere Rolle des Londoner Platzes sogar innerhalb des berichtenden europäischen Gebiets dürften in der stärkeren Konzentration des neuen internationalen Ausleihgeschäfts der amerikanischen Banken in New York und im karibischen Raum zu suchen sein, aber auch in der Schrumpfung der Kapitalbasis der britischen Banken für Eurogeldmarkttransaktionen infolge der Abwertung des Pfund Sterlings.

Die Banken in Belgien-Luxemburg und Frankreich, den zwei wichtigsten Marktzentren auf dem Festland, verzeichneten in ihrer Eurogeldmarktstätigkeit eine recht starke Expansion. Ihre Auslandsforderungen in Fremdwährungen stiegen um \$ 10,4 bzw. 9 Mrd., während ihre Marktanteile sich jeweils von 15 auf etwa 16% erhöhten. Die Nettoauslandsposition der französischen Banken veränderte sich von \$ 0,9 Mrd. Forderungen auf \$ 0,7 Mrd. Verbindlichkeiten. Dieser Zufluß in Höhe von \$ 1,6 Mrd., der zweifellos einen positiven Beitrag zur Finanzierung des massiven laufenden Defizits des Landes bedeutete, stellt weitgehend das Ergebnis eines Zerschneidens der Zinspolitik auf die Bedürfnisse der Zahlungsbilanz dar.

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

			1974	1975	1976			
			Dez.	Dez.	März	Juni	Sept.	Dez.
			Millionen US-Dollar					
Belgien-Luxemburg	Forderungen	Landeswährung	1 650	1 720	1 790	1 880	2 290	2 440
		Fremdwährungen	32 210	39 070	40 900	40 680	45 230	49 420
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 500	2 650	2 540	2 840	2 840	3 350
		Fremdwährungen	31 280	37 860	39 220	39 220	43 580	47 530
Deutschland (BR)	Forderungen	Landeswährung	14 210	21 010	21 580	21 440	22 030	25 900
		Fremdwährungen	8 360	10 640	10 240	10 940	12 000	14 330
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	11 250	13 620	15 280	13 970	15 040	17 380
		Fremdwährungen	7 680	9 310	9 130	9 620	10 820	13 730
Frankreich	Forderungen	Landeswährung	1 080	1 180	1 160	1 170	1 400	1 450
		Fremdwährungen	31 820	39 020	40 200	40 730	42 580	47 990
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	3 680	4 370	3 670	3 880	3 920	3 810
		Fremdwährungen	32 510	38 110	38 820	39 650	42 520	48 660
Großbritannien	Forderungen	Landeswährung	1 850	1 700	1 770	1 920	1 980	1 800
		Fremdwährungen	102 560	118 240	121 000	125 020	127 640	138 000
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	9 530	9 240	8 680	7 310	7 090	7 130
		Fremdwährungen	111 490	128 210	131 220	135 220	137 890	148 620
Italien	Forderungen	Landeswährung	600	440	380	450	340	280
		Fremdwährungen	12 510	14 980	10 720	9 020	9 470	12 290
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 330	1 620	1 360	1 670	1 410	1 420
		Fremdwährungen	13 610	15 040	11 340	10 560	11 260	14 950
Niederlande	Forderungen	Landeswährung	2 670	3 460	3 650	3 940	4 170	4 170
		Fremdwährungen	13 350	17 350	17 460	19 170	19 350	22 000
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	2 070	2 150	2 640	3 140	3 730	4 080
		Fremdwährungen	12 600	16 370	16 040	16 730	16 850	19 580
Schweden	Forderungen	Landeswährung	430	570	700	730	970	810
		Fremdwährungen	2 060	2 570	2 840	2 750	2 760	2 920
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	510	580	520	590	690	670
		Fremdwährungen	1 040	1 750	2 060	2 150	2 150	2 290
Schweiz	Forderungen	Landeswährung	9 160	9 070 ¹	9 760	10 400	11 090	10 870
		Fremdwährungen	12 300	16 260	17 860	18 300	18 850	18 370
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	8 510	4 630 ¹	4 850	4 890	4 860	5 060
		Fremdwährungen	10 560	12 020	12 440	12 730	12 910	15 290
Zusammen	Forderungen	Landeswährung	31 650	39 150	40 790	41 930	44 270	47 700
		Fremdwährungen	215 170	258 130	261 240	266 610	277 880	305 320
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	39 380	38 860	39 540	38 290	39 600	42 900
		Fremdwährungen	220 770	258 670	260 270	265 880	277 980	310 650
Kanada	Forderungen	Landeswährung	410	460	470	500	470	460
		Fremdwährungen	13 540	13 390	14 720	15 210	16 930	17 070
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	1 610	2 010	2 110	2 090	1 920	1 960
		Fremdwährungen	11 730	12 070	12 830	13 480	13 900	14 620
Japan	Forderungen	Landeswährung	1 370	1 530	1 690	1 820	1 900	2 080
		Fremdwährungen	19 240	18 830	19 590	19 210	19 910	19 560
	Verbindlichkeiten	Landeswährung	870	1 480	1 960	2 080	1 890	1 880
		Fremdwährungen	24 080	25 210	26 740	27 140	27 860	27 160
USA	Forderungen	Landeswährung	44 960	58 330	61 940	66 460	69 720	78 770
		Fremdwährungen	1 280	1 440	1 480	1 720	1 800	1 790
	Verbindlichkeiten	Landeswährung ²	59 630	58 180	58 440	61 980	63 110	69 840
		Fremdwährungen	770	580	570	690	710	750
Karibischer Raum und Ferner Osten ³	Forderungen	Fremdwährungen ⁴	33 230	51 090	57 870	63 850	67 960	74 930
		Verbindlichkeiten	33 230	50 960	58 090	64 610	66 830	74 080

¹ Statistischer Bruch der Reihen, bedingt durch geänderte Abgrenzung. ² Ohne US-Schatzwechsel und Zertifikate, die für Gebietsfremde verwahrt werden. ³ Die Zahlen für 1974 beziehen sich auf die Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, den Kaimaninseln und in Panama; die Angaben für 1975 und 1976 erfassen auch die Niederlassungen von US-Banken in Hongkong und Singapur. ⁴ Einschließlich geringer Beträge in Landeswährung.

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

			1974 Dez.	1975 Dez.	1976			
					März	Juni	Sept.	Dez.
Millionen US-Dollar								
Belgien- Luxemburg	Forde- rungen	US-Dollar	15 210	18 670	20 200	20 700	22 080	25 020
		Andere Fremdwährungen	17 000	20 400	20 700	19 980	23 150	24 400
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	13 350	17 960	18 990	19 040	20 950	22 950
		Andere Fremdwährungen	17 930	19 900	20 230	20 180	22 630	24 580
Deutschland (BR)	Forde- rungen	US-Dollar	6 140	7 700	7 260	7 470	8 480	10 570
		Andere Fremdwährungen	2 220	2 940	2 980	3 470	3 520	3 760
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	6 160	7 400	7 340	7 550	8 510	11 290
		Andere Fremdwährungen	1 520	1 910	1 790	2 070	2 310	2 440
Frankreich	Forde- rungen	US-Dollar	24 210	29 690	29 110	30 540	31 640	36 180
		Andere Fremdwährungen	7 610	9 330	11 090	10 190	10 940	11 810
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	22 650	27 000	26 890	28 130	30 230	36 050
		Andere Fremdwährungen	9 860	11 110	11 930	11 520	12 290	12 610
Groß- britannien	Forde- rungen	US-Dollar	82 690	96 940	97 480	101 920	103 760	112 580
		Andere Fremdwährungen	19 870	21 300	23 540	23 100	23 880	25 420
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	88 840	104 170	106 290	111 010	112 920	122 480
		Andere Fremdwährungen	22 650	24 040	24 930	24 210	24 970	26 140
Italien	Forde- rungen	US-Dollar	9 770	12 100	8 170	6 890	6 930	9 590
		Andere Fremdwährungen	2 740	2 880	2 550	2 130	2 540	2 700
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	10 440	11 830	8 680	8 060	8 430	11 660
		Andere Fremdwährungen	3 170	3 210	2 660	2 500	2 630	3 290
Niederlande	Forde- rungen	US-Dollar	7 960	10 400	10 740	12 190	12 170	13 920
		Andere Fremdwährungen	5 390	6 950	6 720	6 980	7 180	8 060
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	6 280	10 670	10 500	11 260	11 090	12 390
		Andere Fremdwährungen	6 320	5 700	5 540	5 470	5 760	7 190
Schweden	Forde- rungen	US-Dollar	1 320	1 790	1 920	1 850	1 940	2 040
		Andere Fremdwährungen	740	780	920	900	820	890
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	560	1 020	1 210	1 280	1 320	1 420
		Andere Fremdwährungen	480	730	850	870	830	870
Schweiz	Forde- rungen	US-Dollar	8 930	12 890	14 130	14 430	14 720	14 120
		Andere Fremdwährungen	3 370	3 370	3 750	3 870	4 130	4 250
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	8 150	9 420	9 430	9 810	9 850	11 800
		Andere Fremdwährungen	2 410	2 600	3 010	2 920	3 060	3 490
Zusammen	Forde- rungen	US-Dollar	156 230	190 180	188 990	195 990	201 720	224 020
		Andere Fremdwährungen	58 940	67 950	72 250	70 620	76 160	81 300
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	156 430	189 470	189 330	196 140	203 300	230 040
		Andere Fremdwährungen	64 340	69 200	70 940	69 740	74 680	80 610
Kanada	Forde- rungen	US-Dollar	12 700	12 640	13 970	14 330	16 030	16 120
		Andere Fremdwährungen	840	750	750	880	900	950
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	11 090	11 560	12 340	12 890	13 310	13 980
		Andere Fremdwährungen	640	510	490	590	590	640
Japan	Forde- rungen	US-Dollar	17 150	16 960	17 780	17 380	18 010	17 530
		Andere Fremdwährungen	2 090	1 870	1 810	1 830	1 900	2 030
	Verbind- lichkeiten	US-Dollar	22 960	24 340	25 730	26 200	26 920	26 200
		Andere Fremdwährungen	1 120	870	1 010	940	940	960
Karibischer Raum und Ferner Osten ¹	Forde- rungen	Alle Fremdwährungen ²	33 230	51 090	57 870	63 850	67 980	74 930
	Verbind- lichkeiten	Alle Fremdwährungen ²	33 230	50 960	58 090	64 610	68 830	74 080

¹Die Zahlen für 1974 beziehen sich auf die Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, den Kaimaninseln und in Panama; die Angaben für 1975 und 1976 erfassen auch die Niederlassungen von US-Banken in Hongkong und Singapur.

²Einschließlich geringer Beträge in Landeswährung.

Entsprechend den wirtschaftlichen und politischen Ungewißheiten in Italien haben sich die Auslandsforderungen in Fremdwährungen der italienischen Banken im Jahre 1976 erneut verringert, wiewohl die Abnahme nach der Jahresmitte zum Teil wieder wettgemacht wurde. Dementsprechend ging der Marktanteil der italienischen Banken, der vor einigen Jahren noch 14% betragen hatte, weiterhin von 6 auf 4% zurück. Da die Banken ihre Auslandsverbindlichkeiten auf gleicher Höhe hielten, bedeutete der Rückgang der Forderungen, daß aus der etwa ausgeglichenen Nettosition eine Nettoauslandsverschuldung von \$ 2,7 Mrd. wurde. Dieser Zufluß über die Banken, im Verein mit einer beträchtlichen offiziellen Kreditaufnahme, hat nicht nur das Leistungsbilanzdefizit Italiens kompensiert, sondern auch zu einer beträchtlichen Zunahme der zentralen Währungsreserven geführt. Er wurde im wesentlichen ausgelöst durch neue Bestimmungen, denen zufolge italienische Gebietsansässige verpflichtet sind, sich Fremdwährungskredite zur Finanzierung sowohl von Importvorauszahlungen als auch von verzögerten Exporteinnahmen zu beschaffen, und durch eine Plafondierung der Kreditexpansion der Banken in Lire. Auf diese Maßnahmen hin stiegen die Fremdwährungskredite italienischer Banken an Gebietsansässige von \$ 1,4 auf 3,8 Mrd. stark an, eine Entwicklung, die auch während des ersten Quartals 1977 anhielt.

Betrachtet man die Länder mit großen Leistungsbilanzüberschüssen, so kann festgestellt werden, daß die Banken in Deutschland ein schnelles Wachstum ihres Eurogeldmarktgeschäftes aufwiesen; ihre Auslandsforderungen in Fremdwährungen weiteten sich um \$ 3,7 Mrd. oder 35% aus. Außerdem steigerten sie ihre Auslandsforderungen in Landeswährung um \$ 4,9 Mrd. Allerdings sieht es im Gegensatz zu früheren Jahren so aus, als wären die deutschen Banken heute mehr in der Mittlerrolle tätig, als daß sie dem internationalen Markt netto Geld zuführten. Als Ergebnis einer starken Beschleunigung des Wachstums ihrer Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden ist ihre Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland in in- und ausländischer Währung, die sich 1975 sprunghaft von \$ 3,6 auf 8,7 Mrd. erhöht hatte, nur geringfügig um \$ 0,4 Mrd. gestiegen. Ähnlich haben auch die Banken in der Schweiz, die 1975 netto große Geldmengen exportiert hatten, in ihrer Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland nur einen kleinen Anstieg — um \$ 0,2 auf 8,9 Mrd. — verzeichnet. Allerdings enthalten diese Zahlen nicht die Mittel, welche die Schweizer Banken dem internationalen Markt auf treuhänderischer Grundlage zuführen. Während die Nettoauslandspositionen in Fremdwährungen der Banken in Deutschland und der Schweiz effektiv zurückgingen — eine Entwicklung, die zweifellos in Beziehung zu der Stärke der Deutschen Mark und des Schweizer Frankens auf den Devisenmärkten stand —, hat sich die Nettogläubigerposition der holländischen Banken in Fremdwährungen gegenüber dem Ausland von \$ 1,0 auf 2,4 Mrd. erhöht. Ein Großteil dieses Geldexports trat während des zweiten Quartals ein, als sich der Druck auf den Gulden am Devisenmarkt zunehmend bemerkbar machte. Andererseits verringerte sich die Nettoauslandsposition der holländischen Banken in Gulden im Verlauf des Jahres von \$ 1,3 auf 0,1 Mrd.

Bereinigt um Doppelzählungen, expandierte das Gesamtvolumen der über die berichtenden europäischen Finanzzentren ausgeliehenen Eurokredite 1976 schätzungsweise von \$ 205 auf 247 Mrd. oder um etwa 20%. Auf der Verwendungsseite des Marktes war ein starker Anstieg der Aufnahme von Eurogeldmarktmitteln im

europäischen Berichtsgebiet von etwa \$1,5 Mrd. im Jahre 1975 auf \$12 Mrd. im Jahre 1976 zu verzeichnen. Die direkten Ausleihungen an den Nichtbankensektor erhöhten sich um ungefähr \$8 Mrd., wobei die größten Posten bei diesem Anstieg neue Eurogeldmarktkredite an Gebietsansässige durch Banken in Italien, Großbritannien und der Schweiz in Höhe von jeweils \$2,4 bzw. 1,1 und 0,6 Mrd. waren, sowie \$1,5 Mrd. an neuen Krediten, die dem deutschen Nichtbankensektor von Banken außerhalb Deutschlands gewährt wurden.

Außerhalb des europäischen Berichtsgebiets stiegen die Forderungen gegenüber den USA im vergangenen Jahr um \$1,7 Mrd., nachdem sie im Jahre 1975 um nahezu den gleichen Betrag abgenommen hatten; die Zunahme bei den Forderungen an den US-Bankensektor machte mehr als das gesamte Wachstum aus, während die Forderungen gegenüber dem amerikanischen Nichtbankensektor von \$4,2 auf 3,7 Mrd. zurückgingen. Die Forderungen gegenüber Kanada zeigten eine ähnliche Entwicklung; sie stiegen 1976 um \$1 Mrd., nachdem sie 1975 um \$0,4 Mrd. abgenommen hatten. Die Forderungen gegenüber Japan — im wesentlichen Darlehen an den japanischen Bankensektor —, die 1975 um \$2,4 Mrd. gestiegen waren, nahmen im ersten Quartal 1976 nochmals um \$1,9 Mrd. zu. Im weiteren Jahresverlauf gingen

Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)

Monatsende	Europäisches Berichtsgebiet		USA	Kanada und Japan	Sons-tige ent-wickelte Län-der	Ost-euro-pa ¹	Off-shore-Fi-nanz-plätze ⁴	Öl-export-länder ²	Ent-wick-lungs-länder	Nicht aufteil-bar ³	Ins-ge-samt
	Ins-ge-samt ¹	dar-unter Nicht-ban-ken ²									
Milliarden US-Dollar											
Verwendung											
1973 Dez. . . .	49,0	29,5	13,5	12,7	14,7	7,4	18,7	3,3	11,0	1,7	132,0
1974 Dez. . . .	61,5	41,3	18,2	18,2	20,4	10,1	26,7	3,5	15,7	2,7	177,0
1975 März . . .	64,3	44,3	15,4	20,1	21,7	12,2	29,4	3,8	15,8	3,3	186,0
Juni	63,6	45,0	16,1	20,2	24,3	12,8	30,5	4,3	16,9	3,4	192,0
Sept. . . .	62,1	43,2	16,7	21,2	23,9	13,8	33,0	4,8	17,5	3,0	196,0
Dez. . . .	63,0	43,6	16,6	20,2	25,8	15,9	35,5	5,3	19,5	3,2	205,0
1976 März . . .	65,0	44,4	16,1	22,4	26,3	17,4	34,9	6,0	19,9	3,0	211,0
Juni	64,4	45,1	16,9	22,6	27,8	18,5	38,0	6,9	21,3	2,6	219,0
Sept. . . .	68,2	48,3	17,7	22,9	30,1	19,6	38,3	8,1	22,5	2,6	230,0
Dez. . . .	75,1	51,5	18,3	21,6	33,0	20,8	40,7	9,6	24,7	3,2	247,0
Herkunft											
1973 Dez. . . .	50,8	27,5	9,5	9,8	17,7	3,7	12,5	10,0	14,6	3,4	132,0
1974 Dez. . . .	67,8	36,2	11,9	8,7	18,5	5,1	17,8	29,1	15,5	2,6	177,0
1975 März . . .	73,0	37,8	12,5	8,8	17,8	4,5	18,2	31,8	16,1	3,3	186,0
Juni	75,7	36,5	13,3	8,1	18,3	3,8	21,3	32,5	16,1	2,9	192,0
Sept. . . .	77,3	38,0	14,3	8,9	19,4	4,5	20,5	32,3	15,5	3,3	196,0
Dez. . . .	79,5	38,5	15,4	8,3	19,9	5,4	21,8	34,6	16,2	3,9	205,0
1976 März . . .	82,0	40,0	15,0	9,0	20,6	5,0	24,1	34,4	16,5	4,4	211,0
Juni	81,2	41,0	17,4	9,8	19,3	5,2	26,8	37,4	17,1	4,8	219,0
Sept. . . .	84,3	42,7	17,4	10,0	20,6	5,3	27,0	41,1	18,9	5,4	230,0
Dez. . . .	87,6	44,7	18,8	10,5	21,3	6,4	30,1	45,2	21,3	5,8	247,0

¹a) „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). ²Auf 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. ³Außer Positionen von in der Bundesrepublik Deutschland gelegenen Banken gegenüber der Deutschen Demokratischen Republik. ⁴Bahama-Inseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaiman-Inseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Westindien. ⁵Algerien, Bahrain, Brunei, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Trinidad und Tobago, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate. ⁶Einschließlich Positionen gegenüber internationalen Institutionen.

sie jedoch um \$ 1,5 Mrd. zurück, ein Vorgang, der im Zusammenhang mit der Verbesserung der japanischen Zahlungsbilanz zu sehen ist. Daneben kam es zu einer Abnahme von \$ 8,9 Mrd. im Jahr 1975 auf \$ 5,2 Mrd. der von den berichtenden europäischen Banken an die Offshore-Finanzplätze geleiteten neuen Gelder.

Die Ausleihungen der berichtenden europäischen Banken gegenüber den Ländern außerhalb der Zehnergruppe hielten sich auf einem hohen Niveau. Die den „Sonstigen entwickelten Ländern“ neu gewährten Kredite stiegen von \$ 5,4 Mrd. im Jahre 1975 auf \$ 7,2 Mrd., gegenüber den Ölexportländern von \$ 1,8 auf 4,3 Mrd. und gegenüber den nichtölexportierenden Entwicklungsländern von \$ 3,8 auf 5,2 Mrd. Die Neuausleihungen an Osteuropa erhöhten sich etwas weniger als 1975, nämlich um \$ 4,9 Mrd.; dies entspricht jedoch noch immer einer Expansionsrate von über 30%, womit sich der gesamte ausstehende Betrag doppelt so hoch stellte wie vor zwei Jahren. Bemerkenswert ist überdies, daß Ende 1976 die Euromarktforderungen gegenüber Osteuropa nur 16% niedriger waren als die gesamten Forderungen gegenüber den Entwicklungsländern.

Auf der Herkunftsseite des Marktes war ein bedeutsames Merkmal die rasche Beschleunigung des Mittelzuflusses aus den Ölexportländern. Nach einem Zuwachs um \$ 5,5 Mrd. 1975 stiegen die neuen identifizierten Einlagen dieser Länder im letzten Jahr um \$ 10,6 Mrd. Während in den Vorjahren London mehr als 75% der Eurogeldmarkteinlagen aus den OPEC-Staaten erhalten hatte, wurde 1976 fast die Hälfte der neuen Gelder in den kontinentaleuropäischen Zentren angelegt. Der Großteil der Ölgelder ging in den Dollarsektor des Euromarktes, während die übrigen Einlagen, insbesondere im Euro-DM-Bereich des Marktes, nur um \$ 1,4 Mrd. zunahmen.

Ein weiteres wichtiges Merkmal auf der Aufkommenseite war der beschleunigte Zufluß neuer Mittel auf den Markt aus den nichtölexportierenden Entwicklungsländern von \$ 0,7 Mrd. im Jahre 1975 auf \$ 5,1 Mrd.; dieser Zuwachs war fast so groß wie der Anstieg der Forderungen der Banken gegenüber diesen Ländern. Im Gegensatz zu früheren Jahren haben somit die Entwicklungsländer als Gruppe 1976 per saldo keine Eurogeldmarktmittel in größerem Umfang aufgenommen.

Eine erhebliche Beschleunigung von \$ 7,1 auf etwa 14 Mrd. war auch bei dem Zufluß neuer Mittel an den Eurogeldmarkt aus den nichteuropäischen Zehnergruppenländern und den Offshore-Finanzplätzen zu verzeichnen, was vermutlich mit der Erholung der Nachfrage nach Eurogeldern innerhalb des europäischen Berichtsbereichs zusammenhing. Das Aufkommen neuer Mittel aus diesem selbst verringerte sich von etwa \$ 12 Mrd. im Jahre 1975 auf etwa \$ 8 Mrd. Es wurden zwar größere direkte Einlagen von Nichtbanken getätigt, aber im Gegensatz zu 1975 traten die berichtenden Banken selbst nicht in großem Umfang als Geldgeber für den Euromarkt auf.

Das gesamte internationale Kreditgeschäft der Banken

Die Tabellen auf den Seiten 118–119 und 121 bieten eine breite Übersicht über die Rolle der Banken als Vermittler internationaler Finanzierungsströme. Sie enthalten die gesamten Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den Zehnergruppenländern sowie der ausländischen Niederlassungen der US-Banken in bestimmten Offshore-Finanzplätzen gegenüber einzelnen Ländern und Ländergruppen.

**Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen)
der Banken in den Zehnergruppenländern und der Schweiz
sowie der US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten¹**
Ende Dezember 1976; Millionen US-Dollar

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber		Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber		Verbind- lichkeiten	Forde- rungen
Zehnergruppe				Osteuropa (Forts.)			
Belgien-Luxemburg	HJKU	22 293	27 765	Deutschland (DDR)		616	3 575
Deutschland (BR)	HJKU	22 325	28 338	Polen		643	5 442
Frankreich	HJKU	30 986	27 000	Rumänien		295	732
Großbritannien	HJKU	75 074	62 134	Tschechoslowakei		356	866
Italien	HJKU	10 206	16 749	UdSSR	KU	3 724	10 345
Niederlande	HJKU	18 604	13 240	Ungarn		899	3 051
Schweden	HJKU	2 613	5 372	Nicht aufgeteilt	HJKU	695	2 984
Schweiz	JKU	59 253	12 937	Zusammen		7 666	28 973
Japan	HKU	10 247	34 073	Karibischer Raum			
Kanada	HJU	12 607	9 352	Bahamainseln	JU	16 656	34 682
USA	HJK	56 261	33 270	Barbados		37	646
Zusammen		320 459	270 230	Bermuda	J	3 300	893
Übriges Westeuropa				Dominikanische Republik		7	153
Andorra		54	5	Haiti		13	13
Dänemark	KU	1 706	4 703	Jamaika		68	394
Finnland	KU	1 009	3 586	Kaimaninseln		6 079	5 970
Gibraltar		54	4	Kuba	JU	84	1 007
Griechenland	JKU	3 068	2 990	Niederländ. Antillen	U	1 711	1 421
Irland	K	1 481	1 634	Panama	JU	5 643	7 886
Island		75	204	Trinidad und Tobago		398	24
Jugoslawien	JKU	1 818	2 223	Westindien (brit.)		599	332
Liechtenstein		252	469	Nicht aufgeteilt	HJKU	4 935	9 839
Malta		520	5	Zusammen		39 530	63 260
Monaco		22	1	Lateinamerika			
Norwegen	KU	2 141	5 239	Argentinien	JU	3 138	3 402
Österreich	KU	5 345	5 367	Belize		24	9
Portugal	KU	820	865	Bolivien		100	273
Spanien	KU	6 348	7 773	Brasilien	JU	6 780	21 215
Türkei	JKU	545	2 063	Chile	JU	718	1 093
Vatikan		118	—	Costa Rica		86	238
Zypern		322	115	Ecuador	J	253	494
Nicht aufgeteilt	HJKU	6 865	5 477	El Salvador		83	125
Zusammen		32 563	42 723	Guatemala		111	171
Sonstige entwickelte Länder				Guyana		35	39
Australien	KU	970	2 481	Honduras		77	150
Neuseeland	K	297	854	Kolumbien	JU	913	1 632
Südafrika	KU	775	6 989	Mexiko	JU	4 400	17 850
Nicht aufgeteilt	HJK	349	1 480	Nicaragua		55	340
Zusammen		2 391	11 784	Paraguay		42	57
Osteuropa²				Peru	JU	369	2 829
Albanien		83	5	Surinam		135	8
Bulgarien		355	1 973	Uruguay	U	505	168
				Venezuela	JU	7 260	5 326
				Nicht aufgeteilt	HJKU	5 440	6 860
				Zusammen		30 524	62 279

Anmerkung: Eine vollständige Gliederung nach Staaten für die Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken ist nur für die Banken in Belgien-Luxemburg, der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, den Niederlanden und Schweden sowie für die Niederlassungen von US-Banken im karibischen Raum und im Fernen Osten verfügbar. Für die Banken in den anderen berichtenden Ländern - Japan, Kanada, der Schweiz und den USA - ist die Gliederung nach Staaten weniger vollständig, und ihr Ausmaß wird durch die Verwendung der Buchstaben H (Schweiz), J (Japan), K (Kanada), U (USA) angegeben. Die Verbindlichkeiten der Banken in den USA enthalten nicht die von den Banken für Gebietsfremde verwahrten US-Schatzwechsel und Zertifikate. ¹Auslandsniederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. ²Außer Positionen von in der Bundesrepublik Deutschland gelegenen Banken gegenüber der Deutschen Demokratischen Republik.

Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Verbindlichkeiten/ Forderungen gegenüber	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen
Naher Osten			Afrika ohne Nahost (Forts.)		
Ölexportländer: J ³			Senegal	65	73
a) Länder mit niedriger Importquote:			Sierra Leone	41	14
Katar, Kuwait, Saudi- Arabien, Vereinigte Arabische Emirate	30 173	2 024	Somalia	77	3
b) Länder mit hoher Importquote:			Sudan	142	298
Bahrain, Irak, Iran, Libyen, Oman	11 438	6 359	Swasiland	6	13
Andere Länder:			Tansania	145	6
Ägypten JU	2 016	1 242	Togo	35	22
Israel JU	2 875	2 538	Tschad	14	5
Jemen	516	31	Tunesien	305	63
Jemen, Dem. VR	245	3	Uganda	46	15
Jordanien	510	62	Zaire U	364	811
Libanon	2 582	339	Zentralafrikanisches Reich	18	2
Syrien	497	163	Nicht aufgeteilt KU	1 153	1 776
Nicht aufgeteilt ⁴ HJKU	8 520	2 542			
Zusammen	59 372	15 303	Zusammen	9 167	11 693
Afrika ohne Nahost			Asien ohne Nahost		
Äthiopien	289	1	Afghanistan	82	—
Afar- und Issagebiet (franz.)	36	2	Bangladesh	118	4
Algerien J	2 150	1 746	Birma	50	21
Angola	102	30	Brunei	860	24
Benin	31	3	China U	1 382	301
Botswana/Lesotho	34	38	Fidschi	31	17
Burundi	21	7	Hongkong JU	5 670	7 327
Elfenbeinküste	386	392	Indien JU	1 103	468
Gabun	89	273	Indonesien JU	1 444	3 439
Ghana	82	90	Kambodscha	42	—
Guinea	13	37	Malaysia J	1 334	945
Kamerun	77	60	Nepal	48	1
Kanarische Inseln	—	9	Neue Hebriden	36	93
Kenia J	445	103	Nordkorea	222	390
Kongo	52	51	Pakistan J	383	162
Liberia J	1 091	4 400	Papua Neuguinea	85	22
Madagaskar	59	2	Philippinen JU	1 838	2 611
Malawi	43	53	Polynesien, Französisch- Sikkim/Bhutan	17	21
Mali	12	1	Singapur HJ	6 597	8 626
Marokko U	728	541	Sri Lanka	41	9
Mauretanien	75	8	Südkorea JU	2 150	3 902
Mauritius	38	5	Taiwan JU	2 330	2 561
Mosambik	99	2	Thailand JU	963	1 433
Namibia	4	24	Vietnam	121	47
Niger	53	16	Nicht aufgeteilt KU	2 102	1 762
Nigeria J	478	263	Zusammen	29 084	34 197
Obervolta	6	2	Internationale Institutionen U ⁵	3 939	1 162
Rhodesien	34	37	Nicht aufteilbar HJKU	8 881	5 865
Ruanda	71	3	Insgesamt	543 576	547 569
Sambia J	158	393	Nachrichtlich: Ölexportländer HJU	62 723	23 133

³ Positionen der japanischen Banken nur gegenüber Kuwait, Saudi-Arabien, den Vereinigten Arabischen Emiraten, dem Iran, dem Irak und Libyen. ⁴ 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). ⁵ 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 erfaßt. Die Positionen gegenüber der BIZ sind bei der Schweiz enthalten, außer für die US-Banken, die sie unter „Nicht aufgeteilt“ für „Übriges Westeuropa“ melden.

Wie bereits im letztjährigen Jahresbericht dargelegt, werden die gegenüber den Zehnergruppenländern und den verschiedenen Offshore-Finanzplätzen gemeldeten Positionen stark von der Rolle beeinflußt, die diese Länder als Marktzentren spielen, sie sagen aber sehr wenig darüber aus, welche Bedeutung jenen Staaten als Anbieter oder Abnehmer von Mitteln auf den internationalen Märkten zukommt. Unter diesen Gesichtspunkten liegt der Wert der Tabellen daher vor allem in den Informationen, die sie über die Positionen der berichtenden Banken gegenüber Ländern, die selbst nicht internationale Finanzplätze sind, bieten. Außerdem ist zu berücksichtigen, daß die Angaben lang- wie kurzfristige Positionen sowie solche gegenüber dem Banken- wie dem Nichtbankensektor enthalten. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, daß der größte Teil auch der kurzfristigen Mittel, die an Banken in Ländern ausgeliehen wurden, die nicht zu den internationalen Finanzzentren gehören, von diesen Banken für inländische Ausleihungen verwendet wird; die Weitervergabe an dritte Länder kann bis zu einem gewissen Umfang allerdings nicht ausgeschlossen werden.

Im übrigen ist darauf hinzuweisen, daß die nachstehend angegebenen Zahlen für die Positionen der Banken gegenüber einzelnen Ländern etwas höher liegen werden, als die in der Tabelle auf den Seiten 118–119 enthaltenen, da hier der Versuch gemacht wurde, die für die einzelnen geographischen Gebiete angegebenen, nicht aufgeteilten Positionen zuzuteilen.

Wie aus der Tabelle auf Seite 121 ersichtlich, sind die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern (ohne Offshore-Finanzplätze) um schätzungsweise \$18 auf 81 Mrd. gestiegen, verglichen mit einer Zunahme von etwa \$16–17 Mrd. 1975. Nur 29% der Ausleihungen entfielen 1976 auf den Eurogeldmarkt im engeren Sinne; 44% wurden durch die Niederlassungen der US-Banken in den Offshore-Finanzplätzen bereitgestellt und weitere 18% von den USA aus direkt gewährt. Da die Tochtergesellschaften der US-Banken auch sehr aktive Teilnehmer im Euromarkt sind, kann geschätzt werden, daß die US-Banken und ihre ausländischen Töchter 1976 allein über zwei Drittel der neuen Ausleihungen an die Entwicklungsländer bereitgestellt haben. Was die geographische Verteilung der Kredite angeht, so erhielt Lateinamerika \$13,9 Mrd. oder 78%, während die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den nichtölexportierenden Entwicklungsländern im Nahen Osten, „Asien ohne Nahost“ und „Afrika ohne Nahost“ nur um \$1,1 bzw. 1,8 und 1,1 Mrd. zunahmen. Innerhalb Lateinamerikas waren Brasilien und Mexiko die bei weitem größten Schuldner; sie nahmen rund \$6,5 bzw. 5 Mrd. auf (einschließlich ihres geschätzten Anteils an den nicht aufgeteilten Positionen), am Jahresende entfielen auf sie über 50% der Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Entwicklungsländern ohne eigene Erdölvorkommen. Die größten Kreditnehmer in Asien waren Südkorea und die Philippinen mit jeweils \$0,6 Mrd.

Überraschender noch als der 1976 verzeichnete kräftige Zuwachs der Ausleihungen der berichtenden Banken an die Entwicklungsländer war die starke Zunahme ihrer Verbindlichkeiten gegenüber dieser Ländergruppe. Nachdem diese sich 1975 nur um etwa \$3 Mrd. erhöht hatten, wird für 1976 nunmehr ein Zuwachs von \$37 auf 50 Mrd. geschätzt. Von diesem Mehrbetrag in Höhe von \$13 Mrd. wurden 40% auf dem Eurogeldmarkt im engeren Sinne und jeweils rund 25% bei Banken in den Vereinigten Staaten bzw. ihren Niederlassungen in den Offshore-Finanzplätzen

**Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken
in den Zehnergruppenländern und der Schweiz sowie der US-Banken
im karibischen Raum und im Fernen Osten¹**

	1975 Dezember	1976			
		März	Juni	September	Dezember
Milliarden US-Dollar					
Forderungen der Banken gegenüber:					
Zehnergruppenländer und die Schweiz	235,1	239,7	241,0	248,8	270,2
<i>davon: berichtender europäischer Raum</i>	165,4	166,6	166,0	170,8	193,4
USA	30,7	31,7	32,1	33,8	33,3
Kanada	7,1	7,9	8,6	9,3	9,4
Japan	31,9	33,5	34,3	34,9	34,1
Offshore-Finanzplätze ²	61,9	67,2	72,5	76,8	83,7
Andere Länder in Westeuropa	31,8	32,6	35,0	38,3	42,7
Australien, Neuseeland, Südafrika	9,0	10,0	10,7	11,4	11,8
Osteuropa	21,6	23,6	25,1	26,8	29,0
Ölexportländer	14,3	15,5	17,3	20,0	24,1
Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen	63,0	65,7	70,2	73,5	80,9
<i>davon: Lateinamerika³</i>	43,5	46,1	49,6	51,8	57,4
<i>Naher Osten</i>	3,3	3,0	3,2	3,5	4,4
<i>Asien ohne Nahost</i>	12,9	13,2	13,9	14,3	14,7
<i>Afrika ohne Nahost</i>	3,3	3,4	3,5	3,9	4,4
Nicht aufteilbar ⁴	5,0	5,0	4,9	4,5	5,2
Zusammen	441,7	459,3	476,7	500,1	547,6
Verbindlichkeiten der Banken gegenüber:					
Zehnergruppenländer und die Schweiz	270,1	277,8	284,3	294,4	320,5
<i>davon: berichtender europäischer Raum</i>	209,1	210,5	210,6	216,5	241,4
USA	42,0	45,8	51,9	54,2	56,3
Kanada	9,9	11,3	11,8	12,6	12,6
Japan	9,1	10,2	10,0	11,1	10,2
Offshore-Finanzplätze ²	40,8	44,8	49,4	51,5	56,2
Andere Länder in Westeuropa	31,1	30,3	29,4	31,1	32,6
Australien, Neuseeland, Südafrika	2,1	2,6	2,2	2,1	2,4
Osteuropa	6,3	5,7	6,2	6,1	7,7
Ölexportländer	51,8	52,4	54,6	59,1	64,2
Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen	36,7	37,8	41,4	43,1	49,4
<i>davon: Lateinamerika³</i>	16,3	16,5	17,6	17,7	22,3
<i>Naher Osten</i>	5,9	6,2	6,7	6,7	7,1
<i>Asien ohne Nahost</i>	10,4	10,8	12,4	13,5	14,7
<i>Afrika ohne Nahost</i>	4,1	4,3	4,7	5,2	5,3
Nicht aufteilbar ⁴	8,2	8,1	9,2	8,7	10,6
Zusammen	447,1	459,5	476,7	496,1	543,6

Anmerkung: Die Zahlen in dieser Tabelle beruhen teilweise auf Schätzungen.
¹ Auslandsniederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, den Kaimaninseln, in Panama und in Singapur. ² Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur, Westindien. ³ Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. ⁴ Einschließlich der internationalen Organisationen.

plaziert. Ein bedeutender Teil dieser Mittel, besonders der in den USA und auf dem Eurogeldmarkt angelegten, besteht zweifellos aus amtlichen Reserven, die den Entwicklungsländern vor allem als Ergebnis ihrer eigenen Kreditaufnahmen bei ausländischen Banken zugewachsen sind. Tatsächlich waren Brasilien (etwa \$ 3 Mrd.) und Mexiko (\$ 1,2 Mrd.) die größten Anleger. Insgesamt gesehen war jedoch die Verteilung der Einlagen und der Kreditaufnahmen nicht ganz symmetrisch; der Anteil von „Asien ohne Nahost“ am neuen Mittelangebot war mit \$ 4,3 Mrd. beträchtlich höher als der Anteil dieses Gebiets an der Verschuldung. Im Endergebnis stellten daher die Entwicklungsländer in „Asien ohne Nahost“ dem Markt netto \$ 2,5 Mrd. zur Verfügung, während Lateinamerika im Ausmaß von etwa \$ 8 Mrd. seine Nettoschuldnerposition vergrößerte.

Die neuen Ausleihungen der berichtenden Banken an Ölexportländer wuchsen sehr stark von etwa \$ 3 Mrd. 1975 auf fast 10 Mrd. 1976. Die größten Schuldner dieser Gruppe waren Venezuela, der Iran und Indonesien. Darüber hinaus enthält die obige Zahl eine Zunahme der Forderungen gegenüber Bahrain in Höhe von rund \$ 2 Mrd., die sich aus der wachsenden Rolle dieses Landes als Offshore-Finanzplatz erklärt. Die Verbindlichkeiten gegenüber den ölexportierenden Ländern, die 1975 um \$ 8–9 Mrd. gestiegen waren, erhöhten sich um \$ 12,4 Mrd.; das sind nur \$ 2,6 Mrd. mehr, als die Forderungen der Banken gegenüber diesen Ländern zugenommen haben. Fast 60% dieser Gelder dürften von den Ländern mit niedriger Importquote im Nahen Osten gekommen sein, während die Länder mit hoher Importquote in diesem Gebiet über \$ 3 Mrd. zur Verfügung stellten; annähernd \$ 1 Mrd. wurde von Indonesien beigesteuert. Im Euromarkt wurden nicht weniger als 85% der zusätzlichen Ölgelder plaziert, bei Banken in den USA 12% und bei den Niederlassungen der US-Banken in den Offshore-Finanzplätzen nur 5%; wegen des Rückzugs aus dem Pfund Sterling nahmen die Einlagen auf den europäischen Binnenmärkten per saldo ab.

Die Kredite an Osteuropa wurden um \$ 7,4 auf 29 Mrd. ausgeweitet. Zwei Drittel dieses Zuwachses entfielen auf den Euromarkt; weitere 19% wurden durch die Banken in den gleichen europäischen Berichtsländern in Landeswährung zur Verfügung gestellt. Größter Schuldner war die Sowjetunion, die (nach Berücksichtigung des nicht aufgeteilten Betrags) über \$ 2,5 Mrd. erhielt; es folgen Polen (rund \$ 1,8 Mrd.), die Deutsche Demokratische Republik (über \$ 1 Mrd.) und Ungarn (etwa \$ 1 Mrd.). Die Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Osteuropa — hauptsächlich gegenüber der Sowjetunion — erhöhten sich um \$ 1,4 Mrd.

Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe stiegen um \$ 13,7 Mrd. oder über ein Drittel auf einen Gesamtbetrag von \$ 54,5 Mrd., was die dort anhaltend hohen Leistungsbilanzdefizite und den daraus folgenden Finanzierungsbedarf widerspiegelte. Die Verbindlichkeiten gegenüber diesen Ländern erhöhten sich nur um \$ 1,8 auf 35 Mrd. Die größten Schuldner waren Spanien, Südafrika (jeweils rund \$ 2,7 Mrd.) und Dänemark (über \$ 2 Mrd.).

Die Zunahme um \$ 21,8 Mrd. bei den Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Offshore-Finanzplätzen enthalten eine Erhöhung der Forderungen gegenüber Singapur und Hongkong um rund \$ 3 bzw. 1,5 Mrd. Über ihre Rolle als Offshore-Finanzplätze hinaus sind diese beiden Länder selbstverständlich Kapitalimporteure, so daß ein Teil dieses Betrags von \$ 4,5 Mrd. möglicherweise im Lande selbst verwendet wurde. Außerdem umfaßt der gegenwärtige Berichtskreis nur die Niederlassungen von US-Banken an diesen Plätzen, die dort anscheinend bedeutend weniger als 50% des Geschäftsvolumens bestreiten. Es ist daher wahrscheinlich, daß diese beiden Plätze in beträchtlichem Umfang internationale Kredite besonders an Entwicklungsländer gewährten, die nicht in den gegenwärtigen Statistiken enthalten sind. Außerdem enthält die Zunahme der Forderungen gegenüber den Offshore-Finanzplätzen 1976 eine Ausweitung um \$ 0,8 auf ungefähr 4,8 Mrd. gegenüber Liberia, das in Wirklichkeit ein Offshore-Finanzplatz für Reedereien, nicht aber für Bankgeschäfte ist. Die Muttergesellschaften der meisten dort registrierten Firmen haben ihren Sitz in entwickelten Ländern, so daß der größte Teil der nach Liberia fließenden Kredite tatsächlich Forderungen gegenüber entwickelten Ländern dar-

stellt. Dasselbe gilt teilweise für Panama, einem Offshore-Finanzplatz sowohl für Bankgeschäfte wie für Reedereien. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Panama erhöhten sich im vergangenen Jahr um etwa \$ 1 auf 8,5 Mrd.

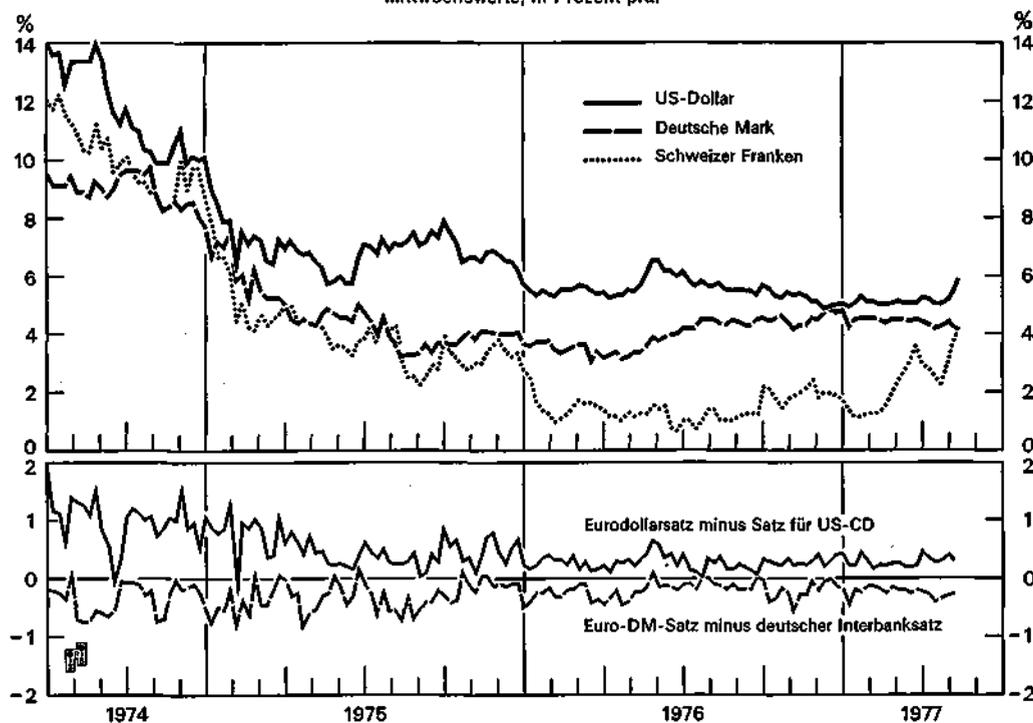
Die Entwicklung der Zinssätze

Auf dem Gebiet der Zinssätze war 1976 für die wichtigsten Sektoren des Eurogeldmarkts trotz des großen Geschäftsvolumens ein relativ ruhiges Jahr. Die Notierungen folgten im allgemeinen sehr eng dem Zinstrend auf den Binnenmärkten, wo die Kreditnachfrage recht flau war. Zu deutlich ausgeprägten Schwankungen kam es nur in einigen kleineren Marktbereichen, besonders auf den Sektoren für den französischen Eurofranken, den Eurogulden und das Europfund, wo Wechselkursüberlegungen zeitweilig von ausschlaggebender Bedeutung waren.

Der Interbanksatz für dreimonatige Eurodollareinlagen, der in den ersten Monaten des Jahres nahe bei $5\frac{1}{2}\%$ gelegen hatte, befestigte sich in den Monaten Mai und Juni auf über 6%, als die zeitweilige Dynamik des wirtschaftlichen Aufschwungs zu einer gewissen Verschärfung der Geldmarktbedingungen in den USA führte. Mit der darauf folgenden Verlangsamung des Erholungstempos lockerten sich jedoch die Marktbedingungen wieder, und der Eurodollarsatz glitt bis Anfang Dezember auf $4\frac{7}{8}\%$ ab — das niedrigste Niveau seit Mitte 1972. Danach schwankte er um $5\frac{1}{8}\%$, um sich Anfang Mai 1977 auf etwa $5\frac{3}{4}\%$ zu festigen, als das Geldmarktklima in den USA wieder demjenigen vor Jahresfrist zu gleichen begann.

Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und Abstand zu den Inlandszinsen

Mittwochswerte, in Prozent p.a.



Nº 2176

Da sich die Befürchtungen zerstreuten, eine starke wirtschaftliche Erholung könnte sehr bald zu einer ausgeprägten Straffung der Kreditkonditionen führen, war der Rückgang der Sätze für einjährige Eurodollareinlagen 1976 ausgeprägter als derjenige der kürzerfristigen Sätze, was eine Abflachung der Renditenkurve mit sich brachte. Andererseits weitete sich der Renditenabstand zwischen den Euroanleihe-sätzen und den Eurodollarsätzen für sechsmonatige und längerfristige Einlagen, der 1975 bereits recht beträchtlich gewesen war, weiter aus.

Im Einklang mit der Entwicklung auf dem deutschen Binnenmarkt, wo die Kapitalmarktrenditen und die kurzfristigen Zinssätze sich 1976 zeitweilig in entgegengesetzten Richtungen bewegt haben, gaben die Sätze für dreimonatige Euro-DM in den ersten vier Monaten etwas nach, festigten sich aber im restlichen Verlauf des Jahres. Im Dezember notierten sie nur geringfügig unter den Sätzen für Eurodollareinlagen.

Die Verstärkung der Schweizer Abwehrmaßnahmen gegen Geldzuflüsse, der Einfluß von Wechselkursbewertungen auf die Schweizer Geldpolitik und die Schwäche der inländischen Kreditnachfrage trugen dazu bei, daß der Satz für Euroschweizerfranken von etwa $3\frac{1}{2}\%$ gegen Ende 1975 auf einen Tiefstand von $\frac{5}{8}\%$ im Frühsommer 1976 sank. Eingangs 1977 erlaubte die leichte Abschwächung des Schweizer Frankens auf den Devisenmärkten eine gewisse Verschärfung der inländischen Geldmarktbedingungen in der Schweiz, und der Satz für dreimonatige Euroschweizerfranken zog bis Mitte Mai auf rund 4% an.

Die Sätze für französische Eurofranken, für Eurogulden und für Europfund wurden unter dem Einfluß spekulativer Attacken auf diese drei Währungen 1976 gelegentlich sehr stark hochgetrieben. So schnellte der Satz für dreimonatige Eurogulden von rund 3% im März auf eine Spitze von über 16% im August, um dann wieder allmählich bis auf etwa 3% im Mai 1977 zurückzugehen, als der Devisenmarkt seine Beurteilung des Guldens völlig revidiert hatte. Der Zinssatz für Europfund sprang während des Höhepunkts der Krise auf dem Devisenmarkt im Oktober auf eine Spitze von 20%; mit der Erholung des Pfund Sterlings gab er jedoch im Mai 1977 allmählich wieder auf ein Niveau von etwa 8% nach.

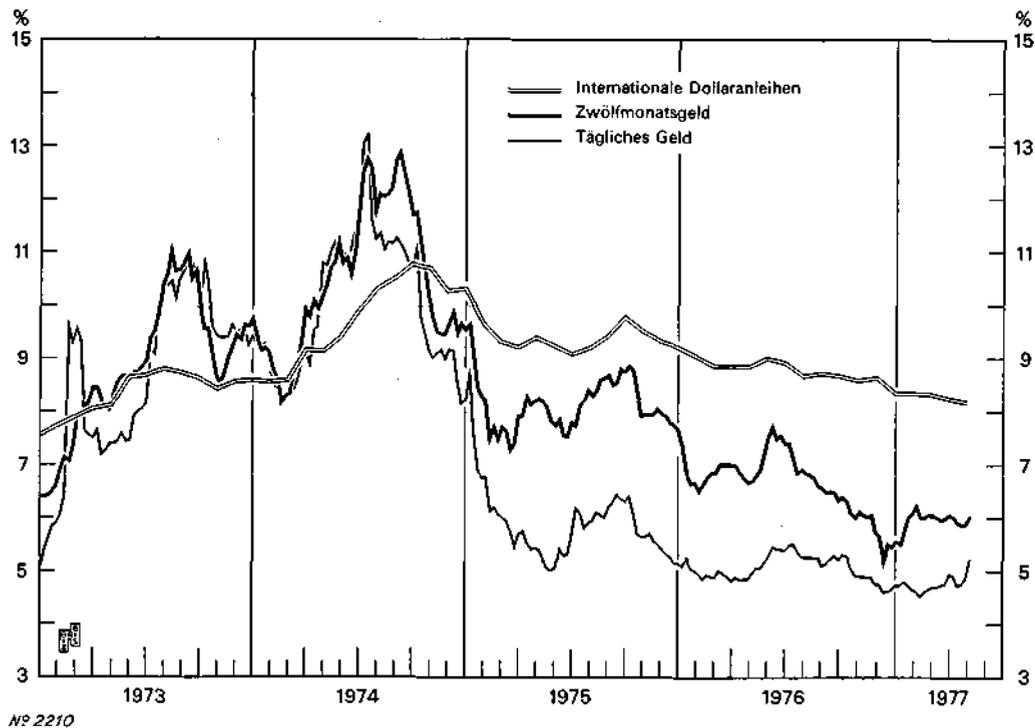
Die internationalen Anleihenmärkte

Das Nachlassen der inflationären Erwartungen, das eher mäßige Abschneiden der Aktienmärkte, ein allmählicher und stetiger Anstieg der Anleihekurse mit Aussichten auf weitere Kapitalgewinne sowie die beträchtliche Prämie der Anleiherenditen gegenüber kürzerfristigen Zinssätzen ließen alles in allem 1976 zu einem weiteren Rekordjahr auf den internationalen Anleihenmärkten werden. Das Emissionsvolumen neuer Euroanleihen erhöhte sich kräftig um \$4,7 Mrd. auf ein Volumen von \$14,9 Mrd., das mehr als zweimal so hoch war wie der 1972 verzeichnete vorangegangene konjunkturelle Höchstbetrag. Die Tatsache, daß die öffentlichen Emissionen den gesamten Zuwachs des Jahres 1976 für sich beanspruchten, während die privaten Plazierungen sogar leicht zurückgingen, läßt noch deutlicher die starke Verfassung des Marktes erkennen.

Auf den inländischen Märkten waren die Zuwachsraten für Auslandsanleihen gleich hoch oder sogar noch höher; ihr Gesamtvolumen expandierte um \$6,2 Mrd. oder über 50% auf \$18 Mrd. Wie 1975 wurde der größte Teil dieser Kreditaufnahmen

Dollarinssätze am Eurogeld- und Euroanleihemarkt

Monatsendsätze bzw. Wochendurchschnitte



Nº 2210

von den Märkten zweier Länder befriedigt. Die Auslandsbegebungen in den USA erhöhten sich um 52% auf \$ 10,3 Mrd., von denen deutlich mehr als die Hälfte allein auf kanadische Kreditnehmer entfiel. Die Auslandsanleihen in der Schweiz, zum größten Teil nichtöffentliche Begebungen von Schuldverschreibungen, weiteten sich um 55% auf \$ 5,2 Mrd. aus. Dieser sehr große Gesamtbetrag, der 9% des Brutto-sozialprodukts der Schweiz ausmachte, resultierte aus der gesunden Zahlungsbilanz-situation dieses Landes, der Schwäche der heimischen Kreditnachfrage und den umfangreichen Geldzuflüssen, die wieder im Ausland angelegt werden mußten.

Die steigenden Anleihekurse und der außerordentlich hohe Zinsunterschied zwischen den Anleiherenditen und den kürzerfristigen Zinssätzen waren ein starker Anreiz zur Aktivität auf den Sekundärmärkten, wo der Umsatz Rekordhöhen erreichte. Das günstige Marktklima schlug sich auch in einer kräftigen Zunahme des durchschnittlichen Emissionsbetrags von Euroanleihen nieder, wobei sich derjenige von Dollaranleihen auf etwa \$ 50 Mio. fast verdoppelte. Andererseits kam es jedoch nur zu einer bescheidenen Verlängerung der Laufzeiten. Zwar dürften sich die seit 1973 erkennbaren Tendenzen zu kürzeren Fristen jetzt umgekehrt haben, die durchschnittliche Laufzeit blieb jedoch deutlich unter zehn Jahren; erst in der zweiten Jahreshälfte 1976 gelang es einigen ersten Adressen, Mittel mit Fristen von 12-15 Jahren aufzunehmen. Außerdem dürfte der Markt wählerischer geworden sein, wobei geringer eingestufte Adressen gelegentlich bis zu 200 Basispunkte mehr zuzugestehen hatten als erstklassige Emittenten.

Internationale Anleihen¹

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	1974	1 430	430	370	600	1 400	360	650	1 130
	1975	4 570	1 350	1 770	1 450	2 840	840	1 760	1 360
	1976	5 440	3 750	1 200	850	4 860	1 180	3 210	2 730
Kanada	1974	440	380	—	350	1 960	1 930	30	800
	1975	1 150	610	—	310	3 380	3 100	280	830
	1976	3 010	1 570	40	150	5 870	5 530	340	3 850
USA	1974	110	100	—	10	80	—	80	30
	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
	1976	410	400	—	120	30	—	—	30
Sonstige entwickelte Länder ²	1974	330	220	110	10	150	30	120	130
	1975	2 220	1 340	700	610	1 010	380	600	650
	1976	2 070	1 510	510	310	1 480	690	790	660
Übrige Länder ³	1974	140	120	—	10	790	650	20	520
	1975	470	230	80	150	480	460	20	240
	1976	1 040	450	300	160	810	600	110	200
Internationale Institutionen	1974	2 070	1 830	160	1 780	3 410	620	90	2 650
	1975	1 480	1 060	340	840	3 980	1 980	670	1 340
	1976	2 960	2 050	730	1 710	4 960	2 270	770	1 650
Insgesamt begebene Anleihen	1974	4 520	3 080	640	2 960	7 790	3 590	990	5 260
	1975	10 200	4 810	2 890	3 440	11 830	6 760	3 370	4 540
	1976	14 930	9 730	2 780	3 300	18 010	10 270	5 220	9 120

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

Auf der Nachfrageseite der internationalen Anleihemärkte spielten weiterhin die Kreditnehmer aus den OECD-Ländern eine beherrschende Rolle; ihr Anteil an den gesamten Emissionen erreichte \$ 23 Mrd. oder 70%. Kanada mit einem besonders hohen Leistungsbilanzdefizit nahm bei weitem die meisten Mittel auf; Kreditnehmer des öffentlichen und des privaten Sektors verschuldeten sich mit \$ 8,9 Mrd., das ist fast das Doppelte des Betrags von 1975. Frankreich und Japan nahmen den zweiten bzw. dritten Platz mit \$ 2,7 bzw. 2 Mrd. ein. Andere OECD-Länder, etwa Großbritannien und die skandinavischen Länder, waren ebenfalls in der Lage, einen größeren Teil ihres Finanzierungsbedarfs auf den internationalen Anleihemärkten zu decken. Die Verschuldung von Gebietsansässigen in den USA auf den internationalen Kapitalmärkten blieb weiterhin eng begrenzt.

Die besondere Bedeutung der Zahlungsbilanzermäßigungen und des öffentlichen Finanzierungsbedarfs bewirkten, daß öffentliche Körperschaften wiederum die größte Schuldnergruppe auf dem Markt waren; ihre Aufnahmen erhöhten sich von \$ 10,3 Mrd. 1975 auf \$ 15,7 Mrd. Aber auch Privatgesellschaften nutzten die auf den internationalen Anleihemärkten vorherrschenden günstigen Bedingungen, wobei sie den Gegenwert vor allem für eine Verbesserung ihrer Bilanzstrukturen verwendeten. Sie nahmen \$ 9,3 gegen 6,2 Mrd. 1975 auf. Besonders die Banken, deren Kapitalrelationen in den vergangenen Jahren durch die Inflation und die rapide Ausweitung ihrer inter-

nationalen Aktivitäten sehr strapaziert worden waren, erhöhten ihren Rückgriff auf die internationalen Anleihemärkte, teilweise in Form von Schuldverschreibungen mit flexiblen Zinssätzen. Die Emissionen internationaler Organisationen erhöhten sich von \$5,5 auf 7,9 Mrd. Ein großer Teil der daraus fließenden Mittel wurde an Entwicklungsländer ohne eigene Erdölvorkommen geleitet, deren Möglichkeiten, die internationalen Kapitalmärkte direkt in Anspruch zu nehmen, recht begrenzt blieben. Gleichermäßen stellten auch die Kreditnehmer aus Osteuropa nur einen sehr kleinen Teil des gesamten Emissionsvolumens; sie deckten ihren außenwirtschaftlichen Finanzierungsbedarf zumeist durch Bankkredite.

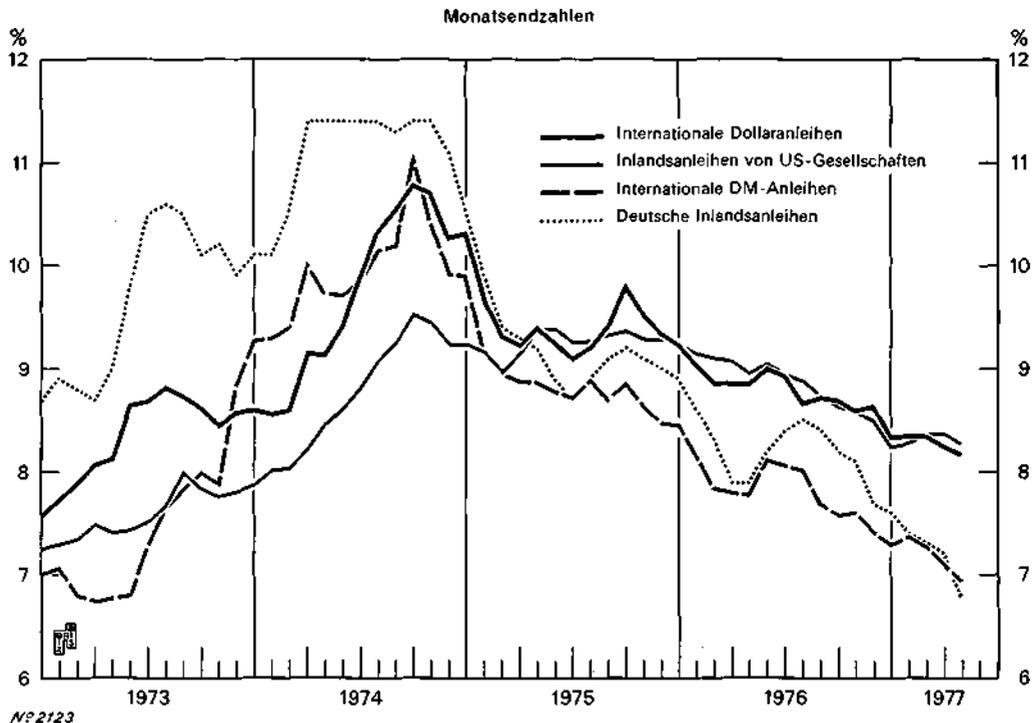
Das verfügbare statistische Material über die Quellen der auf die internationalen Kapitalmärkte, besonders die Euroanleihemärkte, geflossenen Mittel ist sehr spärlich. Der Bankensektor selbst dürfte jedoch eine große Rolle gespielt haben, indem er einen beträchtlichen Teil der Neuemissionen aufnahm. Angesichts der sehr schwachen inländischen Kreditnachfrage war der Versuchung des großen Renditenabstands zwischen Anleihenätzen und kurzfristigen Zinssätzen zweifellos nur schwer zu widerstehen. Außerdem dürfte die Aufnahmefähigkeit der internationalen Anleihemärkte besonders in der ersten Jahreshälfte durch Zuflüsse aus Ländern mit schwacher Währung gefördert worden sein, was auch zur Erklärung der sehr großen Plazierungskraft der Schweizer Banken beiträgt. Die OPEC-Länder, die sich in den vorangegangenen Jahren zurückgehalten hatten, dürften die internationalen Anleihemärkte stärker als Absatzventil für ihre Überschußmittel genutzt haben. Schließlich erfuhren die Märkte zweifellos auch eine Stützung durch die Wiedéranlage wachsender Beträge aus Zins- und Tilgungszahlungen auf frühere Emissionen.

Auf dem eigentlichen Euroanleihemarkt war die Emissionstätigkeit sehr stark auf den Dollarsektor konzentriert, der von der nicht ganz unbeträchtlichen Stärke der US-Währung auf den Devisenmärkten und der allmählichen Abwärtstendenz der langfristigen Zinssätze in den USA begünstigt wurde. Der Anteil der Dollaremissionen erholte sich von seinem ungewöhnlich niedrigen Niveau 1975 in Höhe von 47 auf 65 %, während die Emissionen in Deutschen Mark von 28 auf 19 % schrumpften. Begebungen in kanadischen Dollar, welche 1975 das erste Mal Bedeutung erlangt hatten, expandierten weiterhin sehr kräftig und weiteten ihren Marktanteil von 6 auf 10 % aus, wobei ihnen die Abschaffung der kanadischen Quellensteuer auf Zinszahlungen zugute kam. Andererseits sank der Anteil des Guldens von 6 auf 3 %; angesichts der neuerlichen Anziehungskraft des Dollars und der Schwäche bestimmter europäischer Währungen gab es auch kaum Begebungen von auf Rechnungseinheiten lautenden Anleihen.

Die Renditen von Euroanleihen, besonders der Dollaremissionen, orientierten sich eng an den Zinssätzen auf den entsprechenden heimischen Märkten. Dies veranschaulicht nicht nur die wachsende Kommunikation zwischen den inländischen und den internationalen Märkten, sondern zeigt auch, daß der Euroanleihemarkt keine Schwierigkeiten hatte, der großen Kreditnachfrage gerecht zu werden. Die Renditen auf Dollaranleihen gaben im Laufe des Jahres um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte nach, während diejenigen der DM-Anleihen um $1\frac{1}{4}$ Prozentpunkte zurückgingen.

Trotz einiger Unsicherheiten hinsichtlich der Entwicklung der Zinssätze waren die Anleihemärkte auch während der ersten vier Monate 1977 in guter Verfassung. Insbesondere traf dies für den Euroanleihemarkt zu, auf dem das Emissionsvolumen

Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen*



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

den Monatsdurchschnitt 1976 beträchtlich überschritt. Auslandsanleihen in den USA gaben dagegen deutlich nach, weitgehend infolge geringerer Aufnahmen seitens kanadischer Kreditnehmer. Anfang Mai festigten sich die kurzfristigen Zinssätze in den USA, was zu einer zeitweiligen Veränderung des Marktklimas führte. Die Dollarnotierungen internationaler Anleihen gingen zurück, und angesichts des bedeutenden Disagios auf neue Emissionen wurden mehrere geplante Neuemissionen vom Euroanleihemarkt zurückgehalten. Am Monatsende schien sich der Markt jedoch auf das höhere kurzfristige Zinsniveau in den USA eingestellt zu haben; es gab kaum Anzeichen einer nachlassenden Geschäftstätigkeit.

VII. DIE INTERNATIONALE WÄHRUNGS-LAGE

Dieses Kapitel berichtet über die wesentlichen Ereignisse der internationalen Währungsszene in den vergangenen anderthalb Jahren. In den ersten beiden Abschnitten werden die Entwicklung der Wechselkurse der wichtigsten Währungen sowie die umfangreichen Interventionen geschildert, welche die Währungsbehörden der meisten führenden Länder auf den Devisenmärkten unternommen haben; der dritte Abschnitt befaßt sich mit der Rolle der Wechselkurssteuerung. Der vierte Abschnitt gibt einen Überblick über die Goldproduktion und die Entwicklung auf dem Goldmarkt im vergangenen Jahr. Schließlich wird die sehr starke Zunahme der globalen Reserven im Jahre 1976 dargestellt und erläutert sowie auf die Frage eingegangen, ob der heutige Stand der internationalen Liquidität ausreichend ist und auf welchen Wegen künftig die Zahlungsbilanzfinanzierung erfolgen soll.

Entwicklung der Wechselkurse

Fast das gesamte Jahr 1976 war von erheblicher Unruhe auf den Devisenmärkten gekennzeichnet, wobei sich die Polarisierung zwischen schwachen und starken Währungen fortsetzte. Die italienische Lira und das Pfund Sterling erlitten dramatische Kurseinbußen; ebenso verzeichneten der französische Franken und im späteren Jahresverlauf auch der kanadische Dollar zwar geringere, aber noch immer erhebliche Kursverluste. Auf der anderen Seite des Spektrums nahmen die Deutsche Mark und der Schweizer Franken stark an Wert zu, wenn auch die letztgenannte Währung ab Mitte 1976 wieder recht beträchtlich nachgab. Daneben erlebte der europäische Währungsverbund zwei Perioden erheblicher Spannungen, die Mitte März zum Ausscheiden des französischen Frankens und zur Aufhebung des Kleinen Währungsverbunds der Benelux-Staaten sowie Mitte Oktober zu unterschiedlichen Aufwertungen der Deutschen Mark gegenüber den anderen Teilnehmerwährungen führten. Der Dollar blieb trotz einer sehr deutlichen Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA auf handelsgewichteter Basis relativ stabil.

In jüngerer Zeit war die Lage auf den Devisenmärkten viel ruhiger. Das Pfund hat sich seit dem letzten November stark erholt, und auch die anderen — zuvor schwächsten — Währungen waren meistens ebenfalls fester. Die wesentlichen Devisenmarkt-bewegungen im bisherigen Verlauf dieses Jahres waren eine ausgeprägte Befestigung des japanischen Yen, eine leichte Abschwächung des US-Dollars und des kanadischen Dollars sowie eine weitere Neuordnung der Leitkurse innerhalb des europäischen Währungsverbunds im April, nachdem die schwedischen Behörden eine Abwertung der Krone beschlossen hatten.

Von den drei wichtigen Währungen, die seit Anfang 1976 starke Verluste erlitten, schwächte sich die Lira nicht nur als erste ab, sondern sank auch über den gesamten Zeitraum gesehen am tiefsten. Der gesamte Kursrückgang vollzog sich innerhalb von wenig mehr als drei Monaten und begann am 21. Januar 1976, als die Devisenreserven des Landes praktisch erschöpft waren und die amtliche Notierung ausländischer Valuten für sechs Wochen ausgesetzt wurde. Diese Maßnahme, die das

Ende einer über einjährigen Periode markierte, in der der Wechselkurs trotz starker Inflation unverändert gehalten werden konnte, hatte zur Folge, daß sich die handelsgewichtete Abwertung der Lira gegenüber dem im Washingtoner Realignment festgesetzten Leitkurs bis Ende April von etwa 23 ½ auf fast 43 % vergrößerte. Ungefähr während desselben Zeitraums schwächte sich die Lira gegenüber dem Dollar von Lit 687 auf Lit 916 ab.

Anfang Mai wurden Maßnahmen getroffen, um den Kursrutsch aufzuhalten. Die Käufer von Devisen hatten fast ausnahmslos 50% des Liragegenwertes drei Monate lang auf nichtverzinsliche Konten bei der Bank von Italien einzulegen; die maximale Frist für den Umtausch von Exporterlösen wurde auf sieben Tage verkürzt; Exporteure, die Handelskredite in Fremdwährung mit einer Laufzeit bis zu 120 Tagen gewährten, wurden verpflichtet, innerhalb von sieben Tagen 30% des Wertes solcher Kredite in Lire einzutauschen. Der Kurs zum Dollar verbesserte sich rasch um fast 10%, und auch der handelsgewichtete Kursverlust verringerte sich um rund 5 Prozentpunkte. Unter dem Einfluß der saisonbedingt günstigen Zahlungsbilanz blieb die Lira dann bis Ende August etwa bei diesen Werten stabil.

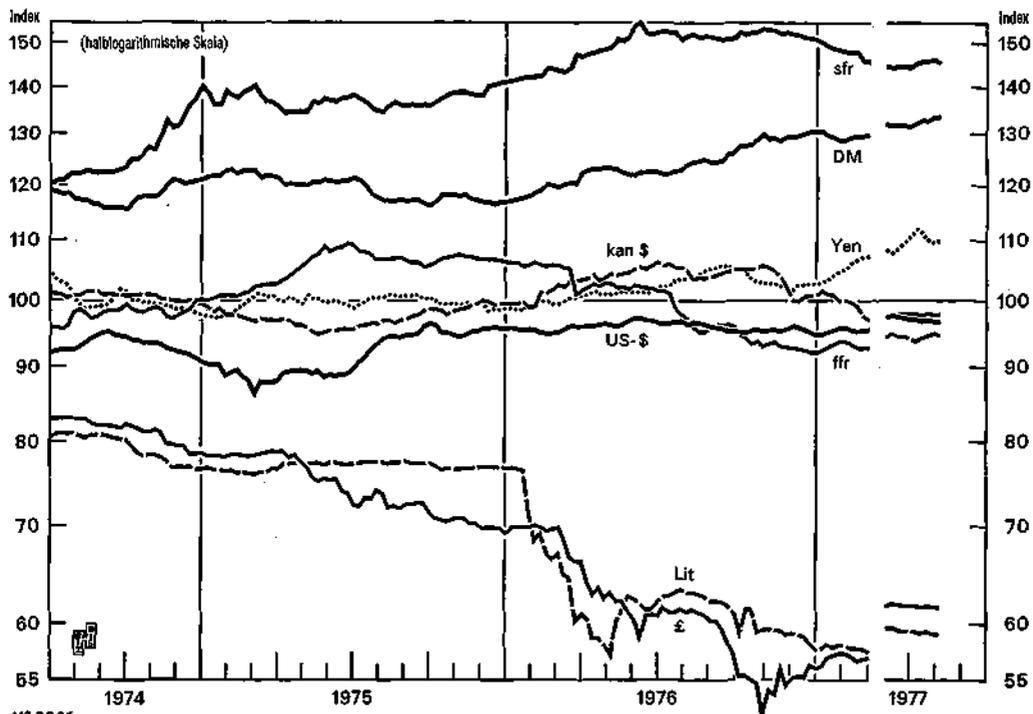
In der Folge gingen jedoch die seit Anfang Mai verzeichneten Kursgewinne auf handelsgewichteter Basis fast vollständig wieder verloren, und am Jahresende lag die Lira um über 42 % unter dem im Washingtoner Realignment festgesetzten Niveau. Gegenüber dem Dollar brachte ein eher schwächerer Rückgang den Kurs Ende Dezember auf Lit 875. Die erneute Schwäche der Lira konnte auch nicht durch die Bekanntgabe von wirtschaftlichen Stabilisierungsmaßnahmen, einer strafferen Geldpolitik und weiterer direkt auf die Devisenmärkte abzielender Eingriffe im Oktober verhindert werden. Dazu gehörten die Erhebung einer Sondersteuer auf Devisenkäufe, die zunächst auf 10% festgesetzt und dann auf 7% reduziert wurde, die Erhöhung des in Auslandsvaluta zu finanzierenden Anteils an den Fremdwährungs-Exportkrediten auf 50% und eine Verlängerung der schrittweise abzubauenen Importdepotregelung bis April 1977.

Im laufenden Jahr ist die Lira bisher sowohl auf handelsgewichteter Basis als auch gegenüber dem Dollar sehr stabil geblieben. Wenn man die tatsächlichen Kosten auf den Devisenmärkten zugrunde legt, hat die Lira für italienische Gebietsansässige sogar erheblich an Wert gewonnen, seitdem die Sonderabgabe auf Devisenkäufe zwischen dem 3. Januar und dem 18. Februar schrittweise aufgehoben wurde.

Die zweite Währung, die 1976 unter starken Druck kam, war der französische Franken. Die Belebung der Konjunktur nach dem Ende 1975 in Gang gesetzten finanzpolitischen Ankurbelungsprogramm hatte die Außenhandelsbilanz defizitär werden lassen und außerdem Befürchtungen geweckt, daß sich die Inflation beschleunigen könnte. Bei Ausbruch der Lirakrise befand sich der Franken demnach in einer sehr anfälligen Verfassung, die Anfang März durch die Schwäche des Pfundes noch verschlimmert wurde; nach hohen Devisenverlusten kam es am 15. März zu der Entscheidung, den Franken aus dem Währungsverbund herauszunehmen.

Zunächst führte dies, außer ganz kurzfristig, zu keinem nennenswerten Rückgang des Kurses, der sich auf handelsgewichteter Basis bald etwa 2 Prozentpunkte unter seinem früheren Stand stabilisierte. Zwischen Ende Mai und Ende August trat

Effektive Wechselkurse seit dem Washingtoner Realignment*
 Freitagsszahlen, Indizes: 21. Dezember 1971 = 100



NP 2231

Quelle: Bank von England.

* Ab März 1977 wurde die bei der Berechnung der Kursreihe verwendete Anzahl von Währungen von 11 auf 21 erweitert und eine Anpassung der Handelsgewichte von 1969 auf 1972 vorgenommen.

jedoch unter dem Einfluß neu auflebender Inflationsbefürchtungen einerseits und der Sorge über die Auswirkungen der Trockenperiode auf die Zahlungsbilanz andererseits ein weiterer ziemlich starker Kursrückgang ein. Aus der handelsgewichteten Aufwertung von fast 2 ½% seit dem Washingtoner Realignment wurde eine Abwertung von fast 5%, während der Kurs gegenüber dem Dollar von ffr 4,72 auf fast ffr 5 nachgab. Erwartungen im Hinblick auf korrigierende Maßnahmen der neuen Regierung führten dann zu einer Verbesserung der Lage am Devisenmarkt; Ende September und im Oktober kam es jedoch zu einer weiteren, über 3 Prozentpunkte betragenden Abwertung des Frankens auf handelsgewichteter Basis. Am Jahresende betrug sie fast 8%, was einer Verschlechterung von 13 Prozentpunkten seit Mitte März gleichkommt. Im bisherigen Verlauf von 1977 hat sich der Franken insgesamt leicht gefestigt; gegen Ende Mai lag der Dollarkurs bei ffr 4,95 ½.

Der Kursrückgang des Pfund Sterlings war im gesamten Zeitraum seit Ende 1975 auf handelsgewichteter Basis größer als der des französischen Frankens. Außerdem war der Druck auf den Devisenmärkten nach beiden Seiten hin ebenfalls stärker, wobei sich zwischen Anfang März und Ende Oktober die handelsgewichtete Abwertung von 30 auf fast 49% vergrößerte, gefolgt von einer kräftigen Erholung ab November 1976. Ohne die sehr umfangreichen offiziellen Interventionen wären die Bewegungen des Wechselkurses in beiden Richtungen jedoch noch sehr viel markanter gewesen.

Der dramatische Kursverfall des Pfundes begann am 4. März; am folgenden Tag fiel das Pfund dann erstmals unter die \$2-Marke. Von da an bis Anfang Juni glitt der Kurs unter dem Einfluß des Leistungsbilanzdefizits, der Beschleunigung und Verzögerung von Zahlungen durch die Handelsunternehmen sowie sehr hoher Abzüge offizieller Sterlingguthaben von OPEC-Staaten auf \$1,70 ab, womit sich die handelsgewichtete Abwertung von 31 auf fast 42% erhöhte. Zu diesem Zeitpunkt brachte dann die Aushandlung einer sechsmonatigen Kreditfazilität in Höhe von \$5,3 Mrd. seitens der Zentralbanken der Zehnergruppe, der Schweiz und der BIZ zusammen mit günstigeren Aussichten auf eine Fortführung der Einkommenspolitik um ein weiteres Jahr eine vorübergehende Besserung der Lage. Im September setzte jedoch ein erneuter Kurssturz des Pfundes ein, dessen tiefster Punkt Ende Oktober erreicht wurde, als sich der Dollarkurs auf \$1,55 ½ und die handelsgewichtete Abwertung auf fast 49% stellten. Weder die Bekanntgabe von Ende September, daß die Regierung beim Internationalen Währungsfonds einen Bereitschaftskredit in Höhe von \$3,9 Mrd. beantragt hatte, noch die stufenweise Heraufsetzung des Mindestausleihesatzes der Bank von England von 11 ½ auf 15% konnten den Kursrückgang aufhalten. Mitverantwortlich hierfür waren die Nachricht, daß die offiziellen Sterlingguthaben während des zweiten Quartals um fast £1 Mrd. abgenommen hatten, sowie Ende Oktober erschienene Presseberichte, daß der IWF \$1,50 als einen angemessenen Kurs für das Pfund ansehe.

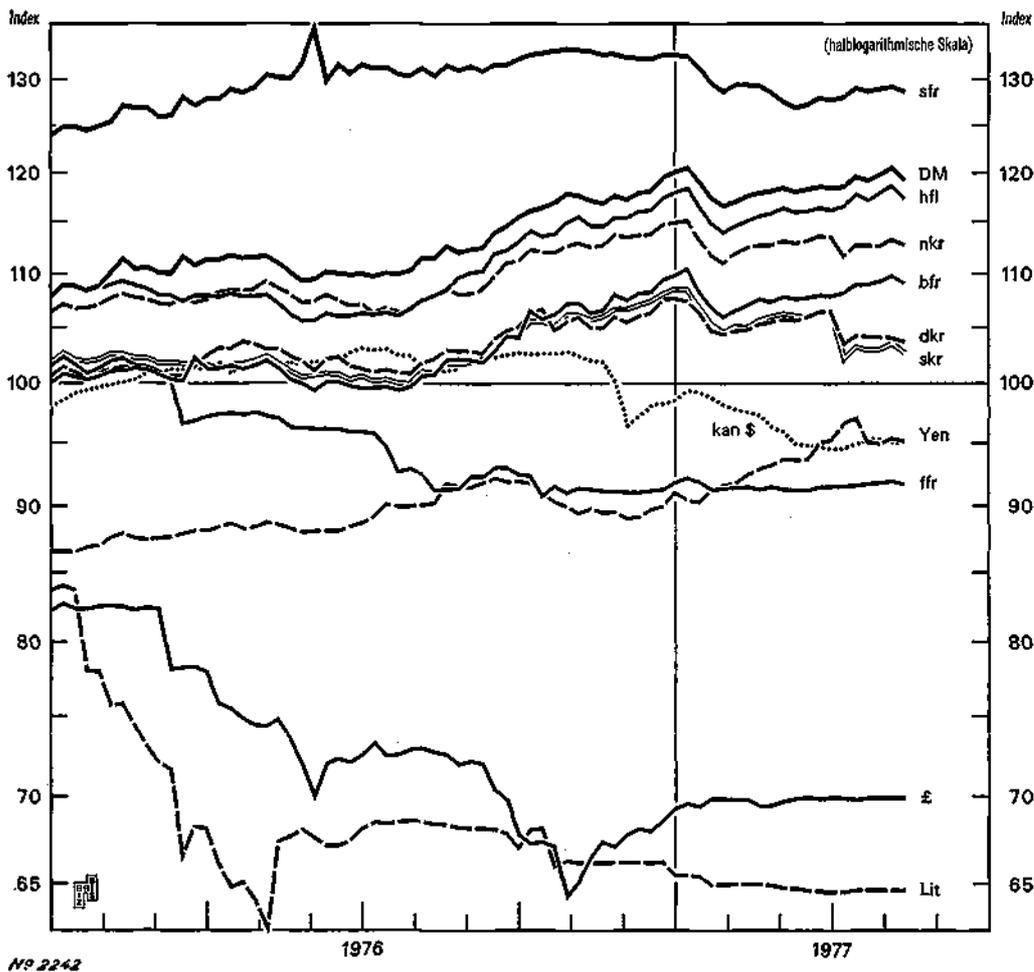
Die Wende trat in den letzten Oktobertagen ein, und von da an nahm das Vertrauen in das Pfund ständig zu. Die inländischen Zinssätze waren auf einem Rekordniveau; die Aussichten auf einen erfolgreichen Abschluß der Verhandlungen über die Kreditfazilität des IWF, für die Maßnahmen zur Verringerung des öffentlichen Finanzierungsdefizits und zur Begrenzung der inländischen Kreditausweitung Bedingung waren, verbesserten sich; es wurden Verhandlungen über eine multilaterale Zentralbankfazilität zum Schutz des Wechselkurses vor den Auswirkungen eines weiteren Abzugs von Sterlingguthaben geführt, und im November wurden Ausleihungen in Pfund Sterling durch Banken in Großbritannien zur Finanzierung des Handels zwischen Drittländern generell verboten. Vor diesem Hintergrund reduzierte sich die handelsgewichtete Abwertung des Pfundes bis Mitte Januar 1977 auf unter 43%, und der Dollarkurs stieg auf über \$1,70. Mit dem erfolgreichen Abschluß der Verhandlungen über den IWF-Kredit im Januar und über die Fazilität im Zusammenhang mit den Sterlingguthaben im Februar blieb die Nachfrage nach dem Pfund weiterhin stark; die Behörden zogen es jedoch vor, vorangegangene Devisenverluste wieder wettzumachen, statt den Wechselkurs weiter steigen zu lassen.

Auch der kanadische Dollar war im Berichtszeitraum wegen starker Veränderungen in der Kapitalbilanz äußerst unbeständig. Per saldo ergab sich ein erheblicher Kursrückgang, der gegenüber dem US-Dollar stärker ausgeprägt war als auf handelsgewichteter Basis. Im ersten Halbjahr 1976 war der kanadische Dollar sehr fest, da außergewöhnlich starke Zuflüsse langfristigen Kapitals das enorme Leistungsbilanzdefizit mehr als ausglich. Bis Ende Juni war er von US-\$0,96 im August 1975 auf den höchsten Stand innerhalb von zwei Jahren von nahezu US-\$1,04 angestiegen, während die handelsgewichtete Abwertung seit dem Washingtoner Realignment in Höhe von ca. 3 ½% in eine Aufwertung von über 6% umschlug.

In den darauffolgenden viereinhalb Monaten bis Mitte November gab der Kurs insgesamt geringfügig nach, da die absolut gesehen immer noch hohen Kapitalzuflüsse

etwas geringer ausfielen. Der Wahlsieg der Partei der Separatisten in Quebec, der in eine Zeit fiel, als sich die Zinsunterschiede zwischen Kanada und den USA verringert hatten, löste auf dem Devisenmarkt beträchtliche Unruhe aus, was größtenteils auf Befürchtungen zurückzuführen war, daß Kanadas Kreditwürdigkeit im Ausland erheblich beeinträchtigt werden könnte. Innerhalb von drei Wochen fiel der handelsgewichtete Wechselkurs der kanadischen Währung knapp unter das im Washingtoner Realignment festgesetzte Niveau, während der Kurs gegenüber dem US-Dollar von über US-\$ 1,02 auf unter US-\$ 0,97 1/2 nachgab. Nach einer vorübergehenden Erholung bis knapp unter pari Anfang Januar dieses Jahres sank der kanadische Dollar Mitte März auf ein Tief von US-\$ 0,94 1/2. Seitdem erkennbar wurde, daß die Kreditwürdigkeit Kanadas auf dem US-Kapitalmarkt nicht gelitten hatte und das Budget der Zentralregierung überall als zurückhaltend angesehen wurde, verbesserte sich der Kurs Ende Mai auf US-\$ 0,95 1/4.

Nominale Wechselkurse: Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar
Mittwochszahlen, als Indexwerte der Marktkurse vom 19. März 1973



Von den starken Währungen verzeichnete die Deutsche Mark im Berichtszeitraum den größten weiteren Anstieg. Im Jahresverlauf 1976 vergrößerte sich ihre handelsgewichtete Aufwertung von 16¾ auf rund 30%; um dieses Niveau bewegte sie sich seitdem mit geringen Schwankungen. Etwa die Hälfte dieses Anstiegs wurde während der ersten zweieinhalb Monate des Jahres bei gleichzeitiger Schwäche der Lira, des französischen Frankens und des Pfundes verzeichnet; der restliche Anstieg fand zum größten Teil zwischen September und November statt, als diese drei Währungen erneut an Wert verloren und es außerdem zu einer geringfügigen Adjustierung der Wechselkurse innerhalb des Währungsverbundes kam. Gegenüber dem US-Dollar stieg die Deutsche Mark von knapp DM 2,62 zu Beginn 1976 auf einen Höchststand von DM 2,34½ Anfang Januar dieses Jahres. Nach einem leichten Rückgang auf über DM 2,42 Ende Januar und Anfang Februar hatte sich die Deutsche Mark bis Ende Mai wieder auf etwa DM 2,36 gefestigt.

Auf handelsgewichteter Basis erhöhte sich der Yen während der ersten neun Monate von 1976 von einer kumulativen Abwertung in Höhe von 1% unter dem Washingtoner Realignmentskurs auf 5½% über diesen Kurs und gegenüber dem Dollar von ¥ 305 auf ¥ 287, worin die kräftige Aktivierung der japanischen Leistungsbilanz zum Ausdruck kam. Eine — vorübergehende — Reduzierung des Leistungsbilanzüberschusses sowie Unsicherheiten hinsichtlich des Ausgangs der Parlamentswahlen im Dezember führten dann zu einer gewissen Reaktion. Das Wahlergebnis und ein erneutes Anziehen der Ausfuhren ließen aber die handelsgewichtete Aufwertung, die Anfang Dezember auf etwa 1½% zurückgegangen war, Anfang März auf über 7% (bzw. 8% auf der neuen Basis) und einen Monat später auf etwa 11½% (auf neuer Basis) ansteigen. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich der Yen gegenüber dem Dollar um 10% von etwa ¥ 297 auf etwas unter ¥ 271. Bis Ende Mai war die handelsgewichtete Aufwertung auf knapp 10% zurückgegangen, während der Kassakurs gegenüber dem Dollar auf fast ¥ 278 nachgegeben hatte.

Der Wechselkurs des Schweizer Frankens veränderte sich im gesamten Berichtszeitraum per saldo relativ wenig. Ende 1975 lag er bei sfr 2,59 gegenüber dem Dollar und auf handelsgewichteter Basis 41% über dem Washingtoner Realignmentskurs. Fast siebzehn Monate später, gegen Ende Mai 1977, lag der Dollarkurs bei etwa sfr 2,51½ und die handelsgewichtete Aufwertung nur einige Prozentpunkte über dem Stand von Ende 1975. In der dazwischenliegenden Zeit wies der Franken jedoch sehr ausgeprägte Schwankungen auf, obwohl die Behörden erheblich am Markt intervenierten. Zwischen Ende 1975 und Anfang Juni letzten Jahres stieg sein handelsgewichteter Aufwertungssatz um mehr als 13 Prozentpunkte auf über 54½%, während der Kurs gegenüber dem Dollar auf sfr 2,38¼ kletterte, was ebenfalls ein Rekordstand war. In dieser Phase zog der Franken nicht nur gegenüber den schwachen Währungen stark an, sondern auch gegenüber der Deutschen Mark und anderen Verbundwährungen. Anfang Juni 1976 erreichte der DM-Kurs sfr 0,92¾, nachdem Anfang des Jahres beide Währungen etwa pari gestanden hatten; er lag damit um rund 27½% über dem Stand von vor zwei Jahren.

Daraufhin kündigten die Behörden an, daß sie beabsichtigten, zwecks Korrektur übertriebener Wechselkursbewegungen notfalls massiv zu intervenieren, und führten gleichzeitig weitere direkte Kontrollmaßnahmen ein, die den Aufwärtsdruck auf

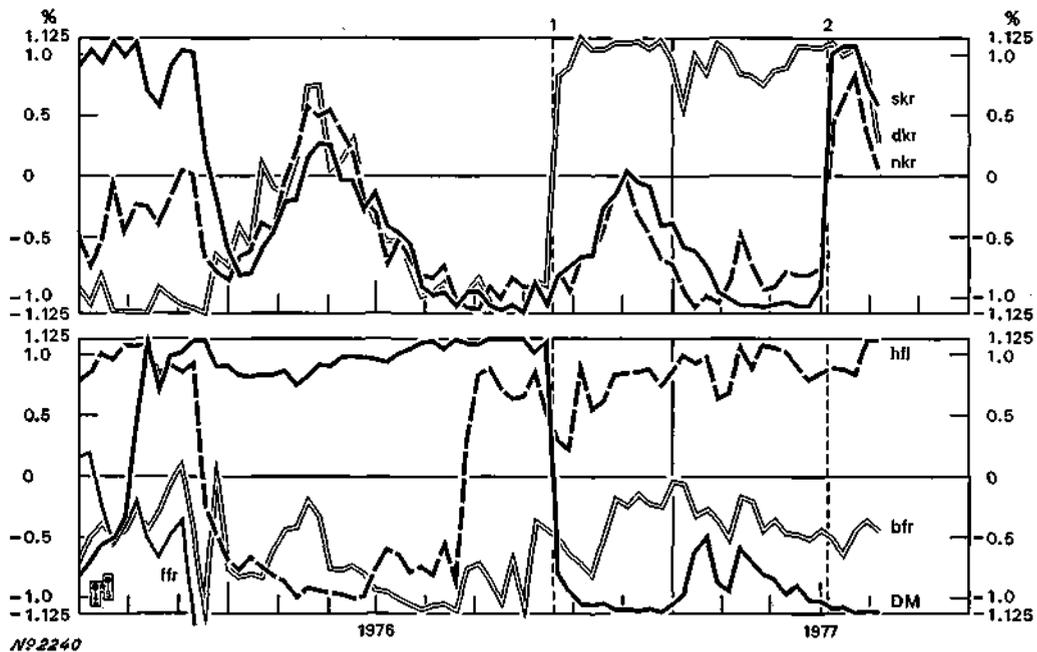
den Franken verringern sollten. Die Plafonds für Terminverkäufe von Schweizer Franken an Devisenausländer wurden drastisch gesenkt; mit den Geschäftsbanken wurde vereinbart, daß sie keine spekulativen Transaktionen im Zusammenhang mit dem Franken über ihre Niederlassungen im Ausland tätigen sollten; ferner verzichteten die Banken darauf, von der Schweiz aus für die ausländischen Filialen und Tochtergesellschaften in deren Namen Euro-Frankendepots oder andere Direktanlagen von Franken zu tätigen. Seitdem ist der Kurs des Schweizer Frankens recht beträchtlich zurückgegangen. Auf handelsgewichteter Basis hatte die rückläufige Entwicklung bis Ende Mai 1977 die Aufwertung gegenüber dem Washingtoner Realignmentkurs auf etwa 45 ½% reduziert, während zum selben Zeitpunkt die Kurse gegenüber der Deutschen Mark und dem Dollar bei sfr 1,07 bzw. 2,51 ½ lagen.

Der effektive Wechselkurs des US-Dollars war während des Berichtszeitraums ziemlich stabil. Im Jahre 1976 bewegte er sich von Anfang Juni bis zum Jahresende zwischen 2¾ und etwa 5¼% unter dem im Washingtoner Realignment festgesetzten Leitkurs; im bisherigen Verlauf des Jahres 1977 ist er per saldo noch um ein geringes gefallen. Diese relative Stabilität auf handelsgewichteter Basis beruhte natürlich im Gesamtergebnis auf sehr viel stärkeren Bewegungen gegenüber einzelnen Währungen nach beiden Seiten. Gegenüber anderen starken Währungen war die Schwankungsbreite des Dollars im Verlauf von 1976 und in den ersten Monaten von 1977 ebenfalls nicht unbedeutend.

Dies läßt sich an seinen Bewegungen gegenüber den Verbundwährungen erkennen, die sich ab Ende 1975 leicht in vier Phasen aufteilen lassen. Die erste Phase von Anfang 1976 bis gegen Ende Juli war durch eine verhältnismäßig stabile Lage geprägt. Der Dollar wurde von den Störungen innerhalb des europäischen Währungsverbundes Anfang 1976 wenig berührt; auf ihrem Höchststand am 1. April lagen die Verbundwährungen zwischen 3½ und gut 5½% und auf ihrem Tiefststand am 1. Juni zwischen 1 und 2¾% über den nominellen Dollarleitkursen der Teilnehmerwährungen. Während der zweiten Phase, die sich von Ende Juli bis Anfang Januar 1977 erstreckte, stieg das Band von 1¾-4 auf 11¾-14% über die nominellen Dollarleitkurse der beteiligten Währungen, wobei der Dollar zunächst aufgrund von Erwartungen hinsichtlich einer Aufwertung der Deutschen Mark, die zu Spannungen innerhalb des Gruppenfloatings führten, und später durch einen Rückgang der Zinssätze in den USA in Mitleidenschaft gezogen wurde. In einer kurzen dritten Phase gab das Währungsband innerhalb von drei Wochen um 4 Prozentpunkte gegenüber dem Dollar nach, erholte sich jedoch kurz vor Ende Januar wieder; bis Ende Mai 1977 bewegten sich dann die beteiligten Verbundwährungen innerhalb einer Bandbreite, die 11-13¼% über den nominellen Dollarleitkursen lag.

Im Währungsverbund selbst gab es 1976 zwei Perioden erheblicher Spannungen. In der ersten dieser Perioden, die unmittelbar im Anschluß an den Rückzug der italienischen Behörden vom Devisenmarkt im Januar 1976 begann, setzte sich die Deutsche Mark an die Obergrenze des Bandes, während die dänische Krone zuerst die schwächste Währung war. Der französische Franken kam nach dem Schwächeanfall des Pfundes vom 4. März unter sehr starkem Druck, so daß zehn Tage später nach hohen Devisenverlusten der Beschluß gefaßt wurde, ihn aus dem Wechselkursverbund herauszunehmen. Gleichzeitig führte der Druck auf den belgischen Franken innerhalb des

Bewegungen der Kassakurse innerhalb des Gruppenfloatings
europäischer Währungen
Wochendurchschnitte, Prozent



№2240

¹ Anpassung der Leitkurse am 18. Oktober 1976.

² Anpassung der Leitkurse am 4. April 1977.

Kleinen Währungsverbundes der Benelux-Länder zu einer Aufhebung dieser Vereinbarung. Energische Maßnahmen der belgischen und der dänischen Behörden beendeten jedoch die Krise mit dem 22. März.

Die zweite Spannungsperiode, die im wesentlichen auf Erwartungen beruhte, daß die niedrigere Inflationsrate in Deutschland eine Aufwertung der Mark gegenüber den anderen Verbundwährungen nach sich ziehen würde, begann Mitte Juli. Während die Deutsche Mark die Obergrenze des Währungsbandes markierte, rückten die übrigen Währungen bis zu dem unteren Rand oder in dessen Nähe. Der belgische Franken, die dänische Krone und der holländische Gulden waren dem stärksten Druck ausgesetzt; die Behörden dieser Länder unternahmen energische Schritte zur Verteidigung ihrer Währung und trieben ihr kurzfristiges Zinsniveau mit Hilfe umfangreicher Interventionen am Devisenmarkt und anderer restriktiver geldpolitischer Maßnahmen sehr stark in die Höhe. Ende August festigte sich der Gulden in der Folge beträchtlich; auch der belgische Franken verbesserte sich, wenn auch in einem geringeren Ausmaß, und außerdem nahm der Druck auf die dänische Krone ab. Bis Mitte Oktober war jedoch der Abstand zwischen der Deutschen Mark und den übrigen Verbundwährungen mit Ausnahme des Guldens nach wie vor beträchtlich und machte zuweilen eine erhebliche Interventionstätigkeit erforderlich.

Daraufhin beschlossen die am Währungsverbund beteiligten Länder eine Neuordnung der Wechselkurse mit Wirkung vom 18. Oktober. Die deutschen Behörden gaben eine zprozentige Aufwertung der Deutschen Mark bekannt, die bei gleichzeitiger Abwertung der Leitkurse der skandinavischen Verbundwährungen zu folgen-

den Adjustierungen führte: 2% zwischen der Deutschen Mark und den Benelux-Währungen, 3% zwischen der Deutschen Mark und der schwedischen sowie der norwegischen Währung und 6% zwischen der Deutschen Mark und der dänischen Krone. Die Adjustierung war sofort erfolgreich, wobei die dänische Krone rasch an den oberen Rand der Bandbreite stieg, während die Deutsche Mark absank und in der Folge die schwedische und die norwegische Währung in der Position am unteren Rand ablöste. Der Gulden verzeichnete zunächst einen ziemlich ausgeprägten Kursrutsch, kehrte aber bald darauf an die obere Grenze des Bandes zurück und erreichte dort gegen Jahresende die dänische Krone. Der ab Anfang November anhaltende Abwärtsdruck auf die Deutsche Mark ermöglichte es den anderen Zentralbanken, die zuvor infolge der Stützungsmaßnahmen bei der Deutschen Bundesbank aufgelaufenen Interventionsschulden zu tilgen.

Anfang 1977 entfernte sich die Deutsche Mark vom unteren Rand des Währungsbandes; ihr Platz wurde nacheinander von der norwegischen und der schwedischen Krone eingenommen, während die dänische Krone und der holländische Gulden die stärksten Währungen blieben. Bis Ende März fiel die Deutsche Mark zur schwedischen Krone am unteren Rand der Bandbreite zurück, doch wurden keine umfangreichen Interventionen notwendig. In dieser Lage relativer Ruhe wurde dann ein weiteres Realignment der Verbundwährungen mit Wirkung vom 4. April durchgeführt, wobei die Initiative von Schweden ausging, das sich erheblichen Zahlungsbilanzschwierigkeiten gegenüber sah. Der Leitkurs der schwedischen Krone gegenüber der Deutschen Mark, dem belgischen Franken und dem Gulden wurde um 6% ermäßigt, während die norwegische und die dänische Währung mit einer Abwertung um 3% auf halbem Wege folgten. Die schwedische Krone, die fast den ganzen März hindurch die schwächste Währung war, ist seitdem stärker geworden; ihr Platz am unteren Rande des Währungsbandes ist nun von der Deutschen Mark eingenommen worden. Einen Großteil des Aprils hindurch war die dänische Krone die stärkste Währung im Verbund; seitdem hat sie ihren Platz an den Gulden abgetreten, der Anfang Mai unter starken Aufwärtsdruck geriet.

Amtliche Interventionen auf den Devisenmärkten

Im Jahre 1976 und in den ersten Monaten 1977 kam es auf den Devisenmärkten zu äußerst umfangreichen amtlichen Interventionen, die zum Teil — aber keineswegs durchweg — mit zeitweise auftretenden Währungsunruhen zusammenhingen. Die Zehnergruppenländer und die Schweiz lassen sich hinsichtlich ihrer Stützungs politik in zwei Hauptgruppen einteilen, je nachdem, ob sie nur intervenierten, um die täglichen Marktschwankungen zu glätten, oder ob sie darüber hinaus dergestalt in den Markt eingriffen, daß sich die zentralen Nettoreserven, einschließlich der offiziellen oder offiziell geförderten Verschuldung, wesentlich veränderten. Bei der Interpretation der Angaben über die Reserven der einzelnen Länder muß berücksichtigt werden, daß solche Veränderungen nicht immer verlässliche Hinweise auf den Umfang oder manchmal sogar auf die Richtung der amtlichen Stützungskäufe geben. So können die Reserven durch Transaktionen der Zentralbank mit der als Kunde auftretenden eigenen Regierung oder durch Erträge aus Devisenanlagen beeinflußt werden. Darüber hinaus werden Veränderungen der Reserven manchmal bewußt überdeckt, etwa durch das Eingehen von Swaps oder durch Outright-Termingeschäfte.

Geht man von dem entsprechenden Zahlenmaterial aus, berücksichtigt dabei aber diese Vorbehalte, so gehören die USA, und bis zu den Provinzialwahlen im November 1976 in Quebec auch Kanada, zu der ersterwähnten Gruppe, während alle anderen Zehnergruppenländer einschließlich der Schweiz der zweiten Partei zuzurechnen sind. Deutschland allerdings steht sozusagen mit einem Bein in beiden Lagern; es gehört hinsichtlich des DM/Dollar-Kurses zur Seite der USA, andererseits aber zur Seite der Partnerstaaten im europäischen Währungsverbund, soweit es um Interventionen in dessen Rahmen geht.

In den USA wurden die gesamten Interventionen der Federal Reserve Bank von New York während des im Januar 1977 abgelaufenen Zwölfmonatsabschnitts mit rund \$1 Mrd. angegeben. Dieser Betrag enthält sowohl Marktverkäufe wie Marktkäufe von Devisen, vor allem von Deutschen Mark. Etwa die Hälfte dieser Interventionen fanden zwischen Februar und Mai 1976 statt, wobei auf Nettoverkäufe während der europäischen Währungsunruhen im Februar und März Nettokäufe im April und Mai folgten, als eine Umkehr in den Marktbedingungen eintrat. Anschließend fanden zweieinhalb Monate lang keine Interventionen statt, bis es zwischen Mitte August 1976 und Ende Januar 1977 zur anderen Hälfte der Markteingriffe kam.

Fast während des gesamten Jahres 1976 waren die Marktinterventionen Kanadas grundsätzlich gleicher Art wie diejenigen der Federal Reserve, hatten also keine wesentliche Nettoveränderung der zentralen Reserven zur Folge; im Falle Kanadas waren sie aber sehr viel häufiger und die eingesetzten Beträge sehr viel größer. Seit den Novemberwahlen in Quebec ist Kanada jedoch in die zweite Ländergruppe übergewechselt. Von November 1976 bis Ende März 1977 haben die Devisenreserven des Landes um ungefähr \$0,8 Mrd. abgenommen. Auf eine Schrumpfung in dieser Größenordnung im vergangenen November folgte im Dezember, als sich der kanadische Dollar vorübergehend festigte, ein Zuwachs um \$0,7 Mrd., woran sich wiederum im Verlauf des ersten Vierteljahres 1977 eine Abnahme im gleichen Umfang anschloß.

Zu insgesamt sehr viel stärkeren Devisenbewegungen kam es in den drei größeren Ländern, deren Währungen 1976 drastische Kursverluste hinnehmen mußten. In Italien verschlechterte sich die amtliche Nettowährungsposition (Abnahme der Reserven plus Zunahme der offiziellen Auslandsverschuldung) während der ersten fünf Monate des Jahres — die den sechswöchigen Zeitraum ohne jede Intervention einschlossen — um insgesamt \$1,8 Mrd.; danach kam es im restlichen Verlauf des Jahres zu einer Nettoverbesserung von insgesamt über \$3 Mrd. Der Zuwachs wurde durch weitere amtliche Auslandskredite sowie durch Devisenbewirtschaftung und andere administrative Maßnahmen erzielt, die eine Verschuldung von Nichtbanken in fremden Währungen zur Folge hatten. Diese Kreditaufnahmen waren ein wichtiger Grund für die beträchtliche Ausweitung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der italienischen Banken um \$2,3 Mrd. im gesamten Jahr.

In Frankreich führten Nettoabflüsse bei den Devisenreserven in Höhe von gut \$3 Mrd. in weniger als zwei Monaten zu der Entscheidung, den Währungsverbund Mitte März 1976 zu verlassen. Danach waren die Interventionen wesentlich kleiner; während der Krisenperioden im Juli und August betrug der Reservenverluste \$0,4 Mrd. Der Außenwert der Währung wurde während des Jahres jedoch auch

beträchtlich durch die amtlicherseits geförderte Auslandsverschuldung französischer Unternehmen sowohl des öffentlichen wie des privaten Sektors gestützt.

Wie umfangreich in Großbritannien per saldo die amtlichen Stützungsoperationen für das Pfund zwischen März und November 1976 waren, kann aus der Tatsache ersehen werden, daß der Gesamtbetrag der Reservenverluste und der auf verschiedenen Wegen erfolgten öffentlichen Nettoauslandsverschuldung im Verlauf der ersten elf Monate des Jahres auf rund \$ 7 Mrd. anwuchs. Seit dem Umschwung der Lage gegen Jahresende waren die Interventionen in der anderen Richtung des Marktes wiederum sehr groß. Die Zunahme der Reserven zwischen Dezember 1976 und April dieses Jahres belief sich (ohne die Beträge aus der weiteren öffentlichen Nettoauslandsverschuldung) auf \$ 4,2 Mrd.

Die beiden Zehnergruppenländer, deren Währungen frei floaten und deren Zahlungsbilanzen sich im Überschuß befinden, intervenierten während der Berichtsperiode ebenfalls mit umfangreichen Beträgen. In Japan stammte ein großer Teil des Zuwachses der Devisenreserven im Jahre 1976 in Höhe von \$ 4 Mrd. aus amtlichen Nettokäufen von Dollar auf dem Markt. Seit November 1976 ging jedoch die deutliche Aufwertung des Yen mit einem recht stabilen Niveau der Reserven einher. In der Schweiz kaufte die Nationalbank 1976 auf den Devisenmärkten insgesamt \$ 7,5 Mrd auf, verglichen mit dem entsprechenden Betrag von gut \$ 4 Mrd. für 1975. Diese Summe muß jedoch im Zusammenhang damit gesehen werden, daß die Behörden auch weiterhin den sofortigen Umtausch der Erlöse aus ausländischen Kreditaufnahmen in der Schweiz in Dollar bei der Nationalbank verlangten. Diese Maßnahme sollte ursprünglich sicherstellen, daß die Erlöse auch tatsächlich exportiert wurden, zweifellos reduzierte sie aber auch die Marktnachfrage nach Devisen in der Schweiz. Mit \$ 6,2 Mrd. im vergangenen Jahr waren die auf diesem Wege von den Währungsbehörden umgetauschten Beträge nur \$ 1,3 Mrd. geringer als ihre gesamten amtlichen Bruttodevisenkäufe.

Innerhalb des europäischen Währungsverbundes führten die Störungen des vergangenen Jahres zu den umfangreichsten Interventionen seit der Gründung des Währungsverbundes im Jahre 1972, die teils in Währungen der Teilnehmerländer und teils in Dollar erfolgten. In Belgien zeigte die Nettoreserveposition der Nationalbank im Jahresverlauf 1976 vier große Veränderungen, und zwar zwei positive und zwei negative, die den beiden Perioden großer Anspannung mit den entsprechenden Nachwirkungen innerhalb des Verbundes entsprachen. Diese Entwicklung ist aus den vierteljährlichen Bewegungen der Nettoreserven in etwa zu erkennen: Abflüsse von \$ 1,3 Mrd. während des ersten Quartals, Zuflüsse von \$ 0,7 Mrd. im zweiten, weitere Verluste von \$ 1 Mrd. im dritten Quartal und schließlich Reservenwachse derselben Größe in den letzten drei Monaten des Jahres.

In den Niederlanden nahmen die Reserven im Februar um \$ 0,6 Mrd. zu, wobei die Stärke des Guldens innerhalb des Kleinen Benelux-Verbundes eine bedeutende Rolle spielte. Diese Zugänge wurden zwischen Mitte März und Mitte Juni durch Reservenverluste in Höhe von insgesamt \$ 1,2 Mrd. mehr als aufgezehrt, außerdem verminderten sich die Nettoreserven von Ende Juli bis Ende August ungefähr um weitere \$ 0,3 Mrd. Als sich in der Folgezeit die Verfassung des Guldens besserte, kauften die Behörden auf dem Markt beträchtliche Beträge ausländischer Währung auf, so daß die Reserven am Jahresende wieder ihr Niveau von Ende März erreicht hatten.

In Schweden kam es zwischen Juni und Oktober wegen der weitgehenden Stützung der Krone auf den Devisenmärkten zu Reservenverlusten von \$1,1 Mrd. Während der letzten zwei Monate des Jahres wurden \$0,3 Mrd. dieser Verluste wieder wettgemacht. Wie in manchen anderen Ländern lassen die Zahlen das Ausmaß der Wechselkurspolitik im umfassendsten Sinne nicht erkennen, da die Regierung auch weiterhin hohe Kreditaufnahmen im Ausland zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits förderte.

Als Kehrseite der Medaille stand im vergangenen Jahr den Reservenverlusten in diesen vier Verbundländern ein Zuwachs der Reserven in Deutschland von \$4 Mrd. gegenüber. Der gesamte Beistand, den Deutschland seinen Partnerländern direkt oder indirekt während der Perioden der Anspannung im gemeinsamen Floating gewährte, war sehr viel größer; er belief sich in der Krise des ersten Vierteljahres auf \$3,9 Mrd. und während der Juli-Oktober-Krise auf \$3,8 Mrd. Nach jeder dieser Krisensituationen des gemeinsamen Floatings war eine recht ausgeprägte, wenn auch geringere Verminderung der Reserven in Deutschland zu verzeichnen, die den Zuwachs teilweise ausglich. Zum größten Teil war diese Abnahme jedoch nicht die Folge von Stützungskäufen deutscher Behörden auf dem Markt, sondern kam dadurch zustande, daß die Währungsbehörden anderer Teilnehmer am gemeinsamen Verbund ihre Währungen von der Bundesbank zurückkauften.

Die Steuerung der Wechselkurse

Die vorstehende Darstellung der Wechselkursbewegungen und der Zentralbankinterventionen auf den Devisenmärkten zeigt, daß die Meinungsverschiedenheiten über die angemessene Rolle der Wechselkurspolitik und der Wechselkursanpassungen noch lange nicht beigelegt sind. Diejenigen Länder, zuallererst die USA, die für ein weitgehend unkontrolliertes Floating eintreten und dies auch praktizieren, machen geltend, daß eine Lenkung, die umfangreiche amtliche Interventionen einschließt, die Wechselkurse daran hindert, die ihnen gemäße Rolle im Anpassungsprozeß zu spielen; damit trage sie zum Fortbestehen der Zahlungsbilanzungleichgewichte und ebenso zur Übertragung der Inflation von den Ländern mit weicher Währung auf die übrige Welt bei. Nach dieser Ansicht werden Divergenzen in der Wechselkursentwicklung grundsätzlich durch die Unterschiede in der Binnenwirtschaftspolitik der einzelnen Länder und den daraus folgenden unterschiedlich hohen Inflationsraten verursacht. Ungelenkte Wechselkursbewegungen werden danach im allgemeinen nicht als exogene Ursache von unterschiedlichen Teuerungsraten angesehen; insbesondere wird geltend gemacht, daß abwärtsgleitende Währungen keine unabhängige Quelle des Inflationsdrucks in den betreffenden Ländern sind.

Andererseits wird die Meinung vertreten, daß man den sich selbst überlassenen Märkten nicht zutrauen kann, realistische und stabile Wechselkurse zu schaffen, weil sie einer großen Vielfalt von Einflüssen ausgesetzt sein können. Neben solchen Faktoren, die aus der Grundbilanz eines Landes herrühren — sein Außenhandel und andere laufende Transaktionen ebenso wie seine strukturelle Position als Nettoimporteur oder -exporteur langfristigen Kapitals —, erstrecken sich solche Einflüsse auch auf Änderungen in der Präferenz sowohl der Gebietsansässigen wie der Gebietsfremden eines Landes hinsichtlich der Haltung von Vermögenswerten in der

Währung dieses Landes anstatt in anderen Währungen. Die erste dieser beiden Einflußgruppen wird im allgemeinen nur verhältnismäßig langsam Änderungen bewirken; die zweite kann jedoch zu einem raschen Wechsel der Verhältnisse auf dem Devisenmarkt führen. Solche Veränderungen können beispielsweise als Folge von Verschiebungen in den relativen kurzfristigen Zinssätzen eintreten; sie können auch auf Faktoren beruhen, die das Vertrauen in eine Währung berühren, wie etwa die Neueinschätzung der Wirtschafts- und Geldpolitik eines Landes durch den Markt oder einfach politische Entwicklungen.

Es besteht daher die Gefahr, daß ein unkontrolliertes Floating zu einem Wechselkursniveau führt, das zwar den Markt auf der Basis bestimmter Anlagepräferenzen ins Gleichgewicht bringt, aber von der grundsätzlichen Zahlungsbilanzverfassung her über das Ziel hinauschießt. Diese Gefahr wird durch eine weitere Tatsache verstärkt: haben einmal Änderungen in den Anlagepräferenzen das Marktgleichgewicht gestört, kann ein Wechselkurs manchmal einen langen Weg zurückzulegen haben, bevor die Marktteilnehmer davon überzeugt sind, daß das Risiko eines weiteren Abwärts- oder Aufwärtstrends nur noch klein ist. Bringt ein solches Verfehlen des Ziels große Wechselkursschwankungen mit sich, so kann es selbst eine eigenständige Quelle von Leistungsbilanzungleichgewichten und Unterschieden in den Teuerungsraten der einzelnen Länder sein, weil die Preiseffekte über die veränderten Importkosten typischerweise schneller fühlbar sind als die realen Wirkungen auf die Grundverfassung der Zahlungsbilanz. Mit anderen Worten kann eine solche Zielverfehlung sich selbst verstärkende Spiralen aus Wechselkurs- und Preisveränderungen sowohl in positiver wie in negativer Richtung in Gang setzen.

Wie oft bei solchen Auseinandersetzungen, haben beide Seiten in gewissem Umfang recht. Es steht außer Frage, daß ein fortdauerndes Festschreiben der Wechselkurse nicht mit großen Divergenzen in den Inflationsraten zu vereinbaren ist und daß in den letzten Jahren fehlerhafte binnenwirtschaftliche Eingriffe die wichtigste Ursache für das Entstehen solcher Abweichungen waren. Ferner sind offizielle Interventionen oder andere Maßnahmen, die das Marktgleichgewicht von Angebot und Nachfrage bei einer Währung unmittelbar berühren, mehrfach eingesetzt worden, um solchen Divergenzen Rechnung zu tragen und um binnenwirtschaftliche Anpassungsmaßnahmen hinauszuschieben. Unterbleiben solche Maßnahmen, stoßen die Interventionen in Ländern mit grundsätzlich schwachen Währungen auf jeden Fall einmal an eine Grenze — dann nämlich, wenn die Reserven und Kreditfazilitäten erschöpft sind. Ein treffendes Beispiel war in dieser Hinsicht die Erfahrung Italiens im Jahre 1975, als der Wechselkurs in einer mehr als einjährigen Periode starker binnenwirtschaftlich induzierter Inflation stabil gehalten wurde, um dann doch Anfang 1976, als keine Devisen zur Stützung mehr verfügbar waren, steil abzufallen.

Es kann überdies überzeugend dargetan werden, daß es in Ländern, deren innere wirtschaftliche und finanzielle Situation außer Kontrolle der Behörden geraten ist und für geraume Zeit auch bleibt, keinen Gleichgewichtswechselkurs gibt oder daß sich, anders ausgedrückt, der Gleichgewichtskurs ständig nach unten bewegt. In solchen Situationen kann es zu beträchtlichen Bewegungen der nominellen Wechselkurse kommen, nicht aber zu einer Veränderung der realen Kursverhältnisse, weil der andere Teil des Anpassungsprozesses fehlt.

Daraus folgt freilich nicht, daß offizielle Stützungsoperationen oder andere Mittel der Wechselkurssteuerung sich darauf beschränken sollten, kleinere Marktschwankungen zu glätten. Die Wechselkurssteuerung ist ihrer Natur nach noch in jenem großen Teilbereich des Währungssystems erforderlich, in dem die Kurse in der einen oder anderen Weise fixiert sind. Dies gilt für die vielen kleinen Länder, die an eine Hauptwährung, normalerweise den Dollar, gekoppelt sind. Es gilt weiterhin für die Teilnehmer am europäischen Währungsverbund innerhalb ihres eigenen Bereichs. Als die Währungen Belgiens, Dänemarks und der Niederlande im vergangenen Jahr unter schweren Druck gerieten, behaupteten die Länder ihre Positionen im Verbund erfolgreich, indem sie eine Kombination von offiziellen Interventionen am Markt, drastischen restriktiven geldpolitischen Maßnahmen und einer bescheidenen Anpassung der Leitkurse einsetzten. Diese Anspannungen ergaben sich vor allem aus der Abweichung ihrer Inflationsraten von denen Deutschlands; ihre Entscheidung, im Verbund zu bleiben, zeigt, daß sie sich für den Abbau dieser Differenzen innerhalb eines Systems fester aber anpassungsfähiger Wechselkurse zwischen ihren eigenen Währungen und denen ihrer wichtigsten Handelspartner größere Chancen ausrechnen.

Bei der Lenkung der frei floatenden Wechselkurse muß zwischen den Ländern, deren Teuerungsraten weit auseinanderklaffen, und denen, wo sie sich ähnlich entwickeln, unterschieden werden. In der ersten Gruppe führen, wie bereits erwähnt, gesteuerte Wechselkurse ohne die anderen Anpassungsmaßnahmen in eine Sackgasse. Freilich ist es ebenso möglich, daß der übrige Anpassungsprozeß ohne eine gewisse direkte Wechselkurssteuerung nicht durchführbar ist. Wenn die Behörden in einem Defizitland, das ernsthafte Anstrengungen zur Korrektur der grundsätzlichen Situation unternimmt, nicht erforderlichenfalls den Wechselkurs stützen, bis die Korrekturmaßnahmen Zeit haben sich auszuwirken, kann das Marktvertrauen ungünstig beeinflusst werden. Dies kann zu einer weiteren Schwächung der Währung führen, somit sowohl die Importpreise wie die Inflationserwartungen steigern und die Inflationseindämmung erschweren. Wenn umgekehrt der Markt den Standpunkt einnimmt, daß einem chronischen Defizitland ein großer Durchbruch dabei gelungen ist, die Zahlungsbilanz und die heimische Inflation unter Kontrolle zu bekommen, kann die Zentralbank gut beraten sein, zur Vermeidung einer übermäßigen Aufwertung der Währung zu intervenieren.

Divergenzen bei den Wechselkursen haben sich in den vergangenen Jahren jedoch keineswegs auf die Fälle beschränkt, wo unterschiedliche Teuerungsraten die grundlegende Ursache waren. Seit 1973 verzeichneten Deutschland und die USA ungefähr vergleichbare Preissteigerungsraten, gleichzeitig aber auch recht große Schwankungen des Dollar/DM-Kursverhältnisses — wenn auch nicht in dem Ausmaß, wie es die Abwertungen des Pfundes und der Lira oder die Aufwertung des Schweizer Frankens darstellten. Diese Bewegungen können auch nicht allein durch Zinssatzdifferenzen in diesen Ländern erklärt werden. Sie resultierten 1973/74 aus größeren externen Erschütterungen: dem endgültigen Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im März 1973, den Preiserhöhungen für Erdöl und der Beseitigung der Kontrollen für Kapitalexperte aus den USA. Obwohl das Dollar/DM-Kursverhältnis in der Folge beständiger war, dürften seine Ausschläge auch in jüngerer Zeit nicht nur Veränderungen in den relativen wirtschaftlichen oder finanziellen Bedingungen dieser beiden Länder widerspiegelt haben. Solche Bewegungen können leicht

reale volkswirtschaftliche Kosten verursachen, z.B. wenn sie Investitionsentscheidungen ungewisser machen. Es ist schwer zu verstehen, welchen Nachteil es haben könnte, wenn man sie durch offizielle Interventionen zu glätten suchte; dies gilt um so mehr, als Bewegungen des Dollar/DM-Kursverhältnisses auch für andere Länder Folgen haben.

In beträchtlichem Ausmaß sind diese differierenden Ansichten zwischen den Industrieländern auf die Unterschiede zwischen den verhältnismäßig geschlossenen Volkswirtschaften in Nordamerika und den relativ offenen in Europa zurückzuführen. Letztere reagieren sowohl auf Preiswirkungen als auch auf reale Effekte von Wechselkursbewegungen sehr viel empfindlicher als erstere. Daneben besteht unter den heutigen Bedingungen ein begrifflicher Unterschied zwischen den Auffassungen der Defizit- und der Überschlußländer, wobei die erste Gruppe natürlich mehr darum besorgt ist, einen Teufelskreis der Abwertung zu vermeiden, als die zweite Gruppe daran interessiert ist, eine regelmäßige Aufwärtstendenz ihrer Währungen zu verhindern — obwohl der Höhenflug des Schweizer Frankens bis Mitte 1976 so weit gegangen war, daß die Behörden sehr kräftig intervenierten, um ihn zu bremsen. Betrachtet man die internationale Währungsszene in einem allgemeineren Zusammenhang, so ist für die meisten Länder ein weitgehend ungelenkter Wechselkurs kein gangbarer Weg; selbst in Ländern, in denen er gangbar wäre, ist er nicht immer unbedingt der beste. Wechselkurssteuerung wird daher auch weiterhin eine notwendige Ergänzung einer soliden binnenwirtschaftlichen Politik sein, was bedeutet, daß die meisten Länder auch weiterhin Reserven für diese Zwecke benötigen. Mit anderen Worten hat der Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse nicht zu einer weltweiten Abnahme der Nachfrage nach Reserven geführt.

Golderzeugung und Goldmarkt

Nachdem sich die Golderzeugung in der Welt (ohne Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, die Volksrepublik China und Nordkorea) fünf Jahre lang verringert hatte, ergab sich 1976 eine minimale Zunahme von 940 auf 945 t. Auf diesem Niveau lag sie 25% unter dem Rekordstand des Jahres 1970 von 1 265 t.

Die Produktion in Südafrika belief sich auf 709 t oder 1 t mehr als im Jahre 1975; wäre es nicht gegen Ende des Jahres zu einer Verknappung im Arbeitsangebot gekommen, hätte die Erzeugung noch ein wenig höher gelegen. Die Menge des verhütteten Erzes stieg um 2,5% an; gleichzeitig zeigte sich ein etwa gleicher Rückgang im durchschnittlichen Goldgehalt, der allerdings gegen Ende des Jahres wieder anzu-steigen begann. Die durchschnittlichen Verarbeitungskosten in der südafrikanischen Industrie waren 15,5% höher als 1975; der durchschnittliche Preis, der den Minen für ihre Erzeugung bezahlt wurde, lag um 7% (in Dollar ausgedrückt um 23%) niedriger als ein Jahr zuvor. Der durchschnittliche Gewinn aus der Goldförderung verringerte sich demnach um 31%, also fast dreimal so stark wie 1975. Vom dritten auf das vierte Quartal des Jahres stiegen allerdings die Gewinne um 18%, worin sich die starke Erholung des Marktpreises widerspiegelte.

Auch die Goldproduktion in Kanada und den Vereinigten Staaten in Höhe von 53 bzw. 32 t veränderte sich gegenüber dem Vorjahr kaum. In der Gruppe weniger bedeutender westlicher Goldproduzenten ergab sich eine gewisse Ausweitung der

Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1970	1973	1974	1975	1976
	Tonnen								
Südafrika	323,9	436,9	371,0	371,4	1 000,4	855,2	758,5	708,1	709,1
Kanada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	60,8	52,8	51,4	52,5
USA	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	36,6	35,1	32,7	32,2
Papua Neuguinea	0,7	22,5	22,6	19,3	21,0
Rhodesien	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0
Ghana	6,4	27,6	16,2	22,7	22,0	22,7	19,1	17,7	16,9
Philippinen	5,1	34,9	-	14,9	18,7	17,8	16,7	15,6	16,3
Australien	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	17,2	16,2	16,4	15,5
Kolumbien	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	6,7	8,3	9,7	12,4
Mexiko	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,1	4,2	4,0	4,0
Japan	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	5,9	4,2	4,3	3,1
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,2	3,9	3,2	2,9
Zusammen	529,0	970,6	607,5	692,2	1 231,8	1 069,3	961,6	902,4	905,9
Sonstige Länder	41,5	194,4	59,0	62,0	35,7	38,5	39,3	39,9	40,7
Geschätzte Weltgolderzeugung*	570,5	1 165,0	666,5	754,2	1 267,5	1 107,8	1 000,9	942,3	946,6

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

Erzeugung, nämlich in Papua Neuguinea, in Kolumbien und den Philippinen, doch wurde sie durch Produktionsrückgänge in einigen anderen Ländern kompensiert.

Während sich 1976 die gesamte Golderzeugung im Westen nur geringfügig veränderte, erhöhten sich die Marktverkäufe kommunistischer Länder schätzungsweise um 200 t auf etwa 350 t; überdies floß dem Markt auch Gold aus den offiziellen Goldbeständen des Westens zu, deren Rückgang 1976 mit 270 t angegeben wird. In dieser Zahl ist jedoch ein Rückgang der Goldreserven Südafrikas um 160 t enthalten, der im wesentlichen Goldswaps zuzuschreiben sein dürfte, die im März 1976 zwischen der Südafrikanischen Reservebank und einer Gruppe Geschäftsbanken abgeschlossen worden waren und die keine Ausweitung des Marktangebots an Gold zur Folge hatten. Ohne die Veränderung der Goldreserven Südafrikas wird der Rückgang der offiziellen Goldbestände des Westens im letzten Jahr mit 110 t angegeben. Diese Zahl entspricht ungefähr den 121 t, die der IWF in öffentlichen Auktionen zwischen Juni und Dezember 1976 versteigerte. Addiert man zu der westlichen Goldproduktion die geschätzten Verkäufe der kommunistischen Länder und die gemeldete Abnahme der amtlichen Goldbestände des Westens (ohne Südafrika), so kann die Gesamtmenge an Gold, die 1976 dem Markt zufließt, auf gut 1 400 t oder 25% mehr als 1975 veranschlagt werden.

Insgesamt schwankte der Marktpreis für Gold 1976 und in den ersten Monaten 1977 weiterhin kräftig. Der Rückgang, der gegen Anfang 1975 begonnen hatte, setzte sich während der ersten acht Monate des vergangenen Jahres fort, bis die Abnahme von Ende Dezember 1974 bis Ende August 1976 insgesamt etwa \$95 je Unze oder fast 50% ausmachte. Seitdem ist eine sehr kräftige Erholung eingetreten, die bis Ende März 1977 die Preise auf über \$150 je Unze hochtrieb. Diese Erholung gründete sich auf eine starke Wiederbelebung der Goldnachfrage, da vom dritten zum vierten Quartal des vergangenen Jahres das Marktangebot stark zugenommen hatte. Am Wiederaufleben der Nachfrage hatten auch erhebliche Käufe aus dem Nahen Osten Anteil.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)

	1973	1974	1975	1976
	Tonnen			
Goldproduktion	1 110	1 000	940	945
Verkäufe kommunistischer Länder (geschätzt)	330	150	150	350
Abnahme der amtlichen Goldbestände westlicher Länder (netto)	40	35	35	110*
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt) . .	1 480	1 185	1 125	1 405

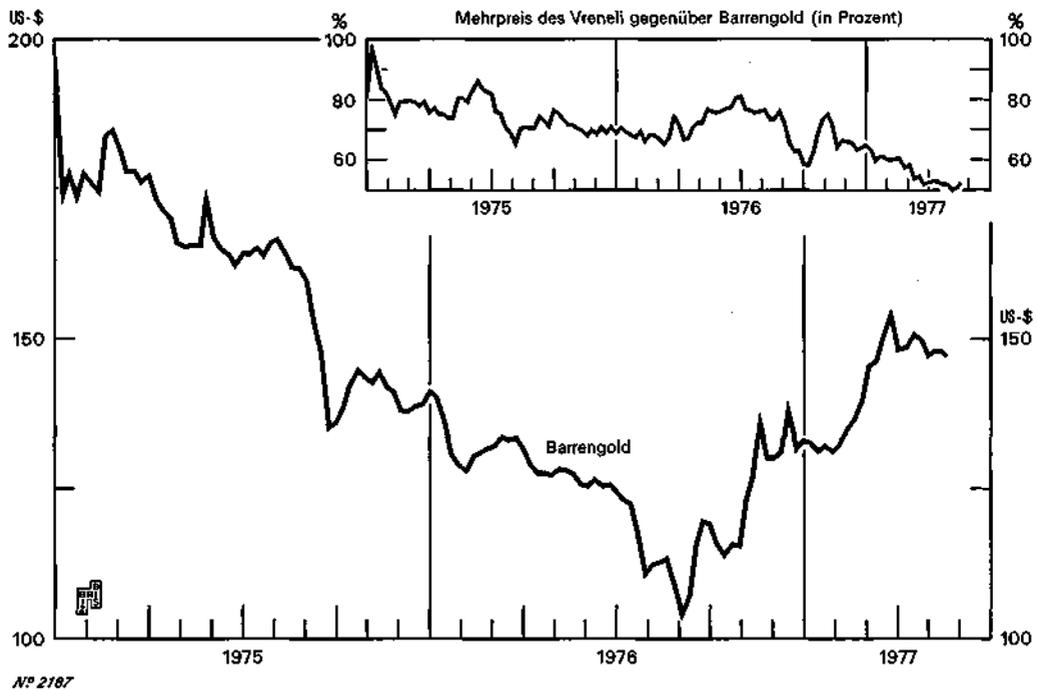
* Ohne die Abnahme der Goldreserven Südafrikas in Höhe von 160 t.

Der Beginn des Jahres 1976 brachte eine Baisse auf dem Goldmarkt, als der Interimsausschuß des IWF-Gouverneursrats auf seiner Tagung am 7. und 8. Januar in Jamaika das im August 1975 erzielte Übereinkommen bestätigte, welches im Rahmen weiterreichender Vereinbarungen über die zukünftige monetäre Rolle des Goldes festlegte, ein Sechstel des Goldbestandes des Währungsfonds, d.h. 778 t, im Wege öffentlicher Auktionen über einen Zeitraum von vier Jahren zu verkaufen. Dabei ist derjenige Teil des Erlöses, der über den alten offiziellen Preis hinausgeht, einem Treuhandfonds zugunsten von Entwicklungsländern mit geringem Volkseinkommen zuzuweisen. Vom 7. bis zum 22. Januar sank der Marktpreis des Goldes um \$ 15 auf \$ 124 pro Unze Feingold. Im Zuge einer leichten Erholung stieg die Notierung Mitte März wieder auf \$ 134 pro Unze Feingold an, lag allerdings an jenem Monatsende geringfügig unter dem Stand von \$ 130. Darauf folgte eine Periode verhältnismäßiger Preisstabilität; die am 6. Mai veröffentlichte Erklärung, daß die Auktionen des IWF Anfang Juni beginnen würden, beeinflusste den Markt unmittelbar nur wenig, doch war bis zum 1. Juni, dem Vorabend der ersten Auktion, der Preis auf gut \$ 126 je Unze Feingold abgesunken.

Bei der ersten Auktion wurden 24 t zum Einheitspreis von \$ 126 pro Unze verkauft, wobei insgesamt Gebote für mehr als die dreifache Menge vorlagen. Unmittelbar darauf stieg zwar der Marktpreis auf gut \$ 127 je Unze an, nahm aber seinen Abwärtstrend wieder auf, als klar wurde, daß die Zentralbanken bei der Auktion nur in sehr geringem Umfang indirekt mitgebieten hatten; am 13. Juli, direkt vor der zweiten Auktion, wurde ein Preis von \$ 122 pro Unze Feingold erreicht. Bei dieser ergab sich ein Auktionspreis von \$ 122,05; daraufhin kam es sofort zu einem steilen Abfall des Marktpreises auf \$ 107,75 je Unze Feingold als Folge recht weitverbreiteter spekulativer Verkäufe. Da die Gebote im Namen von Zentralbanken wieder sehr spärlich ausgefallen waren, wurde erwartet, daß spätere Auktionen den Preis noch weiter hinunterdrücken würden. Darüber hinaus wurde allgemein angenommen, daß die UdSSR in Kürze erhebliche Goldverkäufe vornehmen würde, um die Devisenbestände des Landes wieder aufzufüllen. Nach einer leichten Erholung gegen Ende Juli ergab sich auf dem Markt von Mitte August ab eine neue Abwärtsbewegung, so daß die Notierungen am Ende des Monats nur knapp über \$ 103,05 je Unze lagen, ihrem Tiefststand seit Dezember 1973.

Hiermit war der Wendepunkt erreicht. Anschließend belebte sich die Nachfrage stark, so daß der Marktpreis bis Ende September \$ 120 erreichte. Im November überschritt er die \$ 130-Marke, im Februar dieses Jahres lag er dann über \$ 140,

Goldmarktpreise
Freitagswerte, in US-Dollar je Feinunze



und gegen Ende März wurde ein Höchststand von fast \$154 je Unze erreicht. Zunächst beruhte die Umkehr zu einem großen Teil auf der Abdeckung von im Sommer 1976 eingegangenen Baisseengagements, im weiteren Verlauf mündete diese Entwicklung aber in eine Verstärkung der Nachfrage sowohl für industrielle wie auch für Anlagezwecke ein, wobei es zu umfangreichen Käufen aus dem Nahen und dem Fernen Osten kam. Wahrscheinlich haben auch Befürchtungen im Hinblick auf ein Wiederaufleben des inflationären Drucks im Verein mit einer gewissen Enttäuschung über die Entwicklung der Wertpapiermärkte zum Ansteigen der Nachfrage nach Gold für Anlagezwecke beigetragen. Die Stärke der Nachfrage während des letzten Quartals 1976 bis in die ersten Monate 1977 hinein ist um so bemerkenswerter, als neben den regelmäßigen Auktionen des Währungsfonds, auf denen alle sechs Wochen 24 t verkauft wurden, während dieses Zeitraums auch erhebliche Goldverkäufe durch die Sowjetunion stattfanden.

Im Januar dieses Jahres führte der Währungsfonds den ersten Teil seines Vier-Jahre-Programms durch, nach dem ein Sechstel seines Goldbestandes zum alten offiziellen Preis an die Mitgliedsländer zurückgegeben wird. Die an 112 Länder zurückgestattete Gesamtmenge belief sich auf 187 t. Befürchtungen, daß die Rückgabeverkäufe dazu führen könnten, daß manche der Länder dieses Gold auf den Märkten verkaufen, hatten im Januar eine zeitweilige Unterbrechung im aufwärtsgerichteten Preistrend des Marktes zur Folge. Von längerer Dauer war bisher das Unvermögen des Marktes, nach einem Anstieg in gut sechs Monaten um 50% ein Preisniveau von mehr als \$150 je Unze zu halten. Vom Höchststand von \$153,60 gegen Ende März sanken die Notierungen bis Ende April auf rund \$146 je Unze;

gegen Ende Mai lag der Preis unter \$145 je Unze. Im März wurde das Auktions-system des Währungsfonds dahin abgeändert, daß nicht mehr 24 t alle sechs Wochen, sondern 16 t jeweils am ersten Mittwoch im Monat versteigert werden.

Währungsreserven und internationale Liquidität

Die Ereignisse des Jahres 1976 zeigten erneut, daß die Statistiken über die globalen Reserven für die Beurteilung der gesamten internationalen Liquiditätssituation von zweifelhaftem Wert sind. Der erfaßte Kassenüberschuß der OPEC-Länder und der für sie gemeldete Reservenzuwachs erreichten die gleiche Größenordnung wie 1975; gleichzeitig kann kaum die Rede davon sein, daß die Zahlungsbilanzzwänge in der restlichen Welt sich abgeschwächt hätten. Trotzdem belief sich der geschätzte Zuwachs der Weltwährungsreserven auf \$30,6 Mrd., war also mehr als viermal so hoch wie im Jahr zuvor.

Betrachtet man die einzelnen Reserveaktiva, so konzentrierte sich im vergangenen Jahr die Reservenschaffung wiederum auf amtliche Devisenbestände und IWF-Reservepositionen, die um \$25,4 bzw. 5,8 Mrd. zunahmen. Die in den USA gehaltenen Devisenreserven erhöhten sich im vergangenen Jahr um \$11,2 Mrd.; dagegen verminderten sich die in Großbritannien gehaltenen Pfundreserven um \$3,8 Mrd.; davon entfielen \$0,8 Mrd. auf den Wertverlust des Pfundes und der Rest auf Mittelabzüge durch die Währungsbehörden der OPEC-Länder. Die außerhalb der traditionellen Reservezentren plazierte Devisenreserven müssen demzufolge um \$18 Mrd. zugenommen haben. Von diesem Betrag entfielen auf erfaßte amtliche Anlagen am Euromarkt und auf amtliche Devisenanlagen in Kanada und Japan etwas mehr als \$11 Mrd. Reine Wertänderungen, d.h. die Abschwächung des Dollars, haben den Dollarwert der in Deutschen Mark und Schweizer Franken gehaltenen Devisenreserven um schätzungsweise gut \$1 Mrd. erhöht. Bei den IWF-Reservepositionen beruhte die höhere Zunahme 1976 auf den letzten Transaktionen im Rahmen der Ölfazilität und auf den Wirkungen der 45prozentigen Ausweitung der Ziehungsrechte der Mitgliedsländer auf den IWF bis zum Inkrafttreten der sechsten allgemeinen Erhöhung der Quoten.

Welche Erklärung gibt es nun für dieses angesichts der anhaltend großen Zahlungsbilanzüberschüsse und des verhältnismäßig bescheidenen Reservenzuwachses der OPEC-Länder paradox anmutende beschleunigte Wachstum der Weltwährungsreserven im Jahresverlauf 1976? In gewissem Umfang spielten hier Wertänderungen des US-Dollars eine größere Rolle als Transaktionen, die eine Reservenschöpfung zur Folge hatten. Während nämlich 1975 die Aufwärtsbewegung des US-Dollars den Dollarwert der in anderen Währungen gehaltenen Reserven um mehr als \$5 Mrd. reduziert hatte, wurden sie 1976 durch Wertänderungen des Dollars per saldo nur geringfügig berührt. Doch selbst wenn man diese Unterschiede in den beiden Jahren berücksichtigt, war die eigentliche Zunahme der Weltwährungsreserven 1976 zweieinhalbmal so groß wie 1975.

Die entscheidende Veränderung im vergangenen Jahr gegenüber 1975 war der Umschwung bei den Reservenbeständen der ölimportierenden Länder, die im vergangenen Jahr einen Zuwachs von \$21,3 Mrd. gegenüber Abflüssen von \$3,1 Mrd. 1975 verzeichneten. Sowohl die entwickelten Staaten wie die Entwicklungsländer ohne eigene

Veränderung der Weltwährungsreserven 1974-76*

	Gold	Devisen	Reserve- position im IWF	SZR	Insgesamt
Millionen US-Dollar					
Zehnergruppenländer und Schweiz					
1974	+ 520	+ 1 735	+ 1 745	+ 390	+ 4 390
1975	- 1 605	+ 945	+ 1 620	- 230	+ 730
1976	- 260	+ 5 650	+ 4 340	+ 15	+ 9 745
<i>Gesamtbetrag Ende 1976 . .</i>	<i>33 555</i>	<i>70 535</i>	<i>12 715</i>	<i>7 775</i>	<i>124 580</i>
Übrige entwickelte Länder					
1974	+ 55	- 2 590	- 145	- 215	- 2 895
1975	- 220	- 1 335	- 355	- 90	- 2 000
1976	- 240	+ 690	+ 400	- 125	+ 725
<i>Gesamtbetrag Ende 1976 . .</i>	<i>3 965</i>	<i>21 695</i>	<i>1 065</i>	<i>740</i>	<i>27 465</i>
Entwicklungsländer (ohne Ölausfuhrländer)					
1974	- 50	+ 3 075	- 155	+ 5	+ 2 875
1975	- 80	- 1 430	- 100	- 215	- 1 825
1976	- 10	+ 11 030	- 130	- 110	+ 10 780
<i>Gesamtbetrag Ende 1976 . .</i>	<i>2 100</i>	<i>35 500</i>	<i>480</i>	<i>1 140</i>	<i>39 220</i>
Öleinfuhrländer insgesamt					
1974	+ 525	+ 2 220	+ 1 445	+ 180	+ 4 370
1975	- 1 905	- 1 820	+ 1 185	- 535	- 3 095
1976	- 510	+ 17 370	+ 4 610	- 220	+ 21 250
<i>Gesamtbetrag Ende 1976 . .</i>	<i>39 620</i>	<i>127 730</i>	<i>14 260</i>	<i>9 655</i>	<i>191 265</i>
Ölausfuhrländer					
1974	+ 50	+ 31 040	+ 1 945	+ 40	+ 33 075
1975	- 50	+ 7 310	+ 2 785	- 50	+ 9 995
1976	+ 55	+ 8 010	+ 1 215	+ 20	+ 9 300
<i>Gesamtbetrag Ende 1976 . .</i>	<i>1 505</i>	<i>59 050</i>	<i>6 350</i>	<i>400</i>	<i>67 305</i>
Alle Länder					
1974	+ 575	+ 33 260	+ 3 390	+ 220	+ 37 445
1975	- 1 955	+ 5 490	+ 3 950	- 585	+ 6 900
1976	- 455	+ 25 380	+ 5 825	- 200	+ 30 550
<i>Gesamtbetrag Ende 1976 . .</i>	<i>41 125</i>	<i>186 780</i>	<i>20 610</i>	<i>10 055</i>	<i>258 570</i>

* Einschließlich Bewertungsänderungen.

Ölvorkommen teilten sich in diese Verbesserung; die gesamten Währungsreserven der ersten Gruppe erhöhten sich um \$10,5 Mrd. nach einer Abnahme um \$1,3 Mrd. 1975, während die zweite Ländergruppe einen Rekordzuwachs von \$10,8 Mrd. nach Abflüssen von \$1,8 Mrd. 1975 verzeichnete.

Bei den nichtölfördernden Entwicklungsländern sind die hohen letztjährigen Reservenzuwächse darauf zurückzuführen, daß ihre Leistungsbilanzdefizite beträchtlich schrumpften, während gleichzeitig weiterhin ausländische Hilfe gewährt wurde und die Kapitalzuflüsse anhielten, die ein ähnlich hohes Volumen an Bankkrediten wie 1975 einschlossen. Der größte Teil der Reservengewinne dieser Ländergruppe im vergangenen Jahr konzentrierte sich auf eine verhältnismäßig kleine Anzahl von Staaten in Asien und Lateinamerika. Die größten Zuwächse verzeichneten hier Brasilien (\$2,5 Mrd.), Indien (\$1,7 Mrd.), Korea (\$1,4 Mrd.), Argentinien (\$1,2 Mrd.) und Malaysia (\$0,9 Mrd.). Darüber hinaus meldeten aber auch eine Reihe anderer Entwicklungsländer kleinere Reservenzuflüsse.

Bei den Industrieländern jedoch ergaben sich die höheren Reservengewinne trotz einer Verschlechterung der zusammengefaßten Leistungsbilanzen. Der Zuwachs wurde durch eine Umverteilung des gesamten Leistungsbilanzdefizits der Industrieländer zusammen mit einer höheren Verschuldung der Defizitländer ermöglicht. Der Reservenzufluß der Industrieländer konzentrierte sich insgesamt mit \$9,7 Mrd. fast ausschließlich auf die Zehnergruppenländer und die Schweiz. Hier war nun ausschlaggebend, daß vier Fünftel der Verschlechterung der Leistungsbilanz dieser Gruppe — von einem Überschuß in Höhe von \$8,9 Mrd. zu einem Defizit von \$6,4 Mrd. — auf die USA entfielen. Die Devisenreserven dieses Landes, die praktisch nur aus Forderungen gegenüber dem IWF bestehen, erhöhten sich im vergangenen Jahr sogar um \$2,4 Mrd., was auf die umfangreiche Verwendung des Dollars bei den IWF-Ziehungen zurückzuführen war. Der Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA standen in drei anderen Zehnergruppenländern — Deutschland, Japan und der Schweiz — beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse in Höhe von \$3,0 bzw. 3,7 und 3,4 Mrd. gegenüber, die sich im großen und ganzen in Reservengewinnen von jeweils \$3,8 Mrd. in Deutschland und Japan und \$2,5 Mrd. in der Schweiz niederschlugen. In dieser Gruppe hatten nur Frankreich und Großbritannien ganz erhebliche Reservenaflüsse hinzunehmen, und zwar in Höhe von \$2,9 bzw. 1,3 Mrd., wobei die letztere Zahl (dank der umfangreichen Kreditaufnahme der öffentlichen Hand) nur einen Bruchteil der gesamten Stützungskäufe der Bank von England während des Jahres darstellt. In Kanada und Italien kehrten Kapitalzuflüsse das Leistungsbilanzdefizit von \$4,4 bzw. 2,9 Mrd. in Reservengewinne von \$0,5 bzw. 1,9 Mrd. um.

In der Gruppe „Übrige entwickelte Länder“, deren zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit sich leicht auf \$22,6 Mrd. erhöhte, war die gesamte Verbesserung bei den Währungsreserven — von einem Abfluß in Höhe von \$2 Mrd. zu einem Zufluß von \$0,7 Mrd. — das Ergebnis höherer Auslandsverschuldung. Die bedeutendsten Einzelveränderungen bei den Währungsreserven dieser Gruppe waren im vergangenen Jahr Zuflüsse von \$1,2 bzw. 0,3 Mrd. in Jugoslawien und Irland und Abflüsse in Höhe von \$0,8 bzw. 0,3 Mrd. in Spanien und Südafrika.

Die Reservengewinne der OPEC-Staaten waren 1976 breiter gestreut als im vorangegangenen Jahr; im übrigen kam es bei der Stellung der einzelnen Länder innerhalb dieser Gruppe im Jahresvergleich zu einigen ganz beträchtlichen Veränderungen. Saudi-Arabien wies erneut den höchsten Zuwachs auf, der sich mit \$3,7 Mrd. jedoch nur auf 40% des Vorjahresbetrags belief; gleichzeitig stellte er einen sehr viel kleineren Anteil des gesamten Reservenzuwachses der OPEC-Länder. Die Devisenbestände des Irak, die 1975 um \$0,6 Mrd. abgenommen hatten, erhöhten sich im vergangenen Jahr um \$1,9 Mrd.; vier andere OPEC-Länder verzeichneten ebenfalls eine erhebliche Ausweitung ihrer Reserven, nämlich Indonesien, Libyen und die Vereinigten Arabischen Emirate mit jeweils \$1 Mrd. und Algerien mit \$0,6 Mrd. Nur zwei OPEC-Staaten gegenüber fünf im Jahre 1975 mußten im letzten Jahr Reservenverluste hinnehmen — Nigeria (\$0,6 Mrd.) und Venezuela (\$0,3 Mrd.). Besonders überraschend war der Umschwung in Venezuela, nachdem dort die Reserven 1975 um \$2,3 Mrd. gestiegen waren.

Insgesamt gesehen läßt sich die sehr viel größere Schaffung von Weltwährungsreserven 1976 (abgesehen von Bewertungsänderungen) auf zwei Hauptfaktoren

zurückführen: auf den Rückgang des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer bei insgesamt unveränderten Kapitalzuflüssen und auf die Verlagerung des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits der entwickelten Länder auf die USA, die den Bedarf für die Zahlungsbilanzfinanzierung in diesen Ländern wirksam verminderte, die aber auch weiterhin von einer umfangreichen Auslandsverschuldung der entwickelten Länder mit Zahlungsbilanzdefiziten begleitet war.

Mit der Entwicklung im vergangenen Jahr erreichte die kumulative Ausweitung der Weltwährungsreserven seit Beginn der siebziger Jahre etwa \$180 Mrd., was einer Zunahme um 230% in sieben Jahren entspricht. Es wird die Ansicht vertreten, daß dieser enorme Zuwachs zu einem Überhang an Reserven im gesamten System geführt hat, was einer potentiellen inflationären Bedrohung für die Zukunft gleichkommt. Das globale Bild kann freilich durchaus irreführend sein, wie der Gegensatz zwischen 1975 und 1976 aufzeigt. Selbst im Bretton-Woods-System ließ sich die Angemessenheit der Reserven nicht einfach am Betrag der globalen Reserven ablesen, sondern war sehr schwer zu beurteilen, wie sich deutlich erwies, als im Jahre 1969 die Entscheidung zur Schaffung von Sonderziehungsrechten fiel. Angesichts des heute viel stärkeren Gebrauchs floatender Wechselkurse ist eine solche Beurteilung noch schwieriger geworden, obwohl — wie an anderer Stelle in diesem Kapitel aufgezeigt — die Unterschiede zwischen den alten und den neuen Wechselkursvereinbarungen auch übertrieben werden können. Noch immer beinhaltet das System ein hohes Maß an Wechselkursstarrheit; überdies benötigen die meisten Länder mit floatenden Kursen zu deren Steuerung ebenfalls Reserven.

Betrachtet man die siebziger Jahre, so lassen sich unschwer Beispiele dafür finden, daß übermäßige Zahlungsbilanzdefizite finanziert wurden und der Angleichungsprozeß dadurch verzögert wurde. Aus solchen Fällen allerdings das Bestehen eines Reservenüberhangs im Währungssystem abzuleiten, ist eine ganz andere Sache. Bei der Betrachtung des Wachstums der Weltwährungsreserven während der siebziger Jahre sind mindestens drei wichtige Einschränkungen im Auge zu behalten. Erstens die bedeutende, wenngleich nicht quantifizierbare, Abnahme in der Verwendbarkeit der Goldreserven. Zweitens die Tatsache, daß das Anwachsen der Reserven sich ausschließlich auf eine Zunahme der internationalen Verschuldung gründet. Hier ist eine gewisse Ähnlichkeit mit den Vorgängen in den späteren Stadien des Bretton-Woods-Systems erkennbar, wobei der Unterschied darin liegt, daß das Risiko übermäßiger Verschuldung heute eher auf breiter Grundlage über das ganze Währungssystem hinweg auftreten könnte, während es sich damals im wesentlichen auf das Hauptreservezentrum beschränkte. In der ölimportierenden Welt ist seit 1970 die Auslandsverschuldung sehr viel schneller angestiegen als die Bruttoreserven, wobei in erheblichem Umfang die Geschäftsbanken die Gläubiger sind. Drittens hat sich die Verteilung der Reserven verschlechtert. Während der ersten Jahre des laufenden Jahrzehnts konzentrierten sich die Reservenzunahmen sehr stark auf einige entwickelte Länder, wobei Deutschland und Japan allein fast 40% der Gesamtzunahme in den Jahren 1970-72 verbuchten. Darüber hinaus hat sich seit den Ölpreiserhöhungen im Jahre 1973 eine noch stärkere Konzentration bei den OPEC-Ländern ergeben, während sich gleichzeitig die ungleiche Verteilung der Reserven innerhalb der Öleinfuhrgebiete weiter fortsetzte.

Wenn also die Reserven nicht übermäßig groß sind, läßt sich dann das Gegenteil behaupten, nämlich daß eine Knappheit an internationaler Liquidität im Währungssystem vorliegt? Sicherlich nicht in dem Sinne, daß eine globale Reservenknappheit besteht. Die Erfahrung hat gezeigt, daß auf diesem Gebiet eine Art Parkinsonsches Gesetz gilt, dem zufolge die Reserven die Tendenz haben, sich auszuweiten, um die zur Finanzierung anstehenden Defizite auszugleichen; so wie diese Defizite gelegentlich übermäßig sind, können sich auch die Reserven zu stark ausweiten — kaum aber zu wenig. Das Liquiditätsproblem des Bretton-Woods-Systems lag nicht so sehr in einer globalen Reservenknappheit, sondern eher in einer Goldknappheit zu dem im Jahre 1934 festgesetzten offiziellen Preis sowie in einem wachsenden Überhang an Dollar, die damals in Gold konvertierbar waren. Eine nicht völlig andersgeartete Entwicklung ist während der letzten drei Jahre eingetreten: zwar mag die äußere Liquiditätssituation vieler Länder, nimmt man die Reserven und die Verschuldung zusammen, ungenügend erscheinen, doch sind die Bruttoreserven — vor allem dank dem internationalen Ausleihegeschäft der Banken — durchaus genügend gewachsen, um den Finanzbedarf der Defizitländer zu decken.

Die Frage geht eher dahin, ob die Art der Reservenausweitung, so wie sie stattgefunden hat, tatsächlich optimal ist und ob es nicht sowohl für die Banken wie auch für das Funktionieren des internationalen Anpassungsprozesses besser wäre, wenn die offizielle Zahlungsbilanzfinanzierung eine größere Rolle spielte als bisher. Hier kann die Antwort nur lauten: ja, was sich als die Qualität der internationalen Reservenschöpfung bezeichnen ließe, bedarf in der Tat der Verbesserung.

Dieses Argument läßt sich wie folgt formulieren: Immer wieder sind Befürchtungen dahingehend geäußert worden, daß die Banken nach der sehr starken Zunahme ihrer internationalen Ausleihungen während der letzten drei Jahre nunmehr nicht mehr länger in der Lage sein werden, OPEC- oder sonstige Gelder im gleichen Maße wie bisher weiterzuvermitteln. Auf jeden Fall wird sich ihre Kreditvergabe an manche Einzelländer verlangsamen oder sogar in einigen Fällen gänzlich eingestellt werden müssen. Es gibt aber noch viele ölimportierende Länder, deren kommerzielle Kreditwürdigkeit sich gut behauptet hat und von denen zu erwarten ist, daß sie sich vorzugsweise an die Banken wenden, anstatt den politischen Schritt zu unternehmen, um einen Kredit bei offiziellen Stellen nachzusuchen. Überdies werden mit großer Wahrscheinlichkeit die OPEC-Überschußländer auch weiterhin einen bedeutenden Teil ihrer Kassenüberschüsse bei Banken unterbringen. Die jüngsten verfügbaren Bankenstatistiken lassen keine Anzeichen eines Rückgangs erkennen, und zwar weder bei neuen OPEC-Einlagen noch im internationalen Ausleihegeschäft der Banken.

Es ist also damit zu rechnen, daß die Banken auch weiterhin bei der Weitergabe von OPEC-Geldern eine wesentliche Rolle spielen werden. Allerdings wäre es unklug anzunehmen, daß sie auch künftig für einen so großen Teil der Gesamtfinanzierung wie in der Vergangenheit aufkommen können. Eine solche Entwicklung wäre auch gar nicht wünschenswert. Damit soll nicht gesagt werden, daß die Banken sich ihrerseits bereit gezeigt haben, jedweder Kreditnachfrage zu entsprechen, oder daß sie sich keine Grenzen setzen, über die hinaus sie einzelne Kreditnehmer nicht mehr bedienen. Der Konkurrenzkampf hat sie aber manchmal veranlaßt, sich recht gleichförmig zu verhalten; der Anpassungsprozeß, den sie im Endeffekt Ländern auferlegen, die ihrer

Meinung nach nunmehr genug Kredit aufgenommen haben, erweist sich eher als recht abrupt und sprunghaft.

Die offiziellen Quellen der Auslandsfinanzierung werden daher in die Lage versetzt werden müssen, einen größeren Anteil der zukünftigen Finanzierung zu tragen. Dies könnte — und sollte wohl auch — teilweise im Wege einer Ausweitung der offiziellen Hilfeleistungen sowie der Zuwendungen und Darlehen geschehen, und zwar sowohl von OPEC-Ländern wie auch von denjenigen entwickelten Ländern, deren Situation dies zuläßt, sei es bilateral oder über die internationalen Entwicklungsinstitutionen. In beträchtlichem Umfange würde eine höhere offizielle Finanzierung jedoch wohl über internationale Institutionen laufen müssen, die Zahlungsbilanzkredite gewähren. In den Jahren 1974/75 wurde von den Mitgliedsländern der OECD ein Beistandsfonds von \$25 Mrd. vereinbart, der unter bestimmten Bedingungen mittelfristige Kredite an OECD-Länder, die sich in Zahlungsschwierigkeiten befinden, bereitstellen soll. Es steht allerdings nicht fest, ob diese Fazilität jemals eingesetzt werden kann, da die USA als das größte einzelne Beitragsland die Vereinbarung nicht ratifiziert haben. Somit hat sich die Aufmerksamkeit immer stärker auf die zukünftige Rolle des Internationalen Währungsfonds gerichtet.

Die Kreditgewährung des Fonds hat in den vergangenen Jahren erheblich zugenommen. Von 1974–76 betrug die Inanspruchnahme seiner Mittel per saldo insgesamt \$14,4 Mrd., wobei sie von \$3 Mrd. im Jahre 1974 auf \$6,6 Mrd. für das vergangene Jahr wuchs. Im jetzigen Zeitpunkt belaufen sich die ungebundenen Mittel des Fonds an verwendbaren Währungen (einen möglichen weiteren Einsatz der Allgemeinen Kreditvereinbarungen nicht eingerechnet) wahrscheinlich auf weniger als \$6 Mrd. Diese Zahl wird sich etwas mehr als verdoppeln, wenn die sechste allgemeine Quotenerhöhung wirksam wird, was im Laufe dieses Jahres der Fall sein dürfte; hält das im Jahre 1976 gegebene Tempo der Vergabe weiterhin an, so würde dem Fonds jedoch nur etwa ein Zweijahresbetrag an ausleihbaren Geldern aus Quotenzeichnungen verbleiben. Mit einer weiteren generellen Quotenerhöhung ist im übrigen wohl frühestens im Jahre 1979 zu rechnen.

Auf der Angebotsseite verfügt also der IWF im Augenblick nicht über die Mittel, um seinen Beitrag zu der Bereitstellung internationaler Liquidität in erheblichem Umfang zu vergrößern und auf einem höheren Niveau zu halten. Gleichzeitig sind auf der Nachfrageseite eine Anzahl von IWF-Mitgliedern — insbesondere diejenigen mit begrenzter marktmäßiger Kreditwürdigkeit und fortdauernder Abhängigkeit von auswärtiger Finanzierungshilfe — auf der Grundlage ihrer derzeitigen Berechtigung zu Ziehungen nicht in der Lage, einen wesentlichen Teil ihres Bedarfs durch Inanspruchnahme des Fonds zu decken.

Über diese Aspekte der Lage hinaus könnte eine stärkere Inanspruchnahme des an bestimmte Auflagen geknüpften Kredits des IWF dazu beitragen, den Anpassungsprozeß zu verbessern, indem er reibungsloser gestaltet wird, als dies üblicherweise der Fall ist, wenn es sich um Marktfinanzierung handelt. Aber auch eine allmähliche Anpassung muß immer eine Anpassung sein, wenn sich die zukünftigen Finanzierungsbedürfnisse von Defizitländern individuell steuern lassen sollen. Das bedeutet, daß Defizite nicht zu lange Zeit hindurch auf zu wenige Länder konzentriert sein dürfen, wie dies nicht selten während der Jahre seit der Ölpreiserhöhung der Fall gewesen ist.

Diese Überlegungen führten den Interimsausschuß des IWF-Gouverneursrats im April 1977 zu der Erkenntnis, daß es notwendig ist, im Rahmen des Fonds eine zeitlich begrenzte zusätzliche Finanzierungsfazität zu schaffen. Es ist zu hoffen, daß eine solche Fazität im Laufe dieses Jahres eingerichtet werden kann; damit könnten offizielle Kredite bei der Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten und dem Abbau zu hoher Defizite eine größere Rolle spielen. Wären diese beiden Ziele erreicht, so würden die Probleme beträchtlich entschärft werden, die sich aus der Finanzierung des Ungleichgewichts zwischen den OPEC-Ländern und den übrigen Staaten ergeben, das in absehbarer Zukunft vermutlich groß bleiben wird.

VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum ihre traditionelle Rolle bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Währungsgebiet gespielt. Die wichtigste ihrer Tätigkeiten auf diesem Sektor war die Gewährung einer mittelfristigen Standby-Kreditfazilität in Höhe von \$ 3 Mrd. an die Bank von England im Februar 1977 (Dritte Gruppenvereinbarung); diese Kreditfazilität wurde mit Unterstützung der Zentralbanken von Belgien, Dänemark, Deutschland, Japan, Kanada, den Niederlanden, Norwegen, Österreich, Schweden, der Schweiz und den USA gewährt. Ziehungen auf die Fazilität können vorgenommen werden für die Finanzierung von Abzügen, soweit sie zu einer Reduzierung der offiziellen Sterlingguthaben unter den am 8. Dezember 1976 verzeichneten Stand von £ 2 165 Mio. führen und soweit dieser Rückgang nicht auf der Ausgabe britischer Staatsschuldverschreibungen in Fremdwährung an offizielle Sterlinginhaber im Austausch gegen Sterlingguthaben beruht; die Berechtigung zu Ziehungen gilt in der Regel mit der Maßgabe, daß die offiziellen Reserven Großbritanniens unter einem Stand von umgerechnet \$ 6 750 Mio. liegen.

Neben den regelmäßigen Basler Sitzungen der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppenländer und der Schweiz sowie des Verwaltungsrats organisierte die Bank periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten, die sich mit der Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte und des Eurogeldmarkts 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 in den Vorjahren war die Bank an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. In Übereinstimmung mit dem in der Sitzung des Ausschusses vom 31. August 1975 in Washington getroffenen Abkommen fungierte die Bank als Meldestelle im Zusammenhang mit den Vereinbarungen der Zehnergruppenländer über ihre Goldtransaktionen.

Weiterhin 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 — EWG-Organ, die im Mai 1964 bzw. im April 1973 geschaffen wurden — sowie für deren Unterausschüsse und Expertengruppen. Von den letzteren sind insbesondere zu nennen: der Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten, der für diese systematisch Berichte als Diskussionsgrundlage erstellt; eine Gruppe von Spezialisten für Fragen in bezug auf die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten (seit Anfang 1976 hat sich die Zusammensetzung

dieser Gruppe entweder auf die EWG-Länder beschränkt oder sie ist um andere Industrieländer erweitert worden, die im allgemeinen Mitglieder der Zehnergruppe sind); eine Gruppe, die beauftragt ist, periodisch die Währungslage in den Mitgliedstaaten und die Probleme der Koordinierung der Geldpolitik der einzelnen Länder auf Gemeinschaftsebene zu untersuchen; eine Gruppe für die Harmonisierung der von den EWG-Staaten eingesetzten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß der EWG wie dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich).

Wie schon in früheren Jahren haben diese Ausschüsse und Gruppen 1976/77 eine große Anzahl ordentlicher und außerordentlicher Sitzungen abgehalten, die meistens in Basel stattfanden und gewöhnlich der Vorbereitung von Sitzungen der Zentralbankpräsidenten dienten. Auf der Grundlage ihrer Arbeiten sind der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten selbst und der Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit jeweils im Rahmen ihrer Zuständigkeit und Funktionen — die eng miteinander verbunden sind und einander ergänzen — in der Lage, die verschiedensten Entscheidungen zu treffen und regelmäßig oder auf Ad-hoc-Basis für die Kommission der Europäischen Gemeinschaften oder — was üblicher ist — für die Finanzminister der EWG-Länder Berichte und Stellungnahmen auszuarbeiten. Im vorigen Jahr konzentrierte sich diese Arbeit vor allem auf die Wechselkursbeziehungen innerhalb der Gemeinschaft (das Funktionieren des Währungsverbunds, mögliche Formeln für alle EWG-Länder umfassende neue Systeme), die Durchführung von finanziellen Transaktionen im Zusammenhang mit EWG-Anleihen sowie die Koordinierung der Währungspolitik.

Ferner stellte 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 hat die Bank nach wie vor das Sekretariat für die EDV-Fachleute der Zentralbanken der Zehnergruppenländer gestellt; damit gewährte sie Unterstützung bei der Förderung der Zusammenarbeit und des Informationsaustausches in Angelegenheiten der elektronischen Datenverarbeitung. Bei ihren Sitzungen haben sich die Fachleute mehr auf die Untersuchung von Fragen im Zusammenhang mit den Zielsetzungen für die Datenverarbeitung konzentriert, als sich mit der Lösung technischer Probleme im Zusammenhang mit der Durchführung neuer Automations-techniken befaßt. Die meisten der für das Studium derartiger technischer Fragen gebildeten Arbeitsgruppen sind inzwischen nach Erfüllung ihrer Aufträge aufgelöst worden. Die teilnehmenden Zentralbanken haben nunmehr zum größten Teil die Phase der Organisation und Einführung der Datenverarbeitung abgeschlossen und richten ihre Aufmerksamkeit jetzt verstärkt auf Fragen der Systemüberwachung und Zielformulierung. Im Verlauf einer Woche mit zahlreichen Sitzungen und

Diskussionen haben Techniker und Verwaltungsfachleute der beteiligten Zentralbanken die Verfahrenswege verglichen, die von den verschiedenen Instituten im Hinblick auf die Aufteilung der Verantwortlichkeiten bei der Datenverwaltung, bei der Projektplanung und bei dem Einsatz ihrer menschlichen und technischen Ressourcen eingeschlagen wurden. Die Sachverständigen haben sich auch eingehend mit der Entwicklung auf den Gebieten des Informationsaustausches zwischen den Banken und der elektronischen Systeme für internationale Zahlungen sowie mit der Arbeit der International Standards Organisation befaßt. Dank der laufenden Zusammenarbeit unter den teilnehmenden Zentralbanken konnte die experimentelle Datenbank Ende vorigen Jahres in Betrieb genommen werden. Die Testperiode soll noch einige Monate weiterlaufen, um eine objektive Beurteilung des Nutzens eines zentralisierten makroökonomischen Datendienstes für die BIZ und die Zentralbanken zu ermöglichen.

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1977 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

* * *

Die Bilanzsumme per 31. März 1977 erreichte den Rekordstand von Fr. 48 846 308 213
gegenüber einer Vorjahressumme von Fr. 43 425 770 553
Der Zuwachs von Fr. 5 420 537 660
(12,5%) liegt sowohl absolut wie relativ deutlich über dem des vorangegangenen Geschäftsjahres (Fr. 1 486 Mio. oder 3,5%).

Dazu ist zu sagen, daß die Höherbewertung bestimmter Währungen, insbesondere der Deutschen Mark im Anschluß an die Wechselkursanpassung vom Oktober 1976, nur sehr wenig zum Wachstum der Bilanzsumme beitrug.

BIZ: Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent
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
1977	48 846	+ 5 420	+ 13

* „Franken“ (abgekürzt: Fr.) bedeutet in diesem Kapitel, sofern nichts anderes angegeben ist, stets Goldfranken. Der Goldfranken entspricht 0,29032258 ... Gramm Feingold - Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 1 = 0,736662 Gramm Feingold, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Leit- bzw. Marktkursen gegenüber dem US-Dollar umgerechnet.

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 und Darlehensgewährungen der Gemeinschaft ergeben;
- das für Rechnung Dritter verwahrte Gold (am Ende des Geschäftsjahres Fr. 1 311 Mio., verglichen mit Fr. 1 160 Mio. an seinem Beginn).

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
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
1977*	1 373	46 934	539	48 846

* 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. 48 Mio. aus dem Reingewinn von 1976/77 (gemäss Artikel 51(3) der Statuten) Fr. 471 847 193
verglichen mit vorher Fr. 423,8 Mio.

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

Dieser Fonds hat sich wie im vorangegangenen Geschäftsjahr nicht verändert.

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 72 Mio. aus dem Reingewinn von 1976/77 Fr. 495 118 200
 verglichen mit vorher Fr. 423,1 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1976/77 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 1 072 211 487
 verglichen mit vorher Fr. 952,2 Mio. (Erhöhung: Fr. 120 Mio., gegenüber Fr. 155 Mio. im Geschäftsjahr 1974/75 und Fr. 131 Mio. im Geschäftsjahr 1975/76).

c) Verschiedenes Fr. 456 854 834
 verglichen mit Fr. 445,7 Mio. am 31. März 1976 (Erhöhung: Fr. 11,2 Mio.).

d) Rückstellung für Gebäudezwecke Fr. 34 450 867
 verglichen mit vorher Fr. 63 Mio. Die Verringerung um Fr. 28,5 Mio. ergibt sich aus Aufwendungen von Fr. 34,3 Mio. abzüglich zusätzlicher Fr. 5 Mio., die auf Beschluß des Verwaltungsrats dieser Rückstellung zugeführt wurden, sowie einer Wechselkursdifferenz von Fr. 0,8 Mio.

e) Gewinn- und Verlustrechnung (*vor Gewinnverwendung*) Fr. 167 920 050

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1976/77. Er liegt um Fr. 11 Mio. unter dem des vorangegangenen Geschäftsjahres, der sich auf Fr. 178,9 Mio. belief. Die detaillierten Vorschläge gemäß Artikel 51 der Statuten zur Verwendung des Reingewinns von 1976/77 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. 47 920 050 (Vorjahr: Fr. 47 876 749) für die am 1. Juli 1977 zu zahlende Dividende von sfr 100 je Aktie (derselbe Betrag wie im Vorjahr) 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
	1976	1977	
	Millionen Franken		
Einlagen von Zentralbanken	39 976	45 894	+ 5 918
Einlagen von anderen Einlegern	1 641	1 040	- 601
Zusammen	41 617	46 934	+ 5 317

Die „Einlagen von Zentralbanken“ haben sich recht beträchtlich erhöht, auch prozentual (14,8 gegenüber 2,9% im vorangegangenen Geschäftsjahr). Der Zuwachs bestand hauptsächlich aus US-Dollar — auf die demnach der größte Teil der Ausweitung der Bilanzsumme entfällt — und in geringerem Umfang aus Deutschen Mark. Die Veränderungen bei den anderen Währungen waren vergleichsweise weniger bedeutend oder geringfügig; per saldo ergaben sie eine leichte Zunahme.

Die „Einlagen von anderen Einlegern“ verzeichneten einen deutlichen Rückgang um mehr als ein Drittel aufgrund der Rückzahlung von vom Markt erhaltenen auf US-Dollar und Schweizer Franken lautenden Mitteln.

Die Veränderungen bei den oben analysierten Posten führten per saldo dazu, daß sich der dominierende Anteil der Einlagen von Zentralbanken an den gesamten Fremdmitteln weiter von 96,1 auf 97,8% erhöhte.

BIZ: Fremdmittel (Laufzeit und Sachkategorien)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1976	1977		1976	1977		1976	1977	
Millionen Franken									
Auf Sicht	2 568	2 509	- 59	682	753	+ 71	3 250	3 262	+ 12
Bis zu 3 Monaten . . .	642	1 032	+ 390	30 233	35 523	+ 5 290	30 875	36 555	+ 5 680
Mehr als 3 Monate . .	310	24	- 286	7 182	7 093	- 89	7 492	7 117	- 375
Zusammen	3 520	3 565	+ 45	38 097	43 369	+ 5 272	41 617	46 934	+ 5 317

Der Anteil der Währungseinlagen an den gesamten Fremdmitteln ist erneut leicht von 91,5 auf 92,4% gestiegen.

a) Goldeinlagen

Fr. 3 565 454 480

verglichen mit Fr. 3 520 Mio. am Beginn des Geschäftsjahres; der Anstieg beträgt Fr. 45 Mio., womit die Verringerung um Fr. 49 Mio. vom Vorjahr praktisch kompensiert wurde; während die Sichtguthaben aufgrund verschiedener Abhebungen leicht abnahmen, stiegen die Termineinlagen per saldo aufgrund eines Zugangs von Goldeinlagen bis zu drei Monaten; der letztgenannte Posten erhöhte sich auch wegen einer Rückübertragung einiger Einlagen von mehr als drei Monaten auf diese Kategorie.

b) Währungseinlagen

Fr. 43 368 713 370

verglichen mit Fr. 38 097 Mio. am 31. März 1976. Der starke Anstieg um Fr. 5 272 Mio. (+ 13,8%) entsprach dem Zuwachs bei den Einlagen bis zu drei Monaten, während kleinere Veränderungen bei den zwei anderen Posten — ein Anstieg der Sichtguthaben und ein Rückgang der Einlagen von mehr als drei Monaten — sich praktisch kompensierten.

AKTIVA (MITTELV ERWENDUNG)

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

a) Gold

Fr. 4 046 386 009

verglichen mit Fr. 3 993 Mio. am Beginn des Geschäftsjahres. Es handelt sich ausschließlich um Goldbarren. Die geringe Zunahme um Fr. 53 Mio. beruht auf dem Zugang der obengenannten neuen Einlagen, der teilweise wieder durch die Verwendung von Gold für Swaps gegen Devisen sowie für Anlagen ausgeglichen wurde.

Andererseits hat sich der Betrag des als Pfand reservierten Goldbestands (vgl. Anmerkung 3 zur Bilanz) im Laufe des Geschäftsjahres von Fr. 700 auf 857 Mio. und damit um Fr. 157 Mio. erhöht.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1976	1977	
Millionen Franken			
Kassenmittel			
Gold	3 993	4 046	+ 53
Währungen	72	4 065	+ 9 + 62
Schatzwechsel (Währungen)		289	133
Terminguthaben und Kredite			
Gold	49	76	+ 27
Währungen	34 530	34 579	+ 6 190 + 6 217
Sonstige Wertpapiere (Währungen)		4 463	3 551
Zusammen			
Gold	4 042	4 122	+ 80
Währungen	39 354	43 396	+ 5 131 + 5 211

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 81 391 493
 verglichen mit Fr. 72 Mio. (Zuwachs: Fr. 9 Mio.).

c) Schatzwechsel Fr. 133 521 883
 verglichen mit Fr. 289 Mio. Die Abnahme um Fr. 156 Mio. macht etwas mehr als die Hälfte des am Beginn des Geschäftsjahres gehaltenen Bestands aus.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 40 795 640 791
 verglichen mit Fr. 34 579 Mio. Der Zuwachs von Fr. 6 217 Mio. (18%) liegt wie im Vorjahr recht beträchtlich über dem Zuwachs der Gesamtaktiva.

Die Goldkomponente dieser Forderungen erhöhte sich aufgrund bereits erwähnter Goldtermineinlagen um Fr. 27 Mio. von Fr. 49 auf 76 Mio.

Die Währungskomponente wuchs von Fr. 34 530 auf 40 720 Mio. Dieser sehr erhebliche Anstieg um Fr. 6 190 Mio. betraf hauptsächlich Forderungen in US-Dollar und ungefähr gleich hohe Beträge in Deutschen Mark, während die übrigen Veränderungen, darunter ein erheblicher Rückgang der Einlagen in Schweizer Franken, per saldo zu einer leichten Abnahme führten. Er beruht auf den in zahlreichen Märkten getätigten neuen Anlagen sowie, in einem geringeren Ausmaß, auf zusätzlichen den Zentralbanken eingeräumten Fazilitäten.

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

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1976	1977	
Millionen Franken			
Bis zu 3 Monaten	29 493	31 815	+ 2 322
Mehr als 3 Monate	9 549	12 532	+ 2 983
Zusammen	39 042	44 347	+ 5 305

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 3 550 632 459
verglichen mit Fr. 4 463 Mio. Die Abnahme um Fr. 912 Mio. (ein Fünftel) entspricht im wesentlichen der Differenz zwischen dem Betrag fällig gewordener, auf dem US-Markt begebener Depositenzertifikate von Banken sowie auf Schweizer Franken lautender Wechsel einerseits und dem Erwerb von auf US-Dollar lautenden Wertpapieren andererseits.

Aus der vorstehenden Tabelle wird ersichtlich, daß beide Laufzeitkategorien in absoluten Beträgen insgesamt einen annähernd gleichen Zuwachs verzeichneten.

f) Verschiedenes Fr. 238 735 577
verglichen mit Fr. 30 Mio. Die starke Zunahme um Fr. 209 Mio. hat buchungs-technische Gründe, die darauf beruhen, daß die Kassakäufe von Gold gegen Devisen zu marktbezogenen Preisen im Rahmen von Swapgeschäften höher waren als die auf derselben Grundlage in entgegengesetzter Richtung abgeschlossenen Swapgeschäfte.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen positiven Saldo (zu erhaltendes Gold) von Fr. 104 853 674 verglichen mit einem ebenfalls positiven Saldo von Fr. 175 Mio. Ende März 1976. Die Abnahme um Fr. 70 Mio. beruhte darauf, daß die Käufe von Gold gegen Devisen im Rahmen von Swapgeschäften, also mit Rückverkäufen per Termin, mit denen ein Teil der Goldreserven von Zentralbanken zeitweilig mobilisiert werden konnte, über den entsprechenden Verkäufen lagen.

Zudem hat die Bank in gewissem Ausmaß ihre traditionelle Aktivität im Bereich des Goldgeschäfts wieder aufgenommen. Sie hat auch verschiedentlich auf den seit Juni 1976 vom Internationalen Währungsfonds abgehaltenen Versteigerungen Gold erworben und annähernd die gleiche Menge wieder verkauft.

* * *

Die Geschäfte der Bank entwickelten sich im Verlauf des Geschäftsjahres 1976/77 gemäß der Bilanzsumme; das Geschäftsvolumen war dementsprechend umfangreich.

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 Äußeren 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*			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1975/76	1976/77	
Amerikanische	\$	67 086 000	19 519 000	1 647 000	45 920 000
Belgische	bfr	202 872 000	56 736 000	4 959 000	141 177 000
Britische	£	20 667 500	5 771 500	468 700	14 427 300
Deutsche	DM	14 509 000	3 910 000	321 000	10 278 000
Französische	ffr	501 963 000	141 585 000	12 004 000	348 374 000
Niederländische	hfl	52 581 000	14 454 000	1 219 000	36 908 000
Schwedische	skr	92 780 000	26 266 000	2 249 000	64 265 000
Schweizerische	sfr	58 393 000	16 035 000	1 320 000	41 038 000

* Einlösungswert am 1. Mai 1977 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 1976/77 der Young-Anleihe ging am 1. Juni 1977 zu Ende. Die Zinsen für das Finanzjahr im Gegenwert von rund Fr. 23,3 Mio. wurden der Bank ordnungsgemäß gezahlt und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Die Tilgung von Konversionsschuldverschreibungen für das Finanzjahr 1976/77 erfolgte teilweise durch Käufe am Markt und teilweise durch 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
			1959-75	1976	
Amerikanische	\$	1 667 000	1 396 000	107 000	164 000
Britisch-niederländische	£	856 600	692 100	53 600	110 900
Schweizerische	sfr	7 102 000	5 152 000	437 000	1 513 000

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 1954-61 ausgegebenen gesicherten Anleihen zusammengestellt, für die die Bank gemäß dem von ihr am 28. November 1954 mit der Gemeinschaft abgeschlossenen Pfandvertrag als Pfandhalter fungiert.

Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Serie der gesicherten Zahlungsverprechen	Jahr der Ausgabe	Land der Ausgabe	Anleihegläubiger bzw. Form der Anleihe	Anleihebetrag		Zinssatz %	Späteste Fälligkeit	
				Ursprünglich	Am 1. April 1977 noch nicht getilgt			
1	1954	USA	US-Regierung	\$ 100 000 000	19 100 000	3%	1979	
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	66 000 000	3%	1982	
3	1955	Deutschland (BR)	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50 000 000	9 684 300	3%	1981	
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	6 600 000	3%	1982	
5	1956	Saarland	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	lfr 5 000 000	—	3%	1961	
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 ²	205 444	4%	1977	
7	1957	USA	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	—	4%	1974	
8			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	—	5%	1975	
9			Kapitalmarktemission	\$ 7 000 000	—	5	1962	
10			Verschiedene Banken	\$ 3 000 000	—	5	1962	
11	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	40 419 424	5%	1982	
12			USA	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	5 100 000	5	1978
13				Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4%	1963
14	1960	USA	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	6 850 000	5%	1980	
15			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1963	
			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1964	
16	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	\$ 3 400 000	—	5	1965	
17	1961	Niederlande	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	56 039 034	5%	1986	
			Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	16 500 000	4%	1981	

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

Im Geschäftsjahr 1976/77 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 7 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. 114 Mio. vermindert.

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

Seit 1. Juni 1973 ist die Bank Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit. Diese am 6. April 1973 von den Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft errichtete Institution befindet sich immer noch im Anfangsstadium ihrer Tätigkeit, doch hat sich ihr Aufgabenkreis seit den 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 zweierlei Art: einmal besorgt sie die Buchungen im Zusammenhang mit dem im April 1972 in der Gemeinschaft eingeführten 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 sehr kurzfristigen Verbindlichkeiten und Forderungen;
- Operationen im Zusammenhang mit dem kurzfristigen Währungsbestand; derartige Transaktionen wurden beim Fonds im Zusammenhang mit dem der Bank von Italien zwischen März und Dezember 1974 gewährten Währungsbestand verbucht; die Buchungen wurden später gelöscht, als dieser kurzfristige Kredit in einen mittelfristigen Bestand umgewandelt wurde. Solche Operationen könnten jedoch wieder beim Fonds verbucht werden, da der Bank von Italien im Mai 1976 ein neuer Währungsbestand von US-\$ 482,54 Mio. eingeräumt wurde, der bisher noch nicht in Anspruch genommen worden ist.

Die Anzahl der Buchungen variierte im Geschäftsjahr 1976/77 recht beträchtlich, je nachdem in welcher Verfassung sich die Devisenmärkte der am Währungsverbund teilnehmenden EWG-Länder befanden und inwieweit diese in US-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 bei einer durchschnittlichen Laufzeit von über fünf Jahren auf den Gegenwert von rund US-\$ 1,3 Mrd.; zehn Dreizehntel dieser Summe wurden Italien, drei Dreizehntel Irland zur Verfügung gestellt. Seit der Abwicklung dieser Transaktionen im April 1976 hat die Bank in ihrer Eigenschaft als Agent einerseits die Überwachung der Zinsfälligkeiten übernommen und andererseits bei Operationen zur Konsolidierung zweier Tranchen von US-\$ 100 Mio. mitgewirkt, wobei Bankkredite mit einem variablen Zinssatz in Darlehen mit einem festen Zinssatz umgewandelt wurden.

Schließlich war die Bank kürzlich wiederum in ihrer Eigenschaft als Agent des Fonds bei der Festlegung der finanziellen und technischen Bedingungen für eine neue Anleiheoperation der Gemeinschaft zugunsten Italiens in Höhe von US-\$ 500 Mio. beteiligt, die im April 1977 vom Rat der Europäischen Gemeinschaften beschlossen worden war und im Juni 1977 durchgeführt wird.

6. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1977 abgelaufene siebenundvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von Fr. 175 776 466 (im Vorjahr: Fr. 184 464 774; 1974/75: Fr. 187 622 476). 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 weiter verringerte und daß die Verwaltungskosten der Bank erneut leicht stiegen.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 2 856 416 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und Fr. 5 000 000 der Rückstellung für Gebäudezwecke zuzuweisen. Nach diesen Zuweisungen verblieb ein Reingewinn von Fr. 167 920 050

(im Vorjahr: Fr. 178 876 749; 1974/75: Fr. 182 063 281). Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 167 920 050 wie folgt zu verwenden:

1. Fr. 47 920 050 zur Zahlung der Dividende von sfr 100 je Aktie;
2. Fr. 48 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. Fr. 72 000 000 — den Rest des verfügbaren Reingewinns — zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme dieser Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1977 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1977 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Rückstellung für Gebäudezwecke 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 1977 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

Das Mandat von Herrn Dr. Jelle Zijlstra als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank lief am 30. Juni 1976 ab; gemäß Artikel 38 der Statuten wurde er in der Sitzung des Verwaltungsrats vom 14. Juni 1976 in beide Ämter auf die Dauer von drei Jahren bis zum 30. Juni 1979 wiedergewählt.

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 14. September 1976 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Prof. Paolo Baffi Herrn Dr. Giovanni Magnifico zu seinem Stellvertreter in Abwesenheit von Herrn Dr. Mario Ercolani bestellt hatte, der als Nachfolger von Herrn Dr. Rinaldo Ossola sein Stellvertreter werden sollte. Der Vorsitzende brachte Herrn Dr. Ossola die Anerkennung der Bank für seine wertvolle Tätigkeit zum Ausdruck.

Herr Henri Deroy, dessen Mandat als Mitglied des Verwaltungsrats am 31. Oktober 1976 ablief, wurde gemäß Artikel 27(2) der Statuten von Herrn Bernard Clappier, Gouverneur der Bank von Frankreich, im Oktober 1976 für eine weitere Periode von drei Jahren wiederernannt. Das Mandat von Herrn Deroy als Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats lief ebenfalls am 31. Oktober 1976 ab. In der Sitzung vom 9. November 1976 wurde er vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 38 der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 31. Oktober 1979 wiedergewählt.

Im November 1976 trat Herr Krister Wickman von seinem Posten als Gouverneur der Schwedischen Reichsbank zurück; gleichzeitig gab er seinen Sitz im Verwaltungsrat der BIZ auf. In der Sitzung des Verwaltungsrats am 9. November 1976 dankte der

Vorsitzende Herrn Wickman für sein außerordentlich verdienstvolles Wirken während einer Amtszeit von nahezu drei Jahren.

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 14. Dezember 1976 wurde der neue Gouverneur der Schwedischen Reichsbank, Herr Carl-Henrik Nordlander, gemäß Artikel 27(3) der Statuten bis zum 31. März 1978 zum Mitglied des Verwaltungsrats gewählt.

Das Mandat von Herrn Dr. Fritz Leutwiler als Mitglied des Verwaltungsrats lief am 31. März 1977 ab; er wurde gemäß Artikel 27(3) der Statuten in der Sitzung des Verwaltungsrats vom 8. März 1977 auf eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 31. März 1980 wiedergewählt.

Im April 1977 wurde bekanntgegeben, daß Herr Dr. Otmar Emminger am 1. Juni 1977 die Nachfolge von Herrn Dr. Karl Klasen als Präsident der Deutschen Bundesbank antreten wird; er wird damit ex officio Mitglied des Verwaltungsrats anstelle von Herrn Dr. Klasen. In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 10. Mai 1977 sprach der Vorsitzende Herrn Dr. Klasen den aufrichtigen Dank und die hohe Anerkennung aller Verwaltungsratsmitglieder für sein hervorragendes Wirken während einer Amtszeit von über sieben Jahren aus.

Herr Dr. Antonio Rainoni, der im Dezember 1946 in die BIZ eintrat und seit April 1965 Direktor in der Währungs- und Wirtschaftsabteilung gewesen war, trat Ende Juni 1976 in den Ruhestand. In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 14. Juni 1976 würdigte der Vorsitzende im Namen aller Mitglieder des Verwaltungsrats die bedeutenden Fähigkeiten und die große fachliche Kompetenz, die Herr Dr. Rainoni bei der Ausübung seiner außerordentlich wertvollen Tätigkeit für die Bank stets bewiesen hatte.

In der Sitzung vom 8. März 1977 brachte der Vorsitzende den Beschluß der Bank zur Kenntnis, Herrn Charles Altenhoff mit Wirkung vom 1. April 1977 zum Beigeordneten Direktor zu befördern.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Seit der Veröffentlichung des vorigen Jahresberichts sind eine Reihe positiver Ereignisse eingetreten. Nach unerwartetem Stillstand während des Sommers und Frühherbstes 1976 hat sich das wirtschaftliche Wachstum in einigen führenden Ländern wieder belebt. Das Tempo der Inflation in Deutschland, der Schweiz, Kanada, Belgien, Dänemark, Frankreich und den Niederlanden wurde weiterhin gebremst. Im internationalen Bereich hielt die Erholung des Welthandels an, die Verteilung der Zahlungsbilanzungleichgewichte unter den ölimportierenden Ländern hat sich verbessert, und die internationale Finanzierung ging im allgemeinen glatt vonstatten. Es kann allerdings nicht gelehrt werden, daß sich die Wirtschaftspolitiker immer noch vielen schwierigen Problemen gegenübersehen.

Das dringlichste dieser Probleme, wiederholt in diesem Bericht angesprochen, betrifft den *innenwirtschaftlichen* Zustand der westlichen Industrieländer, insbesondere das Miteinander von hoher Arbeitslosigkeit und Inflation. Das Ausmaß des bei der Bekämpfung der Inflation erreichten Erfolges war, gelinde gesagt, sehr unterschiedlich; wenn es hier auch in manchen Ländern noch vorwärts geht, sind die kurzfristigen Aussichten auf weiteren Fortschritt nicht sehr vielversprechend. Gleichzeitig ist das Tempo der Erholung meist stockend; selbst wo sie — wie in den USA — breit fundiert und verhältnismäßig zügig erscheint, sieht es nicht so aus, als ob sie zu einer raschen Reduzierung der Arbeitslosigkeit führen könnte.

Gewiß, das gegenwärtige Niveau der Arbeitslosigkeit ist unannehmbar. Ebenso gewiß ist, daß Inflationsraten nur dann hingenommen werden können, wenn sie sinken. Damit lassen sich die zentralen wirtschaftspolitischen Probleme, denen sich die Regierungen gegenübersehen, auf zwei grundlegende Fragen reduzieren: wie kann ein Tempo der Erholung gesichert werden, das zum Abbau der Arbeitslosigkeit ausreicht? Und wie kann gleichzeitig ein stetiger Rückgang der Teuerungsraten erreicht werden?

Die Antwort auf die erste Frage sollte vor allem in solchen Strategien gesucht werden, die ein allgemeines Wiederaufleben der Investitionen bewirken können. Die Gründe für diese Überlegung sind ebenso zahlreich wie stichhaltig. Hier der wichtigste: während sich der Verbrauch und die Exporte als expansive Kräfte erwiesen haben, hinkten die Investitionsausgaben hinterher. Arbeitslosigkeit und Überschußkapazitäten konzentrieren sich daher vorwiegend auf die Investitionsgüterindustrien. Woher sonst aber könnte künftig der notwendige Anreiz für die Gesamtausgaben kommen? Der Kampf gegen die Inflation erfordert beständige Mäßigung bei den Lohnsteigerungen. Eine energische allgemeine Ankurbelung durch den Staatsverbrauch und öffentliche Transferzahlungen ist im gegenwärtigen Stadium eindeutig nicht erwünscht. Sicherlich sollte das Wachstum in manchen Fällen exportinduziert sein; dies kann jedoch nicht als Rezept für die Industrieländer als Ganzes gelten. Ein schnelleres Fortschreiten der Kapitalbildung wäre schließlich schon für sich genommen eine gute Sache: es würde dazu beitragen, das künftige Produktivitätswachstum zu sichern; es würde mithelfen, mögliche Kapazitätsengpässe zu beseitigen, die sich selbst dann ergeben können, wenn das Arbeitsangebot immer noch reichlich ist; es würde

auch in einer allgemeineren, weltweiten Sicht die notwendige Übertragung realer Ressourcen vom industriellen Norden auf die Entwicklungsländer ohne eigene Erdölvorkommen fördern.

Die Aussichten für ein Aufleben der Unternehmensinvestitionen sind gar nicht so düster. Eine notwendige, wenn auch nicht hinreichende Bedingung ist die Verbesserung der Unternehmensgewinne. Diese Bedingung wird vielfach zunehmend erfüllt, obwohl das Gewinnspektrum von Land zu Land und von Industriezweig zu Industriezweig sehr unterschiedlich aussieht. Höhere Selbstfinanzierungsmittel haben zu einer Verbreiterung der Eigenkapitalbasis, solideren Kapitalrelationen und größerer Unternehmensliquidität beigetragen. Zudem haben sich die Finanzmärkte vieler Länder den zunehmenden langfristigen Kreditaufnahmen durchaus gewachsen gezeigt. Zwar brauchen diese Vorgänge, zumal nach einer langen Periode starker Inflation, Zeit, um die Investitionsausgaben positiv zu beeinflussen, doch schaffen sie allmählich eine gesunde Basis für eine lebhaftere Investitionstätigkeit. Nunmehr bedarf es des Vertrauens in die Wiederbelebung der wirtschaftlichen Expansion ohne inflationäre Erhitzung. Dieses Vertrauen wurde durch die tiefgreifende und langanhaltende Rezession, die großen und fortdauernden Überschußkapazitäten, die ausgeprägten und unvorhergesehenen Veränderungen der relativen Preise sowie Ungewißheiten aller Art schwer erschüttert. Die Investitionsausgaben werden nur dann zunehmen, wenn die Firmen davon überzeugt sind, daß die Verbesserung der Erträge dauerhaft ist und sie mit einem einigermaßen stetigen Wachstum der Nachfrage rechnen können. Da ein höherer Beschäftigungsstand eine nachhaltige Erholung erfordert und da eine solche Erholung auf wachsende Investitionsausgaben gegründet werden sollte, liegt die Schlußfolgerung nahe, daß die Regierungen nur dann die Arbeitslosigkeit abbauen können, wenn sie ein Klima schaffen, das die unternehmerische Zuversicht in ein ausgewogenes langfristiges Wachstum begünstigt.

Was das Preisverhalten angeht, so wissen wir jetzt, daß die Preisexplosion von 1973/74 ihren Ursprung in dem synchronen weltweiten Boom der frühen siebziger Jahre hatte und daher, unabhängig von dem enormen Anstieg der Erdölpreise, in großem Umfang auch auf das geld- und finanzpolitische Fehlverhalten in einigen führenden Industrieländern zurückzuführen war. Gleichermäßen liegt es jedoch auf der Hand, daß die gegenwärtigen, hartnäckig hohen Inflationsraten sich nicht mehr länger allein durch eine allgemeine Übernachfrage und wahrscheinlich noch nicht einmal durch gelegentliche sektorale Engpässe erklären lassen. Im Gegenteil, sie ergeben sich aus dem Aufwärtsdruck auf die Einkommen und damit auf die Kosten: in einer ganzen Anzahl von Ländern rührt dieser Aufwärtsdruck vor allem von dem Fortdauern der Lohninflation her; in anderen, in denen sich die Zunahme der Verdienste deutlich abgeschwächt hat, beruht der Einkommensschub auf der notwendigen Wiederherstellung der Gewinnspannen, die vorher von steigenden Löhnen, verschlechterten Terms of trade und einem Zusammenbruch der Endnachfrage stark beeinträchtigt worden waren. Zwar kann dieser Vorgang teilweise durch das Handeln jener erklärt werden, die sich vor den Folgen der vorangegangenen Inflation schützen wollten, er ist aber auch auf das Beharrungsvermögen der lebhaften Inflationserwartungen zurückzuführen. Wie anders ist es zu begreifen, daß ein Käufermarkt für so viele Produktionsfaktoren, Güter und Dienstleistungen nach einer solch langen Zeit einen solch begrenzten Einfluß auf die Preise hatte?

Das Fortbestehen dieser Erwartungen hat es nahegelegt, im Bericht besonderen Nachdruck auf die Probleme jener Länder zu legen, in denen die heimischen Preissteigerungen durch abwärtsgleitende Wechselkurse verschärft worden sind. Zugegeben, in allen Ländern kann der Ursprung der Inflation auf Fehler in der Wirtschaftspolitik zurückgeführt werden; und wo die Teuerung virulent bleibt, wird ihr meistens immer noch von der monetären Expansion der Weg bereitet. Es trifft auch zu, daß eine solche Wirtschaftspolitik geeignet ist, die Inflationserwartungen zu nähren; es wäre aber ein Fehler, die Tatsache zu übersehen, daß das Erleben der Inflation und besonders ihrer Beschleunigung — was auch immer deren unmittelbare Ursache gewesen sein mag — als stärkster direkter Impuls auf die Inflationserwartungen eingewirkt hat. Es ist daher keine ganz realistische Vorstellung, daß die Inflation ausschließlich durch die Besinnung auf die binnenwirtschaftlichen Tugenden ausgemerzt werden kann, wenn gleichzeitig ein sinkender Außenwert der Währung durch seinen Einfluß auf die binnenwirtschaftlichen Preise weiterhin die inflationären Erwartungen der Lohnempfänger, Unternehmer, Verbraucher und Investoren anheizt. Dies kann dann geschehen, wenn selbst bei einer angemessenen restriktiven Geld-, Finanz- und Einkommenspolitik die Abwertung anhält. Wenn Einigkeit darüber besteht, daß die Überwindung der inflationären Erwartungen ein wirtschaftspolitisches Hauptziel sein sollte, so folgt daraus, daß der Stabilisierung der Wechselkurse als Ergänzung — niemals jedoch als Ersatz — von restriktiven binnenwirtschaftlichen Maßnahmen besondere Aufmerksamkeit zugewandt werden sollte.

Aus diesen Vorschlägen ergeben sich zwei allgemeine Schlußfolgerungen. Die erste ist, daß es keine schnell wirkenden Hilfsmittel für die Beseitigung der beiden Übel Arbeitslosigkeit und Inflation gibt. Weder das Vertrauen der Geschäftswelt in die künftige Rentabilität und ein ausgewogenes Wachstum noch das allgemeine Vertrauen in die Rückkehr zur Preisstabilität können anders erreicht werden als durch längerfristig angelegte, Geduld erfordernde Maßnahmen. Die zweite Schlußfolgerung geht dahin, daß Inflation und Arbeitslosigkeit eng zusammenhängen. Die Inflationserwartungen sind zu einem schweren Hemmschuh für die Investitionen geworden. Dies schon deshalb, weil die Inflation selbst eine Quelle der Ungewißheit ist: ihr Tempo kann im Zeitverlauf schwanken; im Verhalten der einzelnen Preise zeigen sich große Unterschiede; schließlich ist damit zu rechnen, daß die Inflation restriktive Abwehrmaßnahmen der Regierung hervorrufen wird. Umgekehrt erfordert eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung Mäßigung im Anstieg der Arbeitskosten. Um jedoch die Gefahr stagnierender Nachfrage zu vermeiden, müssen die Investitionen so kräftig expandieren, daß sie Beschäftigung und Einkommen schaffen und damit die Gesamtausgaben erhöhen können, sowohl direkt durch eine Steigerung der Nachfrage nach Investitionsgütern als auch indirekt durch eine Stimulierung der Ausgaben für Verbrauchsgüter und Dienstleistungen.

Die zur Bekämpfung der Inflation und der Arbeitslosigkeit ersonnenen längerfristigen wirtschaftspolitischen Strategien müssen sich auf alle verfügbaren Instrumente stützen, wobei deren Kombination den spezifischen Notwendigkeiten der einzelnen Länder bestmöglich angepaßt werden muß. Einige Verallgemeinerungen erscheinen jedoch möglich. Sie gründen sich alle auf die Annahme, daß es die vordringlichste wirtschaftspolitische Zielsetzung ist, einem Pfad maßvollen aber stetigen Wachstums zu folgen.

Die Geldpolitik kann dabei eine bedeutende Rolle spielen, indem sie quantitative Ziele für das Wachstum der entsprechenden Größen aufstellt und möglichst auch bekanntgibt. Für diejenigen Länder, die so wenig wie möglich auf den Devisenmärkten intervenieren möchten, bietet sich als zweckmäßige Zielgröße die Geldmenge an, während für diejenigen, die ihren Wechselkurs vor den vollen Auswirkungen der Marktkräfte schützen wollen, die Norm am besten bei der inländischen Kreditausweitung zu suchen sein wird. Allein der Akt einer glaubwürdigen Zielfestsetzung, ergänzt durch die öffentlich bekundete Absicht, das Wachstum der Größen allmählich auf ein angemesseneres Tempo zu drosseln, kann dazu beitragen, Inflationserwartungen beträchtlich zu dämpfen.

In der Finanzpolitik sollten die Regierungen beide Extreme vermeiden — einerseits eine überfeinerte Steuerung, andererseits jeden Verzicht auf Nachfrage lenkung. Sie sollten im Gegenteil ihre Bereitschaft bekunden, expansive finanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen, wenn sich die private Gesamtnachfrage eindeutig als ungenügend erweist, nicht aber als Reaktion auf kleinere unerwartete Abweichungen von dem vorausgeschätzten Ausgabentrend. Wenn solche Maßnahmen erforderlich sind, könnte es geraten erscheinen, eher die Steuern zu senken, als zu gezielten Ausgabeprogrammen zu greifen. Es könnte sich vielleicht auch noch Spielraum für eine Ausweitung der öffentlichen Investitionsausgaben bieten, während der Staatsverbrauch und die Transferzahlungen gezügelt werden, jene Komponenten also, die in vielen Ländern ein so explosives Wachstum gezeigt haben.

Außerdem müßten wohl die meisten Länder ihr traditionelles geld- und fiskalpolitisches Instrumentarium durch Maßnahmen ergänzen, die das Wachstum der Einkommen direkt begrenzen. Dies ist ein Gebiet, auf dem jedes Land zweifellos die Schritte ergreifen wird, die seinen nationalen, politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen am besten entsprechen. Die Skala der Lösungen wird von einer verbindlichen Einkommenspolitik bis zu allgemeinen Zielsetzungen reichen, die von allen Beteiligten getragen werden.

Schließlich werden durch die Betonung gesamtwirtschaftlicher längerfristiger Zielsetzungen keineswegs Maßnahmen ausgeschlossen, die darauf abzielen, jene Härten zu mildern, die durch die Konzentration der Arbeitslosigkeit in bestimmten Gebieten oder auf bestimmte Bevölkerungsgruppen, besonders die jungen Arbeitnehmer, verursacht werden.

Wendet man sich den *internationalen Wirtschaftsbeziehungen* zu, so erscheinen dort sowohl die Probleme wie ihre Lösungen in einem günstigeren Licht — auch wenn ein solcher relativer Optimismus auf den ersten Blick kaum gerechtfertigt erscheint. Wir begegnen dort nämlich immer noch riesigen Ungleichgewichten in den internationalen Zahlungsströmen, die sich insgesamt gesehen in naher Zukunft kaum verringern, geschweige denn verschwinden werden. Falls nicht drastische Energiesparmaßnahmen ergriffen werden, wird der erdölbedingte Überschuß, der sich nunmehr weitgehend auf wenige Länder mit niedriger Importquote konzentriert, weiterbestehen. Gleichzeitig wird die Gruppe der Entwicklungsländer ohne eigene Erdölvorkommen auch weiterhin „strukturelle“ Leistungsbilanzdefizite aufweisen; einige Ungleichgewichte werden im übrigen auch innerhalb der Gruppe der entwickelten Länder bestehen bleiben.

Diese Vorausschau beruht in erster Linie auf der Überzeugung, daß der Anpassungsprozeß langsam vor sich gehen wird, da Wechselkursveränderungen, wenngleich in vielen Fällen unvermeidbar und notwendig, keine rasche Anpassung zustande bringen. Bei den globalen erdölbedingten Überschüssen bewirken sie natürlich überhaupt keine Anpassung. Im Falle der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer wird die Wirksamkeit der Abwertung durch unelastische Angebots- und Nachfragebedingungen, die sich aus strukturellen Starrheiten ergeben, gelähmt. In jenen entwickelten Ländern — und das ist die Mehrheit —, wo die Volkswirtschaften verhältnismäßig klein und sehr offen sind und wo die inländischen Preise und Einkommen sehr schnell auf Veränderungen der Wechselkurse reagieren, führen Ab- und Aufwertungen für sich genommen nur selten auch zu Veränderungen der *realen* Wechselkurse. Tatsächliche Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit ergeben sich nur dann, wenn die Bewegungen des Außenwerts einer Währung von entsprechenden binnenwirtschaftlichen Maßnahmen begleitet werden: von geld- und finanzpolitischen Restriktionen in Ländern mit sinkendem Außenwert der Währung, von Expansion in Ländern mit steigendem Außenwert. Fehlen solche Maßnahmen, werden Wechselkursbewegungen aller Wahrscheinlichkeit nach die Wirtschaft einfach „durchlaufen“, wobei die heimischen Teuerungsraten rasch reagieren, um Veränderungen des Außenwerts der Währung auszugleichen.

Rechtfertigt aber der gegenwärtige Zustand der Weltwirtschaft — und besonders derjenige der westlichen Industrieländer — den *allgemeineren* Einsatz drastischer binnenwirtschaftlicher Anpassungsmaßnahmen? Die Antwort ist höchst zweifelhaft. Einerseits wäre es angesichts der immer noch vorhandenen Inflationserwartungen ein großer Fehler, darauf zu bestehen, daß die Überschußländer das Tempo der binnenwirtschaftlichen Expansion nur deshalb forcieren sollten, weil einige Beobachter glauben, daß die amtlichen Vorausschätzungen des Wachstums für das Jahr 1977 möglicherweise zu hoch liegen. Die Überschußländer erlangten eine Position der Stärke als Folge einer besonnenen Nachfragesteuerung und dürfen mit Recht die inländische Preisstabilität als ein wichtiges wirtschaftspolitisches Ziel ansehen; zudem ist diese ihre Haltung im allgemeinen Interesse. Für alle Defizitländer wäre es aber genauso verfehlt, in einem Klima stockender Erholung und weltweiter Arbeitslosigkeit gleichzeitig ausgeprägt restriktive Zielsetzungen zu verfolgen. Die Last, den Anpassungsprozeß einzuleiten, wird jedoch vor allem auf ihnen ruhen; dabei wird der Anpassungszeitraum in manchen Fällen ein recht langer sein müssen.

So wird auch weiterhin die vermutliche Fortdauer der globalen Ungleichgewichte den Ausblick auf die weltweite Zahlungsbilanzverfassung verdüstern. Der Pessimismus, der sich hier einstellen mag, wird jedoch durch berechtigten Optimismus hinsichtlich der Finanzierung dieser Ungleichgewichte mehr als aufgewogen. Zuerst hat sich bisher das Angebot an Finanzierungsmitteln für Zahlungsbilanzzwecke sehr gut auf die Nachfrage nach solchen Geldern eingestellt, wie die völlig unvorhergesehene Beschleunigung der neuen privaten internationalen Nettoausleihungen 1976 bezeugt. Dies gilt nicht nur *ex post* — entstandene Leistungsbilanzungleichgewichte werden ihrer Natur nach finanziert —, sondern auch in einem inhaltsreicheren Sinne. Der Beweis ergibt sich aus der Tatsache, daß viele Länder mit beträchtlichen Leistungsbilanzdefiziten es fertiggebracht haben, ihre Währungsreserven zu erhöhen, und daß nur wenige von ihnen Zuflucht zu Handelsbeschränkungen genommen haben. Zwei-

tens können diese privaten Finanzierungsmittel sehr wohl auch künftig auf einem recht hohen Niveau weiterfließen, vorausgesetzt, daß sich die Zahlungsbilanzverfassung der einzelnen Länder, im Gegensatz zu der von Ländergruppen, nicht als starr erweist. Glücklicherweise ist dies kein reines Wunschdenken: eine ganze Reihe von Defizitländern konnten 1976 ihre Zahlungsbilanzen verbessern; andere sind dabei, dies 1977 zu realisieren. Wenn diese Verlagerungen anhalten, braucht ein Zusammenbruch der finanziellen Mittlertätigkeit der Banken zwischen den Überschuß- und den Defizitländern sehr viel weniger befürchtet zu werden. Drittens hat zwar die Schuldendienstlast in einigen Ländern ein exzessives Ausmaß angenommen, doch dürfte dies nicht für die nichtölproduzierenden Länder als Gruppe gelten. Mit anderen Worten, die *gesamten* Ausleihungen können in großem Umfang weitergeführt werden, vorausgesetzt, daß in jenen Ländern, die schon einige Zeit hohe Defizite aufweisen und daher übergroße Schulden angehäuft haben, eine Anpassung stattfindet.

Diese Überlegungen lassen ein vernünftiges Maß an Optimismus hinsichtlich der zukünftigen Finanzierung der Zahlungsbilanzungleichgewichte vertretbar erscheinen. Gleichzeitig zeigen sie jedoch eine Anzahl von Richtungen auf, in die sich die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der internationalen Gemeinschaft als Ganzes bewegen müssen, wenn die Banken (wie der Bericht es befürwortet) weiterhin Mittel für die Defizitländer zur Verfügung stellen sollen, auch wenn dies in *geringerem* Umfang als in den letzten drei Jahren geschieht.

Insbesondere zwei Aktionsrichtungen müssen dabei verfolgt werden. Erstens muß ein besserer Fluß von Informationen über die Schuldnerländer gewährleistet werden. Dies könnte sowohl durch die Bemühungen der internationalen Institutionen erreicht werden als auch dadurch, daß man die kreditgewährenden Banken und die Schuldnerländer dazu anhält, detailliertere, aktuellere und zuverlässigere Zahlen über die Auslandsverschuldung und den Umfang der Schuldendienstzahlungen der möglichen Kreditnehmer zu verlangen bzw. zu liefern. Selbstverständlich garantiert eine bessere Information für sich genommen weder eine Vervollkommnung der Kreditgewährungspraxis, noch schaltet sie die Risiken aus. Sie würde aber sicherstellen, daß sich der Wettbewerbsprozeß im Licht statt im Dunkel abspielt. Auf allen Märkten sind hinreichende Informationen die Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren der Angebots- und Nachfragebeziehungen.

Zweitens müssen andere Finanzierungsformen gefördert werden, die die Last der Geschäftsbanken erleichtern würden. Die Banken werden eher in der Lage sein, weiterhin als finanzielle Vermittler zu handeln, wenn die von ihnen übernommenen Liquiditätsrisiken im Prozeß der Fristentransformation und ihr Engagement gegenüber einzelnen Ländern nicht übermäßig zunehmen.

Die nächstliegende Verbesserung ergäbe sich zweifellos durch die Bereitstellung zusätzlicher langfristiger Finanzierungsmittel. Langfristige Kapitalflüsse würden die Notwendigkeit der Fristentransformation bei der Mittlerfunktion der Banken vermeiden; sie würden auch bessere finanzielle Rahmenbedingungen für die Übertragung realer Ressourcen auf die Länder mit „strukturellen“ Defiziten schaffen, seien es nun Entwicklungsländer ohne eigene Erdölvorkommen oder im Prozeß rascher Industrialisierung befindliche entwickeltere Volkswirtschaften. Länder mit nachhaltigen

Leistungsbilanzüberschüssen haben eine Verpflichtung zur Förderung solcher Kapitalexporte in der Form von Entwicklungshilfe, langfristigen Darlehen oder Direktinvestitionen.

Neben solchen Veränderungen der Kapitalströme besteht auch Spielraum für eine zweite Form der Umverteilung, die den Ausleihungen durch internationale Institutionen eine bedeutendere Rolle zuweist, wie etwa durch die Sonderfazilität, die beim IWF errichtet wird, oder durch multilaterale Garantiesysteme wie das Sicherheitsnetz der OECD. Die Berechtigung einer solchen Ausleihetätigkeit ist am offensichtlichsten im Falle jener Länder, deren Leistungsbilanzdefizit und kurzfristige Verschuldung ein Niveau erreicht haben, das die Banken zögern läßt, weitere Kredite zu gewähren. Glücklicherweise sind nicht viele Länder in dieser Situation. Wo allerdings dieses Problem besteht, empfehlen sich längerfristige Kredite bei einer gleichzeitigen festen Verpflichtung des Schuldnerlandes, energische Anpassungsmaßnahmen einzuleiten. Für diese Form der Kreditgewährung unter Auflagen sind die offiziellen Institutionen eindeutig besser geeignet als private Kreditgeber. Darüber hinaus könnten Darlehen unter Auflagen dazu beitragen, jene Art der Anpassungsfähigkeit der einzelnen Zahlungsbilanzen zu fördern, die, wie oben erwähnt, eine Vorbedingung dafür ist, daß die privaten Finanzmärkte weiterhin in angemessener Weise funktionieren können.

Werden die hier skizzierten Zielsetzungen übernommen, wofür nunmehr gute Aussichten bestehen, ist nicht einzusehen, warum nicht die gegenwärtigen institutionellen Rahmenbedingungen in der Lage sein sollten, die Finanzierung der Zahlungsbilanzen zu bewältigen, selbst wenn die Beträge auf ihrem eindrucksvollen hohen Niveau verharren. Auf längere Sicht wird jedoch die Aufrechterhaltung der internationalen Ordnung in der Güter-, Geld- und Finanzierungssphäre von der Fähigkeit der einzelnen Länder abhängen, sich mit ihren grundsätzlichen binnenwirtschaftlichen Problemen des ungenügenden Wachstums, der übermäßigen Arbeitslosigkeit und der hohen Inflation auseinanderzusetzen. Es mag zwar geltend gemacht werden, daß das Bretton-Woods-System in seinen letzten Jahren eine gewisse Rolle bei dem weltweiten inflationären Boom der frühen siebziger Jahre und der daraus entstandenen schweren Rezession gespielt hat. Heute aber ruht die Verantwortung erneut eindeutig auf den Schultern der für die Binnenwirtschaftspolitik Zuständigen. Die Defizitländer haben die schmerzliche Erfahrung gemacht, daß ein abwärtsgerichtetes Floating sie nicht vor Arbeitslosigkeit schützt, sondern die Aufgabe der Inflationsbekämpfung noch schwieriger macht; gleichzeitig waren zwar die Überschußländer in der Bekämpfung der Inflation erfolgreicher als ihre Nachbarn bei der Verringerung der Arbeitslosigkeit, ohne daß es ihnen jedoch gelang, die Inflation vollständig auszumerzen; auch sind sie gleichermaßen mit dem Problem der Arbeitslosigkeit konfrontiert. Folglich ist die Notwendigkeit, unsere immer noch sehr unvollkommenen internationalen Währungsvereinbarungen zu verbessern, keine Entschuldigung für das Versäumnis, die beiden Übel Arbeitslosigkeit und Inflation an ihren Wurzeln zu packen: nämlich in den einzelnen Volkswirtschaften selbst.

RENÉ LARRE

Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1977

AKTIVA

BILANZ VOM
(vor und nach Verwendung)

	<u>Goldfranken</u>
Gold	4 046 386 009
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ...	81 391 493
Schatzwechsel	133 521 883
Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	76 196 539
Währungen	
bis zu 3 Monaten	28 571 185 315
von mehr als 3 Monaten	<u>12 148 258 937</u>
	40 795 640 791
Sonstige Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	3 166 998 475
von mehr als 3 Monaten	<u>383 633 984</u>
	3 550 632 459
Verschiedenes	238 735 577
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	1
	<u><u>48 846 308 213</u></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 = 0,736 862 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 1977: 104 853 674 Goldfranken.</p> <p>Anmerkung 3: Gold im Gegenwert von 857 287 242 Goldfranken war am 31. März 1977 im Zusammenhang mit erhaltenen Einlagen verpfändet.</p>	

31. MÄRZ 1977

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
		<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
Stammkapital			
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
Reserven			
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	423 847 193		471 847 193
Besonderer Dividenden-Reservefonds	75 175 781		75 175 781
Freier Reservefonds	423 118 200		495 118 200
		952 211 487	1 072 211 487
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	2 475 828 994		
bis zu 3 Monaten	1 031 930 318		
von mehr als 3 Monaten	24 548 870		
Andere Einleger			
auf Sicht	33 146 298		
		3 565 454 480	3 565 454 480
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	723 236 042		
bis zu 3 Monaten	34 694 729 766		
von mehr als 3 Monaten	6 943 968 978		
Andere Einleger			
auf Sicht	30 097 885		
bis zu 3 Monaten	828 056 666		
von mehr als 3 Monaten	148 624 033		
		43 368 713 370	43 368 713 370
Verschiedenes		456 854 834	456 854 834
Rückstellung für Gebäudezwecke		34 450 867	34 450 867
Gewinn- und Verlustrechnung		167 920 050	—
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1977</i>		—	47 920 050
		<u>48 846 308 213</u>	<u>48 846 308 213</u>

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, 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 1977 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, den 25. April 1977

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1977 abgeschlossene Geschäftsjahr

	Goldfranken
Nettozinsen und sonstige Einnahmen	214 968 470
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	483 548
Direktion und Personal	31 219 746
Geschäfts- und Bürokosten	7 488 710
	39 192 004
Geschäftsertrag	175 776 466
Abzüglich: Zuweisung an	
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	2 856 416
Rückstellung für Gebäudezwecke	5 000 000
	7 856 416
Reingewinn für das am 31. März 1977 abgeschlossene Geschäftsjahr	167 920 050
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:	
Dividende: 100 Schweizer Franken je Aktie auf 481 125 Aktien	47 920 050
	120 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	48 000 000
	72 000 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds	72 000 000
	—
	—

Veränderung der Rückstellung für Gebäudezwecke in dem am 31. März 1977 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	Goldfranken
Stand am 1. April 1976	62 965 885
Dazu: Kursdifferenz	839 784
Zuweisung von der Gewinn- und Verlustrechnung	5 000 000
	68 805 669
Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen	34 354 802
Stand am 31. März 1977 gemäß Bilanz	34 450 867

VERWALTUNGSRAT

(Stand 31. März 1977)

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

Baron Ansiaux, Brüssel
Prof. Paolo Baffi, Rom
Bernard Clappier, Paris
Dr. Karl Klasen, Frankfurt a. M.
Dr. Fritz Leutwiler, Zürich
Carl-Henrik Nordlander, Stockholm
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

Stellvertreter

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

DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Antonio d'Aroma	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
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
Charles Altenhoff	Beigeordneter Direktor
