

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

FÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1979 – 31. MÄRZ 1980

BASEL

9. Juni 1980

INHALTSVERZEICHNIS

| | Seite |
|---|-------|
| Einleitung | 1 |
| I. Der neue Ölshock und die wiederauflebende Inflation: Wiederholt sich 1974? | 3 |
| Elemente der weltwirtschaftlichen Stärke (S. 4); Problembereiche (S. 7) | |
| II. Inflation und Arbeitslosigkeit | 10 |
| Weltweit beschleunigte Inflation (S. 11); internationale Inflationsursachen (S. 14); Wechselkurse, Ausfuhr- und Einfuhrpreise sowie Terms of trade (S. 18); außenwirtschaftliche Störungen und binnenwirtschaftliche Anpassung bei Löhnen und Preisen (S. 19); veränderte Strategien der Inflationsbekämpfung (S. 25); Arbeitslosigkeit und Produktivität (S. 32) | |
| III. Nachfrage, Produktion und Finanzpolitik | 36 |
| Produktion und Nachfragekomponenten (S. 36); Sparverhalten der privaten Haushalte und wiederauflebende Inflation (S. 42); Konjunkturfälle und außenwirtschaftliche Anpassung (S. 44); Finanzpolitik (S. 47); der zweite Ölshock (S. 52); Produktivität und Investitionen (S. 57) | |
| IV. Geldpolitik in einer sich wandelnden Umwelt | 61 |
| Geldmengensteuerung und Inflation (S. 62): <i>monetäre Gesamtgrößen</i> (S. 62), <i>Zinssätze</i> (S. 65); Geldpolitik und Entwicklung der Finanzmärkte in den Jahren 1979/80 (S. 67): <i>jüngste Entwicklung der Zinssätze</i> (S. 67), <i>Geldpolitik und monetäre Expansion</i> (S. 71), <i>Kreditgewährung der Banken und monetärer Überblick</i> (S. 75), <i>gesamtwirtschaftliche Kreditströme und Finanzierungspositionen</i> (S. 80); veränderte geldpolitische Techniken (S. 83) | |
| V. Internationale Zahlungsbilanzentwicklung | 88 |
| Öl und internationales Zahlungsbilanzgefüge (S. 88): <i>die Ölpreisschübe des Jahres 1979 und ihre Auswirkung auf die globale Zahlungsbilanzsituation</i> (S. 88), <i>Anpassung der Leistungsbilanzen auf den Ölpreisschock von 1973/74</i> (S. 91); Zahlungsbilanzentwicklungen der Industrieländer im Jahre 1979 (S. 95): <i>Länder mit einer beträchtlichen Anpassung im Jahre 1979</i> (S. 95), <i>Länder mit 1979 ungünstigerer Zahlungsbilanzsituation</i> (S. 100), <i>Zahlungsbilanzentwicklung der übrigen Länder der Zehnergruppe im Jahre 1979</i> (S. 105); Finanzierung der weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte (S. 107): <i>Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der Ölausfuhrländer</i> (S. 107), <i>Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite einzelner Gruppen von Öleinfuhrländern</i> (S. 108) | |

| | |
|---|-----|
| VI. Internationale Geld- und Kapitalmärkte | 113 |
| Hauptergebnisse (S. 113); wesentliche Einflüsse (S. 115); die Rolle der internationalen Finanzmärkte bei der Rückschleusung der OPEC-Überschüsse (S. 120); Diskussion der Zentralbanken über Probleme des internationalen Bankgeschäfts (S. 122); gesamte internationale Bankmittel: Herkunft und Verwendung (S. 125); Entwicklung in den europäischen Marktzentren (S. 128): <i>Währungszusammensetzung (S. 128), die Rolle einzelner Marktzentren (S. 131), Nettoaufkommen des Eurogeldmarkts (S. 134)</i> ; Entwicklung auf den außereuropäischen Finanzplätzen (S. 136); Internationale Anleihenmärkte (S. 137) | |
| VII. Internationale Währungslage | 142 |
| Entwicklung der Wechselkurse (S. 142); Bewertung der internationalen Währungsentwicklung seit November 1978 (S. 153); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 154); internationale Liquidität (S. 158); gegenwärtige Lage und weitere Entwicklung der Weltwährungsreserven sowie deren Zusammensetzung (S. 163) | |
| VIII. Die Tätigkeit der Bank | 167 |
| Förderung der internationalen Zusammenarbeit (S. 167); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 169): <i>Passiva (Mittelaufkommen) (S. 171), Aktiva (Mittelverwendung) (S. 174), Goldtermingeschäfte (S. 176)</i> ; der Reingewinn und seine Verwendung (S. 176); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 177); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 179); die Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (S. 180); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 182) | |
| Schlußbemerkungen | 185 |

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1980

VERZEICHNIS DER GRAPHIKEN (★) UND TABELLEN

| | Seite |
|--|-------|
| | |
| Inflation und Arbeitslosigkeit | |
| Anstieg der Verbraucherpreise ★ | 11 |
| Großhandels- und Verbraucherpreise | 12 |
| Industrieproduktion und Verbraucherpreise in den Ländern der Zehnergruppe sowie der Schweiz ★ | 13 |
| Industrieproduktion und Weltmarktpreise ★ | 15 |
| Weltmarktpreise: Economist-Indikator auf SZR-Basis ★ | 16 |
| Veränderung der Durchschnittswerte der Ein- und Ausfuhren in den Zehnergruppen- ländern und der Schweiz | 19 |
| Abhängigkeit vom Außenhandel | 20 |
| Preise für Außenhandelsgüter sowie Löhne und Verbraucherpreise ★ | 21 |
| Reale Arbeitsverdienste in der Industrie | 23 |
| Inflation und Arbeitslosigkeit ★ | 24 |
| Arbeitslosenquoten | 33 |
| Beschäftigung und Arbeitsproduktivität | 34 |
| | |
| Nachfrage, Produktion und Finanzpolitik | |
| Industrieproduktion ★ | 37 |
| Größere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten | 38 |
| Andere Industrieländer: Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten | 40 |
| Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte | 42 |
| Einkommen und Ersparnis der privaten Haushalte in den USA | 43 |
| Relative Nachfragedynamik und realer Außenbeitrag ★ | 45-46 |
| Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte und Arbeitslosigkeit | 48 |
| Gesamtenergie- und Ölbedarf in Prozent des Bruttosozialprodukts | 54 |
| OECD-Länder: Öl- und Energiebedarf sowie OPEC-Ausfuhr | 55 |
| Realer Einzelhandelspreis von Benzin | 56 |
| Produktion und Produktivitätswachstum | 57 |
| Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe | 58 |
| Anteil der privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) am Bruttosozialpro- dukt | 59 |

Geldpolitik in einer sich wandelnden Umwelt

| | |
|--|----|
| Monetäres Wachstum, Veränderung der Verbraucherpreise und des realen Brutto- sozialprodukts ★ | 63 |
| Kurz- und langfristige Zinssätze und Veränderung der Verbraucherpreise ★ | 66 |
| Jüngste Entwicklung der Zinssätze ★ | 68 |
| Monetäre Gesamtgrößen und Kreditaggregate: Ziele und Wachstumsraten | 71 |
| Monetäre Gesamtgrößen: Ziele und Wachstumsraten ★ | 72 |
| Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung sowie der Beitrag der Inlands- kredite und der außenwirtschaftlichen Gegenposten | 76 |
| Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner auf den Kreditmärkten | 79 |
| Staatsfinanzierung | 82 |

Internationale Zahlungsbilanzentwicklung

| | |
|--|-----|
| Zusammengefaßte Leistungsbilanztransaktionen der OPEC-Länder 1973-79 | 91 |
| Öleinfuhrländer: Veränderung einzelner Handelsbilanzkomponenten von 1973 bis 1978 (Schätzung) | 93 |
| Komponenten der wichtigsten Leistungsbilanzanpassungen 1979 | 95 |
| Deutschland: Statistisch erfaßter Kapitalverkehr 1979-80 | 99 |
| Leistungsbilanzsalden | 101 |
| Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden 1978-79 | 104 |
| Ölausfuhrländer: Verwendung anlagefähiger Überschüsse 1974-79 (Schätzung) | 108 |
| Öleinfuhrländer: Finanzierung der Leistungsbilanzen 1974-78 und 1979 (Schätzung) | 110 |

Internationale Geld- und Kapitalmärkte

| | |
|--|---------|
| Kreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Aus- landsforderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen sowie internatio- nale Anleiheemissionen | 114 |
| Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und ihr Abstand zu den In- landszinsen ★ | 116 |
| Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken im Berichtsgebiet sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplät- zen | 126 |
| Währungsstruktur des Euromarktes: Auslandsforderungen der berichtenden euro- päischen Banken in Fremdwährungen ★ | 129 |
| Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken (Dollar und andere Fremd- währungen) | 130 |
| Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den einzelnen berichten- den Ländern sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken an den Offshore- Finanzplätzen | 132-133 |
| Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung) | 135 |
| Internationale Anleihen | 138 |
| Eurogeldmarktsätze und Renditen internationaler US-Dollar- und DM-Anleihen ★ | 140 |

Internationale Währungslage

| | |
|---|-----|
| Nominale Wechselkurse: Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar ★ | 143 |
| Effektive Wechselkurse ★ | 145 |
| Kassakurse im EWS-Wechselkursmechanismus ★ | 152 |
| Weltgoldgewinnung | 155 |
| Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung) | 155 |
| Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1978–80 ★ | 156 |
| Zusammensetzung des Zuwachses an Weltwährungsreserven 1977–79 | 159 |
| Veränderung der Weltwährungsreserven 1977–79 | 160 |
| Erfasste offizielle Einlagen bei Geschäftsbanken außerhalb der USA | 164 |

Die Tätigkeit der Bank

| | |
|---|-----|
| Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren | 170 |
| Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren | 171 |
| Fremdmittel (Herkunft) | 172 |
| Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten) | 173 |
| Aktiva (Sachkategorien) | 174 |
| „Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“ | 175 |
| Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) | 178 |
| Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl | 180 |

FÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS-
AUSGLEICH

am 9. Juni 1980 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 50. Geschäftsjahr (1. April 1979–31. März 1980) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 3 989 054 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 50 977 378 Goldfranken, verglichen mit etwa 44 775 000 Goldfranken im Vorjahr und ca. 38 781 000 Goldfranken im 48. Geschäftsjahr. (Um einen Vergleich der finanziellen Ergebnisse der letzten drei Geschäftsjahre zu ermöglichen, wurden die Beträge für das 48. und das 49. Geschäftsjahr auf tausend Goldfranken genau unter Verwendung der neuen, im Juni 1979 eingeführten Umrechnungsbasis von US-\$ 208 je Feinunze Gold neu berechnet.)

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 14 648 234 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 110 Schweizer Franken je Aktie und, aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens der Bank, 3 329 144 Goldfranken zur Zahlung einer einmaligen Sonderdividende von 25 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 13 200 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 1 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den Rest von 18 800 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die gesamte Dividende den Aktionären am 1. Juli 1980 gezahlt.

Weltweit gesehen erlebte das abgelaufene Jahr ein allgemeines Wiederaufleben der Inflation, zu der sich ein neuer Ölpreisschock und eine starke Verteuerung international gehandelter Rohstoffe gesellten. Kapitel I weist einleitend auf die Gemeinsamkeiten wie auch die Unterschiede hin, die zwischen der neuen Inflationsphase und der früheren bestehen, die 1973/74 den ersten Ölschock hervorbrachte; es gelangt zu dem Schluß, daß die Volkswirtschaften der westlichen Industrieländer diesmal womöglich besser gerüstet sind, den Inflationsschub rechtzeitig unter Kontrolle zu bringen. In Kapitel II werden die Ursachen und internationalen Übertragungsmechanismen der jüngsten inflatorischen Entwicklung analysiert und die entschiedener antiinflationäre Ausrichtung der Wirtschaftspolitik sowie die hierfür entwickelten Strategien erörtert. In Kapitel III werden der Beitrag einer veränderten relativen Nachfragedynamik zum außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß in den einzelnen Ländern ebenso wie Veränderungen bei den Nachfragekomponenten und im Energie- und Ölverbrauch sowie der Zusammenhang zwischen Anlageinvestitionen und Produktivität untersucht. Kapitel IV erhärtet anhand einer langfristigen Betrachtung des Geldmengenwachstums den in Kapitel I geäußerten Optimismus hinsichtlich der Aussichten für eine Eindämmung der Inflation und behandelt außerdem die Entwicklung neuer monetärer Techniken, die der Geldpolitik zu größerer Wirksamkeit verhelfen sollen. Was die Außenwirtschaftsbeziehungen betrifft, vergleicht Kapitel V die relativen Erfolge der Bemühungen um eine Zahlungsbilanzanpassung in den letzten Jahren; es folgt eine analytische Betrachtung der neuen hohen Überschüsse der Ölexportländer und der Probleme, die mit dem „Recycling“ dieser Überschüsse in die Defizitländer verbunden sind. Kapitel VI gibt einen Überblick über die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte, die der hauptsächlichste Kanal für dieses „Recycling“ sind, und setzt dieses Geschehen in Beziehung zu dem aktuellen Stand der Diskussion über die Euromärkte. Kapitel VII beleuchtet die internationale Währungsszene. Im ersten Teil wird über die Ereignisse an den Devisen- und Goldmärkten und über die Goldgewinnung berichtet. Im zweiten Teil des Kapitels werden die Veränderungen der Höhe und Zusammensetzung der internationalen Liquidität beurteilt. Kapitel VIII unterrichtet über die Tätigkeit der Bank während des Geschäftsjahres, die Bilanz und die finanziellen Ergebnisse. Die Schlußbemerkungen des Berichts erörtern die längerfristigen Perspektiven für die Weltwirtschaft und gelangen zu wirtschaftspolitischen Folgerungen im Sinne eines erforderlichen überzeugenderen und beharrlicheren Vorgehens gegen die weltweite Inflation.

I. DER NEUE ÖLSCHOCK UND DIE WIEDER- AUFLEBENDE INFLATION: WIEDERHOLT SICH 1974?

Zwei Tatsachen ragen deutlich aus dem wirtschaftlichen Geschehen des Jahres 1979 und der ersten Monate von 1980 heraus: ein Ölpreisanstieg, der real betrachtet die gleiche Größenordnung wie 1973/74 erreichte, sowie eine beschleunigte Inflation in allen Industrieländern. In beiderlei Hinsicht drängt sich die Analogie zu der Zeit des ersten Ölschocks immer mehr auf, und zwar sicher viel stärker, als vor Jahresfrist absehbar.

Eine Ähnlichkeit zeigt sich vor allem in folgenden Punkten: Die Ölverteuerung hat bei den Öleinfuhrländern eine zweifache und scheinbar widersprüchliche Wirkung. Einerseits treibt sie die Preise unmittelbar in die Höhe. Geschieht dies in einem Konjunkturaufschwung, so verstärkt sie noch einen bereits vorhandenen Aufwärtstrend. Andererseits legt sie den Öleinfuhrländern eine Steuer auf, kürzt ihr Realeinkommen und übt damit einen deflationären Druck auf ihre Ausgaben aus. International schlagen sich diese Einflüsse in schlechteren Terms of trade dieser Länder wie auch in einem wachsenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht zwischen ihnen und den Ölexporteuren nieder.

Auf den ersten Blick sehen sich damit die Öleinfuhrländer gegenwärtig genau dem gleichen wirtschaftspolitischen Dilemma gegenüber wie vor sechs Jahren. Sie könnten die Inflation durch eine Nachfragedrosselung bekämpfen und würden damit riskieren, daß sich der unvermeidliche deflationäre Einfluß des Ölschocks hierdurch noch verschärft. Oder sie könnten es statt dessen vorziehen, die Inlandsnachfrage zu stützen, womit sie die Preise weiter hochtreiben würden. Dieses binnenwirtschaftliche Dilemma hat einen außenwirtschaftlichen Aspekt: nämlich die Anpassung oder aber die bewußte Hinnahme und Finanzierung des Zahlungsbilanzdefizits. Auf längere Sicht sehen sich alle Länder dem kardinalen Problem gegenüber zu entscheiden, welche Politik am ehesten in der Lage ist, eine grundlegende realwirtschaftliche Anpassung an den Aufwärtstrend der Energiepreise zu fördern.

Das weltwirtschaftliche Resultat wird natürlich davon abhängen, ob sich alle Länder für den gleichen wirtschaftspolitischen Ansatz entscheiden oder aber unterschiedlich reagieren. Sollten alle Länder in gleichem Maße versuchen, die Inflation zu bekämpfen und ihre Zahlungsbilanz anzupassen, so wäre das wahrscheinliche Ergebnis eine weltweite Rezession, eine nachlassende Inflation sowie ein Abbau des OPEC-Zahlungsbilanzüberschusses. Sollten nur einige diesem Kurs folgen, während andere ihre Inlandsnachfrage stützen und ihre außenwirtschaftlichen Fehlbeträge hinnehmen, wäre die Rezession wahrscheinlich weniger tief und möglicherweise kurzlebig, jedoch würde kein wesentlicher, d.h. dauerhafter Erfolg bei der Inflationsbekämpfung erzielt. Außerdem könnten Spannungen im Wechselkursgefüge zwischen den Öleinfuhrländern oder, was noch schlimmer wäre, ein Auseinanderlaufen von Wechselkursen und Inflationsraten die Folge sein.

Daß die Welt, und hierbei insbesondere die öleinführenden Industrieländer, sich offenbar zum zweiten Mal innerhalb eines Jahrzehnts den gleichen Problemen gegenüber sieht, deutet darauf hin, daß sie diese vor sechs Jahren nicht richtig bewältigte. Zwei gute Gründe sprechen für solch ein vernichtendes Urteil über unsere wirtschaftspolitischen Leistungen seit dem früheren Ölchock.

Erstens lag die Inflation, gemessen an den jährlichen Veränderungen des Verbraucherpreisindex, selbst vor der letzten Ölpreisrunde in der Zehnergruppe und der Schweiz bei einer durchschnittlichen Rate von etwa 7% und im OECD-Gesamt-raum sogar noch höher. Dieser Durchschnittswert verdeckt zudem das wachsende Inflationsgefälle: Nur Ländern, deren Währung sich beträchtlich aufgewertet hatte, war es gelungen, ihre Inflation auf deutlich einstellige Zuwachsraten herabzudrücken. Zur gleichen Zeit hatte auch bei Rohstoffen (ohne Erdöl) ein untragbarer Preisanstieg eingesetzt.

Einen zweiten Anlaß zum Pessimismus könnte der plötzliche Auftrieb der Ölpreise bieten. Wie kommt es, daß der iranische Angebotsschock einen so kräftigen und offenbar dauerhaften Anstieg der Ölpreise nach sich zog? Ist dies nicht ein Beweis dafür, daß bisher keine reale Anpassung an den höheren Energiepreis stattgefunden hat? Oder, anders ausgedrückt, ist nicht die weltweite Nachfrage nach Öl im Verhältnis zum Angebot immer noch kräftig genug, um die Stellung der Ölproduzenten bei der Ausübung ihrer oligopolistischen Preissetzungsmacht zu stärken?

Als Leitmotiv zieht sich durch diesen Bericht die These, daß die gegenwärtige Lage Elemente der Stärke wie auch der Schwäche enthält, daß die Verbindung dieser Elemente ein von 1974 abweichendes Bild bietet und daß dieser Unterschied eine weniger rundweg pessimistische Auffassung, als oben vertreten, rechtfertigt. Wenn auch die in den letzten sechs Jahren verfolgten wirtschaftspolitischen Strategien allerorts und in jederlei Hinsicht alles andere als zufriedenstellend waren, so hat man doch einige Lektionen gelernt und die Wirtschaftspolitik entsprechend angepaßt oder ist im Begriff, dies zu tun. Insgesamt erfordert deshalb die Lage eine differenziertere und wahrscheinlich etwas positivere Beurteilung der kurzfristigen weltwirtschaftlichen Aussichten als eine Auffassung, die sich einfach auf die oberflächlichen Parallelen von 1980 und 1974 stützt.

Elemente der weltwirtschaftlichen Stärke

Die erste Gruppe von Einschränkungen betrifft Ursprung und Wesen des gegenwärtigen Inflationsprozesses in den westlichen Industrieländern (Kapitel II). Abgesehen von den USA und in gewissem Umfange auch Italien und Großbritannien geht der seit Anfang 1979 beschleunigte Verbraucherpreisauftrieb nicht vornehmlich auf eine „hausgemachte“ Inflation zurück. Praktisch nirgends kamen die nominalen und realen Lohnsteigerungen auch nur entfernt den Anfang der siebziger Jahre erreichten Rekordzuwächsen nahe. Man mag zwar einwenden, daß die Geldpolitik gemessen am Wachstum der monetären Gesamtgrößen bis vor kurzem nicht restriktiv genug war, um den Preisauftrieb auf ein annehmbares Niveau zurückzuführen. Doch nahmen die monetären Gesamtgrößen in den letzten Jahren in der Mehrzahl der Industrieländer langsamer zu als vor der Ölkrise von 1973/74 (Kapi-

tel IV). Die gegenwärtige Beschleunigung der Verbraucherpreise ist deshalb stärker als 1973/74 den Geschehnissen auf den internationalen Rohstoff- und Energiemärkten zuzuschreiben. Deswegen sollte man allerdings diese Ereignisse nicht als einmaligen externen Schock werten, der auf Versorgungsengpässe und die politische Unsicherheit zurückgeht. Dies trifft nicht zu. Aber auch wenn man sie weltwirtschaftlich als „endogen“ ansieht und selbst wenn ein solches Urteil darauf hinauslaufen würde, daß die Industrieländer insgesamt das 1978/79 erreichte Wachstum nicht aufrechterhalten können, ohne einen Preisboom bei Rohstoffen auszulösen, läßt dies doch in einer Hinsicht einen recht optimistischen Schluß zu: Gegenwärtig ist die Gefahr, daß sich Preise und Löhne allgemein immer stärker hochschaukeln, geringer als 1973/74.

Ein in dieser Hinsicht gemäßigter Optimismus wird auch durch eine zweite Reihe von Beobachtungen gerechtfertigt, die sich auf die gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Einstellungen gegenüber der Inflation beziehen. Hier ist der Gegensatz zu 1973/74 sogar noch schärfer und allgemeiner ausgeprägt als bei den Ursachen und Wirkungsmechanismen der Inflation. 1973/74 waren die wichtigsten Industrieländer noch weit von einer einmütigen Auffassung entfernt, die der Eindämmung der Inflation die Priorität einräumte: Tatsächlich entschieden sich die meisten von ihnen zumindest eine Zeitlang für eine inländische Nachfragestützung. Im vergangenen Jahr hat sich der vorherrschende wirtschaftspolitische Trend sehr stark zugunsten einer Bekämpfung der Inflation verschoben. Man sieht dies in erster Linie an dem entschlossenen restriktiven Kurs der Geldpolitik — sogar in den USA, wo dieser am dringlichsten war (Kapitel II). Aber auch die Finanzpolitik verfolgt inzwischen einen restriktiveren Kurs oder peilt diesen zumindest an (Kapitel III). Ebenso wichtig ist die Tatsache, daß die größeren Länder einer Verbesserung der Techniken und Instrumente der Geldmengensteuerung sehr viel Beachtung schenken (Kapitel IV). Dies gilt namentlich für die USA, deren früheres Unvermögen, die monetären Variablen ausreichend in den Griff zu bekommen, gleichermaßen auf den unzureichenden Steuerungstechniken in einer sich rasch wandelnden, sehr innovationsfreudigen institutionellen Umgebung wie auch einem nachgiebigen wirtschaftspolitischen Kurs beruhte. Auch andernorts zeigte sich als Gesamtergebnis einer konservativeren Geldpolitik sowie veränderter Steuerungstechniken ein steiler Zinsauftrieb. In vielen Ländern haben die Zinsen einen nominalen Höchststand und sogar ein beträchtliches reales Niveau erreicht, sofern man die Nominalsätze mit dem gegenwärtigen Tempo des Preisanstiegs vergleicht.

Ein dritter Faktor weltwirtschaftlicher Stärke besteht 1980 in der gegenüber 1974 ausgewogeneren Verteilung der Leistungsbilanzdefizite (Kapitel V). Grob gesagt entfällt der Defizitgegenposten zum gewaltigen OPEC-Überschuß in diesem Jahr wahrscheinlich zu einem Drittel auf die Bundesrepublik Deutschland, Japan und die USA. Dies ist der Situation von 1974 gegenüberzustellen, als sich die Defizite sehr stark auf einige große europäische Länder, namentlich Großbritannien und Italien, konzentrierten, deren außenwirtschaftliche Verfassung bereits lange vor dem Ölpreisschub schwach gewesen war. Kurz gesagt liegen die größten Leistungsbilanzdefizite, sieht man von den USA ab, gegenwärtig bei den zwei großen Industrieländern, deren Preisentwicklung in den letzten Jahren das beste Ergebnis aufwies, während gleichzeitig die außenwirtschaftliche Lage der Länder mit höherer

Inflation relativ stark blieb. Diese Verteilung der Zahlungsbilanzungleichgewichte kam zustande durch ein verändertes Konjunkturgefälle — zum Teil unter dem Einfluß abgestufter finanzpolitischer Strategien — wie auch durch die allmähliche Reaktion der Aus- und Einfuhren auf frühere reale Wechselkursänderungen. Sie bestätigt erfreulicherweise die Wirksamkeit wirtschaftspolitischer Strategien, die auf eine Anpassung der Zahlungsbilanzen zielen.

Das neue Zahlungsbilanzgefüge sollte sich unter den gegenwärtigen Umständen in zweierlei Hinsicht als hilfreich erweisen. Erstens dürfte es, sofern es anhält, kaum abrupte Wechselkursänderungen der Art und des Ausmaßes in Gang setzen, wie sie im Sog der ersten Ölkrise auftraten. Es lohnt sich, daran zu erinnern, daß die auseinanderlaufenden Trends bei den Wechselkursen und der Inflation innerhalb Europas, die den Wirtschaftspolitikern 1976 und 1977 so großes Kopfzerbrechen bereiteten, ihren Ursprung in den anfänglich gegensätzlichen wirtschaftspolitischen Reaktionen auf den ersten Ölschock hatten. Damals konzentrierte sich das Land mit der geringsten Teuerung, Deutschland, zusammen mit Japan und den USA auf die Bekämpfung der Inflation, während einige andere große Länder — darunter seit 1977 auch die USA — der Aufrechterhaltung einer hohen Produktion und Beschäftigung eine größere Bedeutung beimaßen. Daß sich beharrliche wirtschaftspolitische Strategien zur Inflationsbekämpfung auszahlten, während Bemühungen um Kompromisse allseitig scheiterten, erklärt bereits großenteils die weitverbreitete antiinflationäre Grundhaltung der gegenwärtigen Wirtschaftspolitik. Wie später ausgeführt wird, bringen diese veränderten wirtschaftspolitischen Auffassungen möglicherweise andere Probleme mit sich, doch tragen sie gegenwärtig sicher dazu bei, zu verhindern, daß „Teufels-“ und „Tugendkreise“ hinsichtlich der Entwicklung der Wechselkurse und der Inflation in Gang gesetzt werden.

Zweitens erleichtert das gegenwärtige Gefüge der Zahlungsbilanzungleichgewichte deren Finanzierung. Die USA, Japan und Deutschland sind offensichtlich kreditwürdig, und Kredite an diese Länder würden die Last des „Recycling“ für die internationalen Banken verringern. Doch diese drei Länder sind zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite nicht unbedingt auf Bankkredite angewiesen. Japan und Deutschland können ihre Devisenreserven abbauen — wie sie dies auch schon in beträchtlichem Umfange getan haben. Alle drei könnten ihre Defizite durch die Ausgabe von auf ihre eigene Währung lautenden Schuldtiteln finanzieren, und zwar in direkten Abschlüssen mit den hohe Überschüsse aufweisenden OPEC-Staaten. In beiden Fällen würde die Finanzierung keine Einschaltung der Banken erfordern und deshalb nicht zu einer zusätzlichen Ausweitung der Bankbilanzen führen, womit mehr Spielraum für die Rückschleusung des OPEC-Überschusses in andere Defizitländer bliebe.

Die internationale Währungsszene (Kapitel VII) enthält zwei weitere Elemente der Stärke, die zu den aus dem Zahlungsbilanzbild abgeleiteten hinzutreten oder mit ihnen verbunden sind.

Zum einen sind nämlich die Währungsreserven, ganz abgesehen von jenen Fällen, in denen aufgrund früherer Überschüsse beträchtliche Devisenreserven angehäuft werden konnten, im allgemeinen höher als vor sechs Jahren, insbesondere wenn man die Goldbestände zu marktnahen Preisen bewertet. Wenn auch ange-

sichts des umfangreichen OPEC-Überschusses das Argument kaum stichhaltig sein dürfte, daß eine internationale Liquiditätsschwemme herrscht, so besteht doch eindeutig ein gewisser Spielraum für den Einsatz von Währungsreserven zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten. Zugleich befindet sich auch der IWF in einer viel besseren Liquiditätsverfassung und wird dies in noch stärkerem Maße sein, wenn erst einmal die siebte allgemeine Quotenerhöhung in Kraft tritt.

Das zweite zusätzliche Element der Stärke liegt in den veränderten Einstellungen der meisten Industrieländer gegenüber Wechselkursschwankungen. Die westlichen Industrieländer begegneten der Ölkrise von 1974 in der neu erworbenen Überzeugung, wonach sich flexible Wechselkurse für die siebziger Jahre besser eignen als das System fester, aber adjustierbarer Wechselkurse von Bretton Woods. Wir wissen nunmehr, daß dieser Sinneswandel in seiner Übertreibung viel Schaden anrichtete. Zwar wäre es äußerst schwierig gewesen, über den ersten Ölchock schlecht und recht mit jener Art von starren Wechselkursverhältnissen hinwegzukommen, in die das Bretton-Woods-System mündete. Aber es trifft auch zu, daß die vielerorts neuen Einstellungen der Behörden gegenüber der Wechselkursentwicklung zum Teil für das Entstehen von „Teufelskreisen“ in Europa wie auch die wiederholten Dollarkrisen weniger weit zurückliegender Jahre verantwortlich waren. Diese Auffassung ist nun revidiert worden. Es besteht eine formale Verpflichtung zur Sicherung stabiler Wechselkurse innerhalb des EWS. Wenn eine solche auch außerhalb des EWS nicht eingegangen worden ist, zeigen doch die ausdrücklich unter Zahlungsbilanzermäßigungen getroffenen geldpolitischen Maßnahmen sowie die umfangreichen offiziellen Interventionen eindeutig, daß sich die Behörden *tatsächlich* um den Wechselkurs kümmern.

Schließlich wäre es auch falsch, anzunehmen, es habe bisher überhaupt keine reale Anpassung an die Energieverteuerung von 1973/74 gegeben (Kapitel III). Tatsächlich reichten von 1973 bis 1978 die Einsparungen beim gesamten Energieverbrauch, bezogen auf das Bruttosozialprodukt, von 2% in Italien über 5–8% in Kanada, den USA und Deutschland bis hin zu 9–12% in Großbritannien, Frankreich und Japan. Gleichzeitig fielen die Einsparungen an Öl überall sogar noch stärker ins Gewicht, nur nicht in den USA, wo sie geringfügig waren.

Fassen wir zusammen: Eine schwächere „hausgemachte“ Inflation in den meisten Ländern, ein ausgewogeneres Zahlungsbilanzgefüge, Erfolge beim Energie- und Ölsparen und vor allem eine vielfach eingegangene Verpflichtung zur Bekämpfung der Inflation und Förderung stabilerer Wechselkurse heben die Lage der westlichen Industriestaaten 1980 positiv von 1974 ab.

Problembereiche

Allerdings erscheinen nicht alle Unterschiede in einem günstigen Licht. Es gibt zahlreiche Anlässe zur Besorgnis, von denen drei hervorgehoben werden sollten.

Der erste betrifft die oben bereits erwähnte besondere Lage der USA hinsichtlich der Inflationsursachen. Es dürfte kaum strittig sein, daß die seit mehr als drei

Jahren anhaltende Beschleunigung des Preisauftriebs in den USA zu einem sehr großen Teil auf „hausgemachte“ Inflationsursachen zurückgeht. Diese Tatsache wie auch die Dauer des Prozesses einer sich verschlechternden Preisentwicklung und die im historischen Vergleich sehr hohe gegenwärtige Teuerungsrate bedeuten, daß anti-inflationäre wirtschaftspolitische Strategien in den USA entschlossener und länger verfolgt werden müssen als in einigen anderen Industrieländern. Und dies ist nur unter schmerzlichen Anpassungen sowohl der USA als auch der übrigen Welt möglich.

Ein zweiter Grund zur Besorgnis ist gerade, daß die positiven Merkmale der gegenwärtigen Situation zusammentreffen — genauer gesagt, daß man sich gleichzeitig vorrangig zur Inflationsbekämpfung insbesondere durch den Einsatz einer restriktiven Geldpolitik und zur Sicherung relativ stabiler Wechselkurse verpflichtet hat.

Technischer ausgedrückt dürfte die reichlich verspätete Hinnahme stärkerer Zinsausschläge — auf einem im historischen Vergleich hohen Zinsniveau — es eine Zeitlang erschweren, die auf stabilere Wechselkurse gerichteten wirtschaftspolitischen Ansätze international aufeinander abzustimmen. Unter den gegenwärtigen turbulenten monetären Verhältnissen ist es keineswegs sicher, wie die Märkte veränderte Zinsen und Zinsdifferenzen aufnehmen werden, und es könnten Umstände auftreten, unter denen es sogar mit sehr umfangreichen offiziellen Interventionen nicht möglich wäre, plötzliche beträchtliche Wechselkursschwankungen zu verhindern. Dies hat sich in der Tat bereits im Frühjahr 1980 gezeigt.

Grundsätzlich sollte man allerdings bedenken, daß die Umkehr zu einer Doktrin stabilerer Wechselkurse auf die allgemein enttäuschenden Erfahrungen mit inflationstreibenden übermäßigen Abwertungen zurückgeht, *nicht* aber auf irgendwelche Enttäuschungen mit „geordneten“ und „maßvollen“ Aufwertungen. Diese recht einseitigen Erfahrungen liefern neben dem allgemeinen Einsatz einer restriktiven Geldpolitik und hoher Nominalzinsen möglicherweise die Zutaten für einen Aufwertungswettlauf, der in einen tiefen weltwirtschaftlichen Abschwung münden könnte. Provokatorisch ausgedrückt kann man sagen, daß in der Vergangenheit „Tugendkreise“ Hand in Hand mit „Teufelskreisen“ gingen. Infolgedessen brachen Länder, die sich frühzeitig anpaßten, nicht die weltwirtschaftlichen Antriebskräfte. Wenn dann in einem späteren Stadium die in einem „Teufelskreis“ gefangenen Länder sich zu einer restriktiven Politik genötigt sahen, waren die „Frühanpasser“ bereit, eine gute Dosis höherer Inlandsnachfrage zu sich zu nehmen. Hätten Deutschland und Japan es sich leisten können, so schnell wie in letzter Zeit zu wachsen, wenn ihnen nicht zuallererst die Drosselung ihrer Inflation gelungen wäre — und zwar zumindest teilweise dank der Aufwertung ihrer Währungen?

Ein dritter Anlaß zur Beunruhigung ist die Binsenwahrheit, daß seit 1974 sechs Jahre verstrichen sind, sechs Jahre, die sich von denen vor dem ersten Ölshock sehr stark unterscheiden.

In dieser Zeit war das binnenwirtschaftliche Wachstum in allen Industrieländern außer den USA im Durchschnitt wesentlich niedriger als zuvor; der frühere Aufwärtstrend bei den produktiven Investitionen war gebrochen; der Produktivi-

tätswachstum ging insbesondere in den USA beunruhigend stark zurück; die Arbeitslosigkeit blieb vielerorts hoch; und nicht zuletzt sind die Defizite der öffentlichen Haushalte heute viel höher als 1974, was den Spielraum für eine expansive Finanzpolitik wesentlich einengt, sofern sich die Regierungen entscheiden sollten, im Falle einer tiefen Rezession auf eine solche Politik zurückzugreifen.

Ein beherrschender Faktor der weltwirtschaftlichen Entwicklung waren das drastische Wachstum des internationalen Bankgeschäfts und der entscheidende Beitrag des privaten Banksystems zum „Recycling“ des OPEC-Überschusses 1975/76 sowie im gesamten Zeitraum zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten. Infolgedessen hat sich der Anteil des Auslandsgeschäfts an der Bilanzsumme der Banken stark vergrößert; diese sind damit aber auch in stärkerem Maße Länderrisiken sowohl in weltweitem Maßstab als auch hinsichtlich bestimmter Hauptdefizitländer ausgesetzt. Unter diesen sind die großen Entwicklungsländer mit mittlerem Pro-Kopf-Einkommen am wichtigsten, deren Verschuldung beträchtlich zugenommen hat. In welchem Umfang werden die Banken gewillt sein, ihre internationalen Geschäfte weiter auszuweiten und einen beträchtlichen Teil der Last des „Recycling“ des neuen OPEC-Überschusses speziell nach 1980, wenn sich ein solcher Bedarf höchstwahrscheinlich einstellen wird, zu übernehmen? Inwieweit sollten sie hierzu ermutigt werden?

II. INFLATION UND ARBEITSLOSIGKEIT

Während der vergangenen 18 Monate hat sich die Inflation zum zweiten Mal innerhalb eines Jahrzehnts weltweit erheblich verstärkt. Diesmal waren ähnlich wie 1973/74 die negativen Einflüsse teilweise, mancherorts sogar hauptsächlich außenwirtschaftlich bedingt und spiegelten den starken Preisauftrieb bei Rohstoffen, insbesondere beim Erdöl, wider. Und auch diesmal ging der Inflationsschub eng mit einer weltweit kräftigeren Nachfrage einher, wenn auch bei einer zumeist weiterhin hohen Arbeitslosigkeit. Ähnlich wie 1972/73 war zudem das kräftige Wachstum der Weltwirtschaft — kräftig jedenfalls gemessen an dem, was die Weltmärkte für Öl und sonstige Rohstoffe bei stabilen Preisen verkraften würden — teilweise eine unerwünschte Folge vorheriger Bemühungen der Industrieländer, das wirtschaftliche Wachstum zu koordinieren, die Struktur des Handels- und Zahlungsverkehrs zu verbessern und stabilere Wechselkurse herzustellen. 1972/73 beruhte die Fehlentwicklung teilweise darauf, daß die Multiplikatorwirkung synchron verlaufender Expansionsmaßnahmen unterschätzt wurde. 1978/79 wäre das Resultat willkommener gewesen, wenn sich die Konjunktur in den USA wie erwartet abgekühlt hätte, als der Aufschwung in Europa und Japan an Stärke gewann.

Wenn auch dieses neue Inflationsgeschehen jenem der Jahre 1972–74 ähnelt, so sind gleichwohl zwei wesentliche ineinander verzahnte Unterschiede festzustellen.

Erstens blieb im Vergleich zu der früheren Periode das Wachstum der Geldmenge und der realen Lohneinkommen bisher relativ maßvoll. Wenn dieser Unterschied auch teilweise durch den höheren Produktivitätszuwachs in den frühen siebziger Jahren erklärt werden kann, so dürften gleichwohl diesmal die Aussichten günstiger sein, angesichts der erneuten außenwirtschaftlichen Störungen die notwendige Anpassung bei den Realeinkommen vorzunehmen.

Zweitens traten mit den wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Ereignisse von 1978–80 einige auffallend neue Einstellungen zutage. In den meisten großen Ländern weist die Wirtschaftspolitik, freilich mit unterschiedlicher Gewichtung, die folgenden Schwerpunkte auf: hohe Priorität der Inflationsbekämpfung, wobei die Bemühungen vor allem darauf gerichtet sind, die Sekundärwirkungen der starken importierten Kostensteigerungen abzufangen; Hinnahme des hiermit verbundenen Risikos einer Verlangsamung oder eines Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit; stärkere Betonung mittelfristiger struktureller Maßnahmen zur Verringerung der Arbeitslosigkeit über Anreize für Investitionen, höhere Produktivität und Arbeitsmobilität; gesamtwirtschaftliche Strategien mit einem kombinierten Einsatz von mehr haushaltspolitischer Disziplin und mancherorts einkommenspolitischen Maßnahmen, wobei jedoch der Geldpolitik die stärkste restriktive Funktion zugewiesen ist; und im Rahmen dieser Geldpolitik eine größere Bereitschaft, hohe Zinsen hinzunehmen; dabei haben sich eine Reihe von Ländern Geldmengenziele gesetzt, teilweise um die Inflationserwartungen zu brechen.

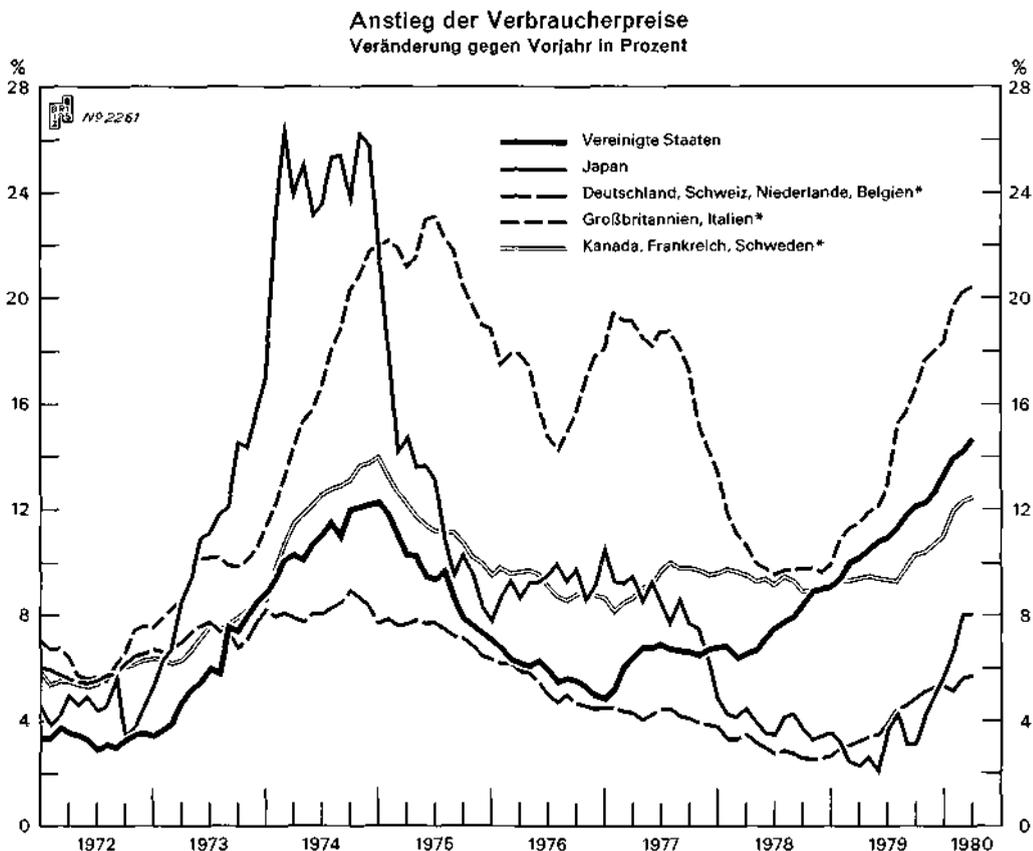
Im Frühjahr 1980 waren erste Erfolge dieser Programme erkennbar, wenn sich auch der inländische Preisauftrieb noch nicht abgeschwächt hatte. Die weitere deutliche Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik im März trug im Verein mit wachsenden Anzeichen einer Rezession in den USA zu einem Preisrückgang bei zahlreichen international gehandelten Rohstoffen bei.

Dieses Kapitel schildert das Wiederaufleben der Inflation in den großen Industrieländern und versucht, diesen Vorgang in den Gesamtzusammenhang der siebziger Jahre zu rücken. Außerdem wird zusammenfassend über Änderungen der wirtschaftspolitischen Einstellungen und Strategien berichtet.

Weltweit beschleunigte Inflation

Nachdem sich der Verbraucherpreisanstieg 1978 in allen Industrieländern außer den USA noch weiter verlangsamt hatte, beschleunigte er sich im vergangenen Jahr überall sehr rasch. Bis März 1980 hatte die Teuerung in der Zehnergruppe und der Schweiz im gewogenen Durchschnitt 12,5% erreicht, gegenüber 7% Ende 1978.

Der stärkere Preisauftrieb setzte zuerst in den USA ein (s. nachstehende Graphik). Das Anziehen der Verbraucherpreise Anfang 1977 war vornehmlich auf



* Gewogenes Mittel, wobei die Gewichte den Anteilen am Bruttosozialprodukt von 1975 entsprechen.

Preisbewegungen bei den Nahrungsmitteln zurückzuführen, ohne die das Inflations-tempo im Jahre 1977 etwa dem von 1976 entsprochen hätte. 1978 jedoch, als der Konjunkturaufschwung in den USA bereits das vierte Jahr anhielt, erfaßte der Inflationsauftrieb auch die Lohnstückkosten und gewann an Breite. 1979 erhöhte sich das Verbraucherpreisniveau in den USA im Jahresverlauf um über 13% oder um mehr als 11%, klammert man die Kosten für den Eigenheimerwerb und dessen Finanzierung aus, die im US-Index in unüblicher Weise erfaßt sind. Anfang 1980 kletterte die Inflationsrate noch beträchtlich höher. Die allmähliche Beseitigung der Preiskontrollen für im Inland gefördertes Öl ab Juni 1979 beeinflusste im letzten Jahr die Verbraucherpreise nur wenig, jedoch erwartet man, daß sie 1980 und 1981 jeweils 1 Prozentpunkt zu deren Anstieg beitragen wird.

Außerhalb der USA beschleunigte sich der Anstieg der Verbraucherpreise um die Jahreswende 1978/79 stark. In Großbritannien verdoppelte sich die Teuerungsrate im Verlauf des Jahres 1979 nach dem Scheitern der Einkommenspolitik der Labour-Regierung im Winter 1978/79 und dem Beschluß der neuen konservativen Regierung, die Mehrwertsteuer auf einheitlich 15% heraufzusetzen, eine Erhöhung, die um die Jahresmitte allein 3 oder 4 Prozentpunkte zum Anstieg des Verbraucherpreisindex beitrug. In Italien sahen sich die Verbraucher im letzten Jahr fast einer Verdoppelung der jährlichen Teuerungsrate auf über 20% bis Anfang 1980 gegenüber. Geringer war die Beschleunigung des Verbraucherpreisanstiegs in Frankreich, Kanada und Schweden, doch auch in diesen drei Ländern erreichte die Inflation zweistellige Raten oder kam nahe an sie heran. In den europäischen Volkswirtschaften mit traditionell niedriger Inflation und in Japan erhöhte sich die jährliche Teue-

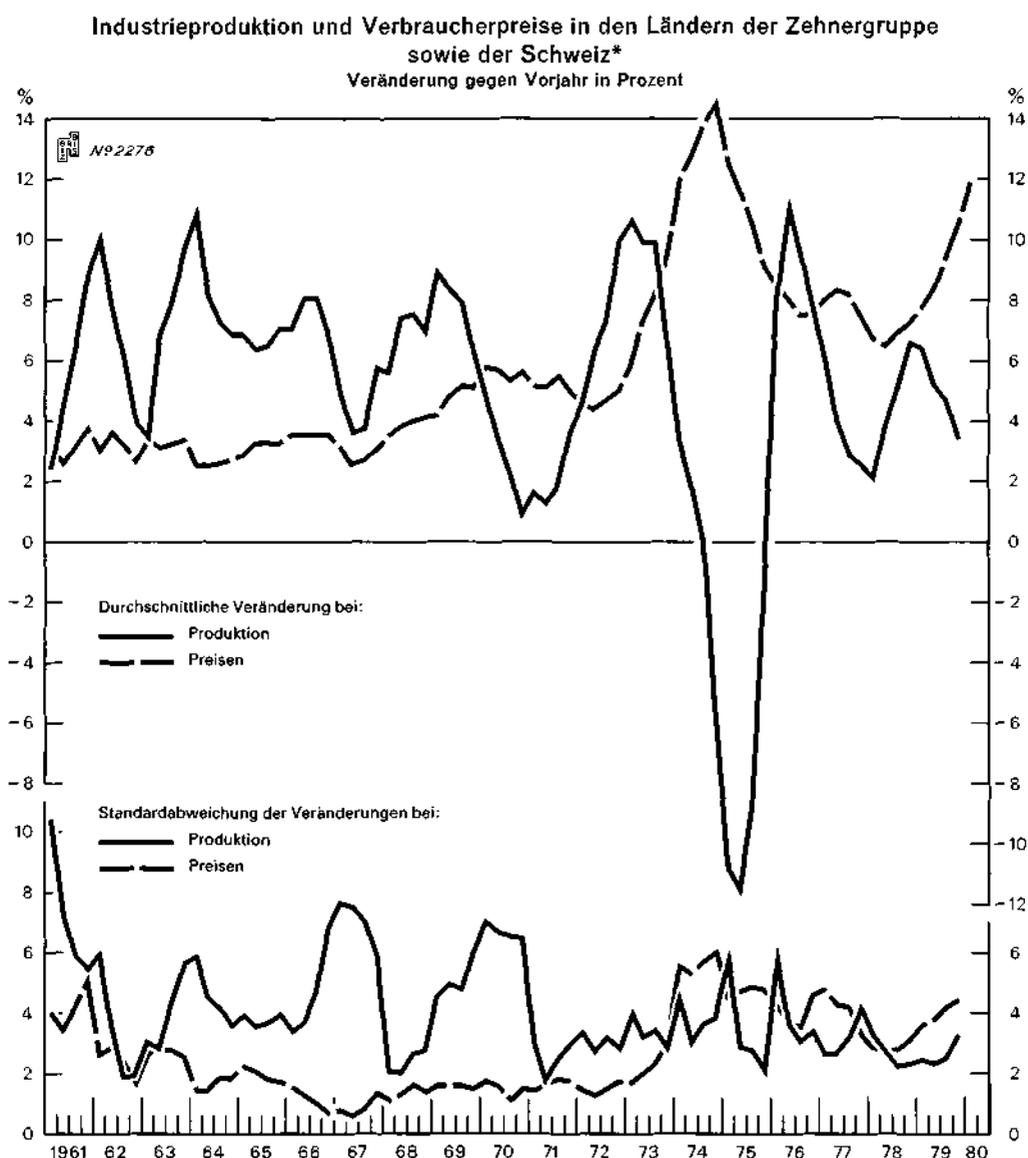
Großhandels- und Verbraucherpreise

| | Großhandelspreise ¹ | | | | | Verbraucherpreise | | | | |
|----------------------------|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| | Veränderung gegen Vorjahr | | | | | | | | | |
| | 1976 Dez. | 1977 Dez. | 1978 Dez. | 1979 Dez. | 1980 März | 1976 Dez. | 1977 Dez. | 1978 Dez. | 1979 Dez. | 1980 März |
| | Prozent | | | | | | | | | |
| USA | 3,3 | 3,7 | 17,2 | 17,3 | 6,1 ² | 4,8 | 6,8 | 9,0 | 13,3 | 14,7 |
| Großbritannien | 27,2 | 1,6 | 5,2 | 26,4 | 25,7 ² | 15,1 | 12,1 | 8,4 | 17,2 | 21,8 ² |
| Italien | 31,4 | 9,5 | 9,3 | 21,1 | 22,4 | 21,8 | 14,9 | 11,9 | 19,8 | 21,2 ² |
| Kanada | 5,1 | 8,2 | 11,3 | 15,4 | 13,4 | 5,8 | 9,5 | 8,4 | 9,8 | 9,2 ² |
| Frankreich | 20,3 | 0,5 | 7,2 | 10,8 | 7,7 | 9,9 | 9,0 | 9,7 | 11,8 | 13,7 |
| Schweden | 9,4 | 10,7 | 6,4 | 15,9 | 17,4 | 9,6 | 12,7 | 7,4 | 9,8 | 13,5 |
| Japan | 5,3 | -10,4 | -9,1 | 60,5 | 73,7 | 10,4 | 4,8 | 3,5 | 5,8 | 8,0 |
| Deutschland (BR) | 4,9 | - 1,9 | 0,7 | 14,5 | 17,2 ² | 3,7 | 3,5 | 2,5 | 5,4 | 5,8 ² |
| Schweiz | 1,2 | - 2,8 | -3,9 | 6,1 | 6,1 ² | 1,3 | 1,1 | 0,7 | 5,1 | 4,1 ² |
| Belgien | 5,5 | - 2,7 | 4,1 | 8,1 | 8,8 | 7,6 | 6,3 | 3,9 | 5,1 | 6,4 ² |
| Niederlande | 3,8 | 2,5 | -6,0 | 22,8 | . | 8,5 | 5,2 | 3,9 | 4,8 | 6,4 ² |
| Österreich | 6,8 | 1,3 | 1,8 | 5,3 | 8,4 ² | 7,2 | 4,2 | 3,7 | 4,7 | 5,9 ² |
| Dänemark | 11,5 | 5,9 | -5,3 | 54,6 | 69,2 | 13,1 | 12,2 | 7,2 | 11,8 | 13,9 |
| Finnland | 14,1 | - 3,4 | 2,3 | 11,9 | 14,1 ² | 12,3 | 11,9 | 6,4 | 8,6 | 10,7 ² |
| Norwegen | 8,0 | - 5,1 | 0,0 | 13,5 | 12,0 | 8,0 | 9,1 | 8,1 | 4,7 | 9,0 ² |
| Irland | 21,7 | 10,6 | 10,4 | 10,6 | . | 20,6 ⁴ | 10,8 ⁴ | 7,9 ⁴ | 16,0 ⁴ | 15,5 ⁴ |
| Spanien | 21,7 | 20,8 | 5,3 | . | . | 19,8 | 26,4 | 16,4 | 15,5 | 18,3 |

¹ Einstandspreise des verarbeitenden Gewerbes, wo diese Daten verfügbar sind. ² April. ³ Februar. ⁴ Quartalsmitte.

rungsrate auf der Verbraucherstufe auf über 5%, wenn auch der Preisanstieg in der Schweiz Anfang 1980 unter diese Rate sank.

Dem allgemein schnelleren Anstieg der Verbraucherpreise gingen in der Regel starke Preiserhöhungen auf der Großhandelsstufe voraus, die mit Ausnahme der Länder, deren Währungen von einem höheren Außenwert profitierten, bereits Anfang 1978 einsetzten. Als Frühindikator deutete das Verhalten der Großhandelspreise während der ersten Monate des Jahres 1980 darauf hin, daß der Verbraucherpreisauftrieb vielerorts seinen Höhepunkt noch nicht erreicht hatte.



* Durchschnitte und Standardabweichungen sind mit den Anteilen am Bruttosozialprodukt von 1975 gewichtet.

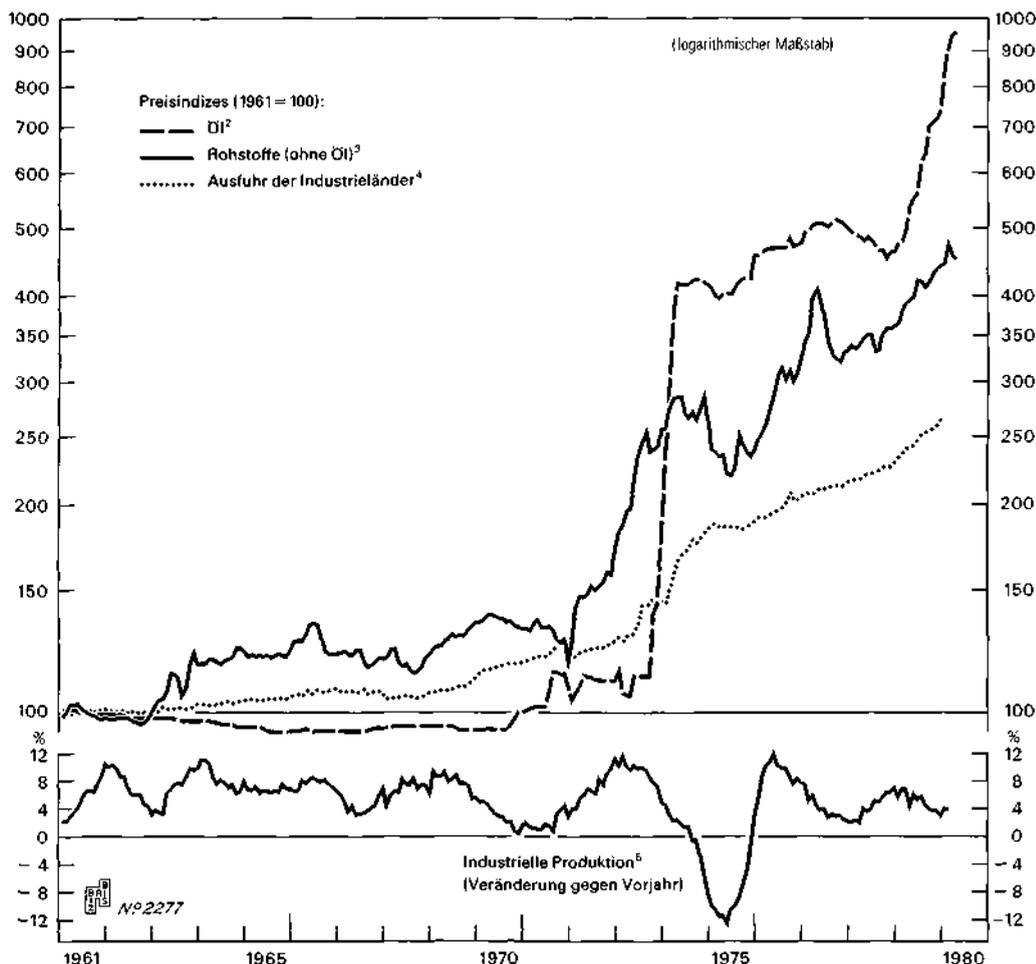
Die Graphik auf S. 13 zeigt die Inflationsentwicklung im langfristigen Zeitvergleich. Am vielleicht auffälligsten ist der Kontrast im unteren Teil der Graphik. Einerseits hat sich die Streuung der Inflationsraten der Industrieländer, gemessen an deren Standardabweichung, seit der Freigabe der Wechselkurse in den frühen siebziger Jahren erheblich vergrößert. Dieses stärkere Inflationsgefälle kann im wesentlichen dem Umstand zugeschrieben werden, daß die einzelnen Länder in dem Inflationsklima der siebziger Jahre unterschiedliche wirtschaftspolitische Strategien verfolgten; flexible Wechselkurse könnten in dieser Situation mehr oder weniger unvermeidlich geworden sein. Andererseits haben sich die Wachstumsraten der industriellen Produktion seit dem Ende des Festkurssystems offenbar einander angenähert. Diese Entwicklung hat wohl kaum in einem Zusammenhang mit dem Floaten der Wechselkurse gestanden. Sie ist den konzertierten Anstrengungen der Länder zuzuschreiben, die Konjunktur nach der umfassenden Neuordnung der Wechselkurse vom Dezember 1971 wiederanzukurbeln, und danach den weltweiten rezessiven Einflüssen im Gefolge der Verteuerung bei Erdöl und Rohstoffen 1973/74. Ein nachfolgender Aufschwung, der 1978/79 eine Vielzahl von Ländern erfaßte, trug zu einem erneuten Ölchock und Preisboom bei Rohstoffen bei, was wiederum eine Anpassung der Wirtschaftspolitik nach sich zog und damit eine allgemeine konjunkturelle Abschwächung wahrscheinlich macht.

Internationale Inflationsursachen

Die Öffentlichkeit brachte den Preisauftrieb im letzten Jahr vornehmlich mit der Ölpreisentwicklung in Verbindung. Stark anziehende Preise bei anderen Rohstoffen waren indessen ein weiterer wichtiger Grund für den von den Weltmärkten ausgehenden Preisschub. Die enorme Ölverteuerung kann großenteils der aggressiveren Preispolitik der OPEC-Produzenten und dem Angebotsausfall infolge der Irankrise zugeschrieben werden. Aber ähnlich wie 1972/73 hat das anhaltende Nachfragewachstum in den Industriestaaten die Ölpreisanpassungen ebenso erleichtert, wie es zum Preisschub bei anderen international gehandelten Rohstoffen beitrug.

Die gegenüberstehende Graphik verdeutlicht die Zusammenhänge zwischen bestimmten internationalen Preisindikatoren und der weltweiten Nachfrage, gemessen am Index der industriellen Erzeugung in der Zehnergruppe und der Schweiz. Nach einer Flauteperiode im Jahre 1977 ging mit dem kräftigen Wachstum der Gesamtnachfrage in Europa und Japan, das zu der anhaltenden Expansion in den USA und Kanada hinzutrat, ein erneuter, etwa Anfang 1978 einsetzender Preisschub bei Rohstoffen (ohne Erdöl) einher. Ende 1979 lag der Economist-Gesamtindex auf SZR-Basis um 100% über seinem in der weltweiten Rezession 1975 erreichten Tiefststand; seinen Höchststand von Mitte 1974 übertraf er um über 50% und sein Niveau von Anfang der siebziger Jahre um rund 250%. Im Vergleich hierzu hatte sich die industrielle Produktion der Zehnergruppe und der Schweiz seit dem Rezessionstief nur um 30% erhöht, um knapp 15% seit Ende 1976 (als sie den Höchststand von Mitte 1974 wieder erreichte) und um weniger als 40% seit Anfang des Jahrzehnts. Überdies ging das mäßige Wirtschaftswachstum der siebziger Jahre

Industrieproduktion und Weltmarktpreise¹

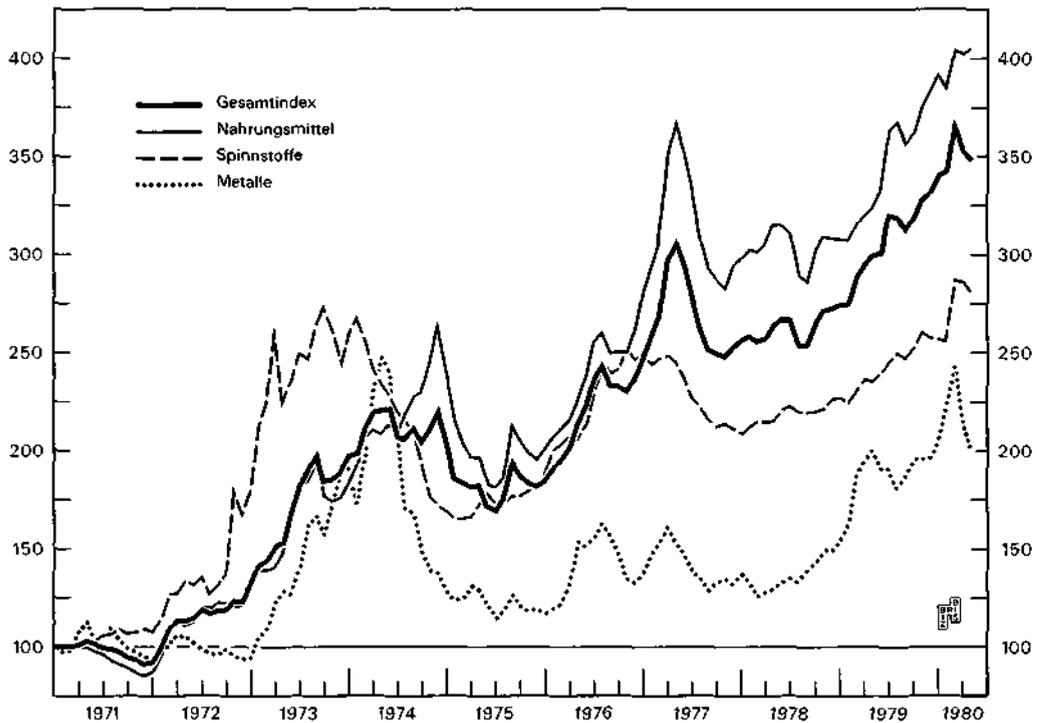


¹ Preise für 1971-80 in SZR und für 1961-70 in US-Dollar. ² HWWA-Preisindex für Erdöl und Mineralölzerzeugnisse.
³ Economist-Gesamtindex. ⁴ Index der Ausfuhrdurchschnittswerte der Industrieländer auf der Basis von Angaben des IWF. ⁵ Gewogenes arithmetisches Mittel der Veränderung der Industrieproduktion für die Zehnergruppenländer und die Schweiz. Die Gewichte basieren auf dem jeweiligen Bruttosozialprodukt von 1975.

auch, wie die Graphik erkennen läßt, mit einem raschen Anstieg der relativen Rohstoffpreise einher. Dieses Bild hebt sich stark von dem in den zwei Jahrzehnten davor ab, als die Preise für Erdöl und sonstige Rohstoffe relativ stabil blieben. Hieraus folgt, daß die Versorgung mit Rohstoffen offenbar nicht mehr mit dem trendmäßigen Wachstum der Weltnachfrage Schritt hält. Insofern dürfte die Weltwirtschaft leichter „internationale Schocks“ auslösen, wobei die Preise für Öl und sonstige Rohstoffe im Sog der wachsenden Weltnachfrage rascher steigen und damit zu einer vorsichtigeren Einstellung gegenüber einer expansiven Wirtschaftspolitik und zu größerer Aufgeschlossenheit gegenüber Energiesparmaßnahmen führen.

Der 1978 und 1979 beschleunigte Preisauftrieb bei Rohstoffen (ohne Erdöl) ließ den Economist-Indikator auf SZR-Basis für Metalle um 50%, jenen für Nahrungsmittel um 30% und den für Spinnstoffe um fast 25% steigen (s. umseitige Graphik). Wenn auch die weltweite Nachfragedynamik ein grundlegender Faktor

Weltmarktpreise:
Economist-Indikator auf SZR-Basis
Dezember 1970 = 100



Nº 2217

war, trugen doch auch Entwicklungen auf der Angebotsseite und das Entstehen neuer Nachfragequellen zu dem Preisschub bei einigen Rohstoffen bei. Eine ungünstige Witterung führte in der Sowjetunion zu erheblichen Ernteaussfällen, die zu einem Anstieg der Getreide- und Zuckerpreise beitrugen. Zu einem Teil geht die starke Erhöhung der Zuckerpreise im vergangenen Jahr zudem darauf zurück, daß Anfang März bekannt wurde, Brasilien beabsichtige, 40% der für 1979/80 zu erwartenden Ernte, das sind rund 5% der Welternte, für die Herstellung von Treibstoffen auf Spiritusbasis zu verwenden.

Im Spätsommer v.J. wurden die Rohstoffmärkte zudem von einer Spekulationswelle erfaßt, bei der die Umsätze emporschnellten. Die Preise für Gold und andere Edelmetalle schossen in die Höhe, und auch bei den anderen Rohstoffen machten sich erhebliche Preisauftriebstendenzen bemerkbar, als eine angestrenzte Suche nach attraktiven Wertaufbewahrungsmitteln einsetzte. Im Grunde war die höhere spekulative Nachfrage eine Reaktion auf die steigende Inflation, die die erwartete Realrendite der Geldvermögensforderungen verringerte und gleichzeitig eine größere Ungewißheit hinsichtlich dieser Renditen aufkommen ließ, die insbesondere durch Zweifel an der Wirtschaftspolitik und die unvorhersehbare Wechselkursentwicklung genährt wurde. Während der ersten sechs Wochen des Jahres 1980 stieg der Economist-Gesamtindex um weitere 10%, angeführt von einer Verteuerung bei Metallen um 25%. Mitte Februar schlugen jedoch die Metallpreise plötz-

lich um und gingen stark zurück, während die Preise bei Nahrungsmitteln und Spinnstoffen allmählich nachgaben. Infolgedessen lagen die Metallpreise Mitte April unter ihrem Ausgangsniveau von Anfang 1980, und der Gesamtindex war fast wieder auf seinen Stand zu Jahresbeginn zurückgefallen.

Es braucht nicht betont zu werden, daß die Verdoppelung des Ölpreises 1979 den Preisanstieg bei den sonstigen Rohstoffen in den Schatten stellte. Die Anhebung der Ölpreise am Jahresanfang wurde durch Lieferausfälle im Iran und den Wunsch der OPEC nach Anpassung ihrer seit 1974 rückläufigen Terms of trade ausgelöst. Im Jahresverlauf ermutigte dann jedoch die kräftige weltweite Nachfrage nach Öl, die auf die Konjunkturbelebung und die Lageraufstockung in den Öleinfuhrländern zurückging, die OPEC zu bedeutend höheren Preissteigerungen. Tatsächlich gelang es der OPEC, trotz massiver Preisanhebungen 1979 mehr Öl zu verkaufen als 1978. Durch ihre aggressive Preispolitik unter Ausnutzung der in den Industrieländern steigenden Nachfrage nach Öl bedrohten die OPEC-Produzenten auf Dauer die Stabilität der Weltwirtschaft. Der Ölpreisanstieg schlug in beträchtlichem Umfang unmittelbar auf die Großhandels- und Verbraucherpreise durch. Diese direkten Preiseinflüsse, die noch nicht voll wirksam geworden sind, brachten ihrerseits das Risiko höherer Nominallohnforderungen und weiterer Preisanhebungen zur Erhaltung der realen Löhne und Gewinne mit sich. Die wirtschaftspolitischen Instanzen standen daher vor der schwierigen Entscheidung, wie weit sie dem Bestreben des privaten Sektors, die durch die höheren Ölpreise erlittenen Realeinkommenseinbußen wettzumachen, entgegenkommen und wie weit sie sich ihnen widersetzen sollten. Eine nachgiebige Haltung könnte die rezessiven Tendenzen mildern, würde indessen die Gefahr einer dauerhaften Beschleunigung der Inflation heraufbeschwören. Eine weniger permissive Politik könnte die Inflation begrenzen, müßte jedoch dafür eine Konjunkturflaute in Kauf nehmen.

Absolut betrachtet war der Ölpreisanstieg des vergangenen Jahres so bedeutend wie der von 1973/74. Ein Faß Rohöl saudiarabischer Sorte, das traditionell als Bezugsbasis für das OPEC-Preisgefüge dient, kostete Anfang v. J. \$ 13,34 und eingangs 1980 \$ 26. Bezeichnenderweise war dies die Untergrenze der tatsächlichen Preisanhebungen seitens der OPEC im Jahresverlauf. In der Tat stand der maßvolleren Preispolitik Saudi-Arabiens eine aggressivere Haltung anderer OPEC-Mitglieder gegenüber, mit der Folge, daß Anfang 1980 die nordafrikanischen Förderländer und der Iran ihr Öl zu einem Preis zwischen \$ 30 und 34 je Faß verkauften. Hinzu kam, daß die Ölproduzenten während des letzten Jahres zunehmend Erdöl am Spotmarkt statt auf vertraglicher Basis verkauften und dadurch der durchschnittliche Abgabepreis stärker als die offiziellen OPEC-Preise stieg. Im zweiten Halbjahr 1979 lagen die Preise am Spotmarkt um ganze 50% über den vertraglichen Preisen Saudi-Arabiens. Überdies wurde der Druck auf den Markt dadurch aufrechterhalten, daß das Ölangebot über eine Anpassung der OPEC-Produktion knapp gehalten wurde. In den ersten Monaten des Jahres 1980 waren die Ölpreise am Spotmarkt zeitweise rückläufig. Im Mai legten die Ölminister der OPEC auf höchster Ebene eine Formel vor, wonach die Ölpreise jedes Vierteljahr um einen Betrag erhöht werden sollen, der sowohl mit den Inflations- wie auch den realen Wachstumsraten der großen Ölverbraucherländer und den Wertschwankungen eines Währungskorbs indexiert wird.

Wechselkurse, Ausfuhr- und Einfuhrpreise sowie Terms of trade

Infolge der 1979 relativ stabilen Wechselkurse übertrug sich der steile Preisanstieg bei Erdöl und anderen Rohstoffen auf die Industrieländer recht gleichmäßig. Ihr reales Austauschverhältnis hat sich zudem seit Ende 1978 verschlechtert, da sich die Rohstoffe stärker als die Fertigwaren verteuerten. Durch diese veränderte Preisstruktur wurden somit die Inflationsprobleme der Industrieländer verschärft und deren Kaufkraft auf den Weltmärkten geschmälert.

Die 1979 vergleichsweise stabilen Wechselkursverhältnisse, die in Kapitel VII beschrieben werden, hoben sich deutlich von den Erfahrungen früherer Jahre ab, als sich die einzelnen Volkswirtschaften aufgrund extremer Wechselkursschwankungen einem ganz anderen außenwirtschaftlichen Druck ausgesetzt sahen. Von den Währungen der Zehnergruppe und der Schweiz waren 1979 allein der Yen und, in geringerem Ausmaß, das britische Pfund unbeständig. Von diesen beiden Fällen abgesehen dürften veränderte Wechselkurse allein die binnenwirtschaftlichen Inflationsraten im vergangenen Jahr nur wenig beeinflusst haben. In Japan hat die gewogene Abwertung des Yen 1979 nach offiziellen Schätzungen ein Fünftel zum Anstieg von 16% der inländischen Großhandelspreise beigetragen. Demgegenüber dämpfte im letzten Jahr die Pfundaufwertung Kosten und Preise. Anfang 1980 wurden die Wechselkurse plötzlich unbeständiger, als der Dollar sich im März stark gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen aufwertete, um sich dann im April wieder deutlich abzuschwächen.

In der Veränderung der Ein- und Ausfuhrdurchschnittswerte spiegelte sich 1979 der allgemein stärkere Preisauftrieb bei Öl und anderen Rohstoffen wider. In vielen Ländern kehrte sich 1979 der rückläufige Trend bei den Ein- und Ausfuhrwerten (in Landeswährung) um. Andernorts verschärfte sich der Aufwärtstrend. Der nachstehenden Tabelle ist zu entnehmen, daß 1978 in der Zehnergruppe und der Schweiz die Einfuhrdurchschnittswerte insgesamt nur leicht stiegen, während sie 1979 um über 23% emporschnellten. Die Ausfuhrdurchschnittswerte, die 1977 und 1978 im Mittel um je 4% gestiegen waren, erhöhten sich letztes Jahr um 15%. Die relativ stabilen Wechselkurse drückten sich 1979 in einer geringeren Streuung bzw. Standardabweichung der Veränderungsdaten gegenüber dem Durchschnitt aus; bei den Einfuhren ging die Streuung, ohne Japan gerechnet, absolut zurück.

Während im letzten Jahr der allgemeine Preisauftrieb der Außenhandelsgüter die Inflationsprobleme der Industrieländer verschärfte, führte der gemessen an der Verteuerung der Fertigwaren rasche Anstieg der Rohstoffpreise für die wichtigen Industrieländer zumeist zu einer starken Verschlechterung ihrer Austauschposition. Besonders ausgeprägte Einbußen bei den Terms of trade erlitten im vergangenen Jahr die USA, Japan und Deutschland. Demgegenüber verbesserte sich das Austauschverhältnis im letzten Jahr für Kanada, das Selbstversorger bei Öl und Erdgas sowie ein bedeutender Rohstoffexporteur ist. Diese Verbesserung hat Kanada freilich nicht vor höheren Inlandspreisen für Erdöl und andere Rohstoffe bewahrt, wenn auch politische Widerstände gegen eine regionale Einkommensumverteilung verhindert haben, daß die Ölpreise im Inland auf das internationale Niveau kletterten, was die ölbezogene Komponente der Teuerung im Zaume hielt.

Veränderung der Durchschnittswerte der Ein- und Ausfuhren
in den Zehnergruppenländern und der Schweiz*

| | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 4.Quartal | 4.Quartal | 4.Quartal | 4.Quartal |
| Veränderung gegen Vorjahr in Prozent | | | | |
| Mittlere Veränderung: | | | | |
| Einfuhrdurchschnittswerte | 9,4 | 5,6 | 0,8 | 23,4 |
| Ausfuhrdurchschnittswerte | 8,9 | 4,4 | 4,0 | 15,0 |
| Mittlere Veränderung (ohne Japan): | | | | |
| Einfuhrdurchschnittswerte | 10,1 | 7,2 | 2,6 | 18,6 |
| Ausfuhrdurchschnittswerte | 9,6 | 5,3 | 5,0 | 14,3 |
| Standardabweichung: | | | | |
| Einfuhrdurchschnittswerte | 11,1 | 8,3 | 9,1 | 16,3 |
| Ausfuhrdurchschnittswerte | 9,4 | 5,6 | 5,9 | 6,1 |
| Standardabweichung (ohne Japan): | | | | |
| Einfuhrdurchschnittswerte | 11,4 | 6,7 | 7,1 | 5,3 |
| Ausfuhrdurchschnittswerte | 9,5 | 4,8 | 5,2 | 5,9 |

* Ungewogenes Mittel sowie Standardabweichung prozentualer Veränderungen der Durchschnittswerte in der jeweiligen Landeswährung.

Allgemein betrachtet gleichen die jüngsten Veränderungen bei den Terms of trade der Erfahrung, die im Gefolge des in den Jahren 1973/74 steilen Preisanstiegs bei Erdöl und sonstigen Rohstoffen gemacht wurde. Nach einer damals zunächst rapiden Verschlechterung verbesserte sich das Austauschverhältnis in den meisten Industrieländern in der zweiten Jahreshälfte 1974 sowie 1975 etwas. Bis zu einem gewissen Grad war dies freilich auf einen Anstieg der Exportpreise zurückzuführen, der nicht auf einer höheren Nachfrage nach Exportgütern der Industrieländer beruhte, sondern eher aus einem wachsenden inländischen Kostendruck resultierte. Sollten demnach die Industrieländer die inflationären Folgen des internationalen Preisschocks diesmal besser abfangen können, dann mag die Verbesserung ihrer Terms of trade geringer ausfallen als 1974/75.

Außenwirtschaftliche Störungen und binnenwirtschaftliche Anpassung bei Löhnen und Preisen

In einer stark verflochtenen Weltwirtschaft leitet sich die Inflation jedes einzelnen Landes aus einem Zusammenwirken äußerer und innerer Impulse ab. Ein Merkmal der siebziger Jahre war der starke Einfluß, den weltweite Preisschocks bei Erdöl, Nahrungsmitteln und sonstigen Rohstoffen auf den inländischen Preisauftrieb ausübten. Auch in der derzeitigen Inflationsrunde spielen die Preissteigerungen auf den Auslandsmärkten eine beherrschende Rolle. In zahlreichen Ländern, vor allem in den USA, Italien und Großbritannien, waren jedoch auch binnenwirtschaftliche Entwicklungen ein maßgeblicher Faktor.

Aufschlußreich für die Stärke des letztjährigen externen Preisschocks sind die Primärwirkungen der höheren Kosten für Energie und andere Rohstoffe auf die Verbraucherpreise. Erfasst wird hiermit auch der Einfluß der Energieträger, die sich

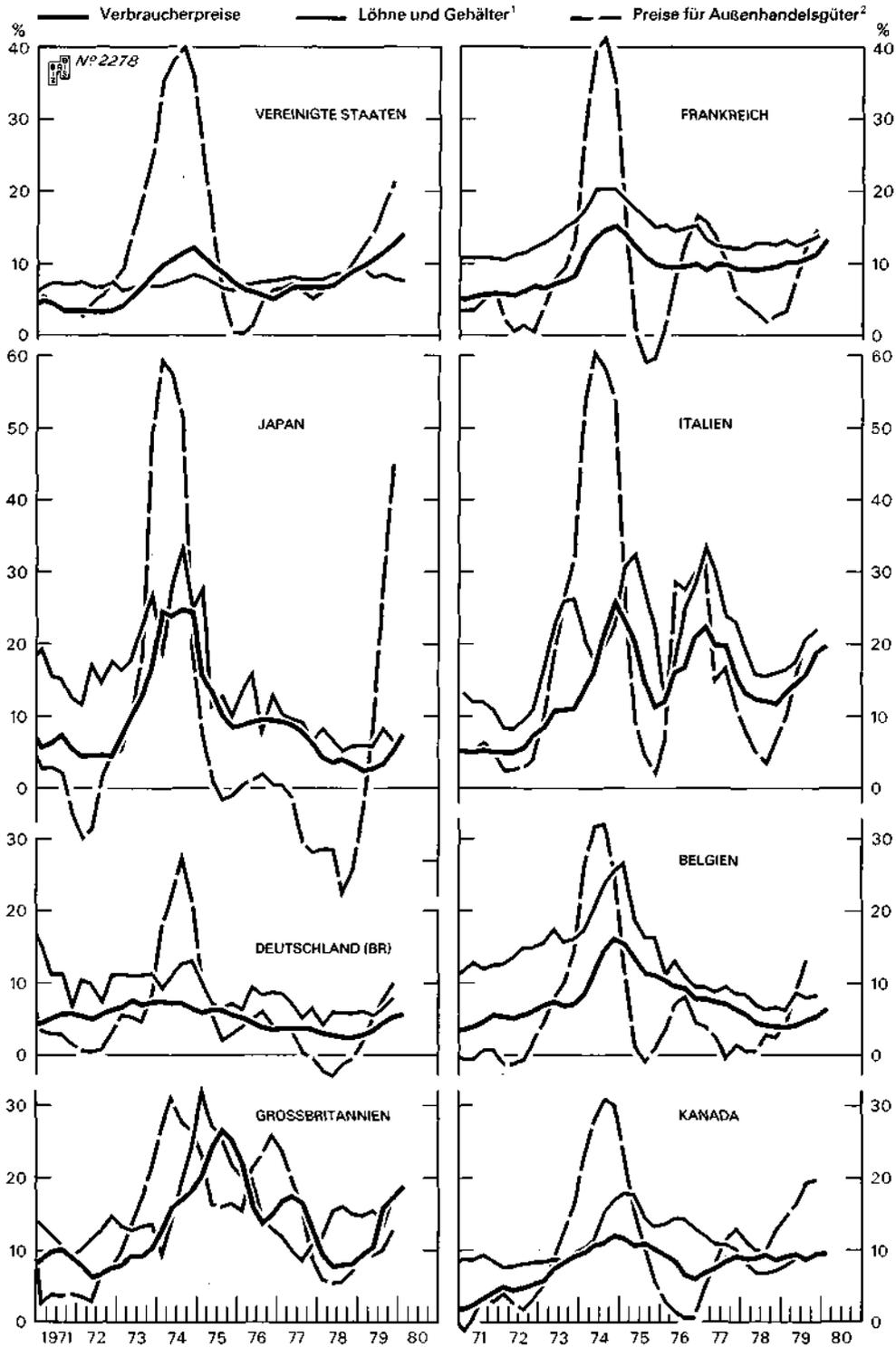
im Sog der letztjährigen OPEC-Ölpreisanhebungen verteuerten und mancherorts noch immer steigen, auf die Verbraucherpreise. Theoretisch könnte man mit Hilfe von Input-Output-Koeffizienten die Auswirkungen auf die Verbraucherpreise messen, bevor indexgebundene oder anderweitig induzierte Lohnerhöhungen über höhere Lohnstückkosten zurückwirken und die Konsumgüter weiter verteuern. In Ermangelung derartiger Input-Output-Daten kann der unmittelbare Effekt höherer Energiepreise grob geschätzt werden, indem man den Anteil der Energiekosten am Verbrauch heranzieht, der in den meisten Industrieländern 6 bis 9% beträgt. Sollte sich demnach, im Zuge der Verdoppelung der OPEC-Preise im Jahre 1979, Energie für den Verbraucher um ein Drittel oder die Hälfte verteuern, was aufgrund langfristiger Erfahrungen wohl realistisch ist, wäre der Primäreffekt auf das Verbraucherpreisniveau mit 2-4½% zu veranschlagen. Geht man zudem davon aus, daß die Rohstoffe ohne Energieträger in die Enderzeugung von Verbrauchsgütern mit einem Gewicht von 10 oder 15% eingehen, so dürfte sich die Verteuierung der Nichtenergierohstoffe in den Verbraucherpreisen 1979 mit 1 bis 3 Prozentpunkten ausgewirkt haben.

Abhängigkeit vom Außenhandel

| | Durchschnittliche Ausfuhr plus Einfuhr von Gütern und Dienstleistungen | | |
|----------------------------|---|------|------|
| | 1958 | 1968 | 1978 |
| | In Prozent des Bruttosozialprodukts | | |
| Belgien | 31 | 39 | 51 |
| Deutschland (BR) | 20 | 21 | 26 |
| Frankreich | 13 | 14 | 20 |
| Großbritannien | 20 | 21 | 29 |
| Italien | 12 | 16 | 24 |
| Japan | 11 | 10 | 10 |
| Kanada | 18 | 21 | 25 |
| Niederlande | 47 | 44 | 47 |
| Schweden | 23 | 22 | 28 |
| Schweiz | 27 | 30 | 34 |
| USA | 5 | 5 | 10 |

Hinsichtlich ihrer Input-Output-Beziehungen sind die Volkswirtschaften der Industrieländer in ziemlich gleichem Ausmaß äußeren Schocks von den Rohstoffmärkten einschließlich des Öls ausgesetzt. In den vom Außenhandel relativ stark abhängigen Volkswirtschaften können jedoch veränderte Wechselkurse die Schwankungen der inländischen Preise und Löhne verstärken. Der vorstehenden Tabelle ist zu entnehmen, daß die meisten Länder der Zehnergruppe und die Schweiz sich seit der allgemeinen Rückkehr zur Währungsconvertibilität im Jahre 1958 sehr viel stärker gegenüber dem internationalen Warenaustausch geöffnet haben. Sehr offene Volkswirtschaften wie Belgien und die Niederlande müssen ihre Wirtschaftspolitik sehr flexibel anpassen, um den außenwirtschaftlichen Druck auffangen zu können. Diese Abhängigkeit liefert eine Erklärung dafür, weshalb die kleineren, stark mit dem Ausland verflochtenen Volkswirtschaften im allgemeinen bemüht waren, den Kurs ihrer Währung eng an den ihrer großen Nachbarländer zu koppeln.

Preise für Außenhandelsgüter sowie Löhne und Verbraucherpreise
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent



¹ Effektivverdienste auf Stundenbasis; für Frankreich, Großbritannien und Italien Tariflöhne.

² Durchschnittswerte der Aus- und Einfuhren in jeweiliger Landeswährung.

1979/80 bestand ein vorrangiges Ziel der Binnenwirtschaftspolitik darin, die von der Verteuerung der Außenhandelsgüter ausgehenden inflatorischen Folgen auf Löhne und Preise in Grenzen zu halten. Wie die vorstehende Graphik zeigt, sind die Nominallöhne in den letzten Jahren in den USA und in Kanada weniger gestiegen als die Verbraucherpreise. Positiv ist diese Entwicklung insofern, als sie mit der Notwendigkeit einer Entschärfung der Inflationsspirale in Einklang steht, insbesondere in den Fällen, in denen ein Realeinkommensverlust von außen aufgezungen wurde. Negativ ist, daß die starken Einbußen bei den Reallöhnen einen — sich später entladenden — Lohnstau hervorrufen, der einen raschen Abbau der Inflation erschwert. In anderen Ländern tendierten die Löhne angesichts steigender Verbraucherpreise jedoch eher stärker nach oben. Bei diesen Anpassungen spielte oft die Lohnindexierung eine Rolle, entweder als formelle Einrichtung wie in Italien und Belgien oder häufig jetzt auch de facto.

Die Graphik zeigt auch, daß in den siebziger Jahren die Preisschwankungen bei den international gehandelten Gütern, gemessen an den Durchschnittswerten der Aus- und Einfuhren in jeweiliger Landeswährung, sehr viel stärker waren als die Lohn- und Preisbewegung. Bemerkenswert ist auch, wie sehr die Entwicklung der Verbraucherpreise jener der Preise für Außenhandelsgüter glich oder folgte. Die größte Störung rührte 1973/74 von dem ersten Ölpreisschock und dem weltweiten Preisboom bei Rohstoffen her, und ähnliche Auswirkungen sind auch ab 1978 im Ansatz eindeutig erkennbar.

Ebenfalls deutlich wird, daß es nach 1974 allgemein gelang, den Lohn- und Preisaufrtrieb allmählich zu dämpfen. In Großbritannien und Italien, weniger in Frankreich, trug freilich der Rezessionsschock von 1974/75 in der Folge zu Wechselkurskrisen bei, die diesen Stabilitätsfortschritten zunächst ein Ende setzten. Allgemein wurden relative Erfolge oder Rückschritte der einzelnen Länder bei der Inflationsbekämpfung durch die Wechselkursbewegungen verstärkt oder weitergegeben. So verzeichneten z.B. Deutschland, Japan und Belgien 1978 bedeutend niedrigere Inflationsraten als jene Länder, die einen Kurs eingeschlagen hatten, der eine Abwertung ihrer Währung nach sich zog.

Die Löhne folgten in den meisten Ländern über längere Zeiträume in etwa dem Anstieg der Verbraucherpreise. Indessen geht aus der Graphik hervor, daß die Lohnentwicklung mancherorts noch recht autonom verläuft, und die siebziger Jahre kannten weiterhin Phasen gewaltiger Lohnschübe. In Italien z.B. liefen 1972/73 die hohen Lohnsteigerungen den Preiserhöhungen voraus. In Großbritannien folgte die Preisentwicklung bis 1977/78 zumeist den Löhnen. Am augenfälligsten war dies 1973/74, wobei freilich die in der Einkommenspolitik der Regierung enthaltenen formellen Indexierungsvereinbarungen gleichzeitig dazu beitrugen, daß der Anstieg der Einzelhandelspreise sich rasch in hohen nominalen Lohnzuwachsen niederschlug.

Beunruhigend an der oben geschilderten gegenwärtigen Lage ist, daß in einigen Ländern die Arbeitnehmer versuchen könnten, die Realeinkommensverluste der vergangenen Jahre wieder aufzuholen. Der nachstehenden Tabelle ist zu entnehmen, daß sich die Reallöhne, d.h. die nominalen Arbeitsverdienste bereinigt um die Inflation, im letzten Jahr in vier Ländern der Zehnergruppe und in der Schweiz effektiv

Reale Arbeitsverdienste in der Industrie¹

| | 1965-72 jahresdurch- schnittliche Veränderung | Veränderung gegen Vorjahr | | | | | | | |
|----------------------------|--|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------------------|
| | | 1973 Dez. | 1974 Dez. | 1975 Dez. | 1976 Dez. | 1977 Dez. | 1978 Dez. | 1979 Dez. | 1980 jüngster Monat |
| | | Prozent | | | | | | | |
| USA | 1,8 | 2,0 | -3,2 | -0,8 | 2,8 | 0,7 | 0,2 | -4,6 | -5,8 ² |
| Kanada | 3,6 | 0,4 | 3,6 | 3,6 | 6,5 | 0,1 | -1,7 | -0,4 | 0,3 ³ |
| Japan | 7,3 | 9,5 | 1,2 | 0,7 | 2,4 | 2,0 | 1,6 | 0,7 | -0,6 ³ |
| Deutschland (BR) | 5,7 | 2,3 | 6,5 | 0,3 | 5,6 | 4,5 | 1,5 | 0,8 | 0,3 ³ |
| Frankreich | 4,6 | 6,8 | 4,4 | 4,7 | 4,7 | 2,8 | 2,6 | 1,8 | . |
| Großbritannien | 2,8 | 3,7 | 7,0 | -3,4 | -2,4 | -0,8 | 5,9 | 1,6 | 0,3 ² |
| Italien | 7,2 | 11,7 | -1,0 | 8,2 | 5,8 | 7,0 | 3,8 | 2,3 | 1,1 ² |
| Belgien | 5,7 | 8,2 | 8,4 | 4,7 | 1,8 | 2,3 | 2,6 | 3,0 | 1,6 ³ |
| Niederlande | 4,3 | 5,0 | 5,6 | 3,7 | -0,1 | 1,3 | 1,1 | -0,5 | -1,1 ² |
| Schweden | 4,7 | 1,0 | 1,9 | 9,0 | 1,3 | -3,4 | -1,2 | -1,3 | -3,0 ⁴ |
| Schweiz | 1,7 | -2,4 | 5,2 | 2,7 | -0,2 | 1,0 | 3,0 | -2,4 | . |
| Österreich | 4,7 | 3,9 | 5,1 | 3,4 | 0,0 | 0,2 | 1,0 | 2,3 | . |
| Dänemark | 5,0 | 10,7 | 5,6 | 3,9 | -1,5 | -1,8 | 2,7 | 1,4 | . |
| Finnland | 5,1 | 4,6 | 6,6 | -0,8 | 1,5 | -3,6 | 2,5 | 3,1 ⁵ | . |
| Norwegen | 3,7 | 3,1 | 9,1 | 5,9 | 7,9 | -0,1 | -1,2 | -3,3 | . |
| Irland | 6,3 | 7,5 | 4,7 | 10,8 | -2,7 | 3,7 | 5,2 | . | . |
| Spanien | 6,5 | 9,5 | 7,5 | 12,2 | 10,8 | 0,1 | 9,8 | 7,8 | . |

¹ Nominalverdienste bereinigt mit dem Index der Verbraucherpreise. Kursiv gesetzte Zahlen beziehen sich auf Tariflöhne. ² März. ³ Februar. ⁴ Januar. ⁵ September.

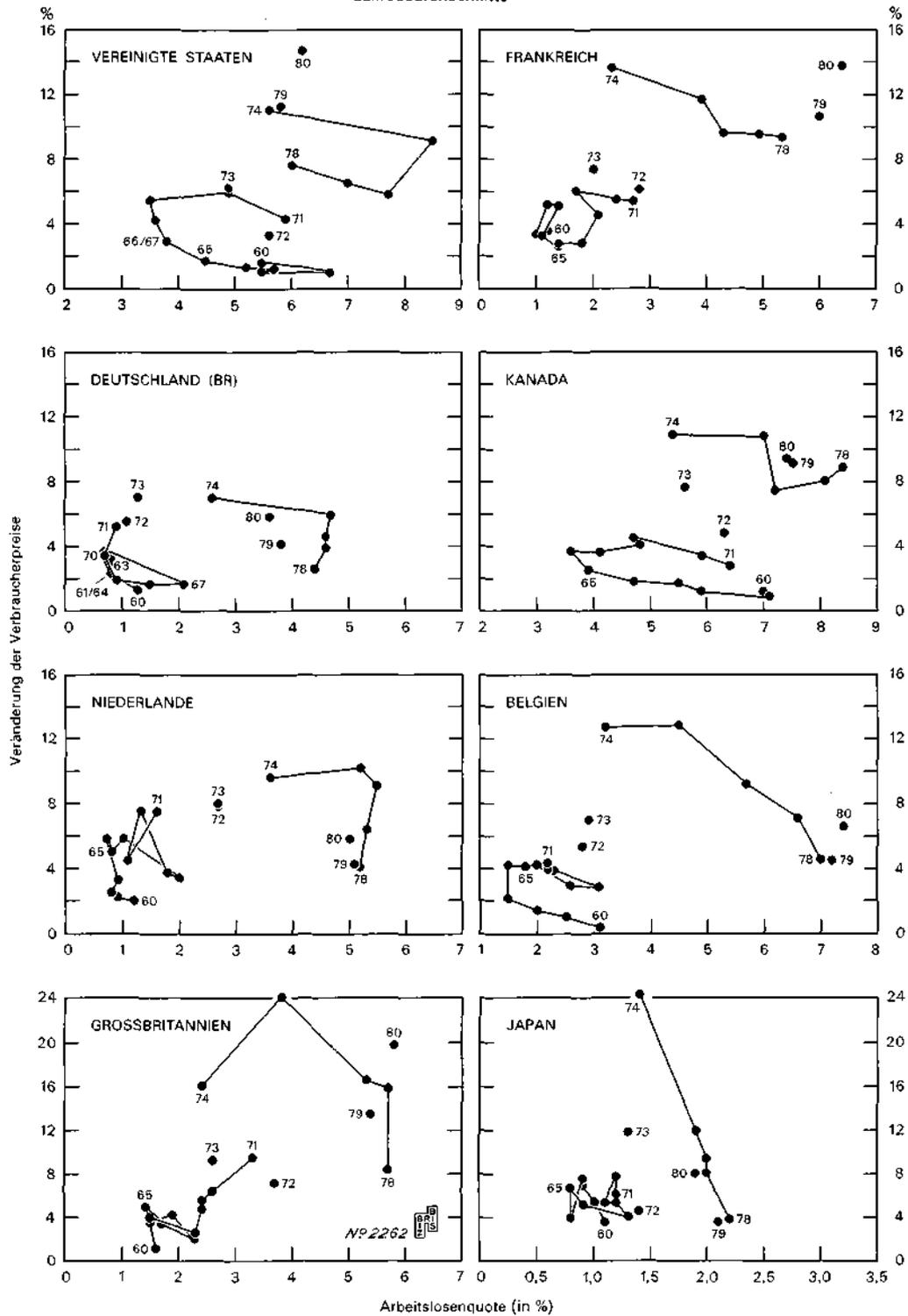
verringerten und in den anderen Industrieländern gemessen am langfristigen Trend nur relativ wenig erhöhten.

Bedenkt man die jüngsten Preissteigerungen auf der Großhandelsstufe, so ist demnächst mit einem zusätzlichen starken Aufwärtsdruck bei den Verbraucherpreisen zu rechnen. Vor diesem Hintergrund wird die Teuerung von den jeweiligen Besonderheiten der Lohn- und Preisbildung in den einzelnen Ländern beeinflusst, unter anderem auch davon, inwieweit sich die Regierungen in den Lohnfindungsprozeß einzuschalten gedenken. Viel wird jedoch letztlich auch von den grundlegenden wirtschaftspolitischen Zielen sowie der Entschlossenheit der Behörden abhängen, das Wachstum der Nachfrage zu dämpfen.

Die umseitige Graphik zeigt den Zusammenhang von Arbeitslosigkeit und Verbraucherpreisen in acht Ländern während der letzten 20 Jahre. Man kann hierin eine Verschiebung der „Phillips-Kurve“ erblicken, bei der sich die Unterbeschäftigung als Ausdruck des Verhältnisses von gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot gewöhnlich gegenläufig zum Preisaufrtrieb entwickelt.

Betrachtet man die Zeit seit der weltweiten Rezession von 1974/75, so zeigt die Graphik, daß es mehreren Ländern — Deutschland, Japan, Belgien und den Niederlanden — gelang, die Inflationsrate auf das Niveau vor dem weltweiten Konjunkturboom von 1972/73 oder sogar noch darunter zu drücken. Trotz erheblicher Unterschiede bei der Lohn- und Preisbildung ergriff jedes dieser Länder Preisdämpfungsmaßnahmen. Einige waren entschlossener als andere in ihrem Bemühen, sowohl den Prozeß als auch das Ergebnis der Lohn- und Preisanpassungen zu

Inflation und Arbeitslosigkeit
Jahresdurchschnitte*



* Die Punkte für 1980 beruhen auf den letzten verfügbaren Monatsangaben.

beeinflussen. Allen vier Ländern war ein wachsender Außenwert ihrer Währungen gemeinsam. Die der tatsächlichen Preisentwicklung vorausgehenden Wechselkursbewegungen bestätigen, daß die wirtschaftspolitischen Strategien überzeugten. Die Reaktion der Wechselkurse verstärkte somit den Druck der Antiinflationpolitik oder gab diesen über den Außenhandel weiter.

Andere Länder haben seit der letzten weltweiten Rezession weniger Erfolg bei der Senkung der Inflationsrate gehabt. In den USA war dies die Folge einer auf Expansionskurs gehenden Politik, die im Zusammenspiel mit einer Abwertung die Arbeitslosigkeit erheblich verringern half, wofür freilich ein sich erneut beschleunigender inländischer Preisauftrieb in Kauf genommen werden mußte. In ähnlicher Weise verstärkte die Abwertung des britischen Pfundes bis Ende 1976 den kräftigen Inflationsdruck in Großbritannien. Seither hat freilich die Sterlingaufwertung die inflationären Impulse gedämpft. In Kanada und Frankreich verharrte die Arbeitslosigkeit auf einem hohen Stand und mag dazu beigetragen haben, daß die Inflation nicht die Raten erreichte, die sonst zu erwarten gewesen wären.

An der Graphik fällt auf, daß sich allerorts der „trade-off“ von Inflation und Arbeitslosigkeit in den Zeiten weltwirtschaftlicher Hochkonjunktur in ungünstiger Weise verschoben hat. Dieses Phänomen konnte man Ende der sechziger Jahre und noch ausgeprägter 1972/73 beobachten. Wenn auch überall die Dynamik der Binnennachfrage während dieser Phasen zu derartigen Verlagerungen beigetragen hat, so waren diese doch hauptsächlich auf den starken Gleichlauf der Weltkonjunktur und die Impulse zurückzuführen, die davon in Zeiten der Hochkonjunktur auf die Preise für Öl und andere Rohstoffe ausgingen. Die Wirtschaftspolitik hat auf den internationalen Preisauftrieb mit einem antiinflationistischen Kurs reagiert, jedoch nicht energisch und nachhaltig genug, um ein permanentes Ansteigen der Inflationserwartungen in Zeiten konjunktureller Überhitzung zu vermeiden. In den nachfolgenden Phasen der Rezession und steigender Arbeitslosigkeit schwächte sich die Teuerung, in unterschiedlichem Ausmaß in den einzelnen Ländern, gewöhnlich ab, der neue Aufschwung setzte jedoch im allgemeinen auf einem im Vergleich zur vorherigen Expansion höheren Inflationssockel und/oder bei höherer Arbeitslosigkeit ein. Bemerkenswert ist vor allem, daß von den fünf Ländern, denen es bis 1978 gelungen war, die Inflationsrate fast auf den Stand von 1971 oder darunter zu drücken, keines die Arbeitslosenquote beträchtlich unter den Wert von 1975 senken konnte; überall war die Arbeitslosigkeit noch erheblich höher als 1971.

In einigen Ländern, so insbesondere in den USA, in Frankreich, Belgien und Großbritannien, scheint sich in jüngster Zeit der „trade-off“ zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit weiter zu verschieben. Andere Länder, darunter Deutschland und Japan, vermochten sich einer solchen Verschiebung bisher zu widersetzen.

Veränderte Strategien der Inflationsbekämpfung

Eingedenk der Erfahrungen im Anschluß an den weltweiten Inflationsstoß von 1973/74 haben die verantwortlichen Politiker diesmal im allgemeinen sehr viel mehr Nachdruck darauf gelegt, der Ausbreitung und Verstärkung der preistreibenden

den Kräfte vorzubeugen. Trotz weiterhin hoher und mancherorts steigender Arbeitslosigkeit konzentriert sich die Wirtschaftspolitik überall darauf, dem Lohn- und Preisauftrieb die Spitze zu nehmen. Angesichts eines nach wie vor hohen öffentlichen Kreditbedarfs und verbreiteter Sorge, daß dieser zu einem übermäßigen monetären Wachstum beitragen könnte, haben viele Industrieländer einen restriktiveren finanzpolitischen Kurs eingeschlagen (s. Kapitel III). Darüber hinaus haben zahlreiche Länder trotz einer gewissen Ernüchterung in bezug auf die Einkommenspolitik weiterhin versucht, die Lohn- und Preisentwicklung mit Maßnahmen, die ihrem institutionellen Rahmen angepaßt sind, direkt zu beeinflussen. Das augenfälligste Merkmal der gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Einstellungen ist indessen die allgemeine Verschärfung des geldpolitischen Kurses (s. Kapitel IV). Die Behörden scheinen entschlossen, die Inflationserwartungen zu brechen, auch auf die Gefahr hin, daß sich das Wirtschaftswachstum stark verlangsamt oder sogar rückläufig wird.

Auf kurze Sicht hat die neuerliche Zunahme des inflationären Drucks den Entscheidungsspielraum der nationalen Behörden beträchtlich eingeengt. Vor die Notwendigkeit gestellt, die Nachfrage rasch und kräftig zu zügeln, waren die Behörden bestrebt, negative Auswirkungen auf die Beschäftigung dadurch möglichst gering zu halten, daß sie auf eine radikale Änderung der Inflationserwartungen hinwirkten. Sie erläuterten nicht nur sorgfältig ihre auf eine rasche Eindämmung der Inflation gerichteten Ziele, sondern verlegten sich zunehmend auf mittelfristig angelegte Programme, die auf kontinuierliche Stabilitätsfortschritte zielen. Im Rahmen dieser Bemühungen findet die Inflationsbekämpfung von der „Angebotsseite“ aus mit strukturellen Maßnahmen statt, die die Produktion im Verhältnis zur Nachfrage ausweiten sollen. Praktisch alle Länder versuchen, den rückläufigen Produktivitätstrend insbesondere durch Förderung einer verstärkten Kapitalbildung, Arbeitsanreize, höhere Mobilität der Arbeitskräfte und bessere Ausbildungsmöglichkeiten umzukehren.

Die Wirtschaftspolitik reagierte auf den stärkeren Preisauftrieb überall bemerkenswert ähnlich. Man kann diese Reaktionen pauschal als Rückkehr zu einer konservativen Geldpolitik bezeichnen, und sie sind unter anderem Ausdruck wachsender Zweifel am Wert schrittweiser Strategien, die zwei wirtschaftspolitische Ideale gleichzeitig verfolgen: eine weiterhin hohe Produktion bei gleichzeitiger allmählicher Rückkehr zur Preisstabilität. Zu oft hat eine derartige Politik die widersinnige Erwartung noch höherer Inflationsraten geweckt, da sie Private und die Wirtschaft in der Ansicht bestärkte, die Inflation werde noch lange anhalten. Schließlich ist bemerkenswert, daß die Geld- und Finanzpolitik in den einzelnen Ländern nicht infolge einer bewußten wirtschaftspolitischen Abstimmung, sieht man einmal vom Europäischen Währungssystem ab, sondern eher aufgrund der allen gemeinsamen Inflationsbedrohung ähnlich reagierten. In dem allgemeinen Bestreben, die inflationären Folgen einer Währungsabwertung zu vermeiden, sahen sich wohl manche Länder angesichts des steilen Zinsanstiegs in den USA veranlaßt, ihr eigenes Zinsniveau rascher und stärker als beabsichtigt anzuheben. Im März 1980, als immer mehr europäische Länder zögerten, die Konjunktur weiter zu bremsen, führten neue Sparmaßnahmen und Kreditbeschränkungen in den USA dann jedoch zu einem deutlichen, freilich kurzlebigen Kursanstieg des Dollars

gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen. Das Dilemma, in dem sich diese Länder befanden, entschärfte sich dann im April, als der Dollarkurs nachgab und die Zinsen in den USA plötzlich stark zu fallen begannen.

Nachfolgend werden kurz die wirtschaftspolitischen Einstellungen und Strategien geschildert, wie sie in letzter Zeit in einer Reihe größerer Länder deutlich geworden sind.

Mitte 1978, als die Rohstoffpreise am Weltmarkt ihren steilen Anstieg begannen, hatten es die *Vereinigten Staaten* mit dem ernststen Problem einer hausgemachten Inflation zu tun. Angesichts einer seit Mitte 1975 kräftig expandierenden Wirtschaft und eines ab Anfang 1977 beschleunigten Preisauftriebs zeigten die Stabilitätsbemühungen der Regierung wenig Wirkung. Wenn die Gründe hierfür auch schwer auszumachen sind, so waren doch die sich verfestigenden Inflationserwartungen und das reichliche Kreditangebot ein bestimmender Faktor. Radikale Neuerungen bei der Finanzierung und wichtige rechtliche Änderungen seit Mitte der sechziger Jahre hatten ein hochelastisches Kreditsystem geschaffen, das praktisch nur die Zinsen im Zaume hielt. Der Realzins war jedoch niedrig.

Das gegenwärtige wirtschaftspolitische Konzept der USA nahm gegen Ende 1978 Form an. Die Auslastung der Kapazitäten wurde inzwischen als hoch angesehen, und zunehmend stand nicht mehr die Arbeitslosigkeit, sondern die Inflation im Brennpunkt der Politik. Im Oktober desselben Jahres wurden dann die Finanzpolitik restriktiver gestaltet und die Leitlinien für Preise und Löhne verschärft. Anfang November, nach einer langen steilen Talfahrt des Dollars, beschlossen die Behörden, künftig aktiv am Devisenmarkt zu intervenieren und dieser Politik durch höhere Zinsen und die Aufnahme von Devisenkrediten Nachdruck zu verleihen. Diese Maßnahmen markierten eine neue Einstellung der USA gegenüber der Kursentwicklung ihrer Währung. Im Verlauf des Jahres 1979 wurden mit zunehmender Inflation die Haushalts- wie auch die Geldpolitik allmählich restriktiver, doch erst im Frühherbst kam es zu neuen starken Zinserhöhungen. Am 6. Oktober wurde ein umfassendes Bündel restriktiver monetärer Maßnahmen eingeführt; die Geldpolitik verlagerte nunmehr ihr Gewicht von den Geldmarktzinsen auf die Steuerung der Bankenliquidität. In dieser Änderung des technischen Konzepts drückte sich eine größere Entschlossenheit aus, das Wachstum der Geldmengenaggregate auf dem Zielpfad zu halten, wobei man größere Zinsschwankungen bewußt in Kauf nahm.

Anfang 1980 ergaben sich dann neue Schwierigkeiten. Starke Preissteigerungen sowohl auf der Erzeuger- als auch der Verbraucherstufe sowie eine wachsende Skepsis gegenüber der restriktiven Orientierung der Finanzpolitik, wie sie im neuen Haushaltsentwurf zum Ausdruck kam, verstärkten die Zweifel an der entschlossenen Haltung der Behörden. In diesem Stadium wurde ein weiteres Programm zur Dämpfung der Konjunktur erforderlich, das im März in Kraft trat. Im monetären Bereich wurden umfangreiche kreditbeschränkende Maßnahmen beschlossen. Obwohl das Programm das Instrumentarium zur Steuerung der Bankenliquidität sowie die Hochzinspolitik in gezielter Weise ergänzen, nicht aber ersetzen sollte, stattete es die amerikanischen Währungsbehörden vorübergehend mit umfassenden zusätzlichen Vollmachten aus. Zusätzlich wurden Ausgabenkürzungen und eine Abgabe auf Öleinfuhren vorgeschlagen. In der Folge kletterte der Zins für Ausleihungen der

Banken an erste Adressen auf 20%, bis dann die kreditbeschränkenden Auswirkungen der neuen geldpolitischen Maßnahmen und wachsende Anzeichen für ein Abgleiten in die Rezession die monetären Rahmenbedingungen Mitte April rasch veränderten.

In *Großbritannien* bekräftigte die neue, im Mai 1979 gewählte konservative Regierung die wirtschaftspolitischen Ziele eines niedrigen Preisanstiegs und geringer Arbeitslosigkeit auf mittlere Sicht, maß jedoch in ihrer wirtschaftspolitischen Strategie dem Vertrauen auf die Marktmechanismen verstärkte Bedeutung zu. Im Haushaltsentwurf vom Juni und in nachfolgenden Verlautbarungen umriß die Regierung die Hauptelemente ihres Wirtschaftskonzepts. Einen Schwerpunkt legte sie auf eine Geldpolitik, die das Geldmengenwachstum allmählich verringern und, über eine Drosselung der nominalen Nachfrage, die Inflation schrittweise beseitigen sollte. Als zweites wurde der restriktive finanzpolitische Kurs verschärft mit dem Ziel, die Inflation sowohl über eine direkte Nachfragedämpfung als auch über einen nachlassenden Druck zur monetären Finanzierung der öffentlichen Defizite zu senken. Die Staatsausgaben sollten 1980/81 real zurückgehen, wobei die Prioritäten innerhalb des Haushaltsplans zu Lasten der staatlichen Investitionen neu gesetzt wurden. Auf mittlere Sicht wurde die Begrenzung des öffentlichen Kreditbedarfs mit der Förderung privater Investitionen und des Produktivitätsfortschritts begründet. Ein dritter wesentlicher Bestandteil der wirtschaftspolitischen Strategie der Regierung waren folgerichtig stärkere steuerliche Anreize für den Privatsektor, indem die Einkommen entlastet und statt dessen die neutralere Form einer höheren Mehrwertsteuer gewählt wurde.

Am augenfälligsten an der britischen Wirtschaftspolitik war die Abkehr von direkten Eingriffen in die Lohnverhandlungen und die Rückkehr zu autonomen Tarifverhandlungen. Statt dessen legte sich die Regierung auf einen restriktiven Kurs der Geld- und Finanzpolitik fest und bekräftigte wiederholt, daß sie zu einer Finanzierung der galoppierenden Inflation nicht bereit sei, wobei sie klarstellte, daß dies dem Privatsektor Zurückhaltung bei den Lohnforderungen abverlange, wolle man einen Anstieg der Arbeitslosigkeit vermeiden. Diese verdeckte Einkommenspolitik war Ausdruck der Laissez-faire-Philosophie der Regierung und auch eine Reaktion auf das Scheitern der offenen Einkommenspolitik früherer Regierungen. Als flankierende Maßnahme zur Antiinflationpolitik wurde eine Aufwertung des Pfund Sterling zugelassen.

Die erste Bewährungsprobe stand der britischen Wirtschaftspolitik mit dem Beginn der neuen Lohnrunde im Herbst bevor. Ein das gesamte erste Vierteljahr 1980 andauernder größerer Streik in der Stahlindustrie mündete in eine Lohnvereinbarung, die selbst zu keinem schwächeren Wachstum der Löhne führte, jedoch deutlich machte, welche beträchtlichen Einkommensverluste die Arbeitnehmer in Zukunft bei ähnlichen Lohnauseinandersetzungen zu erwarten hätten. Diese Lehre wurde noch erhärtet durch ein plötzliches Emporschnellen der Arbeitslosenquote Anfang 1980 auf den höchsten Stand seit Kriegsende und die neuen haushaltspolitischen Maßnahmen, die die Regierung Ende März verkündete. Mit dem neuen Haushalt, der auf eine weitere Dämpfung der Inflationserwartungen angelegt war, wurde ein bis 1983/84 reichender mittelfristiger Finanzplan vorgelegt, der von

einer kontinuierlichen Abschwächung des monetären Wachstums ausgeht und eine Begrenzung der öffentlichen Ausgaben vorsieht.

In *Deutschland* ist die Wirtschaftspolitik traditionell stark antiinflationär ausgerichtet; auch das vergangene Jahr bildete hier keine Ausnahme. Mit neuen, hauptsächlich geldpolitischen Maßnahmen wurde versucht, zumindest teilweise die expansiven Auswirkungen der Programme des Vorjahres zu mildern. Anfang 1979 zeitigten die 1978 beschlossenen finanzpolitischen Maßnahmen erste Erfolge bei der Verringerung der Arbeitslosigkeit, während die Leistungsbilanz gleichzeitig defizitär wurde. Hinzu kam, daß die Bundesbank in der zweiten Hälfte von 1978 direkt an den Devisenmärkten intervenierte und die Zinssätze in dem Bestreben niedrig hielt, die Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar zu bremsen. Die Folge war, daß das monetäre Wachstum seinen Zielwert 1978 erheblich überschritt und damit das Inflationspotential der Wirtschaft zunahm.

Während des Jahres 1979 ging es den deutschen Behörden zunehmend um eine Dämpfung der Binnenkonjunktur und eine Begrenzung des Abwertungsdrucks auf die D-Mark, um einer weiteren Verschärfung der Inflation vorzubeugen. Die Zinsen wurden im Verlauf des Jahres in die Höhe getrieben, und die Bundesbank orientierte sich in ihrer Geldmengenpolitik am unteren Rand der Zielmarge. Diese Zielmarge war gewählt worden, um der Bundesbank einen zinspolitischen Handlungsspielraum zur Abwehr eines von den Devisenmärkten ausgehenden Drucks und der inländischen Wirtschaft einen hinreichenden Finanzierungsspielraum zu belassen. Die deutschen Behörden messen der Höhe der Zielmarge einen Einfluß auf die Inflationserwartungen und damit auf die Lohnabschlüsse zu; inzwischen gaben die tatsächlichen Lohnabschlüsse von Anfang 1980, welche die offiziellen die Zielspanne berücksichtigenden Voraussagen übertrafen, Anlaß zu wachsender Besorgnis. Anfang d.J. war das wachsende Leistungsbilanzdefizit ebenfalls ein Grund zur Sorge. Es wurde eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, so eine weitere Anhebung der Zinsen, um eine reibungslose Finanzierung dieses Defizits zu gewährleisten; auf mittlere Sicht wird jedoch ein Abbau des Fehlbetrags angestrebt.

Wie andernorts haben sich auch in Deutschland in den letzten Jahren die Ansichten über die Aufgaben der Finanzpolitik etwas gewandelt, wobei die Finanzpolitik zunehmend mittelfristig zur Erhöhung der Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und weniger als antizyklisches Instrument eingesetzt wird. In dieser geänderten Einstellung kommt ein wachsendes Interesse an einer Stimulierung des Produktivitätswachstums zum Ausdruck und daraus folgend das Bestreben, den Umfang des öffentlichen Kreditbedarfs zu verringern, um die Last der Finanzierungskosten für private Investitionen zu erleichtern.

In *Japan* waren die wirtschaftspolitischen Einstellungen und Strategien in den letzten Jahren stark durch die Zahlungsbilanz und den Wechselkurs beeinflusst. Das Jahresende 1978 markierte daher den Beginn eines bedeutenden Kurswechsels der japanischen Wirtschaftspolitik, als der Überschuß in laufender Rechnung nach einem Rekord im dritten Quartal plötzlich zusammenschmolz und der Yen im Anschluß an die von den USA im November zur Stützung des Dollars ergriffenen Maßnahmen stetig an Wert verlor. Zuvor hatten sich die Behörden um eine Rückführung des hohen Außenhandelsüberschusses bemüht, indem sie eine erhebliche

Aufwertung des Yen zuließen und die Inlandskonjunktur ankurbelten. Mit Beginn des Jahres 1979 setzte indessen ein starker Preisauftrieb auf der Großhandelsstufe ein, so daß die Aufmerksamkeit rasch auf die Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung gelenkt wurde.

Das schnellere Inflationstempo im Jahre 1979 war zum Teil zwar auf die steigende Inlandsnachfrage, hauptsächlich jedoch auf den erheblich sinkenden Außenwert des Yen und den Preisanstieg bei Öl und Rohstoffen zurückzuführen. Als Folge erhöhten sich im Jahresverlauf die Einstandskosten des verarbeitenden Gewerbes für Rohstoffe etwa zehnmals so stark wie die Preise für Konsumgüter. Angesichts dieser Entwicklung versuchten die Behörden, durch öffentliche Appelle das Ergebnis der Lohn- und Preisentscheidungen zu beeinflussen. In Anbetracht der relativ guten Ertragslage wurden die Unternehmen aufgefordert, einen Teil des Kostenanstiegs bei Vormaterialien und Energie zu tragen. An die Arbeitnehmer wurde appelliert, sich mit gemessen am Anstieg der Verbraucherpreise bescheidenen nominalen Lohnzuwächsen zufriedenzugeben. Da ein automatischer Kaufkraftausgleich nicht in den japanischen Lohnfindungsprozeß eingebaut ist, hegte man aufgrund der Erfahrungen der vergangenen zwei Jahre gewisse Erwartungen, die Lohnrunde im Frühjahr 1980 werde die inflationären Spannungen nicht verschärfen. Tatsächlich lagen die Lohnsteigerungen 1978 und 1979 beträchtlich unter dem Anstieg der Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Sektor. Daneben verschärfte die Behörden den geldpolitischen Kurs zunehmend über höhere Zinsen und eine striktere Kontrolle der Kreditausweitung mittels Richtlinienplafonds, intervenierten stark an den Devisenmärkten zur Stützung des Yen und ergriffen Maßnahmen zur Förderung von Kapitalzuflüssen. Die zunehmende Besorgnis über die anhaltend hohen Haushaltsdefizite und die Bereitschaft, eine leichte Abschwächung des realen Wachstums hinzunehmen, schlug sich in einer beabsichtigten Drosselung des öffentlichen Ausgabenwachstums im Haushaltsentwurf 1980/81 nieder.

Im März 1980 beschlossen die japanischen Behörden ein neues Maßnahmenbündel zur Stützung des Yen. Ein fester Yen wird als entscheidend für eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung angesehen, und umgekehrt.

Die Wirtschaftspolitik in *Frankreich* trug weiterhin den Stempel des Barre-Plans, einem 1976 verabschiedeten mittelfristigen Programm, das zum Ziel hat, die Inflationsrate zu senken, die finanzielle Lage der Unternehmen zu verbessern und den staatlichen Haushalt sowie die Zahlungsbilanz wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Zunächst wurde die Preispolitik bei den öffentlichen Dienstleistungen auf eine realistischere Basis gestellt. Nach den Maßnahmen von 1978 zur Förderung des Preiswettbewerbs — damals wurde die Kontrolle industrieller Preise weitgehend aufgehoben — wurden dann im Verlauf des Jahres 1979 auch die Preise für die meisten privaten Dienstleistungen sowie die Gewinnspannen im Handel liberalisiert. Gleichzeitig wurden Anstrengungen unternommen, um die Arbeitslosigkeit unter Jugendlichen, Arbeitnehmern über 45 Jahren und dauerhaft Nichtbeschäftigten zu verringern.

Die Inflation nahm 1979 in Frankreich weniger stark zu als in den meisten anderen Ländern. Zum Teil spiegelt sich hierin eine neue Einstellung wider, die hohe Arbeitslosigkeit wohl oder übel hinzunehmen, wenn auch die Behörden im

Sommer konjunkturstützende Maßnahmen ergriffen. Nach wie vor wird jedoch ein mäßiges reales Wachstum angestrebt, und der Stabilität des Frankens wurde als Teil der allgemeinen Anstrengungen zur Verringerung der Inflation ausdrücklich Priorität eingeräumt. Die Behörden messen einem Erfolg des Europäischen Währungssystems große Bedeutung bei und waren überhaupt in den letzten Jahren bereit, beträchtliche Zinsschwankungen hinzunehmen. Die Geldpolitik orientiert sich an einer Zielvorgabe für das monetäre Wachstum, und dieses Ziel wird als vereinbar mit einem stabilen Wechselkurs angesehen. Dabei wird einer restriktiven Haushaltspolitik und der quantitativen Beschränkung der Kredite an den Privatsektor ein erhebliches Gewicht beigemessen. Besondere Anstrengungen wurden unternommen, den Export zu fördern; Exportkredite fielen prinzipiell nicht unter die Plafonds für Bankausleihungen.

Italien erzielte im letzten Jahr eine rasche reale Ausweitung seiner Wirtschaftstätigkeit, die Leistungsbilanz wies erneut einen Überschuß auf, und die Lira blieb fest. Angesichts einer im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern weiterhin hohen Teuerungsrate und beunruhigend hoher Arbeitslosigkeit war die italienische Wirtschaft indessen wenig gerüstet, einen neuen Ölpreisschock zu verkraften.

Im August 1979 stellte die neue Koalitionsregierung ein Wirtschaftsprogramm auf, dessen Betonung auf höherer Arbeitsproduktivität und Anreizen für arbeitsplatzschaffende Investitionen lag. Anfang Oktober legte sie ihren Haushaltsentwurf und wirtschaftspolitische Leitlinien für 1980 vor, die expansive finanzpolitische Maßnahmen vorsahen, um der konjunkturellen Abschwächung begegnen zu können; diese Vorschläge wurden jedoch ein halbes Jahr lang diskutiert und erheblich modifiziert, bevor das Parlament sie annahm. Hingegen war die Geldpolitik zunehmend auf einen stark restriktiven Kurs eingeschwenkt; der Diskontsatz wurde Anfang Oktober und im Dezember beträchtlich angehoben. Während der öffentliche Sektor ein bemerkenswert hohes Defizit aufweist, dessen Finanzierung allein mehr als die Hälfte der inländischen Kreditausweitung beansprucht, tragen die monetären Restriktionen bei den Ausleihungen an den privaten Sektor die Hauptlast der Inflationsbekämpfung. Diesbezüglich haben die Behörden nicht gezögert, sehr eng bemessene Kreditplafonds und hohe Zinsen durchzusetzen. Da die Arbeitsverdienste aufgrund der weitverbreiteten Lohnindexierung auf Preiserhöhungen sofort reagieren, wird stabilen Wechselkursen besondere Priorität eingeräumt.

In der *Schweiz* verfolgte die Notenbank ihr Ziel der Preisstabilisierung, indem sie von 1975 an mehrere Jahre lang das Geldmengenwachstum auf dem Zielpfad hielt. Nachdem sie in den ersten drei Jahren dem Ziel recht nahe gekommen war und die Preise in der Folge stabil blieben, wurde freilich der Schweizer Franken für ausländische Anleger äußerst attraktiv. Von Mitte 1977 bis September 1978 wertete sich der Franken spektakulär auf und verminderte damit die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Exportindustrie. Die eidgenössischen Behörden gaben deshalb im Oktober 1978 ihr Geldmengenziel zugunsten eines Wechselkursziels auf und intervenierten in den folgenden Monaten mit dem Ergebnis, daß der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark etwa 25% an Wert einbüßte. Gleichwohl betrachten die schweizerischen Behörden eine Begrenzung des monetären Wachstums als notwendig für eine stabile Preisentwicklung auf mittlere Sicht und gaben gegen

Ende 1979 nach einer Periode relativ stabiler Wechselkurse ein neues Geldmengenziel bekannt, diesmal für die Notenbankgeldmenge. Angesichts des Kursanstiegs des Dollars Anfang 1980 zeigten sich die Währungsbehörden zunehmend über den Außenwert des Schweizer Frankens besorgt und gaben bekannt, daß sie eine Abwertung des Frankens gegenüber der D-Mark unter den Kurs von etwa 0,95 Franken für 1 D-Mark zu verhindern beabsichtigten.

In *Belgien* richtet sich das Augenmerk der Behörden vornehmlich darauf, den wachsenden Fehlbetrag in der Leistungsbilanz zu begrenzen und die stark mit dem Ausland verflochtene Volkswirtschaft vor den erheblichen inflationären Auswirkungen einer Abwertung zu bewahren. Die nach wie vor zeitweise prekäre Zahlungsbilanzsituation hat mehrere Ursachen. Das relativ hohe inländische Kostenniveau hemmt die belgischen Ausfuhren, während die Einfuhren aufgrund steigender Einkommen der privaten Haushalte, einer Folge des relativ kräftigen Wachstums der Reallöhne und zunehmender staatlicher Einkommensübertragungen, in die Höhe schnellen.

Der Umfang des öffentlichen Kreditbedarfs, der seit 1975, als er bereits erheblich war, ständig stark zugenommen hat, macht den belgischen Behörden ebenfalls große Sorge. Bemühungen sind deshalb erneut im Gang, die Staatsausgaben zu kürzen; im Währungsbereich haben die Behörden wiederholt ihren Willen bekundet, den belgischen Franken mittels flexibler und starker Zinsanpassungen zu verteidigen.

In *Kanada* haben die Währungsbehörden an ihrem längerfristigen Konzept einer stetigen Verringerung des monetären Wachstums zur Eindämmung der Inflation festgehalten. Im vergangenen Jahr bemühte man sich ernsthaft, die öffentlichen Ausgaben zu kürzen, und das inländische Zinsniveau wurde in etwa an das der USA herangeführt, um die Wechselkursschwankungen zwischen dem kanadischen und dem US-Dollar in Grenzen zu halten. Da die Kapazitäten in der kanadischen Exportwirtschaft nunmehr stark ausgelastet sind, wäre eine zusätzliche Verbesserung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit auf kurze Sicht von geringem realen Nutzen; die Behörden setzten deshalb Anfang 1980 einem weiteren Abwärtsdruck auf den kanadischen Dollar starken Widerstand entgegen. Als bedeutender Rohstoffexporteur war Kanada im abgelaufenen Jahr Inflationsstößen von seiten der Exportwirtschaft wie der Einfuhren ausgesetzt. Bei einer ähnlichen Entwicklung folgte 1973/74 auf ein ausgeprägtes Wachstum der Unternehmensgewinne und der landwirtschaftlichen Einkommen zeitlich verzögert ein steiler Anstieg der Löhne, der schließlich die Einführung direkter Preis- und Lohnkontrollen zur Folge hatte. Die Beibehaltung der Preiskontrollen bei Erdöl hat diesmal den unmittelbaren, von außen kommenden Inflationsstoß gemildert.

Arbeitslosigkeit und Produktivität

Anfang v.J. waren die wirtschaftspolitischen Konzepte der meisten Industrieländer mit Ausnahme der USA auf einen Abbau der Arbeitslosigkeit gerichtet. Bis zum Jahresende hatten sich diese Länder sämtlich Strategien zugewendet, die innerhalb kurzer Zeit zu einer geringeren Auslastung des Produktionspotentials

Arbeitslosenquoten¹

| | 1957-73 | | 1976 Dezember | 1977 Dezember | 1978 Dezember | 1979 Dezember | 1980 April |
|--------------------------------|------------------------|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | höchste Jahresquote | durch- schnittliche | | | | | |
| Prozent | | | | | | | |
| USA | 6,8 | 5,0 | 7,7 | 6,2 | 5,9 | 5,9 | 7,0 |
| Kanada | 7,1 | 5,5 | 7,5 | 8,5 | 8,1 | 7,1 | 7,5 |
| Japan | 1,5 | 1,1 | 1,7 | 2,1 | 2,2 | 2,0 | 1,9 ² |
| Deutschland (BR) | 3,7 | 1,4 | 4,4 | 4,5 | 4,1 | 3,5 | 3,6 ² |
| Frankreich | 2,7 | 1,6 | 4,3 | 5,2 | 5,7 | 6,3 | 6,3 ³ |
| Großbritannien | 3,8 | 2,2 | 5,6 | 5,9 | 5,5 | 5,4 | 6,0 |
| Italien ⁴ | 8,2 | 4,0 | 6,8 | 7,1 | 7,6 | 7,7 | . |
| Belgien ⁴ | 6,3 | 3,7 | 6,5 | 7,3 | 7,5 | 7,7 | 7,3 |
| Niederlande | 2,7 | 1,5 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,0 | 5,1 |
| Schweden | 2,5 | 1,5 | 1,5 | 1,8 | 2,1 | 1,7 | 1,8 ² |
| Schweiz | 0,1 | 0,0 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,2 |

¹ Saisonbereinigte Reihen, außer für Belgien, Italien, Schweden und die Schweiz. ² März. ³ Februar. ⁴ Neue Reihe ab Dezember 1976.

führen konnten, und die konservativere wirtschaftspolitische Einstellung implizierte zumeist mittelfristig ein mäßiges Wachstum und an früheren Werten gemessen eine anhaltend hohe Unterbeschäftigung. Vor diesem Hintergrund mußten die Probleme struktureller Arbeitslosigkeit und geringer Produktivitätsfortschritte immer dringlicher in Angriff genommen werden. Maßnahmen zum Abbau struktureller Engpässe am Arbeitsmarkt können auf mittlere Sicht das reale Wirtschaftswachstum erhöhen wie auch verstetigen, ohne daß es zu neuen Inflationsschüben kommt. Produktivitätsfördernde Maßnahmen können auch den Spielraum für ein inflationsfreies Wachstum von Produktion und Einkommen vergrößern.

Die obenstehende Tabelle verdeutlicht die jüngste Entwicklung der Arbeitslosigkeit in der Zehnergruppe und der Schweiz. In vielen Ländern hat sich 1979 die Arbeitslosenquote nur geringfügig verändert, wenn sie auch in Kanada um einen ganzen Prozentpunkt und in Deutschland und Schweden um rund ½ Prozentpunkt zurückging, während sie sich in Frankreich um ½ Prozentpunkt erhöhte. Einen starken Anstieg der Arbeitslosenquote wiesen im ersten Quartal 1980 die USA, Kanada und Großbritannien auf. Gemessen an den Werten vor dem internationalen Preisschock von 1973/74 sind die Quoten gegenwärtig überall hoch; eine Beurteilung ist indessen infolge der veränderten Erwerbstätigenstruktur etwas schwieriger geworden. Trotz der relativ hohen Arbeitslosigkeit wurde mancherorts über einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften in vielen Branchen berichtet.

Ein weiteres alarmierendes Zeichen für die wirtschaftliche Entwicklung in einigen Industrieländern ist das schleppende Produktivitätswachstum der letzten Jahre. Nicht nur enttäuschte das Wachstum der Realeinkommen, sondern die unzureichenden Produktivitätsfortschritte trugen auch indirekt zur Inflation in Ländern bei, deren Wirtschaftsprogramme auf zu optimistischen Erwartungen gründeten.

Beschäftigung und Arbeitsproduktivität

| | Beschäftigung | | | | | Arbeitsproduktivität* | | | | | |
|---------------------|--|------|------|------|------|-------------------------|------|------|------|------|------|
| | 1963-73 Durchschnitt | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1963-73 Durchschnitt | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | |
| | Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent | | | | | | | | | | |
| USA | Gesamtwirtschaft | 2,1 | 3,1 | 3,4 | 4,1 | 2,2 | 1,6 | 2,5 | 1,7 | 0,1 | -0,4 |
| | Verarbeitendes Gewerbe | 1,7 | 3,7 | 3,6 | 4,0 | 2,5 | 2,8 | 4,4 | 3,1 | 0,6 | 2,4 |
| Kanada . . . | Gesamtwirtschaft | 3,1 | 2,1 | 1,8 | 3,3 | 4,0 | 2,4 | 3,3 | 0,6 | 0,1 | -1,0 |
| | Verarbeitendes Gewerbe | 2,2 | 1,0 | 0,0 | 1,6 | 3,9 | 4,2 | 4,3 | 2,7 | 5,7 | -0,4 |
| Japan . . . | Gesamtwirtschaft | 1,4 | 0,9 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 8,7 | 5,5 | 4,0 | 4,7 | 4,6 |
| | Verarbeitendes Gewerbe | 2,7 | 0,0 | -0,4 | -1,0 | 0,5 | 11,7 | 12,3 | 5,1 | 8,0 | 12,1 |
| Groß- britannien | Gesamtwirtschaft | 0,1 | -0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 2,9 | 2,6 | 2,2 | 2,6 | 1,0 |
| | Verarbeitendes Gewerbe | -0,6 | -3,1 | 0,3 | -0,5 | -1,3 | 4,2 | 4,9 | 0,6 | 1,6 | . |
| Frankreich | Gesamtwirtschaft | 0,8 | 0,5 | 1,0 | 0,0 | . | 5,5 | 4,6 | 3,2 | 3,5 | . |
| | Verarbeitendes Gewerbe | 1,0 | -1,1 | -0,8 | -2,1 | -1,4 | . | 9,2 | 5,1 | 4,6 | 6,0 |
| Deutschland (BR) | Gesamtwirtschaft | 0,0 | -1,1 | -0,2 | 0,7 | 1,3 | 4,9 | 6,2 | 2,8 | 2,7 | 3,1 |
| | Verarbeitendes Gewerbe | 0,5 | -2,4 | -0,8 | -0,6 | 0,4 | 5,8 | 8,9 | 4,5 | 3,2 | 5,0 |
| Italien . . . | Gesamtwirtschaft | -0,3 | 0,8 | 1,1 | 0,4 | 0,1 | 5,1 | 5,1 | 0,8 | 2,1 | 4,8 |
| | Verarbeitendes Gewerbe | 0,4 | -1,4 | 1,0 | -0,8 | 0,3 | 5,7 | 9,0 | -0,9 | 3,0 | 8,9 |

* Beim verarbeitenden Gewerbe bereinigt um die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden.

Wie der obenstehenden Tabelle zu entnehmen ist, lag der Produktivitätsanstieg nach einer deutlichen Erholung 1976 in der Anfangsphase des Aufschwungs in den darauffolgenden Jahren zumeist merklich unter dem Durchschnitt der Jahre 1963-73. Zwar stieg die gesamtwirtschaftliche Produktivität in Deutschland und Italien 1979 stärker als 1978, in den USA und Kanada ging sie jedoch im letzten Jahr zurück, nachdem sie 1978 praktisch stagniert hatte. Im verarbeitenden Gewerbe war das Bild freilich günstiger, mit 1979 beachtlichen Produktivitätszuwächsen in Japan, Frankreich, Deutschland und Italien. Zum Teil dürfte das Produktivitätsproblem mit einer anhaltenden Umsetzung der Erwerbstätigen vom produzierenden Gewerbe, wo die Erzeugung je Arbeitsstunde relativ hoch ist, zu den Dienstleistungen, wo sie im Durchschnitt niedriger ist, zusammenhängen. Die Gründe hierfür, insbesondere ihr Zusammenhang mit dem Investitionstrend, werden im nächsten Kapitel ausführlich erörtert.

Angesichts hoher und steigender Arbeitslosigkeit und eines schwachen Produktivitätswachstums geht es in der wirtschaftspolitischen Diskussion zunehmend um Maßnahmen, die mittelfristig auf eine Stärkung der „Angebotsseite“ der Wirtschaft zielen. Eine Reihe von Ländern haben sich der strukturellen Arbeitslosigkeit angenommen, einmal um besonders benachteiligten Gruppen das Finden eines neuen Arbeitsplatzes zu erleichtern, aber auch um Engpässen am Arbeitsmarkt vorzubeugen oder solche abzubauen.

Die Diskussion über die auf die Angebotsseite zielenden produktivitätsfördernden Maßnahmen wurde insbesondere in den USA durch Schwierigkeiten bei der statistischen Messung der Produktivitätsabschwächung kompliziert. Stark befürwortet werden nunmehr Investitionsanreize insbesondere für den Energiesektor, wo sie mehreren Zwecken dienen würden. In Großbritannien wurden Änderungen im Steuersystem vorgenommen, um die Anreize für den privaten Sektor zu erhöhen.

Zahlreiche Länder, vornehmlich Frankreich, haben Maßnahmen eingeleitet, um die Produktion schrumpfender Branchen zu rationalisieren und dem Preismechanismus bei der Steuerung von Produktionsfaktoren zunehmend Geltung zu verschaffen. Diese Änderungen könnten zu den in jüngster Zeit verbesserten Produktivitätsergebnissen des verarbeitenden Gewerbes in einigen Ländern beigetragen haben.

Mancherorts wurden die gegen die strukturelle Arbeitslosigkeit und Produktivitätsschwäche gerichteten Maßnahmen in jüngster Zeit in dem Bestreben gebremst, die Zügel der Haushaltspolitik fester anzuziehen. Wenn auch eine Einschränkung derartiger Maßnahmen auf kurze Sicht unvermeidlich ist, um den Inflationserwartungen rasch und entschlossen begegnen zu können, so muß diesen Problemen dennoch in den kommenden Jahren mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden, vor allem dann, wenn die Industrieländer, um neue Inflationsschübe zu vermeiden, nur ein langsames Wirtschaftswachstum erreichen können.

III. NACHFRAGE, PRODUKTION UND FINANZPOLITIK

Der Konjunkturverlauf zeichnete sich im vergangenen Jahr vor allem durch ein schwächeres reales Wirtschaftswachstum in den USA bei einer gleichzeitig von Deutschland und Japan angeführten wirtschaftlichen Expansion in den anderen Ländern aus. Diese Gewichtsverlagerung, die dem auf dem Bonner Gipfel im Juli 1978 vereinbarten Kurs weitgehend folgte, hatte einige sehr positive Züge: Sie trug wesentlich zu einem ausgewogeneren Leistungsbilanzgefüge wie zu weiterhin stabileren Wechselkursen bei. Gleichzeitig paßten sich indessen die relativen Wachstumsraten auf einem weltweiten Nachfrageniveau an, das insbesondere angesichts der bestehenden Angebotsverhältnisse auf den Weltmärkten für Öl und Rohstoffe zu hoch war. Daraus resultierte in allen Industrieländern eine heftige und größtenteils unerwartete Beschleunigung der Inflation.

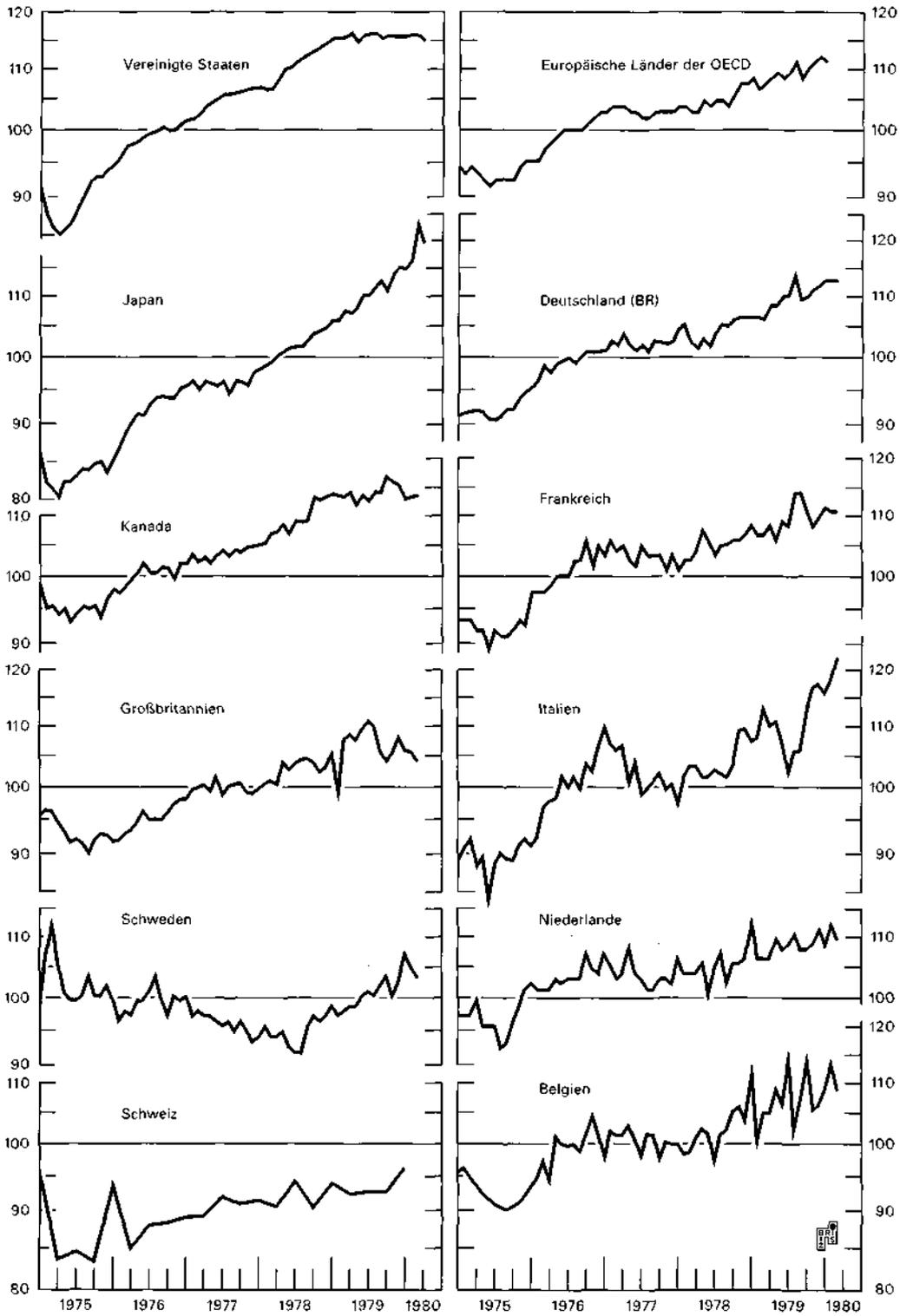
Unter anderem weisen die Erfahrungen des vergangenen Jahres auf einige Risiken hin, die internationale Bemühungen zur Abstimmung der Nachfragesteuerung in sich bergen. Vielleicht lag das Problem teilweise darin, daß sich die relativen Positionen mit der Zeit ohnehin weitgehend an die vorhergehenden Verschiebungen des realen Wechselkursgefüges angepaßt hätten. Eine weitere Schwierigkeit ergab sich freilich daraus, daß sich in den USA die Inlandsnachfrage nicht so stark wie erwartet abschwächte. Teilweise könnten Ausgabereaktionen auf die Inflation die gesamtwirtschaftliche Nachfragedynamik in den USA gestützt haben, eine Möglichkeit, die die Wirtschaftspolitiker mit Fortschreiten des Jahres zunehmend beunruhigte. Wie in diesem Kapitel beschrieben, bestand eine Reaktion der Regierungen auf die neue Inflation darin, allgemeiner einen restriktiven finanzpolitischen Kurs anzusteuern, eine Entwicklung, die sich während der ersten Monate des Jahres 1980 verstärkte. In Verbindung mit einer Politik des knappen Geldes und der deflationären Wirkung des neuen OPEC-Überschusses zeichnet sich damit nunmehr die Gefahr einer Rezession ab.

Die Zuspitzung der Ölsituation hat auch einmal mehr und noch drängender die Frage nach den grundlegenden längerfristigen Anpassungserfordernissen im Energiebereich aufgeworfen. Darüber hinaus haben die seit 1973 im allgemeinen mageren Produktivitätsergebnisse in vielen Ländern die Beunruhigung über das seit dem ersten Ölchock relativ schwache Wachstum der Unternehmensinvestitionen vergrößert. Die Stoßkraft wirtschaftspolitischer Maßnahmen richtet sich dementsprechend vornehmlich auf die Beseitigung der Inflation, was am ehesten eine Verbesserung des Investitionsklimas verspricht.

Produktion und Nachfragekomponenten

Das Jahr 1979 läßt sich in konjunktureller Hinsicht nur schwer einordnen. Einerseits verlangsamte sich das Wachstum der Gesamtproduktion in den Industrie-

Industriproduktion
Viertes Quartal 1973 = 100 (saisonbereinigt, logarithmischer Maßstab)



ländern von fast 4% im Jahre 1978 auf knapp über 3%, das geringste Plus seit dem Rezessionstief 1975. Andererseits fiel dieser Zuwachs stärker als erwartet oder sogar — im Falle der USA — als erwünscht aus. Dies galt zumal gegen Jahresende, als sich die Wirkungen der neuen Ölkrise im Verein mit einer restriktiveren Finanz- und Geldpolitik eigentlich allgemein in einem schwächeren Ergebnis hätten niederschlagen müssen. Wie aus der Graphik zur Industrieproduktion hervorgeht, hielt jedoch das Wachstumstempo in Westeuropa und Japan — teilweise angeregt durch einen 1978 veränderten finanzpolitischen Kurs — das ganze Jahr hindurch unvermindert an. Auch in den USA trat zum Jahresende keine Veränderung gegenüber

Größere Industrieländer:
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten

| | Jahr | Reales Brutto-sozial-produkt | Verbrauch | | Bruttoanlageinvestitionen privat | | | Export | Import | Vorrats-investi-tionen ¹ |
|--------------------------------------|---------|------------------------------|-----------|-------------|-------------------------------------|---------------|---------------------|--------|--------|-------------------------------------|
| | | | privat | öffent-lich | ohne Woh-nungs-bau | Woh-nungs-bau | öffent-lich | | | |
| Veränderung gegen Vorjahr in Prozent | | | | | | | | | | |
| USA | 1976 | 5,9 | 5,9 | 1,3 | 4,8 | 23,2 | - 6,6 | 6,8 | 19,1 | 0,5 |
| | 1977 | 5,3 | 5,0 | 3,2 | 8,7 | 20,7 | - 6,5 | 2,4 | 9,7 | 1,0 |
| | 1978 | 4,4 | 4,5 | 1,1 | 8,4 | 4,2 | 6,9 | 10,7 | 11,0 | 1,1 |
| | 1979 | 2,3 | 2,6 | 1,3 | 6,2 | - 5,7 | - 6,2 | 10,1 | 4,5 | 0,7 |
| | 1979 IV | 1,0 | 1,6 | 0,8 | 3,4 | - 7,0 | - 2,8 | 9,2 | 3,1 | 0,1 |
| Japan | 1976 | 6,5 | 4,5 | 3,6 | 1,4 | 8,6 | 2,8 | 20,0 | 8,0 | 0,8 |
| | 1977 | 5,4 | 3,8 | 4,0 | 3,1 | 1,5 | 12,3 | 11,2 | 3,5 | 0,6 |
| | 1978 | 6,0 | 5,5 | 5,9 | 7,0 | 6,1 | 18,3 | 1,9 | 8,2 | 0,6 |
| | 1979 | 5,0 | 5,9 | 4,6 | 16,5 | - 2,4 | 3,2 | 6,6 | 18,1 | 1,1 |
| | 1979 IV | 6,4 | 4,1 | 2,5 | 11,3 | - 5,0 | 0,5 | 18,5 | 9,4 | 1,1 |
| Deutschland (BR) | 1976 | 5,3 | 3,4 | 2,0 | 6,7 | 6,2 | - 3,0 | 11,5 | 11,1 | 1,4 |
| | 1977 | 2,6 | 3,1 | 0,6 | 7,1 | 3,0 | - 4,3 | 4,3 | 4,7 | 1,1 |
| | 1978 | 3,5 | 3,5 | 3,9 | 6,8 | 4,2 | 7,7 | 4,4 | 5,9 | 0,8 |
| | 1979 | 4,4 | 2,8 | 2,8 | 9,5 | 8,6 | 5,0 | 5,0 | 10,2 | 2,4 |
| | 1979 IV | 4,4 | 2,6 | 2,8 | | 9,9 | | 3,6 | 8,8 | 1,9 |
| Frankreich | 1976 | 5,1 | 5,6 | 6,1 | 6,1 | - 1,3 | .2 | 10,7 | 20,7 | 1,3 |
| | 1977 | 2,9 | 3,1 | 0,4 | 0,1 | - 2,7 | .2 | 8,4 | 2,0 | 1,2 |
| | 1978 | 3,7 | 4,5 | 7,8 | 2,6 | - 1,6 | .2 | 6,4 | 6,3 | 0,7 |
| | 1979 | 3,4 | 3,4 | 5,0 | 3,6 | 1,2 | .2 | 7,6 | 11,9 | 1,7 |
| | 1979 IV | 3,9 | 3,0 | 1,3 | | 4,9 | | 8,2 | 8,4 | 2,6 |
| Großbritannien | 1976 | 3,6 | 0,2 | 1,9 | 3,0 | - 0,2 | - 2,3 ³ | 9,1 | 4,2 | 0,4 |
| | 1977 | 0,8 | - 1,3 | - 1,0 | 9,4 | - 6,8 | - 13,6 ³ | 6,6 | 1,0 | 1,1 |
| | 1978 | 3,1 | 5,5 | 2,0 | 7,4 | 13,9 | - 8,9 ³ | 1,9 | 3,7 | 0,7 |
| | 1979 | 0,6 | 4,5 | 1,1 | - 0,2 | - 15,2 | - 2,5 ³ | 2,0 | 11,0 | 1,7 |
| | 1979 IV | - 1,0 | 2,8 | 0,2 | - 0,8 | - 1,1 | 1,0 ³ | 3,5 | 14,0 | 0,9 |
| Italien | 1976 | 5,9 | 3,5 | 2,6 | 4,4 | - 3,4 | .3 | 13,2 | 15,4 | 2,6 |
| | 1977 | 1,9 | 2,3 | 2,3 | - 0,9 | 1,2 | .3 | 6,7 | - 0,2 | 1,2 |
| | 1978 | 2,6 | 2,9 | 1,8 | - 0,6 | 1,2 | .3 | 10,1 | 8,1 | 0,9 |
| | 1979 | 5,0 | 5,1 | 2,7 | 5,7 | 1,2 | .3 | 8,9 | 14,0 | 2,0 |
| | 1979 IV | 5,1 | 6,4 | | | 4,0 | | 0,9 | 4,2 | . |
| Kanada | 1976 | 5,4 | 6,3 | 1,6 | - 0,4 | 19,3 | - 6,5 | 9,3 | 8,3 | 0,8 |
| | 1977 | 2,4 | 2,9 | 2,9 | 1,2 | - 5,1 | - 0,3 | 7,0 | 2,2 | 0,2 |
| | 1978 | 3,4 | 3,0 | 1,3 | 1,0 | - 4,6 | 2,2 | 9,3 | 4,1 | 0,4 |
| | 1979 | 2,9 | 2,3 | - 0,9 | 10,4 | - 7,4 | - 0,2 | 3,0 | 5,6 | 1,6 |
| | 1979 IV | 2,1 | 1,5 | - 1,8 | 12,8 | - 6,0 | - 1,1 | - 0,5 | 0,0 | 1,4 |

¹ In Prozent des Bruttosozialprodukts des Vorjahres. ² Im privaten Sektor enthalten. ³ Einschließlich öffentlicher Unternehmen.

dem schon früher im wesentlichen flachen Trend der Produktion auf. Teilweise ist dies wohl damit zu erklären, daß sich die Wirtschaftstätigkeit infolge der Anfang 1979 ungünstigen Witterung in gewissem Umfang ins zweite Halbjahr verlagerte. Noch entscheidender war allerdings die Ausgabefreudigkeit der amerikanischen Verbraucher angesichts eines geringeren Wachstums real verfügbarer Einkommen, ein Verhalten, das sich im Jahresverlauf in einem scharfen Rückgang der Sparquote niederschlug.

Gleichwohl entfällt die Wachstumsabschwächung in den Industrieländern rechnerisch zur Gänze auf die USA, deren Bruttosozialprodukt nach nahezu $4\frac{1}{2}\%$ 1978 nur um $2\frac{1}{4}\%$ zunahm; im vierten Quartal betrug der Produktionszuwachs gegenüber dem Vorjahr nur 1%. In den anderen Ländern fiel das Wachstum im vergangenen Jahr mit durchschnittlich fast 4% nach $3\frac{3}{4}\%$ im Jahr davor ein wenig höher aus. Allerdings verdeckt dieses Ergebnis von Land zu Land recht unterschiedliche Entwicklungen. Wie die Tabellen zeigen, beschleunigte sich in Deutschland das Wachstum etwas, in Italien, Österreich und den skandinavischen Ländern mit Ausnahme Norwegens kräftiger. In Großbritannien ging hingegen die Wachstumsrate infolge der zunehmend geringeren internationalen Wettbewerbsfähigkeit und härterer Antiinflationsmaßnahmen rapide zurück; auch in Kanada fiel sie niedriger als 1978 aus.

In erheblichem Umfang ging im vergangenen Jahr die Nachfrage in den Industrieländern vom privaten Sektor aus. Höchstwahrscheinlich war die historisch gesehen niedrige und zudem sinkende Sparquote in den USA einmalig; trotz der Realeinkommenseffekte des steigenden Ölpreises und des damit erneut entstehenden OPEC-Überschusses verzeichneten die Verbrauchsausgaben in Japan, Italien und Großbritannien einen bemerkenswerten absoluten Zuwachs. In Deutschland stiegen sie um nahezu 3%, und unter den kleineren Ländern erlebten Belgien, Finnland, Österreich und Schweden ebenfalls eine ziemlich rasche Beschleunigung des Verbrauchs. Zum Teil wirkten sich in diesem relativ kräftigen Ergebnis natürlich die den privaten Haushalten zugute gekommenen Steuererleichterungen von 1978 aus, obwohl diese Maßnahmen im weiteren Jahresverlauf 1979 ihre Wirkung einbüßten. In Großbritannien wurde das Wachstum des Verbrauchs trotz einer restriktiven Geld- und Finanzpolitik durch einen beschleunigten Lohnauftrieb gestützt, so daß die Sparquote der privaten Haushalte sogar stieg.

Neben dem Verbrauch weiteten sich auch die Investitionen der privaten Unternehmen in vielen Ländern beachtlich aus. Dies galt besonders für Japan, Deutschland und Kanada, wo sich die Kapazitätsauslastung erhöhte und die Ertragslage verbesserte. Nicht unerwartet verlangsamte sich das Wachstum der realen Investitionsausgaben der Unternehmen in den USA ein wenig; immerhin lag die Steigerungsrate deutlich über 5%.

In den USA gingen die privaten Wohnungsbauinvestitionen erstmals wieder zurück. Da indessen zuvor bestimmte Beschränkungen bei der Wohnungsbaufinanzierung aufgehoben worden waren, kam es in diesem Sektor zu keiner drastischen Einschränkung der tatsächlich verfügbaren Finanzmittel, wie es bei früheren Anlässen mehrmals geschehen war. Daher setzte trotz fühlbar gestiegener Kosten für Hypotheken (zumindest gemessen an den Nominalzinsen) der Abschwung bei den

Ausgaben für Wohnbauten nicht so früh ein und war auch nicht so stark. Auf diese Weise war der Wohnungsbau wahrscheinlich mitverantwortlich dafür, daß die amerikanische Volkswirtschaft nicht „rechtzeitig“ in eine Rezessionsphase eintrat. In den anderen Ländern waren die Wohnungsbauinvestitionen bei gleichfalls stark anziehenden Zinssätzen meistens schwach, wobei Deutschland und die Schweiz die einzigen wichtigen Ausnahmen bildeten, und im Falle Großbritanniens fielen sie drastisch.

Vielleicht noch entscheidender auf die Gesamtnachfrage drückte im vergangenen Jahr das langsamere Wachstum der direkten Nachfrage des öffentlichen Sektors

**Andere Industrieländer:
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und seiner Komponenten**

| | Jahr | Reales Brutto-sozial-produkt | End-nach-frage ¹ | Verbrauch | | Bruttoanlageinvestitionen | | | Export | Import | |
|--------------------------------------|------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------|-------------|------------------------------|---------------|--------------------|--------------------|--------|-------|
| | | | | privat | öffent-lich | privat ohne Woh-nungs-bau | Woh-nungs-bau | öffent-lich | | | |
| Veränderung gegen Vorjahr in Prozent | | | | | | | | | | | |
| Belgien | 1976 | 5,4 | 4,4 | 5,4 | 4,1 | - 2,0 | 15,7 | 7,1 | 9,4 | 9,9 | |
| | 1977 | 0,9 | 1,0 | 2,1 | 3,4 | - 1,6 | - 0,6 | - 0,2 | 14,0 | 15,5 | |
| | 1978 | 2,5 | 2,8 | 2,4 | 6,4 | 3,2 | 2,7 | - 2,9 | 3,9 | 4,1 | |
| | 1979 | 3,3 | 2,5 | 3,6 | 3,0 | 4,2 | - 8,0 | 6,0 | 6,1 | 6,8 | |
| Dänemark . . . | 1976 | 7,0 | 4,7 | 7,2 | 2,4 | 21,4 | 27,3 | - 0,9 | 4,5 | 16,5 | |
| | 1977 | 1,9 | 2,0 | 0,4 | 3,1 | 0,5 | -10,5 | - 5,1 | 4,7 | - 1,2 | |
| | 1978 | 1,3 | 1,1 | - 0,8 | 5,5 | 0,9 | 3,5 | 3,1 | 3,8 | 1,6 | |
| 1979 | 3,5 | 1,7 | 3,0 | 5,4 | 4,0 | - 0,8 | - 0,5 | 8,6 | 5,5 | | |
| | Finnland | 1976 | 0,3 | 2,7 | 0,9 | 5,6 | - 9,6 | - 8,2 | - 4,6 ² | 14,7 | - 3,5 |
| | | 1977 | 0,4 | 1,8 | - 1,4 | 4,1 | -10,6 | 4,9 | - 0,1 ² | 9,4 | - 6,3 |
| 1978 | | 1,4 | 2,3 | 1,2 | 5,0 | -15,6 | - 1,3 | 2,0 ² | 8,0 | - 3,8 | |
| 1979 | | 6,6 | 2,9 | 5,3 | 3,5 | 8,3 | - 2,5 | - 0,9 ² | 9,0 | 16,8 | |
| Niederlande . . | 1976 | 5,3 | 3,7 | 5,7 | 4,0 | - 6,2 | 2,5 | 0,5 | 10,1 | 10,3 | |
| | 1977 | 2,8 | 3,3 | 4,9 | 3,4 | 18,2 | 15,8 | -12,8 | - 1,5 | 3,0 | |
| | 1978 | 2,4 | 1,8 | 3,7 | 2,4 | 5,2 | 2,5 | - 3,6 | 3,5 | 6,5 | |
| | 1979 | 2,3 | 2,8 | 2,5 | 4,5 | 3,2 | - 6,0 | 2,0 | 7,2 | 6,5 | |
| Norwegen . . . | 1976 | 6,8 | 6,9 | 6,1 | 7,4 | 13,1 | 2,5 | 3,8 | 11,3 | 12,3 | |
| | 1977 | 3,6 | 5,7 | 6,9 | 4,9 | 3,5 | 2,9 | 5,4 | 3,6 | 3,4 | |
| | 1978 | 3,0 | 4,7 | - 3,8 | 4,4 | -21,4 | 8,1 | 5,4 | 8,7 | -13,5 | |
| | 1979 | 3,7 | 0,4 | 0,5 | 2,4 | -11,4 | 5,9 | -10,0 | 5,9 | 1,0 | |
| Österreich . . . | 1976 | 6,2 | 1,6 | 4,6 | 3,7 | 10,5 | 1,3 | ° | 12,2 | 20,7 | |
| | 1977 | 3,7 | 4,2 | 6,2 | 1,9 | 11,1 | 2,6 | ° | 6,1 | 9,5 | |
| | 1978 | 1,5 | 0,9 | - 3,4 | 3,0 | - 9,5 | 2,2 | ° | 5,7 | - 2,4 | |
| | 1979 | 5,2 | 5,0 | 5,1 | 3,0 | 10,0 | 1,0 | ° | 10,9 | 10,3 | |
| Schweden . . . | 1976 | 1,3 | 2,2 | 4,0 | 4,4 | 1,4 | - 8,8 | 0,8 | 4,7 | 7,4 | |
| | 1977 | - 2,5 | 0,9 | - 0,9 | 2,6 | - 5,0 | - 2,1 | - 0,1 | 0,6 | - 3,3 | |
| | 1978 | 2,4 | 3,5 | - 0,7 | 3,2 | -19,7 | 17,9 | 1,0 | 7,6 | - 6,4 | |
| | 1979 | 4,1 | 2,5 | 2,3 | 4,5 | 9,1 | 1,5 | 7,1 | 6,3 | 10,8 | |
| Schweiz | 1976 | - 0,6 | - 1,9 | 1,1 | 2,7 | - 9,8 | -13,6 | ° | 9,3 | 11,5 | |
| | 1977 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 0,5 | 0,4 | 7,0 | ° | 9,2 | 8,5 | |
| | 1978 | 0,2 | - 0,4 | 2,2 | 1,6 | 1,8 | 15,1 | ° | 4,1 | 11,4 | |
| | 1979 | 0,7 | 0,9 | 1,5 | 1,0 | 6,4 | 10,0 | ° | 2,0 | 6,0 | |
| Spanien | 1976 | 3,0 | 3,0 | 4,3 | 5,3 | | - 2,0 | | 14,4 | 10,3 | |
| | 1977 | 2,6 | 3,6 | 1,9 | 3,7 | | - 1,2 | | 9,6 | - 5,5 | |
| | 1978 | 2,5 | 2,1 | 2,1 | 5,5 | | - 4,0 | | 11,0 | - 0,8 | |
| | 1979 | 1,6 | 1,3 | 1,9 | 5,0 | | - 0,4 | | 5,5 | 9,0 | |

¹ Entspricht der Veränderung des realen Bruttosozialprodukts abzüglich der Nettovorratsinvestitionen. ² Einschließlich öffentlicher Unternehmen. ³ Im privaten Sektor enthalten.

nach realen Ressourcen für Investitions- wie laufende Zwecke. Wie die Tabellen zeigen, war dies im allgemeinen bei den größeren Ländern der Fall, und innerhalb dieser Gruppe verlangsamte sich das Wachstum der öffentlichen Investitionen besonders drastisch in Japan.

Im Gegensatz dazu kam im vergangenen Jahr mit Ausnahme der USA vom Lageraufbau ein recht kräftiger positiver Beitrag. Wo sich die Endnachfrage (ohne Vorräte) abschwächte, mag der Lagerzuwachs zum Teil ungeplant gewesen sein, obwohl dies für Japan und Deutschland kaum zugetroffen haben kann, und Sicherungs- wie Spekulationskäufe spielten angesichts steigender Rohstoffpreise zweifellos eine Rolle. Dennoch erreichte der Aufbau einen hinreichend großen Umfang, um frühere Hoffnungen zu erschüttern, das Entstehen eines (gemessen am Umsatz) beachtlichen Überhangs — und damit eine sehr scharfe Korrektur wie 1974/75 — könnte vermieden werden.

Den letzten Posten des Bruttosozialprodukts von der Ausgabenseite her bildet der reale Außenbeitrag, die Nettoausfuhr von Gütern und Dienstleistungen. Für die Industrieländer insgesamt ging dieser Posten im vergangenen Jahr leicht um etwa $\frac{1}{2}\%$ des Bruttosozialprodukts zurück. Dies lag vor allem an einer merklichen Beschleunigung der Einfuhren, die ihrerseits durch die Inlandsnachfrage und — besonders in Großbritannien, der Schweiz, Japan und Deutschland — durch eine veränderte preisliche Wettbewerbsfähigkeit genährt wurde. Die Exporte wuchsen im allgemeinen recht kräftig und oft stärker als 1978. Man sollte freilich beachten, daß der deflationäre Nettoeinfluß des Außenbeitrags der Industrieländer zu einem guten Teil als Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses (im wesentlichen durch steigende Importpreise) auftrat und folglich das *real* verfügbare Einkommen im privaten Sektor schmälerte — mit entsprechenden, bereits im Zusammenhang mit den privaten Ausgaben behandelten Nachfragewirkungen.

Unter den größeren Ländern stellten die USA die einzige Ausnahme vom generell ungünstigen Trend der realen Nettoausfuhren dar. Das Abflauen der Inlandsnachfrage drückte sich in einer beachtlichen Verlangsamung des realen Einfuhrwachstums von 11 auf $4\frac{1}{2}\%$ aus, während die Exporte auf Jahresbasis dem Volumen nach weiter mit einer Rate von 10% wuchsen. Von der Importseite her liefen daher die von der amerikanischen Wirtschaft an die Welt gegebenen Nachfrageimpulse im vergangenen Jahr allmählich aus.

In Japan und Deutschland zog die Ausweitung der Inlandsnachfrage in beschleunigtem Tempo Importe nach sich; in Kanada verschlechterte sich allerdings der Außenbeitrag in erster Linie infolge eines rückläufigen Exportwachstums auf dem wichtigsten Auslandsmarkt. Großbritannien war ein Sonderfall: Der reale Außenbeitrag nahm — trotz des Nordseeöls — um nicht weniger als $2\frac{1}{2}\%$ des Bruttosozialprodukts ab, woraus sich rechnerisch daher hauptsächlich die Abschwächung des Wirtschaftswachstums auf bloß $\frac{1}{2}\%$ erklärt. Der Hauptgrund dafür scheint in der sich verschlechternden Wettbewerbsposition — vermutlich in preislicher wie nichtpreislicher Hinsicht — zu liegen. Bei den Preisen beruhte dies auf beschleunigten Lohnkosten und einem höheren Wechselkurs, der von daher das Problem noch verschärfte, wenn er auch von seiten der Importkosten gleichzeitig den Inflationsdruck lindern half.

Nach den vorliegenden Daten für die Industrieproduktion (s. Graphik auf S. 37) und bestimmten Frühindikatoren haben sich anscheinend in den ersten Monaten des Jahres 1980 einige erste Anzeichen einer beginnenden Abschwächung des Produktionswachstums eingestellt. Freilich waren diese Anzeichen bei Abschluß dieses Berichts nicht generell und kamen sogar dort, wo sie ziemlich eindeutig waren — in den USA, Großbritannien und Kanada —, noch nicht an das Ausmaß der Jahre 1974/75 heran. In Japan und den westlichen kontinentaleuropäischen Ländern wuchs die Industrieproduktion nach der Jahreswende offensichtlich weiterhin recht rasch. Aber im gewichtigen Fall der USA und Großbritanniens ist die Arbeitslosigkeit bereits drastisch gestiegen. Da sich sowohl die nachfragebremsenden Wirkungen einer veränderten Binnenwirtschaftspolitik als auch des OPEC-Überschusses verstärken, dürfte es nicht mehr lange dauern, bis sich andernorts eine qualitativ ähnliche Entwicklung einstellt.

Sparverhalten der privaten Haushalte und wiederauflebende Inflation

Mit Blick auf die Weltnachfrage überraschte 1979 nicht zuletzt das Sparverhalten der privaten Haushalte, zumal in den USA, wo die Erwartung einer höheren Inflation ein gewichtiges Element bildete. In dieser Hinsicht hoben sich die Ausgabereaktionen auf den gegenwärtigen Ölchock bis jetzt ziemlich kraß von denen 1973–75 ab.

In der Tat scheinen die Sparquoten in den größeren Ländern im vergangenen Jahr im Durchschnitt ein wenig gesunken zu sein, was die Nachfrage belebte. Deutschland und insbesondere Großbritannien bildeten anscheinend die wesentlichen Ausnahmen von dieser allgemeinen Tendenz. Gleichwohl war die Ersparnis außer in den USA gemessen an historischen Standards selbst in jenen Ländern wie Italien und Großbritannien, wo die Inflation besonders virulent war, immer noch sehr hoch. Es bleibt daher ein scharfer Gegensatz zwischen dem Verbraucherverhalten in den USA und andernorts, was wahrscheinlich zum Teil die zwei möglichen unterschiedlichen Reaktionen auf die Inflation widerspiegelt: Zum einen wollen die Sparer insoweit, als der Preisauftrieb den Realwert ihrer Geldvermögen aushöhlt (d.h. die realen Zinssätze negativ werden und gleichzeitig hohe Nominalzinsen auf den Kapitalwert drücken), einen größeren Anteil ihres Einkommens beiseite legen,

Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte

| | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|----------------------------|---------|------|------|------|------|
| | Prozent | | | | |
| USA | 7,7 | 5,8 | 5,0 | 4,9 | 4,5 |
| Kanada | 10,9 | 10,2 | 10,0 | 10,4 | 10,3 |
| Japan | 22,5 | 22,4 | 21,1 | 20,1 | 19,5 |
| Frankreich | 18,6 | 16,4 | 16,9 | 17,8 | 16,7 |
| Deutschland (BR) | 16,4 | 14,7 | 13,7 | 13,8 | 14,6 |
| Italien | 25,4 | 23,7 | 25,8 | 26,4 | 26,7 |
| Großbritannien | 14,0 | 13,4 | 13,3 | 14,2 | 15,8 |

um den realen Bestand auf dem gewünschten Niveau zu halten. Zum anderen könnte freilich der gesunkene Realwert ihres Geldvermögens die Wirtschaftssubjekte dazu anreizen, ihr Portefeuille erheblich zugunsten von Sachwerten umzuschichten, wie z.B. Häusern, die als gute Absicherung gegen die Inflation betrachtet werden. Oder es könnten Käufe von langlebigen Gebrauchsgütern und anderen unverderblichen Gütern forciert werden, und da es dafür eine gewisse Grenze gibt, könnte es auch einfach zu zusätzlichen Vergnügungsaufwendungen kommen.

Die Daten für die USA lassen erkennen, daß die dortigen Verbraucher anders als 1973–75 der zweiten dieser alternativen Reaktionen zuneigen. Freilich sieht der Rückgang der Sparquote im vergangenen Jahr um weniger als ½ Prozentpunkt auf den ersten Blick nicht sehr dramatisch aus. Dennoch besteht offensichtlich größerer Anlaß zur Sorge, wenn man den Trend im Jahresverlauf untersucht. Die Zahlen sind schon deswegen bedeutsam, weil sie im März d.J. ein wichtiges Auslösmoment für weitere wirtschaftspolitische Maßnahmen sowohl auf dem Gebiet der Finanzpolitik als auch der Kreditbeschränkungen waren. Die Regierung handelte aus mehreren Motiven: Einerseits war angesichts der beabsichtigten Förderung des Ausfuhrüberschusses und der Anlageinvestitionen der Unternehmen der Druck der übrigen Nachfragekomponenten zu hoch, was sich offensichtlich auf die Inflation auswirkte. Vielleicht noch entscheidender war, daß die rückläufige Sparneigung auf eine wachsende Inflationsmentalität hinwies und Anlaß zu Befürchtungen gab, die Lage gerate außer Kontrolle. Tatsächlich deuten vorläufige Zahlen darauf hin, daß in den ersten Monaten d.J. sogar noch weniger gespart wurde. Der damit verbundene Anstieg der Verbraucherschulden auf ein als ungesund empfundenes Niveau wurde im Hinblick auf das Risiko einer folgenden deflationären Überreaktion, die die erwartete Rezession unnötig vertiefen würde, ebenfalls mit Besorgnis betrachtet. Immerhin ist es durchaus üblich, daß die Ersparnis bei einem Druck auf die real verfügbaren Einkommen sinkt; der Druck auf die Verbraucher war, wie die Daten zeigen, im Laufe des vergangenen Jahres in dieser Hinsicht ziemlich stark. Mit anderen Worten: Die rückläufige Sparneigung während des Jahres geht wohl auch etwas auf die Realeinkommensentwicklung zurück, obwohl inflationäre Faktoren eindeutig dominierten.

Einkommen und Ersparnis der privaten Haushalte in den USA

| | 1960- | 1970- | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1979 | | | |
|--|---------|-------|------|------|------|------|------|------------|------------|------------|------------|
| | 69 | 74 | | | | | | 1. Quartal | 2. Quartal | 3. Quartal | 4. Quartal |
| | Prozent | | | | | | | | | | |
| Sparquote ¹ | 5,9 | 7,3 | 7,7 | 5,8 | 5,0 | 4,9 | 4,5 | 5,0 | 5,4 | 4,3 | 3,5 |
| Finanzersparnis- quote ² | 3,7 | 5,8 | 7,1 | 4,5 | 3,0 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 3,8 | 2,6 | 2,0 |
| Real verfügbares Einkommen ³ | 4,1 | 3,4 | 2,1 | 3,7 | 4,2 | 4,6 | 2,3 | 4,2 | 2,8 | 1,8 | 0,5 |

¹ Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte auf der Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. ² Bruttoersparnis abzüglich Sachinvestitionen (hauptsächlich dauerhafte Konsumgüter und Wohnungsbau) auf der Basis der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. ³ Jährliche Veränderung des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte.

Konjunkturfälle und außenwirtschaftliche Anpassung

Im letztjährigen Bericht wurde darauf hingewiesen, daß die zeitlich auseinanderstrebenden Konjunkturverläufe anscheinend wesentlich zu den Leistungsbilanzungleichgewichten unter den Industrieländern beigetragen haben. Insbesondere stand der Boom in den USA ab 1975 in scharfem Gegensatz zur Konjunktur in Japan, der Schweiz und Deutschland. Die sich daraus ergebenden Überschüsse in diesen letzteren Ländern und das Defizit der USA waren, so wurde vermutet, einer der Gründe für die Währungsunruhen gewesen, die 1978 ihren Höhepunkt erreichten.

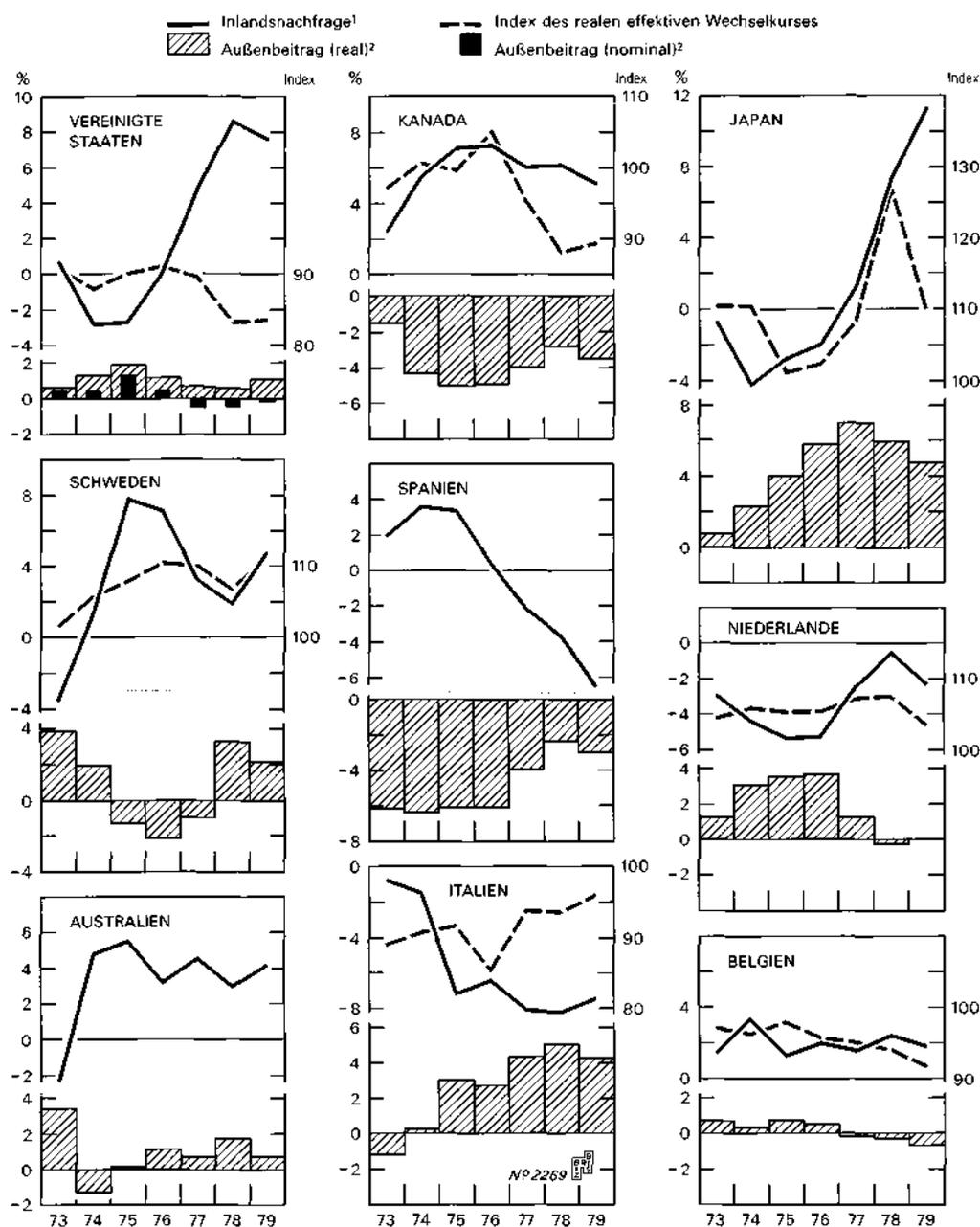
Seit 1979 löst sich hingegen dieser Prozeß offenbar allmählich auf: Das frühere Konjunkturfälle kehrte sich in dem Moment um, als die zeitlich verzögerten Effekte früherer Wechselkursänderungen auf die Zahlungsbilanzen durchzuschlagen begannen. Die Devisenmärkte selbst waren im vergangenen Jahr ruhiger. Es sollte freilich betont werden, daß sich die vorliegende Analyse ebenso wie die in den Graphiken auf S. 45 und 46 dargestellten Außenbeiträge auf die realen Güter- und Dienstleistungssalden beschränken. Auf das andere wichtige Merkmal des Jahres 1979 — die ölbedingte Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses und die damit verbundene allgemeine Passivierung der Leistungsbilanzen der Industrieländer — wird hier nicht eingegangen. Kapitel V behandelt detaillierter das Gesamtbild der Zahlungsbilanzen.

Wie früher wurde die relative Nachfragedynamik ermittelt, indem für jedes Land die Abweichung der inländischen Gesamtnachfrage vom Trend vor 1973 mit der durchschnittlichen Abweichung für alle untersuchten Länder verglichen wurde. Die Methode versucht, der Tatsache grob Rechnung zu tragen, daß der Nachfrage- druck nicht bloß vom laufenden Wachstum, sondern auch vom Produktionspotential abhängt, wofür das historische Wachstum ein Näherungswert ist. (Freilich wurde wegen der drastischen Neuorientierung des Wachstums in Japan der Trend vor 1973 nicht zur Messung der Abweichung im späteren Zeitraum verwendet. Statt dessen wurde das durchschnittliche Wachstum von 1973–79 zugrunde gelegt.) Die Graphiken demonstrieren einmal mehr, wie durchschlagend offensichtlich der Einfluß der Nachfrage ist, obwohl man, da im vergangenen Jahr auch Wechselkurseffekte auf eine stärkere Anpassung hinwirkten, hieraus allein nicht den jeweiligen Beitrag ersehen kann.

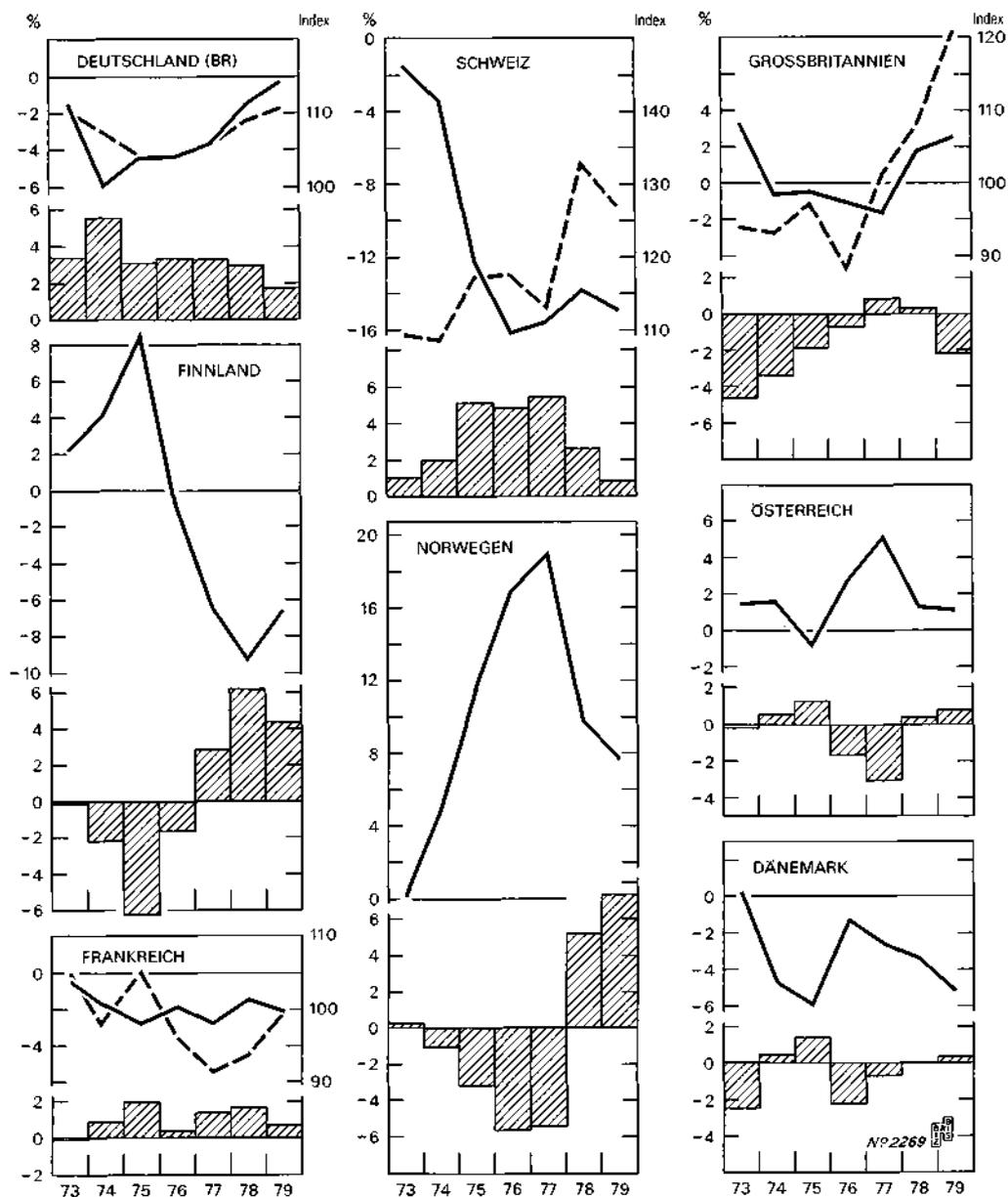
Die bedeutendste Veränderung trat natürlich in den USA ein, wo nach zwei Jahren einer verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit das Wachstum der Inlandsnachfrage von nahezu 4½% im Jahre 1978 auf weniger als 2% im vergangenen Jahr abflaute. Andererseits beschleunigte sich das Nachfragewachstum in Japan und Deutschland von 7 auf 7½% bzw. von 4 auf 5¾% etwas weniger ausgeprägt. In beiden Fällen nahm indessen der reale Außenbeitrag fühlbar um 1¼% des Brutto- sozialprodukts ab. In Deutschland trug die Aufwertung eindeutig dazu bei. Im Falle Japans wurde die Anpassung zweifellos ebenfalls durch die verzögerten Effekte der Aufwertung von 1978 erleichtert, wenn sich auch die Kursentwicklung im vergangenen Jahr weitgehend wieder umkehrte. Auch wirkten sich wohl weiterhin das „Not“-Einfuhrprogramm und die freiwillige Beschränkung bestimmter Exporte aus, die beide mit Fortschreiten des Jahres natürlich ihre Berechtigung einbüßten.

In der Schweiz paßten sich die realen Nettoausfuhren besonders stark — nämlich um beinahe 2% des Bruttosozialprodukts — nach unten an. Dies war jedoch offensichtlich keineswegs eine Folge der Konjunktur, da die Inlandsnachfrage nur um 2½% gegenüber gut 3% im Jahre 1978 zunahm. Obwohl sich der Schweizer

Relative Nachfragedynamik und realer Außenbeitrag



Relative Nachfragedynamik und realer Außenbeitrag (Forts.)



Anmerkung: Der reale effektive Wechselkurs ist nur für die Zehnergruppe und die Schweiz dargestellt.

Franken im Verlauf des vergangenen Jahres abschwächte, erklärt sein hoher Durchschnittskurs wohl praktisch zur Gänze die erreichte außenwirtschaftliche Anpassung.

Unter den anderen Ländern, die bereits 1978 Leistungsbilanzdefizite (zu jeweiligen Preisen) verzeichneten, förderte z.B. in den Niederlanden und Norwegen der Konjunkturverlauf im vergangenen Jahr eine gewisse Anpassung. Da Italien sich eines reichlichen Leistungsbilanzüberschusses erfreute, konnte es sich (zumindest

von daher gesehen) eine recht kräftige Beschleunigung der Nachfrage von 2 auf 6% leisten. Der schärfste Nachfrageumschwung trat allerdings in Schweden ein, wo die Drehung von einem Rückgang um 2% in einen Anstieg von 5½% im vergangenen Jahr ein Leistungsbilanzdefizit auslöste.

In Kanada, wo sich das inländische Nachfragewachstum ebenfalls etwas beschleunigte, veränderte sich das Konjunkturgefälle gegenüber dem Haupthandelspartner, den USA, besonders stark. (Dies wird in der Graphik nicht deutlich, da die Berechnungen nicht nach Handelsanteilen gewichten.) Der reale Außenbeitrag verringerte sich daher trotz einer beträchtlichen realen Abwertung des kanadischen Dollars. Den außergewöhnlichsten Fall bildet allerdings weiterhin Großbritannien. Obwohl sich das reale Nachfragewachstum etwas verlangsamte, nahm es *relativ* gesehen noch immer ein wenig zu, eine Entwicklung, zu der noch eine weitere reale Aufwertung — d.h. eine zusätzliche Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit — hinzutrat. Nicht unerwartet gingen die realen Nettoausfuhren drastisch zurück. Der weitere Ausbau der Nordseeölförderung glich so eine möglicherweise sogar noch stärkere Verschlechterung nur teilweise aus.

Von den abweichenden Fällen abgesehen, bestätigt die Analyse allerdings, daß die relativen, zum Teil durch finanzpolitische Kursänderungen geprägten Nachfrageentwicklungen im vergangenen Jahr eindeutig auf ein besseres internationales Gleichgewicht hinwirkten. Insbesondere stabilisierte sich in den USA die Nachfrage auf einem hohen Niveau zu einer Zeit, da Japan und Deutschland die Führung übernahmen und zusammen mit der Schweiz über den Wechselkursmechanismus eine außenwirtschaftliche Anpassung vollzogen. Unglücklicherweise trug aber das Gesamtergebnis trotz der abgestuften Expansion, die zur Lockerung der mancherorts spürbaren Zahlungsbilanzschränken angestrebt worden war, zur Verstärkung und Ausbreitung der Inflation bei. Weil sich die Nachfrage in den USA nicht wie erwartet abschwächte, schlug sich der Aufschwung in den anderen Ländern in einer derart hohen weltweiten Nachfrage nieder, die kräftige Preissteigerungen bei Öl und anderen Rohstoffen ermöglichte. Da also ein hinreichend differenzierter wirtschaftspolitischer Kurs nicht erreicht wurde, wandten sich die Behörden allerorts in unterschiedlichem Maße einer Nachfragebeschränkung zu.

Finanzpolitik

Außerhalb der USA begann, wie bereits erwähnt, der 1978 eingeleitete Umschwung zu einer etwas expansiveren Finanzpolitik im vergangenen Jahr mit einem beschleunigten Nachfragewachstum Früchte zu tragen. Ebenso wie aber 1977 angesichts der Inflationsrisiken der frühere Versuch aufgegeben werden mußte, endgültig aus der Rezession von 1974/75 auszubrechen, kehrte man 1979 neuerlich zu einem restriktiven Kurs zurück. So gesehen könnte — wie im letzten Jahresbericht bereits vorausgesehen — die unverändert hohe Nachfrage in den USA indirekt das Wachstum andernorts „verdrängt“ haben. Dieser Wirkungszusammenhang zeigte sich nicht nur in einem weiteren Anstieg der Rohstoffpreise (ohne Öl), sondern natürlich auch auf dem Ölmarkt selbst. Die Schärfe des neuen Antiinflationkurses deutet darauf hin, daß die wirtschaftspolitische Restriktion umfassender und härter als 1977 und möglicherweise auch 1974/75 sein wird.

Die nachstehende Tabelle verdeutlicht die Änderungen des Finanzierungssaldos der öffentlichen Haushalte in Prozent des Bruttosozialprodukts und stellt dem die Arbeitslosenquote als Indikator einer veränderten Nachfragedynamik gegenüber. Bei der Beurteilung der Ergebnisse muß man der Tatsache Rechnung tragen, daß der Budgetsaldo zum Teil endogen ist — d.h. er wird von Veränderungen der wirtschaftlichen Lage ebenso betroffen, wie er diese auch selbst beeinflusst. Soweit sich die jährlichen Veränderungen in entgegengesetzter Richtung bewegen, der Haushaltsüberschuß schrumpft und die Arbeitslosigkeit steigt oder umgekehrt, ist aus der Tabelle allein nicht ersichtlich, ob die Finanzpolitik die Nachfrage über die Wirkungen „automatischer Konjunkturstabilisatoren“ hinaus unabhängig beeinflusst.

Dennoch läßt die Tabelle den Umschwung zu einer expansiven Finanzpolitik in Deutschland und Japan im Jahre 1978 erkennen, einen Umschwung, der sich im ersteren Land auch in den Durchschnittswerten für 1979 fortsetzt. In Deutschland bedeutete allerdings die Anhebung der Mehrwertsteuer Mitte 1979, daß der Kurs in der zweiten Jahreshälfte weniger expansiv wurde. In den USA verbesserte sich der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte im vergangenen Jahr weiter und

Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte¹ und Arbeitslosigkeit

| | Position | Veränderung gegen Vorjahr | | | | | Jahresdurchschnitt | |
|-------------------|-------------------------------|---------------------------|------|------------------|------|------|--------------------|-------|
| | | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1974 | 1979 |
| | | Prozentpunkte | | | | | | |
| USA | Arbeitslosigkeit | 2,9 | -0,8 | -0,7 | -1,0 | -0,2 | 5,6 | 5,8 |
| | Finanzierungssaldo | -4,7 | 2,1 | 1,1 | 1,0 | 0,6 | 0,5 | 0,6 |
| Japan | Arbeitslosigkeit ² | 0,6 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 1,2 | 0,7 |
| | Finanzierungssaldo | 1,1 | -0,9 | -0,3 | -1,6 | 0,3 | -3,8 | -5,2 |
| Deutschland (BR) | Arbeitslosigkeit | 2,1 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,5 | 2,6 | 3,8 |
| | Finanzierungssaldo | -4,4 | 2,2 | 1,1 | -0,3 | -0,1 | -1,4 | -2,9 |
| Frankreich . . . | Arbeitslosigkeit | 1,6 | 0,4 | 0,6 | 0,4 | 0,7 | 2,3 | 6,0 |
| | Finanzierungssaldo | -2,8 | 1,7 | -0,8 | -1,0 | 0,9 | 0,6 | -1,4 |
| Großbritannien | Arbeitslosigkeit | 1,4 | 1,4 | 0,5 | 0,0 | -0,3 | 2,4 | 5,4 |
| | Finanzierungssaldo | -0,8 | -0,2 | 1,8 | -1,2 | 1,5 | -4,0 | -2,9 |
| Italien | Arbeitslosigkeit | 0,4 | 0,8 | 0,5 | 0,0 | 0,5 | 5,5 | 7,7 |
| | Finanzierungssaldo | -5,8 | 2,6 | 1,0 | -2,5 | -0,4 | -5,9 | -11,0 |
| Kanada | Arbeitslosigkeit | 1,6 | 0,2 | 0,9 | 0,3 | -0,9 | 5,4 | 7,5 |
| | Finanzierungssaldo | -4,2 | 0,6 | -1,1 | -1,0 | 1,7 | 1,8 | -2,2 |
| Belgien | Arbeitslosigkeit | 1,3 | 1,2 | 0,9 | 0,4 | 0,2 | 3,2 | 7,2 |
| | Finanzierungssaldo | -2,4 | -0,7 | -0,2 | -0,5 | -0,6 | -2,4 | -6,8 |
| Niederlande . . . | Arbeitslosigkeit | 1,6 | 0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | 3,6 | 5,1 |
| | Finanzierungssaldo | -2,6 | 0,0 | 0,3 | -1,5 | -0,4 | -0,1 | -4,3 |
| Schweden | Arbeitslosigkeit | -0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | -0,1 | 2,0 | 2,1 |
| | Finanzierungssaldo | 1,0 | 1,8 | -4,7 | -1,3 | -2,3 | 1,9 | -3,6 |
| Dänemark | Arbeitslosigkeit | 3,5 | 0,1 | 1,6 ³ | -1,0 | -1,4 | 2,5 | 6,0 |
| | Finanzierungssaldo | -6,9 | 2,1 | -0,3 | 0,0 | -0,9 | 4,6 | -1,4 |
| Norwegen | Arbeitslosigkeit | 0,5 | 0,0 | -0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,6 | 1,3 |
| | Finanzierungssaldo | -0,2 | -1,4 | -4,0 | -1,2 | 1,1 | 4,7 | -1,0 |

¹ Ohne öffentliche Unternehmen. Der Finanzierungsüberschuß oder -fehlbetrag (—) in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ist die Differenz zwischen der Ersparnis der öffentlichen Haushalte und deren eigenen Investitionen; er entspricht damit ihrer Nettodarlehensgewährung an andere Sektoren. Die Zahlen sind in Prozent des BSP ausgedrückt. ² Für Japan wird als Indikator der Nachfragedynamik das Verhältnis aus Nachfrage und Angebot von Arbeitskräften herangezogen, mit umgekehrten Vorzeichen bei den die Veränderung wiedergebenden Werten. ³ Statistischer Bruch in der Zeitreihe.

schlug sich sogar in einem Überschuß von gut ½% des Bruttosozialprodukts nieder. Da das Nachfragewachstum nachließ und der Rückgang der Arbeitslosigkeit zum Stillstand kam, hieße dies, daß der finanzpolitische Restriktionskurs im vergangenen Jahr vermutlich verschärft wurde. Auch andernorts wurde die Finanzpolitik deutlich restriktiver, so in Frankreich und nach dem Regierungswechsel in Großbritannien. Es gab auch einen Ansatz hierzu in Norwegen, dagegen zumindest im Gesamtjahr einen bemerkenswert expansiven Kurs in Schweden sowie in geringerem Maße in Dänemark und den Niederlanden.

Interessanter als die Durchschnittswerte für 1979 dürfte jedoch die Entwicklung der finanzpolitischen Einstellungen und Reaktionen im weiteren Verlauf des Jahres gewesen sein — ein Trend, der sich im ersten Halbjahr 1980 fortgesetzt und vermutlich verstärkt hat. Die Antwort auf den jüngsten Inflationsauftrieb und die Ölkrise ist das bisher anschaulichste Beispiel für den Wandel, der sich in den wirtschaftspolitischen Auffassungen während der letzten Jahre vollzogen hat. Zur Zeit der ersten Ölkrise wurde heftig die Notwendigkeit diskutiert, haushaltspolitische Maßnahmen zum Ausgleich des vom OPEC-Überschuß ausgehenden Nachfrageausfalls einzusetzen. Zwar wurde im Ergebnis ein solcher kompensierender Kurs nicht überall verfolgt, doch liegt diesmal die Betonung viel stärker auf der Bekämpfung der gegenwärtigen Inflation und der möglichen inflationären Folgen des Ölpreisanstiegs. So scheint bisher praktisch kein Industriestaat bereit zu sein, diesmal eine nachgiebige Haltung einzunehmen, und auch in Zukunft dürfte man davon Abstand nehmen. Tatsächlich zeigen die bisher bekanntgewordenen Haushaltspläne eine weitverbreitete Hinwendung zu einem restriktiveren Kurs an.

In quantitativer Sicht ist das bedeutendste Beispiel natürlich das der USA. Der ursprüngliche Budgetentwurf für das Haushaltsjahr 1981 (das am 1. Oktober d. J. beginnt) wurde im Januar vorgelegt. Er ließ bereits eine beträchtliche, allerdings recht späte Abschwächung der Nachfrageimpulse seitens der Haushaltspolitik erkennen, denn obwohl sich das Haushaltsdefizit des Bundes wieder ausweiten sollte, beruhte dieser Zuwachs ausschließlich auf den automatischen Wirkungen der prognostizierten wirtschaftlichen Abschwächung. Schaltet man diesen Effekt aus, so sollte der Vollbeschäftigungsüberschuß nach einer Ausweitung um mehr als \$ 20 Mrd. im Jahre 1979 im Verlauf von 1980 um weitere \$ 14 Mrd. zunehmen. Bezogen auf das Sozialprodukt würde dies auf einen finanzpolitischen Impuls von insgesamt etwa 1½ Prozentpunkten hinauslaufen, eine Schätzung, die durch die Einführung eines realistischeren „Basisniveaus“ der Arbeitslosigkeit in die Berechnungen weitgehend unberührt bliebe.

Dies erscheint auch bei Berücksichtigung möglicher Schätzfehler gemessen an früheren Verhältnissen an sich bemerkenswert: eine ausdrückliche finanzpolitische Nachfragedrosselung trotz amtlicher Prognosen, die auf eine beginnende Rezession und wachsende Arbeitslosigkeit hindeuten. Dennoch sah sich die Regierung gezwungen, noch weiter zu gehen, da die realen Wachstumskräfte wider Erwarten immer noch relativ stark waren, der steile Anstieg der Öl- und Erzeugerpreise sich in den Preisindizes niederschlug und eine zunehmende Inflationsmentalität nährte sowie schließlich einige Finanzmärkte in einer labilen Verfassung waren. Folgerichtig wurde im März d. J. der Haushaltsentwurf vom Januar geändert. Für das

Haushaltsjahr 1981 wurden weitere Ausgabenkürzungen von über \$4 Mrd. angekündigt und die Steuereinnahmen um \$28 Mrd. höher veranschlagt, wovon \$16 Mrd. auf eine Öleinfuhrsteuer sowie einen Quellenabzug auf Zins- und Dividendenerträge und der übrige Betrag auf eine unerwartet hohe Inflation entfallen. Das jüngste Paket hat auf den ersten Blick einen weiteren kontraktiven Effekt von mehr als 1% des Bruttosozialprodukts. Außerdem läuft es anscheinend auf einen Umschwung zu einem *tatsächlichen* (im Gegensatz zum konjunkturbereinigten) Überschuß im Bundeshaushalt hinaus. Die Regierung deutete jedoch an, daß die Steuern im Falle eines absehbaren Überschusses ausreichend gesenkt würden, um ungefähr zu einem Haushaltsausgleich zu kommen. Im Falle einer Rezession, die sich im Frühjahr 1980 eindeutig abzeichnete, könnten freilich die „automatischen Konjunkturstabilisatoren“ durchaus wieder höhere statt niedrigere Defizite bringen.

Es gibt auch außerhalb der USA Anzeichen eines zunehmend restriktiven Kurses der Finanzpolitik. In Japan zielte der ursprüngliche Budgetentwurf für das Haushaltsjahr bis März 1981 auf eine Verringerung des Defizits um etwa ¥ 1 000 Mrd. — d.h. auf eine Kürzung des *nominalen* Fehlbetrags in einer Zeit der Inflation wie auch einer voraussichtlichen wirtschaftlichen Abschwächung. Im März wurde dieser Entwurf jedoch durch weitere Maßnahmen modifiziert, die den Aufschub einiger ursprünglich für dieses Haushaltsjahr vorgesehener Ausgabenvorhaben wie auch eine drastische Anhebung der Stromtarife umfaßten. Die deutsche Bundesregierung beabsichtigt ebenfalls, das Haushaltsdefizit dieses Jahr zu verringern. Obwohl das Defizit 1979 niedriger war als erwartet, beruhte diese Unterschreitung teilweise auf einem unerwartet hohen Preisauftrieb, und die Deckungslücke fiel dennoch etwas höher als 1978 aus. In Frankreich wurde der Umschwung zu einem restriktiveren finanzpolitischen Kurs von der Anhebung der Sozialversicherungsbeiträge im vergangenen Sommer um etwa 1% der Bruttolöhne und -gehälter geprägt. Das Haushaltsdefizit soll in diesem Jahr um etwa FF 4 Mrd. auf rund 1¼% des Bruttosozialprodukts zurückgehen.

Ausgerechnet in Großbritannien — dem Geburtsland von Keynes — sind die früheren wirtschaftspolitischen Ansätze am vollständigsten verworfen worden. Die neue Regierung, die im vergangenen Jahr ihre Geschäfte aufnahm, machte die stetige Drosselung des Geldmengenwachstums zum Eckpfeiler ihrer Wirtschaftspolitik. Während die Finanzpolitik seit Kriegsende zumeist zur Steuerung der Gesamtnachfrage eingesetzt worden war, wobei den monetären Auswirkungen nur eine untergeordnete Bedeutung zugemessen wurde, hat sie nun vor allem die Aufgabe, die staatliche Kreditaufnahme auf ein Niveau zurückzuführen, das mit der Geldmengensteuerung in Einklang steht. Sie dient auch dem Versuch, die wirtschaftliche Lage von der Angebotsseite her zu verbessern, und zwar insbesondere durch Beschränkung der unmittelbaren öffentlichen Ausgaben, eine geringere direkte Besteuerung und, in jüngster Zeit, durch reale Kürzungen wie auch die Besteuerung einiger kurzfristiger Sozialversicherungsleistungen. Leider zogen jedoch im letztjährigen Haushalt die einander widersprechenden Erfordernisse einer Drosselung der staatlichen Kreditaufnahme und niedrigerer Sätze bei den direkten Steuern zum Ausgleich eine starke Anhebung der Mehrwertsteuer nach sich. Diese hat wiederum nach einer weitverbreiteten Auffassung über ihre Wirkungen auf den Verbraucherpreisindex den Lohnkostenauftrieb im vergangenen Winter verstärkt.

Die grundlegende wirtschaftspolitische Strategie wurde mit dem Haushaltsplan dieses Jahres weiterverfolgt und durch die Veröffentlichung eines mittelfristigen Plans zur Verringerung des öffentlichen Kreditbedarfs sowie einer Abschwächung des monetären Wachstums ergänzt. Die Behörden sind der Auffassung, daß ein derartiger Plan die Inflationserwartungen stärker beeinflusst als eine Reihe nur auf ein Jahr befristeter Geldmengenziele. Bis zum Haushaltsjahr 1983/84 sollen das Geldmengenwachstum hiernach auf rund 6% — halb soviel wie im vergangenen Jahr — herabgedrückt und der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors entsprechend auf 1½% des Bruttosozialprodukts zurückgeführt werden, gegenüber einem für 1979/80 geschätzten Anteil von 4¾%. Tatsächlich trifft der Haushalt für 1980 trotz eines offiziell prognostizierten Rückgangs der Produktion um 2½%, der stärksten jährlichen Abnahme seit dem Kriege, Vorkehrungen für eine Verminderung des öffentlichen Kreditbedarfs um 1 Prozentpunkt. Die gewandelte Auffassung gegenüber der Rolle der Finanzpolitik wird hieran vielleicht am deutlichsten.

Früher wäre ein derartiger Rückgang des Haushaltsdefizits an sich von den meisten Beobachtern als eine eindeutige Ursache dafür angeführt worden, daß ein Produktionsrückgang bevorstehe. Der neue Ansatz unterstreicht dagegen die allgemein bekannte Tatsache, daß selbst die in Großbritannien für das Ende des Planungszeitraums anvisierte Spanne des monetären Wachstums von 4–8% noch deutlich über jeder absehbaren langfristigen Ausweitung der Produktion liegt und in diesem Sinne nicht von Natur aus restriktiv wirkt. Die Entwicklung des realen Wachstums und der Arbeitslosigkeit wird damit von den Wirkungen dieser Strategie auf die Inflationserwartungen und die Inflation selbst abhängen. Sie wird insbesondere durch die Reaktionen der Unternehmen und Gewerkschaften beeinflusst, die in der Vergangenheit oft ihre Marktmacht dazu mißbraucht haben, weniger entschlossene Regierungen zu einer Rückkehr auf einen nachgiebigen geldpolitischen Kurs zu zwingen. Es ist deshalb wahrscheinlich nicht übertrieben, festzustellen, daß die Ökonomen und Wirtschaftspolitiker endlich einmal die Gelegenheit geboten bekommen, ein gleichsam naturwissenschaftliches Experiment zu beobachten. Sein Ausgang wird ohne Zweifel über die britische Wirtschaft hinauswirken.

Ganz allgemein hat es den Anschein, als gäbe es, wenn überhaupt, nur wenige Ausnahmen von der Tendenz, die Zügel der Finanzpolitik als Antwort auf die Inflation und den jüngsten Ölchock enger zu ziehen. Abgesehen von Extremfällen ist diese Verschärfung des restriktiven Kurses gemessen an herkömmlichen Normen vielerorts wahrscheinlich nicht sehr gravierend. Am bedenklichsten ist eher, daß so viele Länder gleichzeitig dieselbe Richtung einschlagen. Es mag durchaus die Tendenz bestehen, die internationalen Multiplikatorwirkungen eines generellen Deflationsprozesses zu unterschätzen. Umgekehrt war dies vielleicht auch eine Erklärung für den inflationären Boom von 1972/73. Anders ausgedrückt, da die Wirkungen der Deflationspolitik eines Landes zum Teil ins Ausland durchschlagen und viele Länder gegenwärtig gleichzeitig auf eine restriktive Finanz- und Geldpolitik einschwenken, kann das Risiko einer sich weltweit verstärkenden Rezession nicht geleugnet werden.

Auf jeden Fall wird die wachsende Überzeugung auf die Probe gestellt, daß die Finanzpolitik viele Jahre lang realwirtschaftlich immer weniger expansiv gewirkt

und statt dessen immer mehr die Inflation angefacht hat. Die entscheidende Frage ist, ob eine „deflationär“ eingesetzte Finanz- und Geldpolitik immer noch stärker die Preis- als die Mengenkomponeute des nominalen Volkseinkommens beeinflussen wird. Die Wirtschaftspolitiker machen sich wenig Illusionen über die Risiken eines unbefriedigenden Ergebnisses, und sie bemühen sich im allgemeinen explizit und implizit, darauf hinzuweisen, welche Verhaltensanpassungen des privaten Sektors mit einem raschen Abbau der Inflation und möglichst geringen Auswirkungen auf die Arbeitslosigkeit in Einklang stehen würden.

Der zweite Ölchock

Im Verlauf des Jahres 1979 hat sich der Ölpreis mehr als verdoppelt, was den Volkswirtschaften der Öleinfuhrländer einen zweiten großen „Ölchock“ signalisierte. Dem absoluten Betrage nach hat dieser jüngste Ölpreisanstieg, der zu der früheren Versechsfachung des Preises im letzten Jahrzehnt hinzukam, vermutlich real dieselbe Größenordnung wie jener von 1973/74. Darüber hinaus gibt es nun Hinweise, daß einige große Ölproduzenten trotz vorhandener physischer Kapazitäten immer weniger bereit sind, weiterhin hohe oder gar wachsende Mengen zu liefern. Dies wie auch die offensichtlichen Wirkungen des jüngsten Ölpreisanstiegs auf die Inflation, die Zahlungsbilanzen und die reale Nachfrage bedeuten wohl, daß das Risiko eines Energieversorgungsengpasses für das Wirtschaftswachstum nunmehr größer ist, als man sich dies vor sechs Jahren vorstellte. Um so dringender stellt sich daher die Notwendigkeit einer weitreichenden Anpassung auf dem Energiesektor ebenso wie der wirtschaftliche Anreiz, eine solche Anpassung vorzunehmen.

In einer Hinsicht stimmt die Beurteilung des zweiten Ölpreisschocks mit der 1974 ziemlich allgemein akzeptierten Auffassung überein. Insbesondere besteht in den Öleinfuhrländern — und zwar jeweils im Zusammenhang mit einer passivierenden Wirkung auf die Leistungsbilanzen — das etwas paradoxe Nebeneinander eines Preisauftriebs und eines kontraktiven Effekts auf die reale Nachfrage. Die neuerliche Einnahmensteigerung der Ölproduzenten erfolgt nach einem äußerst raschen Anstieg ihrer realen Importe im Verlauf der vergangenen sechs Jahre. Einige von ihnen dürften daher kaum noch in der Lage sein, ihren neuen Einkommenszuwachs auszugeben, zumal sie nun in stärkerem Maße die sozialen und politischen Auswirkungen ihrer sehr raschen wirtschaftlichen Entwicklung fürchten. Wenn zudem diesmal der reale Ölpreis länger hoch bleiben sollte, könnte sich der OPEC-Überschuß mit seinen deflationären wie inflationären Effekten als hartnäckiger herausstellen. Um ein Beispiel zu nennen: Nach Schätzungen der US-Regierung entsprach der Nachfrageentzug im Gefolge des Ölpreisanstiegs im vergangenen Jahr $1\frac{1}{2}$ –2% des Bruttosozialprodukts, eine Schätzung, die die Wirkungen des angenommenen Wiederausgabeverhaltens der ausländischen wie inländischen Produzenten berücksichtigt. Dieser Nachfrageentzug beläuft sich nunmehr vermutlich auf mehr als die Hälfte der (nach dem veränderten Haushaltsplan vom März) für 1979 und 1980 insgesamt vorgesehenen finanzpolitischen Restriktionswirkung.

In den übrigen Industrieländern dürften die Nachfrageeffekte des Ölpreisanstiegs allein etwas stärker als in den USA ins Gewicht fallen, und in breiterem Umfang als 1974 verlagerte sich auch der Kurs in Richtung auf eine restriktivere Finanz- und Geldpolitik. Zu kontraktiven Maßnahmen könnten auch einige nichtölproduzierende Entwicklungsländer gezwungen werden, es sei denn, sie können ausreichende Mittel zur Finanzierung ihrer Zahlungsbilanzen auftreiben. Stellt man also in Rechnung, daß der zweite Ölchock in einigen europäischen Ländern und Japan bei geringeren Preissteigerungen als 1973 auftrat, ist vielleicht die Hoffnung berechtigt, daß die inflationären Nachwirkungen diesmal nicht so hart ausfallen. Andererseits war aber die Arbeitslosigkeit in mehreren Ländern 1979 viel höher als 1973, so daß jeder erneute Anstieg nunmehr auf einer höheren Basis ansetzt.

Der jüngste Ölchock unterscheidet sich freilich vom ersten in der eindeutig größeren Abneigung der wichtigsten Förderländer, Öl in Mengen zu liefern, die deutlich über den für ihren eigenen Gebrauch und zur Bezahlung ihrer Nichtölimporte benötigten liegen. Dies wirft wiederum die Möglichkeit eines Engpasses für das Wachstumspotential der Öleinfuhrländer auf. Momentan mag diese Grenze nicht unmittelbar erkennbar sein, wenn, wie allgemein erwartet, eine neue Rezession eintritt, aber das Problem könnte mit Einsetzen des Aufschwungs entstehen. Es unterstreicht mit noch größerem Nachdruck als bisher das dringende Gebot für die Industrieländer, wirksame Maßnahmen zum Energiesparen und zur Verringerung ihrer Abhängigkeit von Öleinfuhren zu treffen.

Natürlich ist eine Obergrenze für den Ölpreis zum Teil durch die Kosten der Gewinnung alternativer Energieträger gegeben. Aber diese Kosten erscheinen zumindest so hoch wie der gegenwärtige Ölpreis, und in jedem Fall wäre die Ausreifungszeit für eine nennenswerte Erzeugung lang — was vermutlich auch für die Möglichkeit gilt, daß umfangreiche neue Funde von konventionellem Öl zu niedrigeren Kosten gemacht werden. Anders ausgedrückt: Da ein hoher Ölpreis weitgehend durch die Kosten alternativer Energieträger gesichert ist, waren einige Förderländer der Auffassung, es lohne sich, das Risiko einzugehen, das Öl weiter im Boden zu belassen. In solchen Fällen könnte die Angebotskurve daher — entgegen der üblichen Vorstellung — rückwärts geneigt sein; denn je höher der Preis, um so niedriger wird die zur Bezahlung der Importe benötigte Absatzmenge, während gleichzeitig mehr Öl zu einem höheren Wert im Boden bewahrt wird.

Diese Argumentation kann freilich zu weit getrieben werden. Daß die Ölausfuhrländer eine schwere Erschütterung in den Industriestaaten auslösen, während noch immer Ölvorräte existieren, wäre auch nicht in ihrem Interesse. Die Industrieländer bleiben die Haupterzeuger der breiten Palette importierter Güter und Dienstleistungen, die für die Entwicklung — wie schnell diese auch immer erfolgen soll — benötigt werden.

Dennoch wird die Weltwirtschaft bei zwangsläufig begrenzten Ölvorräten grundlegende Anpassungen im Energiebereich vornehmen müssen. Was als „Energieübergang“ — d.h. weg vom Öl und hin zu anderen Energieträgern sowie Einsparungen — bezeichnet wird, dürfte wahrscheinlich den Rest des Jahrhunderts in Anspruch nehmen. Währenddessen werden die Öleinfuhrländer freilich noch beträchtliche Mengen an Öl benötigen. Erforderlich ist daher eine Verständigung

zwischen Konsumenten und Produzenten, das nötige Angebot bereitzustellen und ernste Erschütterungen zu vermeiden. Die Lage gebietet insbesondere, dem realen Ölpreis mehr Aufmerksamkeit zu widmen sowie zusätzliche Anlagemöglichkeiten für die Überschüsse der Produzenten anzubieten.

Ein weiterer Widerspruch, ähnlich dem der bereits erwähnten rückwärts geneigten Angebotskurve, könnte darin bestehen, daß, je stärker und schneller sich die Verbraucherländer um eine Anpassung bemühen, die Ölförderländer um so bereitwilliger die noch verlangte geringere Ölmenge bereitstellen werden, und desto geringer wird daher das Risiko eines Energieengpasses für das Wachstum sein. Auch nichtwirtschaftliche Überlegungen dürften für eine schnelle Anpassung sprechen, ebenso wie die offensichtliche Möglichkeit, daß einige Länder, die gegenwärtig noch Energieselbstversorger sind, schließlich erwägen, einen Teil ihres Bedarfs am Weltmarkt zu decken.

Grob gesagt lassen sich drei mögliche Konzepte zur Anpassung an die Öllage ausmachen: Drosselung der Gesamtnachfrage, Energieerhaltung (d.h. Energiesparen) und Ersatz durch andere Energieträger. In einem bestimmten Umfang trat der erste von diesen — die Nachfragedrosselung — nach dem ersten Ölschock sowohl infolge des OPEC-Überschusses selbst als auch der Reaktion der Binnenwirtschaftspolitik in vielen Ländern ein. Dasselbe könnte auch diesmal geschehen, da man anscheinend zumeist eine gewisse Nachfragedämpfung für notwendig erachtet, um die inflationären Wirkungen des Ölpreisanstiegs möglichst gering zu halten. Dennoch stellt eine zusätzliche Deflation über das dafür erforderliche Maß hinaus keine grundlegende Anpassung an die Erschöpfung einer endlichen Ressource dar. Es stimmt freilich, daß eine Rezession zumindest zeitweilig die Nachfrage nach Öl eher verringern und damit die Lage geringfügig erleichtern wird, und sogar längerfristig mag ein flacherer Trend des realen Wachstums kaum zu vermeiden sein.

Gesamtenergie- und Ölbedarf in Prozent des Bruttosozialprodukts

| | | 1960 | 1970 | 1975 | 1978 |
|----------------------------|--------|---------------------|-------|------|------|
| | | Indizes, 1973 = 100 | | | |
| USA | Gesamt | 97,4 | 103,3 | 97,8 | 93,6 |
| | Öl | 95,6 | 99,5 | 99,4 | 99,0 |
| Kanada | Gesamt | 104,6 | 101,5 | 99,3 | 94,9 |
| | Öl | 98,7 | 102,4 | 95,0 | 90,5 |
| Japan | Gesamt | 101,3 | 106,3 | 97,2 | 87,4 |
| | Öl | 42,6 | 97,2 | 92,7 | 84,0 |
| Deutschland (BR) | Gesamt | 97,4 | 99,7 | 92,8 | 92,3 |
| | Öl | 37,3 | 96,2 | 86,1 | 88,4 |
| Frankreich | Gesamt | 99,4 | 96,2 | 87,7 | 87,4 |
| | Öl | 44,4 | 84,6 | 63,0 | 78,9 |
| Großbritannien | Gesamt | 112,9 | 107,4 | 94,0 | 90,9 |
| | Öl | 59,1 | 101,7 | 86,2 | 83,6 |
| Italien | Gesamt | 72,6 | 99,7 | 96,2 | 98,0 |
| | Öl | 40,8 | 96,3 | 89,8 | 89,2 |

Quelle: OECD.

Die Energieerhaltung, die als Steigerung der Energieproduktivität der Wirtschaft aufgefaßt werden kann, ist eine dauerhafte Anpassung. Die vorstehende Tabelle zeigt, daß, trotz eines nach 1974 etwas rückläufigen realen Ölpreises, sich in den sieben größten Industrieländern bis 1978 die Energieeffizienz bezogen auf das reale Bruttosozialprodukt bereits merklich gebessert hatte.

Gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung erstreckten sich die Einsparungen beim gesamten Energieverbrauch seit 1973 von 2% in Italien über 5–7½% in Kanada, Deutschland und den USA, 9% in Großbritannien bis zu etwa 12½% in Japan und Frankreich. Insgesamt waren die Einsparungen beim Einsatz von Öl größer als beim Gesamtenergieverbrauch; im Falle der USA war der Ölverbrauch freilich im Verhältnis zur gesamten Erzeugung nur 1% niedriger als 1973. Überdies wurde laut nachstehender Tabelle der Einsparungseffekt beim Gesamtenergieverbrauch der OECD-Länder durch zusätzliches Wirtschaftswachstum überkompensiert, so daß der Energieverbrauch seit 1973 absolut noch zugenommen hat. Da die Abhängigkeit vom Öl innerhalb dieser Gesamtmenge seit ihrem Höhepunkt im Jahre 1973 nur leicht abgenommen hatte, überrascht es nicht, daß die Nachfrage nach OPEC-Öl vor der jüngsten Krise wieder ein hohes Niveau erreicht hatte. Eine Erklärung dafür bieten neben einem höheren Bruttosozialprodukt die Daten über den Einzelhandelspreis eines Ölprodukts, Benzin, im Verhältnis zum Gesamtverbraucherpreisindex in den größeren Industrieländern.

OECD-Länder:
Öl- und Energiebedarf sowie OPEC-Ausfuhr

| | 1960 | 1965 | 1970 | 1973 | 1975 | 1978 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gesamter Energiebedarf der OECD ¹ | 1 858 | 2 334 | 3 096 | 3 517 | 3 380 | 3 707 |
| darunter: Öl (in Prozent) | 38,6 | 44,6 | 50,6 | 53,1 | 51,6 | 52,3 |
| Nettoölausfuhr der OPEC ² | 36 | 54 | 76 | 100 | 87 | 95 |

¹ In Millionen Tonnen Öläquivalent. ² Index, 1973 = 100.
Quellen: OECD und UNCTAD.

Wie aus den nachstehenden Zahlen hervorgeht, stieg der relative Benzinpreis nach der ersten Ölkrise beträchtlich; diese Verteuerung war jedoch viel geringer als die Versechsfachung des Rohölpreises. Der Grund ist, daß sich die übrigen Bestandteile des Endpreises, wie z.B. Transportkosten, Gewinne der Ölgesellschaften und der übrigen Verteiler sowie die indirekten Steuern, weniger stark erhöhten. Daneben zehrte die allgemeine Inflation den ursprünglichen Anstieg des relativen Preises allmählich auf. In den meisten Ländern lag daher der relative Benzinpreis bis 1979 noch immer unter dem oder nahe beim Niveau von 1960. Dies läßt vermuten, daß zumindest in einer Sparte des Ölverbrauchs der Preisanreiz zum Einsparen noch nicht besonders stark gewesen ist. Er rechtfertigt eindeutig die jüngsten amerikanischen Maßnahmen, die eine zusätzliche Steuer von \$ 4,62 je Faß eingeführtes Rohöl vorsehen, obwohl die USA im vergangenen Jahr bereits die bei weitem stärkste Erhöhung des realen Benzinpreises erlebt hatten. Nicht unerwartet haben allerdings die Regierungen indirekte Steuern wegen deren Wirkung auf das

Realer Einzelhandelspreis von Benzin

| | 1960 | 1970 | 1974 | 1975 | 1977 | 1978 | 1979 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Indizes, 1973 = 100 | | | | | | | |
| USA | 115 | 102 | 121 | 119 | 117 | 113 | 137 |
| Kanada | 112 | 104 | 105 | 108 | 113 | 110 | 111 |
| Japan | . | 99 | 120 | 120 | 112 | 95 | 107 |
| Deutschland (BR) | 125 | 96 | 113 | 105 | 101 | 101 | 107 |
| Frankreich | 152 | 110 | 123 | 115 | 122 | 122 | 128 |
| Großbritannien | 116 | 112 | 123 | 135 | 114 | 100 | 116 |
| Italien | 129 | 106 | 135 | 128 | 154 | 137 | 128 |

Gesamtpreisniveau nur zögernd eingesetzt. Grundsätzlich könnte dieser Effekt beispielsweise durch niedrigere Steuern auf andere Ausgabenarten gemildert werden.

In jedem Fall werden Grenzen bestehen, bis zu denen Energiesparmaßnahmen ohne negative Wirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Ergebnis z.B. im Bereich der Arbeitsproduktivität vorangetrieben werden können. Den Industrieländern ist eindringlich klargemacht worden, daß zumal in Volkswirtschaften mit hohem Wachstum (d.h. hoher Produktivität) Energie praktisch eine ebenso grundlegende Ressource ist wie die vier Lehrbuchbeispiele Boden, Arbeit, Kapital und unternehmerische Organisation. Höchstwahrscheinlich wird auch nach Durchführung aller möglichen Energieeinsparungen noch immer eine hohe und vielleicht steigende Nachfrage nach Energie bestehen. Beispielsweise werden vermutlich die meisten Produktionsverfahren mit hoher Produktivität (d.h. Kapitalintensität) immer einen beträchtlichen Energieeinsatz ergänzend zum physischen Kapital erfordern. Wenn folglich der gegenwärtige Lebensstandard aufrechterhalten und sogar längerfristig erhöht werden soll, müssen andere Energieträger massiv entwickelt werden, da sich die Weltölvorräte erschöpfen. Daraus erklären sich vornehmlich der Umfang des im vergangenen Jahr angekündigten amerikanischen Energieprogramms sowie die Bemühungen anderer Regierungen, die Entwicklung alternativer Energieträger, wie z.B. Kernkraft, oft trotz großer Umwelt- und Sicherheitsbedenken voranzutreiben.

Die Realeinkommenskosten einer Anpassung an die Energiekrise beschränken sich also nicht einfach auf den laufenden und voraussichtlichen Zuwachs der Übertragung von realen Ressourcen an die Ölproduzenten und die zur Eindämmung der Folgewirkungen höherer Ölpreise notwendige Drosselung der Nachfrage. Wie das amerikanische Programm veranschaulicht, sind auch die Kosten der Entwicklung alternativer Energieträger sehr hoch; die Anpassung wird folglich umfangreiche Investitionen beanspruchen, Ausgaben, die man sonst zur Ausweitung der Produktion hätte einsetzen können. In geringerem Umfang werden teilweise auch Investitionsmittel zur Umstellung bestehender Produktionsverfahren auf eine effizientere Energieverwendung abgezweigt. Schließlich dürfte auch die Arbeitsproduktivität insofern niedriger als sonst sein, als die Veränderung des relativen Energiepreises einen teilweisen Ersatz von Energie und energieintensivem Kapital durch Arbeit auslöst.

Produktivität und Investitionen

Die Entwicklung der Produktivität in letzter Zeit kann freilich aller Wahrscheinlichkeit nach kaum allein dem Anstieg des Energiepreises seit 1973 zugeschrieben werden. Die Zuwachsrate der Gesamterzeugung pro Beschäftigten hat sich zwar in einigen Ländern, besonders dort, wo sich — wie z.B. in Deutschland und Italien — das Produktionswachstum beschleunigte, im vergangenen Jahr leicht erhöht; aber sogar in der letzteren Ländergruppe lagen die Steigerungsraten unter den langfristigen Durchschnittswerten vor 1973. In einigen anderen Fällen fand dagegen eine weitere ausgeprägte Verschlechterung statt, besonders in den USA, wo die Gesamtproduktivität im Jahresverlauf sogar um rund 2% sank; auch in Kanada ging sie zurück. So hat sich, wenn sich überhaupt etwas aussagen läßt, die rätselhafte allgemeine Abschwächung des Produktivitätswachstums seit 1973 im vergangenen Jahr weiter vertieft. Und damit stieg auch die Besorgnis der Regierungen, namentlich in den USA, über den ungünstigeren Trend. Erstens drückt dieser, wie im vorigen Kapitel geschildert, die Produktionskosten und damit das Preisniveau hinauf. Zweitens — und vielleicht noch entscheidender — wirkt er sich offensichtlich auf die Realeinkommen und den Lebensstandard der Verbraucher aus. In einer Zeit, da diese sowieso wegen der notwendigen Anpassung an die veränderte Energiesituation und der Eindämmung der Inflation gedrückt werden, ist zu befürchten, daß sich der Kampf um die Realeinkommensanteile und damit der inflationäre Anstieg der Nominaleinkommen verschärfen könnte.

Am auffälligsten an der Verlangsamung des Produktivitätswachstums ist deren allgemeine Verbreitung. Wie die Tabelle zeigt, scheinen alle Länder, wenn auch in unterschiedlichem Grade, diese Erfahrung geteilt zu haben, und sie waren alle davon gleichzeitig betroffen, nämlich mit dem Einsetzen der Rezession im Jahre 1974. Während die Abschwächung in Japan am stärksten ausgeprägt und in Deutschland am wenigsten spürbar war, gab es offensichtlich seit 1973 in den USA, in Kanada und Großbritannien (abgesehen vom Nordseeölsektor) gemessen an der Pro-Kopf-Erzeugung kaum einen technischen Fortschritt.

Produktion und Produktivitätswachstum

| | Produktivität ¹ | | | Bruttosozialprodukt | | |
|----------------------------|--|---------|----------------------|---------------------|---------|----------------------|
| | 1960-73 | 1973-79 | 1975-79 ² | 1960-73 | 1973-79 | 1975-79 ² |
| | Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent | | | | | |
| USA | 2,1 | 0,2 | 1,0 | 4,1 | 2,5 | 4,5 |
| Japan | 8,8 | 3,4 | 4,7 | 10,2 | 4,1 | 6,0 |
| Deutschland (BR) | 4,4 | 3,2 | 3,8 | 4,5 | 2,4 | 3,9 |
| Frankreich | 4,9 | 2,8 | 2,1 | 5,7 | 3,0 | 3,6 |
| Großbritannien | 3,1 | 0,7 | 2,0 | 3,2 | 0,8 | 2,1 |
| Italien | 5,6 | 1,6 | 3,0 | 5,1 | 2,8 | 3,8 |
| Kanada | 2,5 | 0,3 | 0,7 | 5,6 | 3,1 | 3,5 |

¹ Auf der Basis der zivilen Erwerbstätigen.

² Dieser Teilzeitraum entspricht der Aufschwungsphase seit der Rezession von 1974/75.

Offensichtlich erklärt sich dies aus dem gleichermaßen allgemeinen Rückgang des Wirtschaftswachstums — obwohl sich hier die Argumentation etwas im Kreise bewegt — und dem damit verbundenen Anstieg des relativen Energiepreises. Diese beiden Erklärungen passen in zeitlicher Hinsicht gut, aber im Falle des Energiepreises hätte man eher eine sich über mehrere Jahre erstreckende Reaktion als den drastischen, plötzlichen Bruch im Produktivitätswachstum im Jahre 1974 erwarten können. Auch die konjunkturelle Erklärung erweist sich im Falle der USA als besonders unzureichend. Es wurde schon erwähnt, daß allein für 1979 ein zwingender Nachweis vorliegt, der auf anhaltende konjunkturelle Wirkungen in Deutschland, Italien und in einigen anderen Ländern schließen läßt. Im Falle der USA freilich ist diese Erklärung angesichts der Tatsache, daß die amerikanische Wirtschaft seit 1973 praktisch einen vollen Konjunkturzyklus durchlaufen hat, logisch nicht einwandfrei. Es überrascht daher nicht, daß im Wirtschaftsbericht des Präsidenten das Produktivitätswachstum — bereinigt um konjunkturelle Schwankungen — sehr gering eingeschätzt wurde, besonders für 1974 und neuerlich die Zeit nach 1976. 1979 ging hiernach die konjunkturell bereinigte Produktivität erheblich zurück.

Andernorts blieb, wie die vorstehende Tabelle zeigt, das Produktivitätswachstum, sogar nachdem das Rezessionstief 1975 durchschritten war, unterhalb seines Trends vor 1973. Aber das gleiche gilt in deutlichem Gegensatz zum amerikanischen Geschehen für das Produktionswachstum. Auf den ersten Blick scheint dies darauf hinzudeuten, daß die Erklärung — abgesehen von den USA — einfach darin besteht, daß nie ein vollständiger Konjunkturaufschwung realisiert wurde, zumal jenes Land, das in den vergangenen vier Jahren ein seinem Ergebnis vor 1973 am nächsten kommendes Wachstum erreichte, nämlich Deutschland, sich auch seinem früheren Produktivitätstrend am stärksten genähert hat. Erwartungsgemäß steht aber üblicherweise im Konjunkturverlauf die Produktivität in einem Zusammenhang mit der veränderten Beanspruchung der Ressourcen durch die Nachfrage; dies gilt besonders für den vorhandenen Kapitalstock, da Maschinen, die bestimmte Arbeitsmengen erfordern, mehr oder weniger intensiv eingesetzt werden. Zwar deutet in den meisten Ländern die Arbeitslosigkeit weiterhin auf eine geringe Nachfragedynamik hin (s. Kapitel II, S. 34); dies gilt jedoch anscheinend für die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe weniger.

Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe

| | Durchschnitt 1964-73 | 1975 | 1978 | 1979 | | | |
|----------------------------|-------------------------|------|------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | 1. Quartal | 2. Quartal | 3. Quartal | 4. Quartal |
| Prozent | | | | | | | |
| USA | 85,5 | 72,9 | 84,4 | 86,7 | 85,9 | 85,4 | 84,6 |
| Japan | 92,8 | 76,3 | 78,3 | 81,1 | 83,1 | 84,9 | 86,0 |
| Deutschland (BR) | 86,6 | 77,1 | 81,2 | 83,5 | 85,6 | 85,3 | 84,5 |
| Frankreich | 83,6 | 72,5 | 80,4 | 81,5 | 82,3 | . | 81,8 |
| Großbritannien | 85,0 | 69,0 | 75,0 | 78,0 | 84,0 | 89,0 | 78,0 |
| Italien | 78,5 | 69,3 | 73,1 | 75,8 | 74,8 | 75,5 | 77,1 |
| Kanada | 86,7 | 80,8 | 85,7 | 87,4 | 85,8 | 86,2 | 86,9 |

Vierorts hat sich der Nachfragedruck auf den Kapitalstock nach einem Rückgang in den Jahren 1974 und 1975 wieder etwa beim Durchschnittsniveau vor dem ersten Ölchock eingependelt, eine Entwicklung, die sehr stark mit jener in den USA übereinstimmt. Folglich hätten, zumindest nachdem sich die Wirtschaftstätigkeit vom Rezessionstief erholt hatte, überdurchschnittliche Produktivitätsergebnisse erwartet werden können. Das Rätsel bleibt offensichtlich ungelöst.

Der Grund für die zunehmende Kapazitätsauslastung liegt wohl weniger in der Ausweitung der Produktion und Nachfrage als vielmehr darin, daß der Kapitalstock weniger rasch zunahm oder sogar schrumpfte. Dies wird aus den nachstehenden Zahlen erkennbar, die den abrupten und generellen Bruch im Aufwärtstrend der Unternehmensinvestitionen — d.h. des Bruttozugangs zum Kapitalstock — ausweisen. Aber wenn dies auch möglicherweise dazu beitrug, den Druck der tatsächlichen Nachfrage im Verhältnis zum bestehenden Produktionspotential (möglicherweise mit positiven Wirkungen auf die Produktivität) aufrechtzuerhalten, gilt es doch zu bedenken, daß einer der wesentlichen Wege, über die sich neue technologische Fortschritte vollziehen, zusätzliche Investitionen sind. Schwächen sich diese ab, muß man realistischerweise vom technischen Fortschritt in der Produktion ebenfalls eine allmähliche Verlangsamung erwarten.

Offensichtlich sind die Konsequenzen dieser Erklärungsweise tiefgreifender als jene des geläufigeren konjunkturrell bedingten Produktivitätsrückgangs. Letzterer hat sich früher gewöhnlich im folgenden Aufschwung rasch ins Gegenteil gekehrt. Abgesehen davon, daß ein notwendigerweise konservativer wirtschaftspolitischer Kurs eine solche Erholung fürs erste ausschließen dürfte, stellt sich auch die Frage, ob nicht das schwächere Wachstum der Investitionen auf jeden Fall auf grundlegendere Faktoren zurückgeht. Neben einem langsamen Nachfragewachstum und einer dra-

Anteil der privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau)
am Bruttosozialprodukt

| | Durchschnittliche jährliche Veränderung: | | | | Anteil der Investitionen am Bruttosozialprodukt (in konstanten Preisen) | | |
|----------------------------|--|---------|--|---------|---|------|------|
| | Reales Bruttosozialprodukt | | Reale private Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) | | 1960 | 1973 | 1979 |
| | 1960-73 | 1973-79 | 1960-73 | 1973-79 | | | |
| | Prozent | | | | | | |
| USA | 4,1 | 2,5 | 5,4 | 2,1 | 9,0 | 10,6 | 10,4 |
| Japan | 10,2 | 4,1 | 14,0 | 2,2 | 14,0 | 20,1 | 18,0 |
| Deutschland (BR) | 4,5 | 2,4 | 4,6 | 2,7 | 13,4 | 13,7 | 13,8 |
| Frankreich | 5,7 | 3,0 | 7,5 | 1,1 | 11,2 | 13,9 | 12,4 |
| Großbritannien | 3,2 | 0,8 | 4,3 | 1,6 | 11,8 | 11,9 | 12,4 |
| Italien | 5,1 | 2,8 | 4,9 | -1,6 | 12,1 | 11,7 | 8,9 |
| Kanada | 5,6 | 3,1 | 5,8 | 4,5 | 13,2 | 13,6 | 14,7 |
| Belgien | 3,8 | 2,5 | 5,7 | 1,3 | 12,5 | 15,4 | 14,6 |
| Niederlande | 5,0 | 2,5 | 4,6 | 1,7 | 13,8 | 13,0 | 12,4 |
| Schweden | 3,9 | 1,7 | 4,9 | -1,3 | 8,3 | 9,4 | 7,9 |
| Schweiz | 4,4 | -0,5 | 5,8 | -1,8 | 18,3 | 21,6 | 19,4 |

stischen Änderung des relativen Energiepreises erlebten die siebziger Jahre auch vielerorts ungünstigere Kosten-Preis-Relationen sowie hohe und schwankende Inflationsraten. Überdies bestand erhöhte Unsicherheit über den künftigen wirtschaftspolitischen Kurs und damit über die realen Kosten der Schuldentilgung und das künftige Wachstum der Märkte.

Anders ausgedrückt: Ein wachsendes Investitionsrisiko ging mit sinkenden Gewinnspannen einher. Die absehbaren Investitionserträge reichen demnach möglicherweise vielerorts nicht aus, um die erforderlichen höheren Risikoprämien zu erwirtschaften. Hohe Inflationsraten ziehen auch hohe Nominalzinsen nach sich, die vor einer langfristigen Kreditaufnahme zurückschrecken lassen. Denn obwohl die Zinssätze gemessen an den laufenden Inflationsraten derzeit recht niedrig erscheinen, würden sie natürlich zu einer ersten Belastung werden, wenn die Inflation spürbar sinken sollte. Es scheint auch so zu sein, daß eine hohe Inflation mit einer größeren Unbeständigkeit der Preiserhöhungen selbst sowie der relativen Preise einhergeht und so die normalerweise eindeutigen Signale stört, die der Marktmechanismus an potentielle Investoren sendet. Insofern, als derartige Faktoren ins Gewicht fielen, dürfte die geringe Ausweitung der Investitionen in den letzten Jahren zum langsamen Gesamtwachstum von der Nachfrageseite wie auch möglicherweise von der Angebots- oder Produktivitätsseite her beigetragen haben.

Der gegenwärtig weitverbreitete Antiinflationkurs der Wirtschaftspolitik birgt nunmehr Anlaß zur Hoffnung, daß ein Teil dieser entscheidenden Investitionshemmnisse abgebaut wird. Wie freilich das Beispiel Deutschlands zu demonstrieren scheint, kann die Wiederherstellung eines günstigen Investitionsklimas ein langwieriger und schmerzhafter Prozeß sein. Sie verlangt vor allem eine allmähliche Rückkehr zu befriedigenden Kosten-Preis-Relationen und andere Anreize. Daneben bedarf es je nach dem betreffenden Land der Unterstützung durch veränderte staatliche Regelungen und finanzpolitische Anreize. Schließlich können auch öffentliche Investitionen im Bereich der Infrastruktur, die ergänzend zu den privaten Investitionen im mittelfristigen Zeitrahmen durchgeführt werden, die private Investitionstätigkeit anregen.

Unter der Annahme, daß das Investitionsklima verbessert werden kann, erscheint auch die Hoffnung begründet, daß die latente Nachfrage nach Investitionsgütern kräftig ist und bei niedrigeren Zinsen und optimistischeren Nachfrageausichten zum Tragen kommen wird. Ein Fingerzeig in diese Richtung ist die einfache Tatsache, daß die Anlageinvestitionen in praktisch allen Industrieländern während der gesamten siebziger Jahre auf einem relativ flachen Trend verharren. Ein weiterer ist, daß offenbar — nach den Entwicklungen in bestimmten Sektoren wie z. B. der Elektronik und der Nachrichtenübermittlung zu urteilen — wenig Grund für den Glauben besteht, der technische Fortschritt als solcher habe sich verlangsamt. Schließlich wird der Zwang zu energieerzeugenden und -sparenden Investitionen den zusätzlichen Kapitalbedarf gerade des Sektors wesentlich erhöhen, in dem sich die relativen Preise und die Gewinnspannen offenbar besonders günstig entwickelt haben. Wenn gemäß der Argumentation dieses Berichts die Folgewirkungen des neuen Inflationsschocks eingedämmt werden können, wird man sogar in einer Welt relativ langsamen Wachstums ein Stück Weges zur Herstellung der Voraussetzungen für befriedigende autonome Anlageinvestitionen zurücklegen.

IV. GELDPOLITIK IN EINER SICH WANDELNDEN UMWELT

Ein steiler und allgemein beschleunigter Zinsauftrieb war das auffallendste Merkmal der Finanzmärkte im vergangenen Jahr. Von März 1979 bis März 1980 wurden in rascher Folge in einem Land nach dem anderen die Diskontsätze angehoben, auf den inländischen Geldmärkten erhöhten sich die Zinsen um 4–10 und die Anleiherenditen um 2–5 Prozentpunkte. Im Frühjahr d. J. übertrafen die Zinsen in den meisten Industrieländern sogar den vorherigen Zinsgipfel der siebziger Jahre. Besonders dramatisch war jedoch der nachfolgende Umschwung in den USA, wo die Rendite dreimonatiger Schatzwechsel, die von März 1979 bis März 1980 von 9½% auf einen Höchstsatz von 16½% gestiegen war, Mitte Mai auf 8½% zurückfiel.

Die Geldpolitik war in den wichtigsten Ländern bereits seit längerem auf eine Stabilisierung der Erwartungen und eine Dämpfung der Inflation gerichtet. Dennoch schnellten die Teuerungsraten in den vergangenen anderthalb Jahren — großenteils weltwirtschaftlich bedingt — ganz allgemein wieder empor. Vor diesem Hintergrund stellt sich gegenwärtig die entscheidende Frage, ob die Währungsbehörden angesichts des neuen Ölschocks und höherer Rohstoffpreise allgemein dieser Herausforderung besser als 1973/74 begegnen können. Man kann dieser Frage nachgehen, indem man die neuere Entwicklung der Geldversorgung und der Zinssätze in einem längerfristigen Zusammenhang betrachtet; dies geschieht im ersten Teil dieses Kapitels.

Der Zinsauftrieb im vergangenen Jahr war Reflex des sich verschlechternden Preisklimas wie auch der lebhaften Kreditnachfrage, die auf die hohe bzw. steigende Wirtschaftstätigkeit zurückging. Gleichzeitig wurde freilich in allen großen wie kleinen Industrieländern eine weniger nachgiebige bzw. restriktivere Geldpolitik verfolgt, die jedoch im allgemeinen nur wenig Unterstützung durch die Finanz- oder Einkommenspolitik fand. Vielfach stellte der heimische Nachfrage- und Kostendruck eindeutig ein Problem dar. Aber zumeist versuchte man auch, aus eigener Kraft eine Währungsabwertung mit ihren möglichen inländischen Kostenwirkungen zu vermeiden. Die Entwicklung der Geldpolitik und der Finanzmärkte im vergangenen Jahr wird im zweiten Teil dieses Kapitels erörtert.

Der bemerkenswerte Wandel der Grundauffassungen und der geldpolitischen Techniken bietet eine Erklärung für den Zinsauftrieb des vergangenen Jahres und läßt, wie in letzter Zeit der drastische Anstieg und plötzliche Rückgang der Zinsen in den USA, zugleich größere Zinsschwankungen für die Zukunft erwarten. Einige wichtige Länder stützen sich inzwischen stärker auf quantitative Kriterien zur Steuerung der Bankenliquidität und lassen damit den Geldmarktsätzen und sogar den Notenbankzinsen mehr Raum zur Anpassung an veränderte Marktbedingungen. Auch neigt man dazu, eine größere Zinsflexibilität auf Bankguthaben zu fördern und sich bei der Steuerung der Kreditströme stärker als bisher auf Zinsmechanismen

zu stützen. Dennoch sind quantitative Kreditbeschränkungen immer noch weit verbreitet, und ihre Einführung in den USA markierte eine abrupte, wenn auch vorübergehende Abkehr vom bisherigen Kurs. Auf einige dieser Änderungen und ihre offensichtlichen Folgen wird im Schlußabschnitt dieses Kapitels kurz eingegangen.

Geldmengensteuerung und Inflation

In den letzten Jahren wurde die Formulierung der Geldpolitik in den Industriestaaten von der Auffassung beeinflusst, daß ein stabiles und mäßiges Geldmengenwachstum einen wichtigen Beitrag zur Eindämmung der Inflation leisten könnte. Quantitative Ziele für das Wachstum des Geldangebots spielten erstmals in den frühen siebziger Jahren eine Rolle bei der Gestaltung der Wirtschaftspolitik — und zwar teilweise deshalb, weil es in einer inflationären Umwelt schwieriger geworden war, den restriktiven Einfluß gegebener Zinsen zu beurteilen. Die USA übernahmen hierbei die Führung, obwohl sich auch andernorts die Behörden seit langem der Risiken bewußt waren, die eine übermäßige monetäre Expansion in sich birgt.

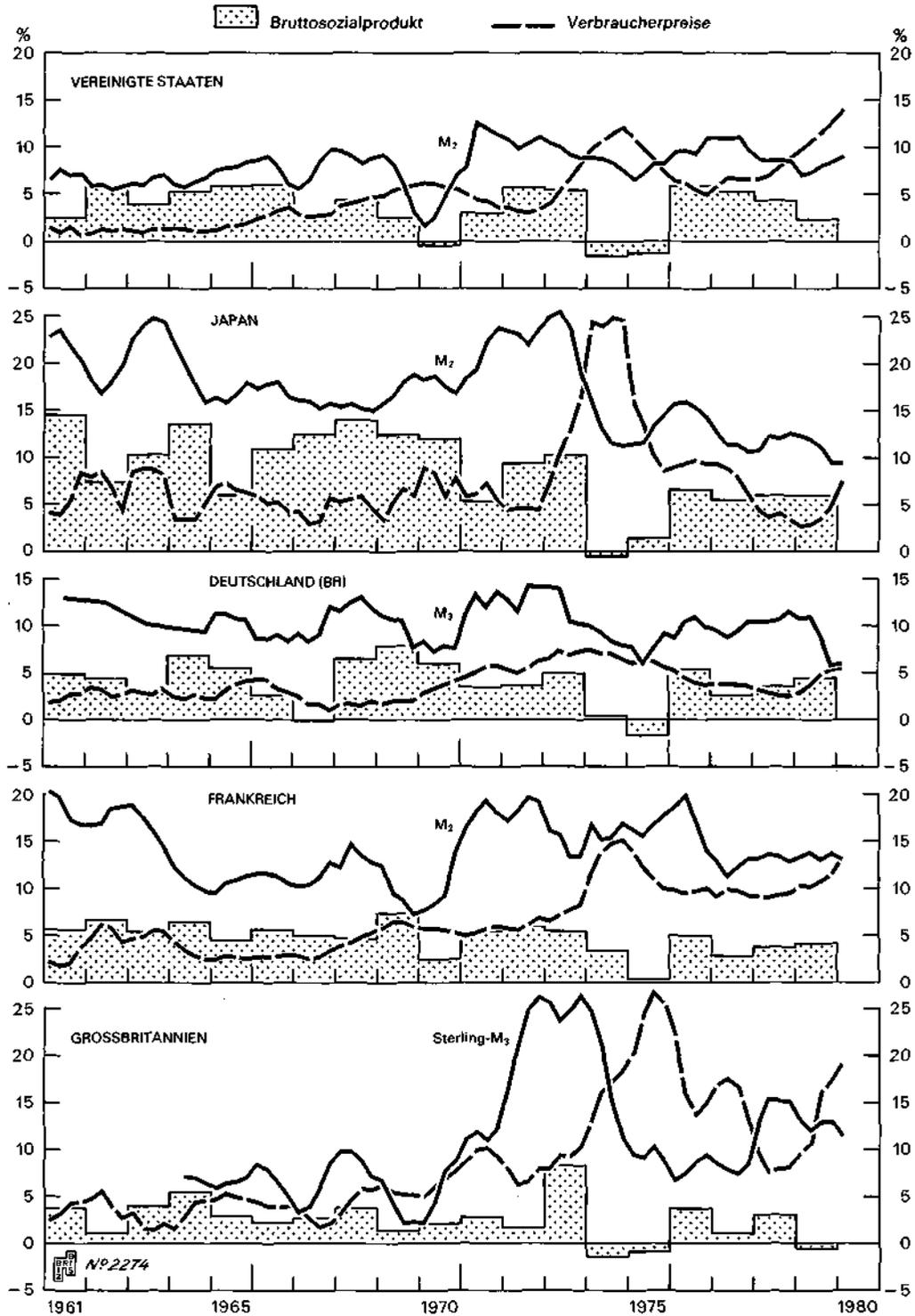
Nach dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse und dem Aufflackern der Inflation in den Jahren 1973/74 stellte ein immer größerer Kreis von Ländern Ziele für das Geldmengenwachstum auf. Im letzten Jahr hatten bereits sieben Länder der Zehnergruppe derartige Normen eingeführt, wenn auch die Schweiz diese vorübergehend aufgegeben hatte. Es entsprach der Logik dieses Ansatzes, daß die Zielwerte alle öffentlich verkündet wurden, um die Preiserwartungen zu beeinflussen. Dahinter stand im allgemeinen eine Strategie, die darauf gerichtet war, die Inflationsraten innerhalb einiger Jahre schrittweise zurückzuführen.

Es ist noch zu früh, um die Wirksamkeit dieses Ansatzes endgültig zu beurteilen. In einigen Ländern liegen einfach noch zu wenige Erfahrungen vor. In anderen werden möglicherweise die in letzter Zeit veränderten geldpolitischen Techniken oder die stärkere Verpflichtung der Währungsbehörden auf ihre Ziele zu gegebener Zeit die Ergebnisse beeinflussen. Dennoch ist es wohl angesichts der jüngsten Rückschläge sinnvoll, längerfristig zu untersuchen, wie sich die monetären Variablen im Rahmen dieser Strategien speziell in den letzten Jahren entwickelt haben und inwieweit ihr Verhalten mit dem Verlauf der Preise und der Produktion möglicherweise in Verbindung stand.

Monetäre Gesamtgrößen. In den letzten Jahren war das monetäre Wachstum in allen größeren Industrieländern weiterhin von starken konjunkturellen Schwankungen geprägt. Vielfach blieben die Wachstumsraten zudem recht hoch im Vergleich zu jenen in früheren entsprechenden Konjunkturphasen. Dies wird aus der gegenüberliegenden Graphik ersichtlich, in der das Wachstum der Geldmenge in weiter Abgrenzung mit dem Verbraucherpreisanstieg über einen Zeitraum von zwanzig Jahren verglichen wird. Um die Entwicklung der Produktion im Konjunkturverlauf anzudeuten, werden auch die jährlichen Veränderungen des realen Bruttosozialprodukts dargestellt.

Ein früheren Erfahrungen weiterhin stark ähnelndes Konjunkturprofil der monetären Entwicklung zeigt sich besonders deutlich im Falle der USA. Das Wachstum von M2 (nach der bis Anfang 1980 allgemein üblichen Definition) erreichte von

Monetäres Wachstum, Veränderung der Verbraucherpreise
und des realen Bruttosozialprodukts
Quartals- oder Jahresdurchschnitte, Veränderung gegen Vorjahr



1976 bis 1978 in keinem einzigen Quartal die früheren Höchstwerte von 1971, fiel jedoch im Gesamtzeitraum kaum geringer als 1971–73 und stärker aus als in den Jahren 1967–69, die der ersten besorgniserregenden Inflationsbeschleunigung in den USA vorangingen. Wenn auch das Wachstum von M2 im letzten Jahr etwas zurückging, blieb es doch ein wenig höher als im Konjunkturtief von 1975 und deutlich oberhalb der 1969 in der Zeit strenger Kreditbeschränkungen erreichten Rate. Im wesentlichen dasselbe gilt im übrigen für die Entwicklung aller wichtigen Gesamtgrößen, die in den USA gewöhnlich verwendet werden — ob sie weit oder eng definiert, alt oder neu sind.

Eine erneute konjunkturelle Beschleunigung des Wachstums der Geldmenge in weiter Abgrenzung läßt sich seit Mitte der siebziger Jahre in jedem anderen dargestellten Land beobachten. Mit Ausnahme Japans, wo sich das trendmäßige Wachstum der Produktion beträchtlich verlangsamt hat, war die Ausweitung der Geldmenge seit 1975 etwa ebenso kräftig oder kräftiger als in den sechziger Jahren. Allerdings fiel die monetäre Expansion in den letzten Jahren — sieht man einmal von der Entwicklung in Frankreich 1974/75 ab — zumindest mäßiger aus als in den frühen siebziger Jahren.

Die kräftige monetäre Expansion läßt sich einmal den recht großzügigen Normen, zum anderen aber auch den Schwierigkeiten zuschreiben, auf die man bei der Einhaltung der Zielwerte stieß, nachdem diese einmal aufgestellt waren. In allen betroffenen Ländern waren die Behörden überzeugt, daß sich die Inflation nur schrittweise beseitigen lasse, und nach der Rezession von 1974/75 wollten sie einen ausreichend kräftigen Aufschwung fördern, um damit die Arbeitslosigkeit deutlich zu verringern. Bezeichnenderweise kalkulierten sie in ihre Zielwerte recht großzügig einen „unvermeidlichen“ Preisaufrtrieb sowie ein optimistisches Wachstum der Produktion ein. Angesichts wirtschaftlicher Unsicherheit sowie unerwarteter und oft plötzlicher Unruhen auf den Finanz- oder Devisenmärkten ließ man dann zu, daß die monetäre Expansion die Zielwerte häufig beträchtlich übertraf. Insbesondere hatten die Währungsbehörden seit 1978 ähnlich wie 1974/75 zu entscheiden, ob oder inwieweit sie von außen kommende Preisschocks finanzieren sollten.

In erheblichem Maße beeinflussten sich die monetären Entwicklungen in den wichtigsten Ländern nach 1975 natürlich gegenseitig. In den USA versuchten die Behörden, den Zinsauftrieb zu begrenzen, der die wirtschaftliche Erholung zunichte machen oder in eine Rezession führen konnte. Sie haben dabei offenbar die Dynamik der Wirtschaft unter- und die Restriktionswirkung der Geldpolitik überschätzt. Erst im November 1978, nachdem der Dollar auf den Devisenmärkten stark gefallen war, bemühte man sich um einen härteren Kurs der Geldpolitik. Inzwischen hatten sich verschiedene andere Länder mit einer übermäßigen, die inländische Wirtschaftstätigkeit dämpfenden Aufwertung ihrer Währungen auseinanderzusetzen. Massive Devisenmarktinterventionen waren ihre Antwort und eine starke Ausweitung ihrer Geldmenge das Ergebnis.

Die Geldmengensteuerung war überall größeren Risiken ausgesetzt. Bei umfangreichen Verschiebungen der Währungspräferenzen, die durch Wechselkursauschläge ausgelöst wurden, sowie beträchtlichen Schwankungen der Nachfrage nach Transaktionskasse infolge steigender Zinsen und veränderter Vorschriften war die Geldmengenentwicklung schwierig zu interpretieren.

Trotz dieser widrigen Umstände fiel das Geldmengenwachstum außerhalb der USA 1976–78 niedriger aus als in den zwei oder drei Jahren unmittelbar vor der ersten Ölkrise. Dies galt sogar für Deutschland, wo Devisenmarktinterventionen zur Vermeidung einer übermäßigen Aufwertung einen großen Umfang erreicht hatten. In Japan war das Wachstum von M2 im Zeitraum 1976–78 weniger als halb so kräftig wie in den frühen siebziger Jahren, während es in Frankreich im Verlauf von 1976 und Anfang 1977 sehr stark gedrosselt wurde. In Großbritannien beschleunigte sich 1977/78 die Zunahme von Sterling-M3 fühlbar; die darauffolgende Entwicklung ließ sich jedoch in keiner Weise mit der Geldmengenexplosion der Jahre 1972 und 1973 vergleichen. Trotz dieses vergleichsweise günstigen Ergebnisses läßt sich allerdings aus dem beobachteten Geldmengenwachstum kaum schließen, daß die hierbei verfolgte Politik — zumindest bis zum vorigen Jahr — besonders restriktiv war.

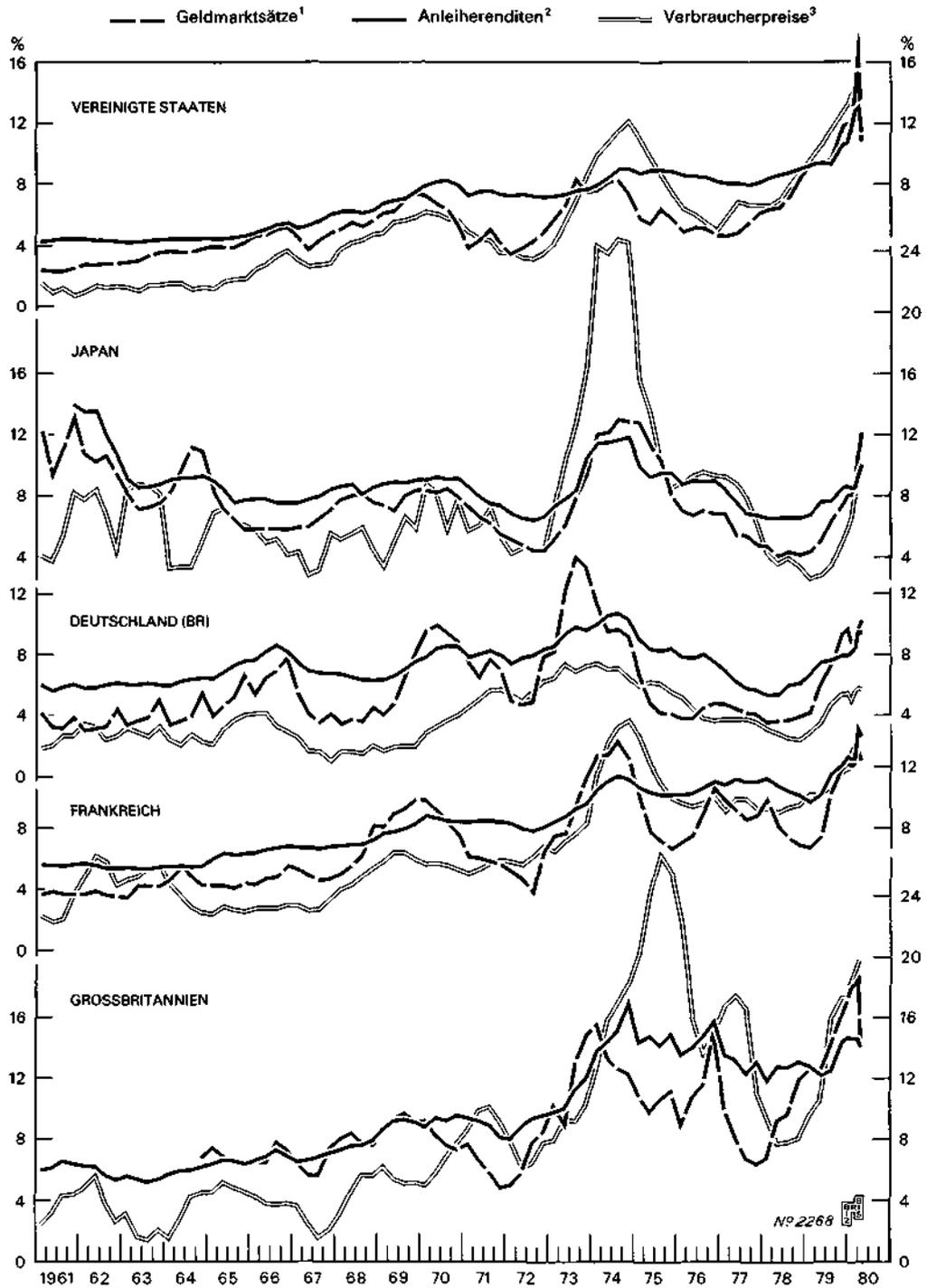
Zinssätze. Die längerfristige Einordnung jüngster geldpolitischer Entwicklungen wird auch durch den in der Graphik auf S. 66 dargestellten Vergleich von Zinsänderungen mit dem jährlichen Anstieg der Verbraucherpreise erleichtert. Wenn es auch keine allgemein akzeptierte Auffassung darüber gibt, wie sich Preisermutungen bilden, so kann doch die tatsächliche Entwicklung der Verbraucherpreise als grober Indikator dafür genommen werden, wie sich Erwartungen ändern.

Wie aus der Graphik hervorgeht, lagen die lang- wie auch die kurzfristigen Zinsen in allen wichtigen Ländern in den sechziger Jahren zumeist deutlich über dem Anstieg der Verbraucherpreise. In den siebziger Jahren schrumpfte diese Spanne jedoch im Durchschnitt und war sogar die meiste Zeit über negativ. Die Inflationsraten schnellten in den frühen siebziger Jahren empor und waren 1973–75 in allen betrachteten Ländern außer Deutschland höher als die dargestellten typischen kurz- und langfristigen Zinssätze. In Japan und Großbritannien hielt diese vorher ungewöhnliche Beziehung zwischen den Kurven (abgesehen von einem kurzen Zeitraum im Jahre 1976) bis Ende 1977 an, und in Großbritannien war sie im Verlauf von 1979 erneut festzustellen. In den USA überschritt 1979 die laufende Rate der Geldentwertung die Renditen erstklassiger Unternehmensschuldverschreibungen und lag über denen für Schatzwechsel während eines Zeitraums von sieben Jahren, der sich von 1973 bis zum Frühjahr d.J. erstreckte. Der Inflationstrend wird hier zwar durch Veränderungen des Verbraucherpreisindex möglicherweise überzeichnet, doch nicht so stark, daß sich hierdurch das grundlegende Bild ändern würde. Nach der Anfang 1980 erfolgten Anpassung waren die Zinssätze im Verhältnis zum Verbraucherpreisauftrieb eine Zeitlang offensichtlich höher als im Zeitraum 1973–75.

Es überrascht kaum, daß insbesondere die langfristigen Renditen niedriger als der laufende Preisanstieg ausfallen, wenn zwar die Inflation außergewöhnlich stark ist, sich aber voraussichtlich abschwächen wird. In den letzten Jahren haben die Marktteilnehmer möglicherweise das Tempo unterschätzt, mit dem die Inflation an Boden gewann. Wenn aber die kurzfristigen Zinsen real betrachtet über einen sehr langen Zeitraum negativ oder sehr niedrig bleiben, deutet dies wohl auch auf eine Geldpolitik hin, die sich durchweg nachgiebiger verhält als erwartet.

In Deutschland entwickelte sich das Verhältnis zwischen den Zinssätzen und den Verbraucherpreisen während der siebziger Jahre ganz anders als in den übrigen

Kurz- und langfristige Zinssätze und Veränderung der Verbraucherpreise Quartalsdurchschnitte*



* Für 1980 Monatsangaben.

¹ USA: dreimonatige Schatzwechsel; Japan: tägliches Geld; Deutschland: dreimonatige Einlagen zwischen Banken; Frankreich: Tagesgeld; Großbritannien: dreimonatige Sterlingeinlagen zwischen Banken. ² USA: Aaa-Unternehmensschuldverschreibungen; Japan: Telegraf- und Telefonanleihen; Deutschland und Frankreich: öffentliche Anleihen; Großbritannien: Staatsanleihen mit 20jähriger Laufzeit. ³ Prozentuale Veränderung gegen Vorjahr.

Ländern. Die Anleiherenditen übertrafen im gesamten Zeitraum deutlich den laufenden Preisauftrieb; auch der Realzins auf dreimonatige Geldmarktpapiere war, von kurzen Unterbrechungen 1972 und 1975/76 abgesehen, dauernd positiv. 1973/74 und erneut 1979 stiegen die kurzfristigen Zinsen — offenbar infolge einer restriktiven Politik sowie der Entwicklung auf den ausländischen Geldmärkten — viel stärker als der inländische Verbraucherpreisauftrieb.

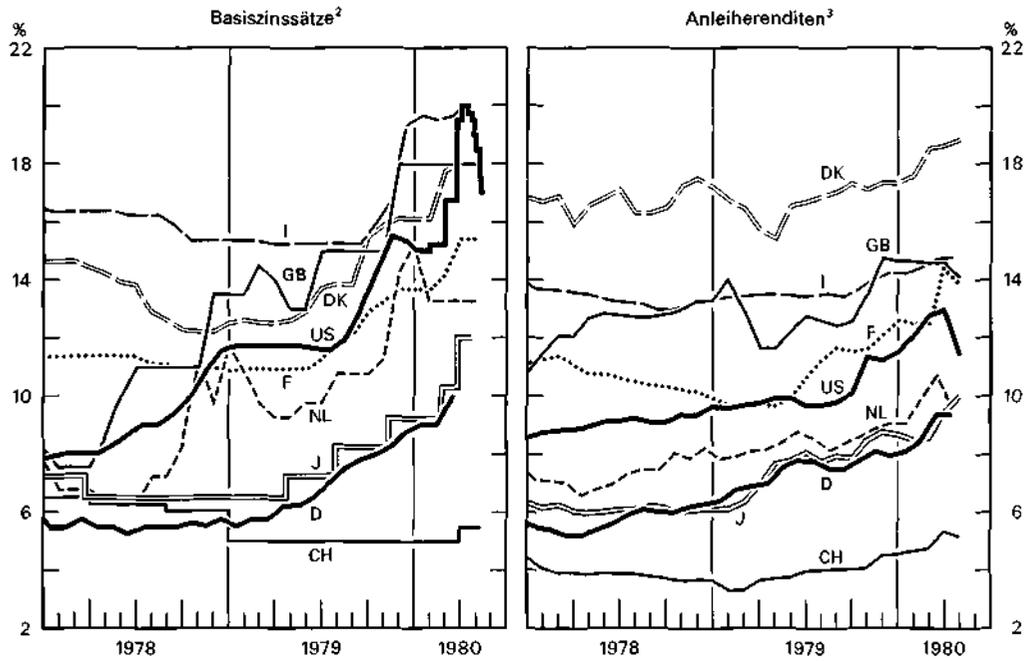
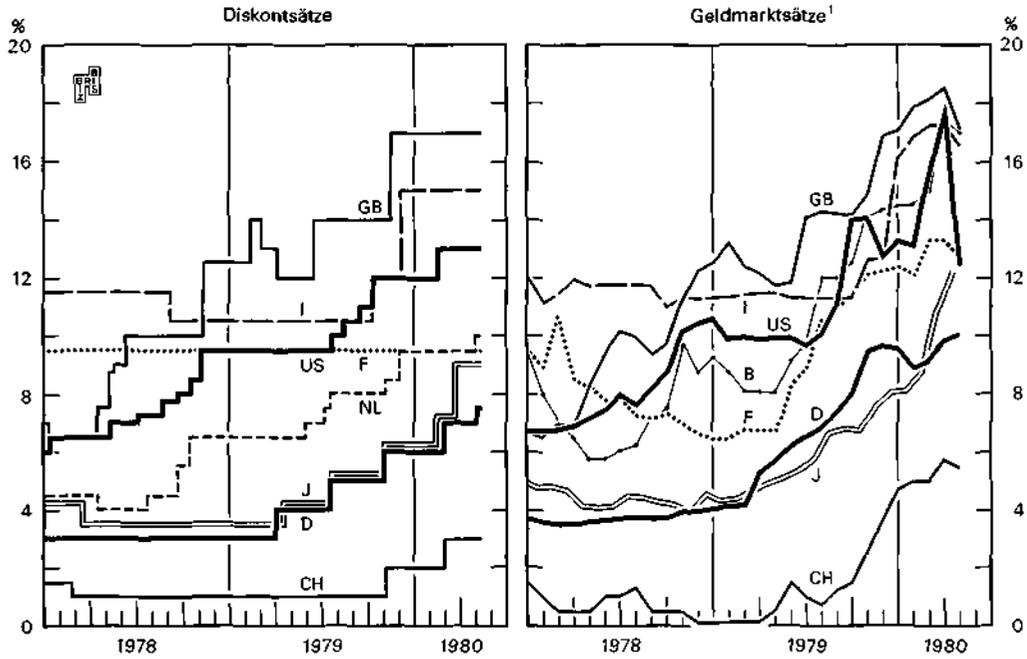
Das Verhältnis der kurz- und langfristigen Zinsen zueinander läßt wohl für sich genommen die Stoßkraft der Politik sichtbar werden. In den USA übertrafen die Anleiherenditen 1970–73 und ebenso 1976–78 die Zinsen für Schatzwechsel ungewöhnlich stark. Diese Konstellation kann sehr wohl darauf hindeuten, daß der Markt steigende Zinsen erwartete, und zwar möglicherweise in der Überzeugung, die Geldpolitik sei zu lax, und die Inflation werde sich aller Voraussicht nach beschleunigen. Anfang 1979 verschwand diese Spanne jedoch, und danach lagen die kurzfristigen Zinsen beachtlich lange über den langfristigen Sätzen. Ein ungewöhnlich großes Gefälle zugunsten der langfristigen Zinsen war im Zeitraum 1975–79 zu meist auch in Deutschland, Frankreich und Großbritannien zu verzeichnen. Diese Erscheinung — wie auch die hier folgende Herausbildung einer inversen Renditenkurve — wurde stark von den Ereignissen in den USA und auf den Devisenmärkten beeinflußt.

Im großen und ganzen weisen deshalb offenbar die beobachteten Zinssätze ebenso wie die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen darauf hin, daß die Geldpolitik der wichtigsten Länder in den Jahren 1975–78 nicht besonders restriktiv war. Allgemein ausgedrückt alimentierten die damals betriebenen Strategien die hohe Inflation, förderten ein Produktionswachstum nach traditionellem Konjunkturmuster und trugen durch ihre Abweichungen zu instabilen Wechselkursen bei. Zwar wurde der Inflationsdruck in einigen europäischen Ländern und in Japan eine Zeitlang beträchtlich vermindert, doch selbst hier ließen die geldpolitischen Stabilisierungsbemühungen unter dem Einfluß außenwirtschaftlicher Störungen nach. Unter diesen Umständen konnte die Geldpolitik die Inflationserwartungen nicht dauerhaft dämpfen. Wie in Kapitel II erläutert wird, waren die kräftige weltweite Nachfrage sowie Angebotsengpässe auf bestimmten Märkten teilweise für die Virulenz wie auch den Zeitpunkt des erneuten Preisauftriebs im vergangenen Jahr verantwortlich. Allerdings gehörten die in den Industrieländern verfolgten geldpolitischen Strategien zu dem Rahmen, in dem sich die Inflation beschleunigte.

Geldpolitik und Entwicklung der Finanzmärkte in den Jahren 1979/80

Jüngste Entwicklung der Zinssätze. Im vergangenen Jahr zogen die Zinsen in fast allen Industrieländern sehr stark an, obwohl sie dabei einen ganz unregelmäßigen Verlauf nahmen. Es ist bezeichnend, daß die Geldmarktzinsen wie auch die Anleiherenditen durch auf ruhige Zeiten folgende plötzliche starke Anpassungen auf ein höheres Niveau emporgerissen wurden. Wenn dies auch in den einzelnen Ländern zu sehr unterschiedlichen Zeitpunkten geschah, war doch über den gesamten Zeitraum von Anfang 1979 bis Anfang 1980 gesehen das Ausmaß dieses Anstiegs auf allen Märkten bemerkenswert ähnlich, und zwar unabhängig von den jeweiligen laufenden oder absehbaren Inflationsraten.

Jüngste Entwicklung der Zinssätze



Nº 2275

Anmerkung: B = Belgien, DK = Dänemark, D = Deutschland (BR), F = Frankreich, GB = Großbritannien, I = Italien, J = Japan, NL = Niederlande, CH = Schweiz und US = USA.

¹ Ausgewählte typische Zinssätze (Belgien: viermonatige Zertifikate; Frankreich: Satz für einmonatige Einlagen zwischen Banken; Italien: Sichteinlagen zwischen Banken; Japan: Satz für tägliches Geld; übrige Länder: Satz für dreimonatige Geldmarktpapiere).

² Von Geschäftsbanken für Kassenkredite an erstklassige Kunden geforderte Mindestsätze (Dänemark: durchschnittlicher Satz für Ausleihungen; Deutschland: unteres Ende der Spannweite für große Kontokorrentkredite).

³ Ausgewählte typische Zinssätze (USA: sämtliche Unternehmensschuldverschreibungen; Dänemark: hauptsächlich Pfandbriefe; Niederlande und Großbritannien: Staatsschuldverschreibungen; übrige Länder: verschiedene andere öffentliche Anleihen).

Der Anstieg der kurzfristigen Zinsen, der im Frühjahr 1978 in den USA bei einer kräftigen Konjunktur, einer sich beschleunigenden Inflation sowie dem Bemühen einsetzte, die rasche monetäre Expansion zu drosseln, verschärfte sich noch infolge der Maßnahmen, die im November 1978 zur Stärkung des Dollars ergriffen wurden. Dieses Paket enthielt eine Anhebung des Diskontsatzes um 1 Prozentpunkt, während er bis dahin der Entwicklung der Geldmarktzinsen nur folgte. Anfang 1979 gingen jedoch die Geldmarktsätze etwas zurück und blieben danach bis zum Sommer mehr oder minder stabil.

Inzwischen waren die kurzfristigen Zinsen im Frühjahr 1979 in Westeuropa und Japan sehr kräftig gestiegen, und die Anleiherenditen bewegten sich zumeist ebenfalls aufwärts. Der wirtschaftliche Aufschwung gewann an Boden, und die Inflation nahm infolge des außen- wie auch binnenwirtschaftlich bedingten Kostendrucks zu. In Deutschland waren die Anleiherenditen bereits seit Mitte 1978 unter dem Einfluß einer sich verstärkenden Kreditnachfrage aufwärtsgerichtet. Zudem nutzten hier die Behörden die nach November 1978 einsetzende Erholung des Dollars, um eine auf Drosselung der Geld- und Kreditexpansion gerichtete Politik zu betreiben. Seit dem Frühjahr 1979 stiegen die kurz- und langfristigen Zinsen in Belgien, den Niederlanden und Frankreich, deren Währungen miteinander im Europäischen Währungssystem verknüpft sind, gleichzeitig mit den DM-Sätzen, wenn auch im allgemeinen schneller. Kurz danach zogen die Zinsen in Großbritannien an, und zwar hauptsächlich infolge der im Haushaltsplan vom Juni angekündigten Maßnahmen zur Drosselung der monetären Expansion. In Japan wurde der Diskontsatz im April und nochmals im Juli aufgrund der sich beschleunigenden Inflation sowie zur Verteidigung des Yen angehoben. In Italien waren die Zinsen bereits hoch und blieben bis zum September praktisch unverändert.

Eine neue Phase setzte ganz plötzlich im Oktober ein. In den USA waren die Geldmarktzinsen seit Juli gestiegen und der Diskontsatz schrittweise angehoben worden, doch hatte der Dollar erneute Schwächeanzeichen gezeigt. Nach einer Unterbrechung hatte sich das Geldmengenwachstum sehr stark beschleunigt, die Wirtschaftstätigkeit war unerwartet kräftig, und der Inflationsdruck verstärkte sich eindeutig. Ein entschlosseneres Handeln schien notwendig; dementsprechend kündigte die amerikanische Zentralbank am 5. Oktober eine Anhebung des Diskontsatzes von 11 auf 12% als Bestandteil eines Pakets von Maßnahmen an, die den Markt zumindest eine Zeitlang überzeugten. Ende des Monats lag der Zinssatz für Zentralbankguthaben (Federal funds) 5 Prozentpunkte höher als zur Jahresmitte, und die Anleiherenditen waren um 1½ Prozentpunkte gestiegen. Da zudem die Behörden andernorts zögerten, eine Abwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar in Kauf zu nehmen, wurden die Zinssätze in den übrigen Ländern im Sog der US-Zinsen nach oben gezogen. Ein drastischer allgemeiner Anstieg der Marktzinsen stellte sich in fast allen Ländern als Folge von Maßnahmen ein, welche die Kosten zusätzlicher Zentralbankkredite beträchtlich erhöhten. Außerdem wurden die Diskontsätze in der Zeit von Anfang Oktober bis Mitte Januar in neun Ländern der Zehnergruppe sowie in der Schweiz angehoben — und zwar um bis zu 3 Prozentpunkte in Großbritannien und 4½ Prozentpunkte in Italien. Steigende Zinsen auf Bankdarlehen folgten rasch, und die Anleiherenditen waren zunehmend aufwärtsgerichtet.

Anfang 1980 folgte eine Atempause, während der die kurzfristigen Zinsen mancherorts nachgaben, doch erwies sie sich als kurzlebig. In den USA, wo sich der Verbraucherpreisauftrieb weiter beschleunigte und die Aussichten auf eine Konjunkturflaute wieder in den Hintergrund traten, brachen die Kurse für Anleihen im Februar zusammen, und der Satz für Federal funds stieg auf einen monatsdurchschnittlichen Höchstwert von 14%. Als die amerikanische Notenbank mit einer Anhebung des Diskontsatzes von 12 auf 13% entschlossen reagierte, erfaßte bald eine neue Woge von Diskontsaterhöhungen Japan, Belgien, Deutschland, die Schweiz und Dänemark. Dennoch wurde in den USA im März ein weiteres Bündel restriktiver finanz- und geldpolitischer Maßnahmen angekündigt. Diesmal ließen die Behörden den allgemeinen Diskontsatz unverändert, führten jedoch einen Zinsaufschlag von 3 Prozentpunkten für Fälle eines häufigen Rückgriffs auf den Zentralbankkredit ein. Ende März erreichte der Satz für Federal funds fast 20%. Die Renditen der Unternehmensschuldverschreibungen lagen bei 14% und die Zinssätze für dreimonatige Akzepte der Banken bei 17½%. Anfang April erreichten die Leit-zinsen der Banken ein Rekordniveau von 20%, und Hypothekendarlehen wurden zu festen Sätzen von 16–17% mit Laufzeiten bis zu 25 Jahren angeboten.

Die Zinsen erreichten auch in Westeuropa im Frühjahr 1980 ein bemerkenswert hohes Niveau, wo Inflation und Nachfragedruck zumeist zunahmen, wenn sie auch weiterhin niedriger waren als in den USA. In Deutschland spielten dabei offenbar die starke Gesamtnachfrage wie auch die anhaltenden Bemühungen der Behörden, eine Überhitzung der Wirtschaft durch Drosselung der Geld- und Kreditexpansion zu vermeiden, die entscheidende Rolle. Auch in Großbritannien und Frankreich versuchten die Behörden, das Geldmengenwachstum zurückzuführen; zudem war hier, wie in Italien, die Inflation durch „hausgemachte“ Kostenfaktoren sehr stark in die Höhe getrieben worden. In einigen der kleineren Länder, so in Belgien, den Niederlanden und Dänemark, schienen die Zinssätze im Verhältnis zum laufenden Preisauftrieb besonders hoch; eine Tatsache, die teilweise auf starke Haushaltsungleichgewichte und den Finanzierungsbedarf für sich vergrößernde Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen sein dürfte. Bei der Festlegung ihrer Zinspolitik räumten die Behörden in fast allen Ländern der Verteidigung ihrer Währungen hohe Priorität ein, und zwar unabhängig von den jeweiligen Nachfrageverhältnissen, wobei sie auf einen nachlassenden Kostendruck aus dem Ausland hofften. Da die Geldmärkte offenbar mit recht stabilen Wechselkursen rechneten, zogen die Nominalzinsen in den einzelnen Ländern nahezu parallel an. Während die Zinsen in den USA die Inflation kaum eingeholt hatten, hatten andernorts die Renditen und Kreditkosten real betrachtet vielfach ein sehr hohes Niveau erreicht.

Im März und Anfang April gaben die Zinsen in den USA nach und reagierten damit auf die sich abzeichnende Rezession sowie die inzwischen verhaltenere Kreditnachfrage. Die Abwärtsbewegung verlief, ebenso wie der vorangegangene Anstieg, insbesondere bei den kurzfristigen Zinsen bemerkenswert steil. Bis Anfang Mai war die Rendite dreimonatiger Bankakzepte auf 9½%, die Prime rate auf 17½% gesunken, und die Rendite der Unternehmensschuldverschreibungen lag bei 12%. Am 7. Mai wurde der seit März im Falle eines häufigen Rückgriffs auf Zentralbankkredite erhobene Aufschlag von 3 Prozentpunkten auf den Diskontsatz abgeschafft. Bei einem nachgebenden Dollarkurs an den Devisenmärkten gingen die

Geldmarktsätze und Anleiherenditen auf den meisten europäischen Märkten etwas zurück. Am 2. Mai wurden jedoch der Diskont- und der Lombardsatz der Bundesbank von 7 auf 7½% bzw. von 8½ auf 9½% angehoben, wobei dieser Schritt durch das sich beschleunigende Geldmengenwachstum und das Leistungsbilanzdefizit dieses Landes beeinflusst wurde. Am gleichen Tag setzte die Niederländische Bank ihre Leitzinsen um ½ Prozentpunkt herauf.

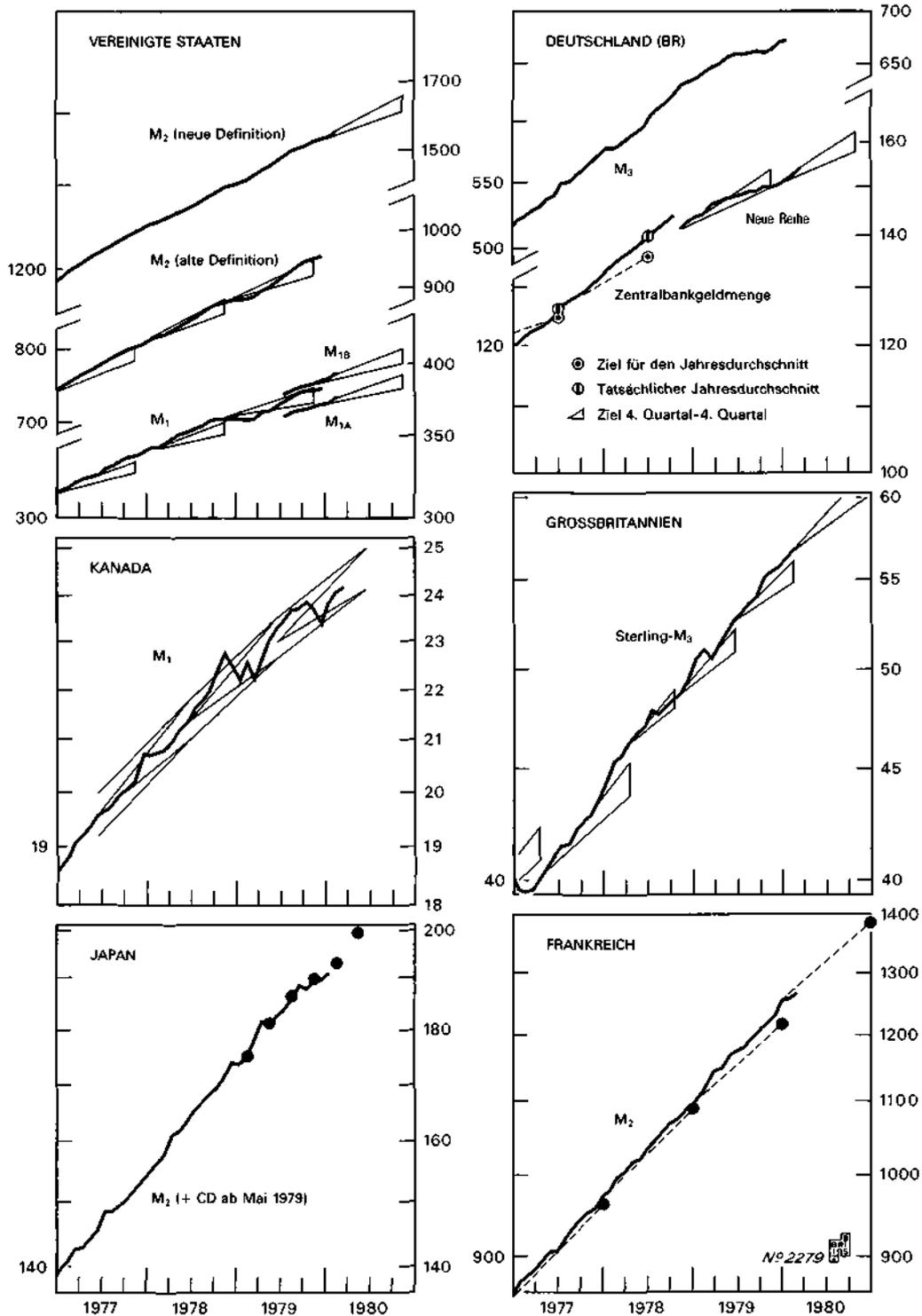
Geldpolitik und monetäre Expansion. Die angespanntere monetäre Lage im vergangenen Jahr war weitgehend darauf zurückzuführen, daß die wichtigsten Länder entschlossener Strategien anwandten, die in der Hauptsache auf eine Drosselung des Geldmengenwachstums zielten. Zinsanpassungen bildeten den Mechanismus, der diese in praktisch alle Länder übertrug.

Monetäre Gesamtgrößen und Kreditaggregate:
Ziele und Wachstumsraten

| | Geld- oder Kreditaggregat | Zeitraum | Ziel | Tatsächliches Ergebnis |
|--------------------------|-------------------------------------|--|--|------------------------|
| | | | Prozentuale Zunahme ¹ | |
| USA | M ₁ alte Definition | IV/1978 — IV/1979 | 3,0— 6,0 ² | 5,5 |
| | M _{1A} neue Definition | IV/1979 — IV/1980 | 3,5— 6,0 | . |
| | M _{1B} neue Definition | IV/1979 — IV/1980 | 4,0— 6,5 | . |
| | M ₂ alte Definition | IV/1978 — IV/1979 | 5,0— 8,0 | 8,3 |
| | M ₂ neue Definition | IV/1979 — IV/1980 | 6,0— 9,0 | . |
| | M ₃ alte Definition | IV/1978 — IV/1979 | 6,0— 9,0 | 8,1 |
| | M ₃ neue Definition | IV/1979 — IV/1980 | 6,5— 9,5 | . |
| | Gesamte Kreditgewährung der Banken | IV/1978 — IV/1979 IV/1979 — IV/1980 | 7,5—10,5 ³ 6,0— 9,0 ³ | 11,0 . |
| Japan | M ₂ + CDs | I/1978 — III/1979 | 12,0 ⁴ | 11,7 ⁵ |
| | | IV/1978 — IV/1979 | 11,0 | 11,2 |
| | | I/1979 — I/1980 | 10,0 | 10,7 |
| | | II/1979 — II/1980 | 10,0 | . |
| Deutschland (BR) | Zentralbankgeldmenge | IV/1978 — IV/1979 | 6,0— 9,0 | 6,3 |
| | | IV/1979 — IV/1980 | 5,0— 8,0 | . |
| Frankreich | M ₂ | Dezember 1978 — Dezember 1979 | 11,0 | 14,3 |
| | | Dezember 1979 — Dezember 1980 | 11,0 | . |
| Großbritannien | Sterling-M ₂ | Oktober 1978 — Oktober 1979 | 8,0—12,0 | 13,4 |
| | | Juni 1979 — Oktober 1980 | 7,0—11,0 | . |
| | | Februar 1980 — April 1981 | 7,0—11,0 | . |
| | | April 1981 — April 1982 | 6,0—10,0 ⁶ | . |
| | | April 1982 — April 1983 | 5,0— 9,0 ⁶ | . |
| | | April 1983 — April 1984 | 4,0— 8,0 ⁶ | . |
| Italien | Gesamte Inländische Kreditgewährung | Dezember 1978 — Dezember 1979 | 18,5 ⁷ | 19,0 |
| | | Dezember 1979 — Dezember 1980 | 17,0 ⁷ | . |
| Niederlande | M ₂ /Nettovolkseinkommen | Ende 1980 | leichter Rückgang | 36,6 ⁸ |
| Kanada | M ₁ | Juni 1978 — II/1979 | 6,0—10,0 | 7,7 |
| | | II/1979 — | 5,0— 9,0 | . |
| Schweiz | Notenbankgeldmenge | November 1979 — November 1980 | 4,0 | . |

¹ Bei von einem Jahr abweichenden Zeiträumen auf Jahresrate umgerechnet. ² Revidierte Zielwerte vom Oktober 1979, als sich herausstellte, daß die Verwendung automatischer Überweisungsmöglichkeiten und sog. „negotiable orders of withdrawal“ rascher als erwartet zunahm; die ursprüngliche Zielspanne betrug 1,5–4,5%. ³ Schätzwert, der mit den Zielwerten für die monetären Gesamtgrößen vereinbar erscheint. ⁴ Geschätzte Veränderung für jeden Vierquartalszeitraum. ⁵ III/1978–III/1979. ⁶ Mittelfristig geplante Bandbreite; einzelne Werte unterliegen der Überprüfung. ⁷ Obergrenze ausgedrückt in absoluten Beträgen: 1979 Lit 53 000 Mrd., 1980 Lit 59 000 Mrd. ⁸ Ende 1979.

Monetäre Gesamtgrößen*: Ziele und Wachstumsraten



* In Mrd. (Japan: Billionen) Währungseinheiten.

Die monetären Ziele und das tatsächliche Wachstum der betreffenden Gesamtgrößen sind in der Tabelle auf S. 71 und in der vorstehenden Graphik dargestellt.

Nahezu überall steckte man von Jahr zu Jahr die Ziele oder Obergrenzen etwas niedriger, in der Auffassung, daß ihre Ankündigung zu einer Abschwächung der Inflationserwartungen beitragen würde. Zwar hatte das Geldmengenwachstum in der Basisperiode für das vergangene Jahr in mehreren Fällen den Zielwert überschritten, was implizierte, daß frühere Überschreitungen nicht zurückgenommen würden, der geldpolitische Kurs jedoch im Verlauf von 1979 immer restriktiver werden sollte. Wichtiger war allerdings, daß kein Land seine Zielwerte anhub, um sich der unerwartet hohen Inflation anzupassen. Letztlich konnte man mancherorts die Zielwerte nicht voll einhalten, doch bemühte man sich im Verlauf des Jahres entschlossener, die monetäre Expansion zu drosseln.

In den *Vereinigten Staaten* nahmen die monetären Gesamtgrößen in den ersten Monaten von 1979 nur mäßig zu, begannen jedoch im Sommer sehr kräftig zu wachsen. Diese Tatsache wie auch die hiermit verbundene Entwicklung auf den Devisenmärkten erklären den Zeitpunkt der Einleitung restriktiverer Strategien sowie die seit dem Oktober nacheinander verabschiedeten restriktiven Maßnahmen. Das Geldmengenwachstum schwächte sich im letzten Quartal ab, und im Gesamtjahr 1979 lag M1 gerade noch innerhalb der Zielspanne.

Anfang 1980 gingen jedoch die eng definierten Gesamtgrößen über die von den Behörden neu festgelegten restriktiveren Zielspannen hinaus. In einem Klima zunehmender Inflationsmentalität und wachsender Spekulation wurden die Maßnahmen vom Oktober — Anhebung des Diskontsatzes, Einführung einer Mindestreserve auf den Zuwachs der „managed liabilities“ der Banken und Verlagerung des Schwerpunkts der Geldpolitik auf die Steuerung der Zentralbankgeldversorgung — zunächst durch eine weitere Anhebung des Diskontsatzes im Februar und dann im März durch die Einleitung eines weitreichenden neuen restriktiven Kurses noch untermauert. Die Kredite an Unternehmen wurden quantitativen Leitlinien unterworfen, und auf den Zuwachs bestimmter Arten von Konsumentenkrediten wurden besondere Bardepots eingeführt. Die Mindestreserveverordnungen für „managed liabilities“ wurden angehoben und ähnliche Mindestreserven den dem Zentralbanksystem nicht angeschlossenen Banken auferlegt. Ein Bardepot wurde auch auf das zusätzliche Mittelaufkommen der am Geldmarkt operierenden Investmentfonds erhoben. Während die Kreditplafonds den Zielwerten für die Gesamtgrößen Rechnung tragen und die Liquiditätssteuerung bei der Durchsetzung monetärer Beschränkungen unterstützen sollten, war das Programm eindeutig darauf angelegt, die Finanzierungsströme umfassender unter Kontrolle zu bringen.

In *Deutschland* schwächte sich das Wachstum der Zentralbankgeldmenge im Verlauf des vergangenen Jahres deutlich ab. Vom vierten Quartal 1978 bis zum vierten Quartal 1979 blieb ihr Zuwachs in der unteren Hälfte der offiziellen Zielspanne, was den erklärten Absichten der Behörden entsprach. Die Bundesbank trug Anfang 1979 zu einem kräftigen Abbau der freien Liquiditätsreserven der Banken bei und beschränkte, als die Banken in stärkerem Maße auf Lombardkredite zurückgriffen, die Möglichkeiten ihrer Inanspruchnahme durch die vorübergehende

Einführung quantitativer Plafonds. Danach wurde die Bankenliquidität auf dem Wege der Feinsteuerung eng im Zaume gehalten.

Die Bemühungen zur Drosselung des Geldmengenwachstums wurden im vergangenen Jahr auch in einigen Ländern verschärft, die hierzu traditionell vor allem auf direkte oder quantitative Kreditbeschränkungen zurückgreifen und der Steuerung der Bankenliquidität wie auch der Zinspolitik nur eine untergeordnete Rolle beimessen. In *Japan*, wo im ersten Quartal 1979 die Richtlinienplafonds auf die Kreditexpansion der Banken erstmals wieder verschärft wurden, fiel das Wachstum von M2 im Gesamtjahr wesentlich niedriger aus als 1978. In *Frankreich* war 1979 die monetäre Expansion zwar stärker als 1978, aber die Normen für Bankkredite wurden für 1980 enger gezogen. Auch in den *Niederlanden* wurden die Kreditplafonds für 1980 enger als zuvor bemessen, wobei hier ein Zielwert für das Verhältnis der Geldmenge zum Nettovolkseinkommen festgelegt wird; ähnliches gilt im übrigen für *Italien*, das kein Geldmengenziel hat, sondern Zielwerte für die gesamte inländische Kreditgewährung veröffentlicht.

In *Großbritannien* verlief das Geldmengenwachstum im vergangenen Jahr weiterhin recht erratisch und lag häufig in der Nähe oder über der Obergrenze des von den Behörden festgelegten Zielbandes. Die „korsettmäßige“ Begrenzung der Ausweitung verzinslicher reservepflichtiger Bankverbindlichkeiten hatte zwar eine Zeitlang zu einer Abschwächung des beobachteten Geldmengenwachstums beigetragen, konnte jedoch durch Wechselgeschäfte umgangen werden. Die Verwendung dieses Instruments wurde sogar noch problematischer, nachdem die Aufhebung der Devisenkontrollen Gebietsansässigen erlaubte, Einlagen im Ausland zu unterhalten; es soll deshalb im Juni 1980 aufgegeben werden. Da Mittel, die in den Markt für Wechsel umgelenkt werden, aller Voraussicht nach in der Geldmenge wieder auftauchen, kann sich der gegenwärtige Zielwert letzten Endes als restriktiver erweisen, als es den Anschein hat. Die Behörden haben ihre Absicht bekundet, starke Zinsausschläge hinzunehmen, soweit sie zur Einhaltung der monetären Beschränkungen notwendig sind. Im März verkündete die Regierung zudem einen mittelfristigen Plan zur Inflationsbekämpfung, in dessen Mittelpunkt eine zunehmende Verlangsamung des Geldmengenwachstums steht, und erklärte zugleich ihre Bereitschaft, die Staatsausgaben und den Kreditbedarf zu kürzen, um die Einhaltung ihrer Geldmengenziele zu erleichtern.

Im vergangenen Jahr wurde die Entwicklung der verschiedenen monetären Gesamtgrößen durch Umschichtungen zwischen unterschiedlichen Anlagearten infolge sich ändernder Zinsdifferenzen ungewöhnlich stark beeinflusst. Charakteristischerweise sparten die Unternehmen und Privatpersonen nicht- oder niedrigverzinsliche Transaktionsguthaben ein und transferierten Mittel von Sparkonten auf Wertpapiere, Geldmarktpapiere und Terminkonten, deren Zinsen flexibler angepaßt werden. Derartige Verlagerungen trugen zu einem geringeren Wachstum der breit definierten Gesamtgrößen bei, auf die sich die Zielwerte in Deutschland, Japan und den USA beziehen, aber ihr Einfluß auf die eng definierten Aggregate war sogar noch ausgeprägter. Das Wachstum von M1 verlangsamte sich im vergangenen Jahr nahezu überall drastisch und fiel in fast allen Ländern viel niedriger aus als das von M2 oder M3.

In den *Vereinigten Staaten*, wo der Zielgröße für M1 ein beträchtliches Gewicht beigemessen wurde, hatten geänderte Vorschriften und finanztechnische Neuerungen ebenfalls einen bedeutenden Einfluß. Seit Ende 1978 waren die Geschäftsbanken befugt, ihren Kunden automatische Überweisungsmöglichkeiten für die Umschichtung von Einlagen von Spar- auf Girokonten anzubieten, und die Banken im Staate New York waren ermächtigt, NOW (negotiable order of withdrawal)-Konten einzuführen, wodurch mit Schecks über verzinsliche Guthaben verfügt werden konnte. Die anfänglich rasch zunehmende Nutzung dieser Möglichkeiten wurde im April 1979 durch eine gerichtliche Entscheidung stark eingeschränkt, wonach ATS (automatic transfer from savings)-Konten ungesetzlich seien und nur weitergeführt werden dürften, falls der Kongreß ein entsprechendes Gesetz erlassen würde. Um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen, wurde das Zielband für M1 im Oktober beträchtlich angehoben. Die Einlagenströme wurden auch erheblich durch die Beliebtheit sechsmonatiger Geldmarktzertifikate beeinflusst, die Banken und Sparkassen seit Mitte 1978 emittieren durften. Der Mindestnennwert lag hier bei nur \$ 10000, und der Zinsertrag war auf die Rendite für sechsmonatige Schatzwechsel abgestimmt. Im Juli 1979 wurde auch eine bewegliche Zinsobergrenze auf Sparbriefe mit einer Laufzeit von vier Jahren oder darüber eingeführt, und im Januar 1980 wurde die Laufzeitbeschränkung auf zweieinhalb Jahre herabgesetzt. Von größerem Einfluß war im vergangenen Jahr jedoch das rapide Wachstum eines neuen Anlagetyps, der aus privater Initiative entstand, nämlich von Geldmarktfonds, die bestimmte Transaktionsmöglichkeiten boten. Um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen und die Einlagen unter funktionalen statt institutionellen Gesichtspunkten zu klassifizieren, wurde eine neue Gruppe monetärer Gesamtgrößen definiert und den Zielen für 1980 zugrunde gelegt.

Auch in *Kanada* schwächten finanzielle Neuerungen das Wachstum von M1, der offiziellen Zielvariablen, tendenziell ab. Neue Arten von Sparkonten, die von den Banken angeboten wurden, gaben hier Privatpersonen die Möglichkeit, Sichtguthaben einzusparen.

In der *Schweiz*, einem der ersten Länder, die Geldmengenziele veröffentlichten, wurde die Zielvorgabe für 1979 zugunsten einer größeren Wechselkursstabilität aufgegeben. Unter veränderten Umständen entschlossen sich allerdings die Behörden, für 1980 einen Zielwert für das Wachstum der Notenbankgeldmenge zu verkünden.

Kreditgewährung der Banken und monetärer Überblick. Vor dem Hintergrund einer Inflation und eines kräftigen Wirtschaftswachstums weitete sich die Kreditgewährung der Banken im letzten Jahr in den größeren Industrieländern sehr rasch aus, vielfach wesentlich schneller als die Geldmenge in weiter Abgrenzung. Das tragende Element waren Kredite an den privaten Sektor. Das Wachstum der Bankausleihungen an die Zentralregierung bzw. die öffentlichen Haushalte schwächte sich in den meisten Ländern ab, wenn auch einige einen starken Anstieg erlebten. Die quantitativen Kreditbeschränkungen wurden verschärft; in den USA wurden erstmals Kreditleitlinien eingeführt. Ein beträchtlicher Teil der zusätzlichen Bankkredite wurde nichtmonetär finanziert: Die langfristigen Mittel der Banken und deren „managed liabilities“, wie z. B. Einlagenzertifikate, weiteten sich dementsprechend stark aus. Verringerte Nettoauslandsforderungen des Bankensystems, in

Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung sowie der Beitrag der Inlandskredite und der außenwirtschaftlichen Gegenposten¹

| | Geldmenge in weiter Abgrenzung ² | | | Kredite an Unternehmen und Privatpersonen ³ | | | Kredite an öffentliche Haushalte ⁴ | | | Nettoauslandsforderungen ⁵ | | |
|----------------------------|---|------|------|--|------|------|---|------|------|---------------------------------------|------|------|
| | 1977 | 1978 | 1979 | 1977 | 1978 | 1979 | 1977 | 1978 | 1979 | 1977 | 1978 | 1979 |
| | Dezember gegen Vorjahr in Prozent | | | Beitrag zur Veränderung der Geldmenge ⁶ | | | | | | | | |
| USA | 9,3 | 8,2 | 8,7 | 12,0 | 15,9 | 13,2 | -0,1 | -0,7 | 0,0 | -3,9 | -1,8 | 0,3 |
| Japan | 11,1 | 13,1 | 9,1 | 9,0 | 10,1 | 7,7 | 3,6 | 6,1 | 2,3 | 1,7 | 0,3 | -2,3 |
| Deutschland (BR) | 11,2 | 11,0 | 6,0 | 12,9 | 15,1 | 17,0 | 4,8 | 6,1 | 4,2 | 1,9 | 1,2 | -3,3 |
| Frankreich | 13,9 | 12,2 | 14,3 | 13,3 | 10,0 | 14,2 | 0,1 | 0,3 | 1,1 | 0,6 | 0,9 | 0,7 |
| Großbritannien | 9,3 | 13,3 | 11,7 | 7,9 | 10,7 | 17,1 | -6,1 | 5,3 | 3,6 | 9,4 | 1,4 | -6,1 |
| Italien | 21,8 | 22,8 | 20,4 | 7,4 | 5,4 | 8,0 | 11,3 | 14,2 | 7,1 | 1,7 | 4,1 | 1,6 |
| Belgien | 9,9 | 9,8 | 6,0 | 12,0 | 10,5 | 12,1 | 7,0 | 6,8 | 8,4 | -0,4 | -3,4 | -9,0 |
| Niederlande | 1,7 | 3,7 | 7,3 | 24,4 | 30,4 | 25,7 | 1,8 | 2,3 | 5,7 | -1,2 | -4,8 | -3,9 |
| Dänemark | 9,8 | 6,7 | 9,9 | 9,0 | 5,9 | 3,2 | 4,5 | 3,2 | 11,1 | -2,9 | -0,9 | -3,1 |
| Schweden | 9,0 | 17,2 | 16,5 | 12,8 | 11,9 | 13,5 | 4,4 | 10,7 | 11,0 | 1,8 | -2,8 | -4,3 |
| Kanada | 11,5 | 12,5 | 17,9 | 16,8 | 20,2 | 24,4 | 1,2 | 1,2 | -0,1 | -0,6 | -0,7 | -1,7 |

¹ Auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder. ² Deutschland: M3; Großbritannien: Sterling-M3; andere Länder: M2. ³ USA und Kanada: nur Kredite der Geschäftsbanken. ⁴ USA: nur von Geschäftsbanken gehaltene Papiere des Schatzamtes; Frankreich und Dänemark: nur Zentralregierung; Großbritannien: Bankkredite an den öffentlichen Sektor und Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland; Kanada: nur Kredite der Geschäftsbanken. ⁵ Frankreich: nur Bank von Frankreich; Großbritannien: einschließlich Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland (-); USA: einschließlich offizieller Währungsreserven, Verbindlichkeiten gegenüber offiziellen ausländischen Stellen (-) und anderer von den Banken gemeldeter Nettoforderungen gegenüber Gebietsfremden. ⁶ Der Prozentbeitrag der Gegenposten ergibt zusammengenommen die prozentuale Veränderung der Geldmenge, mit Ausnahme von Differenzen aufgrund nicht dargestellter Bilanzpositionen, von denen die wichtigsten die inländischen nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken sind.

denen sich vielfach ein ausgeprägter Umschwung der Auslandsposition niederschlug, trugen dazu bei, die Auswirkungen der Kreditgewährung auf das Geldmengenwachstum in den meisten europäischen Ländern und Japan in Grenzen zu halten.

Bei einer starken Nachfrage weiteten sich die Ausleihungen und das Anlagegeschäft der Banken in den USA 1979 (bis zum vierten Quartal gegen Vorjahr) um 11% aus — im Vergleich zu einer Spannweite von 7½–10½%, von der die amerikanische Zentralbank ursprünglich angenommen hatte, daß sie mit der Einhaltung ihrer monetären Zielwerte für das Jahr vereinbar wäre. Die Kredite an Industrie, Handel und Gewerbe wuchsen im Jahresverlauf um 17,8%. Nach einem rapiden Anstieg in der Zeit von Januar bis September schien sich die Kreditgewährung der Banken im letzten Quartal 1979 abzuschwächen, aber Anfang 1980 brandete sie nach dem Zusammenbruch des Rentenmarkts und in Erwartung von Kreditbeschränkungen wieder auf.

Was die Entwicklung andernorts anbelangt, so weiteten sich in Deutschland die Bankkredite an den privaten Sektor um über 12% aus — gemessen an der Inflationsrate ein bemerkenswert hoher Zuwachs. Die Wohnungsbaukredite wuchsen weiterhin kräftig; auch die kurzfristige Kreditgewährung an Unternehmen beschleunigte sich sehr stark, wobei sich hierin der Aufbau von Vorräten und offenbar auch

die Erwartung sinkender Zinsen niederschlugen. In Japan verstärkte sich die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten, aber tatsächlich nahmen die Bankausleihungen nur mäßig zu, und zwar vor allem wegen der zunehmend restriktiven Richtlinienplafonds. Eine beträchtliche Ausweitung der Bankkredite an den privaten Sektor war dagegen in Frankreich, Italien, den Niederlanden und Belgien festzustellen, wenn dies auch nicht in allen Fällen aus der obigen Tabelle hervorgeht, in der die Beiträge zum Geldmengenwachstum dargestellt sind. Die Hypothekendarlehen nahmen in Frankreich besonders rasch zu. Quantitative Kreditbeschränkungen waren in Frankreich, Italien und den Niederlanden in Kraft; die Banken konnten jedoch den bisher nicht vollausgeschöpften Spielraum innerhalb des Plafonds ebenso wie die für verschiedene Kreditarten geltenden Ausnahmeregelungen nutzen. In Großbritannien weiteten sich die Sterlingkredite an den privaten Sektor um 22,7% aus; zudem riß das „Wechselleck“ (wodurch von den Banken garantierte Handelswechsel an die Stelle direkter Ausleihungen traten) weiter beträchtlich auf. Die Unternehmen in Großbritannien erlebten einen wachsenden Druck auf ihre Liquidität und ihren Cash flow. Außerdem erlaubte ihnen die Abschwächung und nachfolgende Aufhebung der Devisenbeschränkungen, ausstehende Fremdwährungskredite zu tilgen und ungehinderter im Ausland zu investieren.

Der Einsatz quantitativer Kreditbeschränkungen ist immer umstritten gewesen. Dennoch haben vielerorts die Behörden sie weiterhin regelmäßig oder sporadisch angewendet, obwohl sie sich sehr wohl der Tatsache bewußt waren, daß hierdurch möglicherweise die Kreditströme verzerrt sowie Umgehungsmöglichkeiten eröffnet werden. Umfassende oder selektive Normen oder Richtlinien für die Kreditgewährung der Banken sind seit einigen Jahren in Japan, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Dänemark in Kraft, wobei diese Systeme freilich hinsichtlich ihrer formalen Ausgestaltung, ihres Geltungsbereichs wie auch der Methode ihrer Durchsetzung deutlich voneinander abweichen. In Großbritannien leistete die „korsettmäßige“ Kontrolle der verzinslichen Bankverbindlichkeiten auch einen direkten Beitrag zur Begrenzung der Kreditgewährung; sie soll jedoch nunmehr im Juni aufgehoben werden. Andere Länder, so bis vor kurzem die USA, neigten immer dazu, sich, wenn nötig, auf Zinsmechanismen zur Rationierung von Krediten und Erzielung restriktiver Wirkungen zu verlassen.

Wenn eine Kreditbeschränkung über den Markt wirkungsvoll sein soll, muß man die Zinsen auf ein hinreichend hohes Niveau steigen lassen. In den USA gab es einen beträchtlichen politischen Widerstand gegen hohe Zinsen, insbesondere soweit sie Hypothekendarlehen betrafen, während die Zentralbank ihre Geldpolitik, die sich vor dem Oktober 1979 auf die kurzfristigen Zinssätze konzentrierte, im allgemeinen so betrieb, daß ein ausreichender und schneller Anstieg der Zinsen vermieden wurde. Hinzu kommt, daß die Behörden bei ihrer Orientierung an monetären Gesamtgrößen den raschen Neuerungen in der Entwicklung von Finanzsubstituten für Transaktionsgelder nicht genügend Aufmerksamkeit schenkten. Als die Zinsen schließlich Anfang 1980 rasch ein hohes Niveau erklommen, hatte die Inflationsmentalität bereits festen Fuß gefaßt, und die Spekulation war weit verbreitet. Bei einer sehr hohen Inflation wurde die Kalkulation der realen Zinskosten und -erträge auch durch steuerliche Regelungen verzerrt, die auf stabilere Bedingungen zugeschnitten waren. Unter diesen Umständen wurde die Ankündigung von Kredit-

beschränkungen verbreitet als eine Bekräftigung der Absicht der Behörden gewertet, mit allen verfügbaren Mitteln eine energische Restriktionspolitik zu verfolgen. Die Beschränkungen der Kredite an Unternehmen waren freiwillig (wenn auch eine Meldepflicht bestand), jene auf Konsumentenkredite selektiv, und das Programm sollte zeitlich befristet sein. Man hoffte jedoch eindeutig, es werde dazu beitragen, das Vertrauen wiederherzustellen und Zeit zu gewinnen, bis die althergebrachten Zinsmechanismen greifen könnten.

Bankkredite an den öffentlichen Sektor waren im vergangenen Jahr in Belgien, Italien, den Niederlanden, Dänemark und Schweden eine ganz wichtige Quelle der Geldschöpfung, andernorts war ihre Ausweitung dagegen im allgemeinen weniger besorgniserregend als zuvor. Die Hartnäckigkeit vergleichsweise hoher Defizite des Zentralstaats bzw. des öffentlichen Sektors mag jedoch zu dem Zinsauftrieb beigetragen haben und erklärt mancherorts, warum die Ausleihungen an den privaten Sektor durch mengenmäßige Plafonds rationiert werden müssen. In einigen Ländern stellt zudem der Erwerb von Staatspapieren durch private Nichtbanken weiterhin ein sehr unbeständiges Element im Geldschöpfungsprozeß und eines der Hauptprobleme dar, mit denen man bei dem Bemühen zur Stabilisierung des Geldmengenwachstums konfrontiert ist.

Betrachtet man das Verhältnis zwischen der Kreditgewährung und der Geldmenge, so ist zu berücksichtigen, daß in den USA außerhalb von M2 die „managed liabilities“ der Banken, wie Mittel aus Einlagenzertifikaten, Eurodollareinlagen, Pensionsgeschäften und Notenbankguthaben, 1979 um \$ 50 Mrd. gewachsen sind. Dieser Anstieg entsprach fast der Hälfte des Zuwachses an Bankkrediten. Das Wachstum langfristiger nichtmonetärer Bankverbindlichkeiten bildete im vergangenen Jahr einen ungewöhnlich hohen Gegenposten zur Kreditgewährung in Deutschland und Japan, wo Zinsdifferenzen die Hauptrolle spielten, wie auch in den Niederlanden, wo aus langfristigen Mitteln finanzierte Bankdarlehen nicht den Kreditplafonds unterliegen.

Außenwirtschaftliche Ereignisse erklären ebenfalls, warum die rapide inländische Kreditexpansion außerhalb der USA sich nicht in vollem Umfange im Geldmengenwachstum niederschlug. Insbesondere infolge der sich wandelnden Stärke des Dollars nahmen die offiziellen Währungsreserven per saldo vielerorts ab, wobei Italien, Großbritannien und Frankreich eine bemerkenswerte Ausnahme darstellten. Weitaus bedeutender war jedoch in diesem Zusammenhang eine verschlechterte Nettoauslandsposition der Banken. In Deutschland war der Zuwachs mittelfristiger Auslandsverbindlichkeiten der Banken ein wichtiger Faktor, in dem sich zum Teil die wachsende Verwendung der D-Mark als Reservewährung niederschlug. In Großbritannien nahmen die ausländischen Sterlingguthaben wie auch die auf Sterling lautenden Bank- und Geldmarktverbindlichkeiten gegenüber ausländischen nichtoffiziellen Stellen beträchtlich zu. In Belgien spielte eine Rolle, daß über die Banken Gelder zurückflossen, die von Gebietsansässigen im Ausland angelegt worden waren, um inländische Zinsbeschränkungen und steuerliche Abzüge zu umgehen. Anfang 1979 hatten die Banken in Italien ein kräftiges Wachstum der Fremdwährungskredite, die nicht den Kreditplafonds unterliegen, an Gebietsansässige zu finanzieren. In den Niederlanden wurden die für die Nettoauslands-

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner
auf den Kreditmärkten¹

| | Jahr | Kreditnehmer | | | | | | Ins- gesamt | |
|-----------------------------------|------|---------------------------------|----------|----------------------------|---------------|--|--------|----------------|---|
| | | Unternehmenssektor ² | | | | Haushaltssektor ² | | | |
| | | Aktien | Anleihen | Dar- lehen ³ | Zu- sammen | Woh- nungs- bau- kredite ⁴ | Andere | | Öffent- liche Haus- halte ² |
| in Prozent des Bruttozialprodukts | | | | | | | | | |
| USA | 1972 | 0,9 | 1,1 | 4,7 | 6,7 | 3,5 | 2,0 | 2,5 | 14,7 |
| | 1973 | 0,6 | 0,8 | 5,9 | 7,3 | 3,6 | 2,5 | 1,7 | 15,1 |
| | 1974 | 0,3 | 1,5 | 5,1 | 6,9 | 2,5 | 1,1 | 1,9 | 12,4 |
| | 1975 | 0,6 | 1,9 | 0,6 | 3,1 | 2,5 | 0,8 | 6,5 | 12,9 |
| | 1976 | 0,6 | 1,5 | 2,4 | 4,5 | 3,6 | 1,7 | 5,0 | 14,8 |
| | 1977 | 0,1 | 1,3 | 4,2 | 5,6 | 4,9 | 2,5 | 4,1 | 17,1 |
| | 1978 | 0,1 | 1,1 | 4,8 | 6,0 | 4,9 | 2,8 | 3,6 | 17,3 |
| | 1979 | 0,1 | 1,1 | 5,4 | 6,6 | 4,6 | 2,2 | 2,3 | 15,7 |
| Japan | 1972 | 1,3 | 0,4 | 17,5 | 19,2 | 5,8 | | 5,8 | 30,8 |
| | 1973 | 1,1 | 0,7 | 13,4 | 15,2 | 7,7 | | 5,7 | 28,6 |
| | 1974 | 0,6 | 0,5 | 9,6 | 10,7 | 4,6 | | 5,9 | 21,2 |
| | 1975 | 0,8 | 0,9 | 9,9 | 11,6 | 4,7 | | 7,6 | 23,9 |
| | 1976 | 0,5 | 0,4 | 8,9 | 9,8 | 5,1 | | 9,2 | 24,1 |
| | 1977 | 0,6 | 0,3 | 6,4 | 7,3 | 4,4 | | 8,4 | 20,1 |
| | 1978 | 0,5 | 0,4 | 4,9 | 5,8 | 4,8 | | 9,9 | 20,5 |
| | 1979 | 0,6 | 0,4 | 4,7 | 5,7 | 5,1 | | 9,3 | 20,1 |
| Deutschland (BR) . . . | 1972 | 0,3 | 0,4 | 6,1 | 6,8 | 4,0 | 1,2 | 1,8 | 13,8 |
| | 1973 | 0,3 | 0,1 | 3,1 | 3,5 | 4,4 | 0,5 | 1,8 | 10,2 |
| | 1974 | 0,2 | 0,2 | 3,2 | 3,6 | 2,4 | 0,1 | 2,3 | 8,4 |
| | 1975 | 0,4 | -0,1 | 1,4 | 1,7 | 2,2 | 0,7 | 5,9 | 10,5 |
| | 1976 | 0,4 | 0,1 | 3,1 | 3,6 | 2,4 | 1,2 | 3,8 | 11,0 |
| | 1977 | 0,2 | 0,1 | 2,7 | 3,0 | 3,0 | 1,2 | 3,1 | 10,3 |
| | 1978 | 0,3 | -0,1 | 2,9 | 3,1 | 3,8 | 1,4 | 3,4 | 11,7 |
| | 1979 | 0,3 | -0,2 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 1,4 | 3,0 | 12,9 |
| Frankreich | 1972 | 0,7 | 0,7 | 5,7 | 7,1 | 5,6 | | 1,5 | 14,2 |
| | 1973 | 0,8 | 0,5 | 4,9 | 6,2 | 4,4 | | 1,2 | 11,8 |
| | 1974 | 0,8 | 0,3 | 6,9 | 8,0 | 3,3 | | 1,2 | 12,5 |
| | 1975 | 0,6 | 1,0 | 6,3 | 7,9 | 4,1 | | 4,2 | 16,2 |
| | 1976 | 0,9 | 0,7 | 5,8 | 7,4 | 4,8 | | 2,3 | 14,5 |
| | 1977 | 0,6 | 0,7 | 5,9 | 7,2 | 3,8 | | 3,1 | 14,1 |
| | 1978 | 0,7 | 0,5 | 4,5 | 5,7 | 3,7 | | 3,7 | 13,1 |
| | 1979 | 0,6 | 0,5 | 3,8 | 4,9 | 4,3 | | 1,6 | 10,8 |
| Großbritannien | 1972 | 0,5 | 0,5 | 4,8 | 5,8 | 4,4 | 3,4 | 3,3 | 16,9 |
| | 1973 | 0,1 | 0,1 | 7,0 | 7,2 | 3,8 | 1,8 | 5,7 | 18,5 |
| | 1974 | 0,1 | -0,1 | 5,5 | 5,5 | 2,7 | 0,0 | 7,6 | 15,8 |
| | 1975 | 1,0 | 0,2 | 0,9 | 2,1 | 3,5 | -0,4 | 10,0 | 15,2 |
| | 1976 | 0,7 | 0,0 | 2,3 | 3,0 | 3,1 | 0,6 | 7,3 | 14,0 |
| | 1977 | 0,5 | -0,1 | 2,2 | 2,6 | 3,0 | 1,1 | 4,2 | 10,9 |
| | 1978 | 0,6 | -0,1 | 2,0 | 2,5 | 3,2 | 1,3 | 5,1 | 12,1 |
| | 1979 | 0,5 | 0,0 | 2,9 | 3,4 | 3,3 | 1,8 | 6,7 | 15,2 |

¹ Eigene Schätzungen auf der Basis von Angaben der einzelnen Länder, die auf voneinander abweichenden Konzepten beruhen. USA: ohne vom Ausland auf den Kreditmärkten aufgenommene Mittel; Deutschland: Mittelbeschaffung durch Geldmarktpapiere, Anleihen, Aktien und Darlehen von Banken, Bausparkassen und Versicherungen; Japan: Begebung von Wertpapieren sowie Darlehen von Finanzinstituten; Großbritannien: gesamte Kreditaufnahme der aufgeführten Sektoren ohne Handelskredite und Kreditbeziehungen innerhalb der einzelnen Unternehmen; Frankreich: gesamte erfaßte Kreditaufnahme mit Ausnahme von Handelskrediten und Eigenkapital ohne Aktien (buchhalterisch nicht bereinigt). ² In Japan und Großbritannien ist die Verschuldung der öffentlichen Unternehmen in der öffentlichen Verschuldung und — in diesen Ländern wie auch in Frankreich — die der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit bei den Krediten an private Haushalte erfaßt. ³ Einschließlich Geldmarktpapiere. ⁴ Deutschland: Wohnungsbaukredite insgesamt.

verschuldung der Banken geltenden Beschränkungen gelockert. Fast allen diesen Ländern war jedoch gemeinsam, daß die Nichtbanken ein beträchtliches Defizit gegenüber dem Ausland aufwiesen, bei einer Zinspolitik, die darauf gerichtet war, die

hiervon ausgehenden Wirkungen auf den Wechselkurs und auf die offiziellen Währungsreserven in Grenzen zu halten.

Gesamtwirtschaftliche Kreditströme und Finanzierungspositionen. Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Kreditströme und Finanzierungspositionen stehen in engem Zusammenhang zu der Entwicklung der sektoralen Finanzierungspositionen und tragen in gewissem Umfang zu ihrer Erklärung bei. Das Verhältnis der gesamten Kreditgewährung zum Bruttosozialprodukt blieb in den USA sehr hoch und nahm in Großbritannien drastisch zu, während es in Japan, Deutschland und Frankreich gemessen an früheren Standards weiterhin recht maßvoll ausfiel.

Die Neuverschuldung *nichtfinanzieller Unternehmen* war im vergangenen Jahr in den USA, Deutschland und Großbritannien ein sehr dynamisches Element auf den Kreditmärkten; dagegen nahm sie in Frankreich und Japan nur mäßig zu. Steigende Anleiherenditen und unattraktive Aktienkurse hielten von einem extensiven Rückgriff auf die Kapitalmärkte ab, so daß die wachsende Kreditaufnahme der Unternehmen hauptsächlich in Form von Bankdarlehen erfolgte. Die Unternehmen in den USA nahmen auch kurzfristig umfangreiche Beträge bei Finanzierungsgesellschaften und durch die Emission von Geldmarktpapieren auf. Die Hypothekerverschuldung der Unternehmen weitete sich recht kräftig aus, dagegen ging der Umfang neu emittierter öffentlicher und privater Schuldverschreibungen zurück.

In den USA bestimmte die Kreditaufnahme der Unternehmen, die bei sich verschlechternder Ertragslage kräftig investierten, auf den Finanzmärkten das Tempo, blieb jedoch gemessen am Bruttosozialprodukt hinter dem früheren Höchstwert zurück. Bei den nichtfinanziellen Unternehmen ging das Verhältnis der Eigenmittel zu den Investitionsausgaben im vergangenen Jahr auf einen Wert von 71% zurück, womit freilich das 1974 registrierte Niveau von 56% noch beträchtlich übertroffen wurde. Die Liquidität der Unternehmen hat sich deutlich verschlechtert; das Verhältnis der liquiden Forderungen zu den laufenden Verbindlichkeiten wie auch der Anteil der kurzfristigen Schulden an der Gesamtverschuldung sind nunmehr sogar ungünstiger als 1974, wenn sich hierin auch teilweise bewußte Anstrengungen zur Minimierung ungenutzter Kassenmittel niederschlagen dürften.

In Deutschland wies der Unternehmenssektor im vergangenen Jahr ein kleines Defizit auf, nachdem er 1978 noch einen Überschuß erzielt hatte. In Japan vergrößerte sich das Defizit des Unternehmenssektors. Dank einer zurückhaltenden Lohnentwicklung sowie des wirtschaftlichen Aufschwungs nahm jedoch der Anteil der Gewinne am Volkseinkommen in diesen Ländern ebenso wie in Frankreich beträchtlich zu, wo die vorangegangene Beseitigung von Preiskontrollen zusätzlich ins Gewicht fiel. Trotz einer gewissen Verschlechterung im Jahresverlauf war die Liquiditätslage der Unternehmen in diesen Ländern immer noch recht gut. Anders ist die Situation in Großbritannien, wo sich die Ertragslage der Unternehmen mit Ausnahme der Nordsee-Ölgesellschaften vor kurzem erneut eintrübte, was auf eine schwache Gesamtnachfrage, den Lohnkostendruck und eine geringere internationale Wettbewerbsfähigkeit infolge der Stärke des Pfund Sterling zurückzuführen war. Die Selbstfinanzierungsquote der Industrie- und Handelsunternehmen lag hier 1979 bei 70% gegenüber 73% im Jahre 1978, und das Verhältnis der laufenden Forderungen zu den laufenden Verbindlichkeiten großer Gesellschaften verringerte sich

von 140% Mitte 1978 auf 71% im Dezember 1979. Der zuletzt genannte Wert lag zwar über dem Ende 1974 erreichten Niveau von 44%, jedoch kann eine weitere Verschlechterung nicht ausgeschlossen werden.

Die *Wohnungsbaukredite* weiteten sich im vergangenen Jahr vielerorts in Verbindung mit einem Bauboom kräftig aus, in dem sich in unterschiedlichem Maße die Bemühungen der privaten Haushalte um einen Schutz vor der Inflation niederschlugen. Ein weiterer Faktor war natürlich ein hiermit verbundener drastischer Anstieg der Preise für Wohnbauten. In mehreren Ländern wurde die starke Nachfrage der Haushalte nach Wohnungsbaukrediten durch einen geringeren öffentlichen oder privaten Mietwohnungsbau verdeckt. Die Ausweitung der Kredite für den Wohnungsbau schwächte sich im Verlauf des Jahres infolge steigender Zinsen zumeist etwas ab. Dagegen war in den USA die Verfügbarkeit von Hypothekendarlehen dadurch viel stärker als in früheren Restriktionsphasen sichergestellt, daß die Sparkassen befugt waren, Mittel zu marktgerechten Zinsen aufzunehmen. Allerdings wurde das Kreditangebot in den USA durch den Druck auf die Gewinnmargen der Sparkassen sowie die in einigen Bundesstaaten gegen „Wucherzinsen“ erlassenen Obergrenzen (wenn diese auch Ende 1979 vorübergehend durch ein Gesetz des Kongresses außer Kraft gesetzt wurden) etwas begrenzt; wie in früheren Restriktionsphasen stellten die Bundesbehörden auf der Basis von Schuldverschreibungen zusätzliche Mittel zur Verfügung. In Großbritannien wurde das Angebot an Hypothekendarlehen zeitweise durch die wie üblich verzögerte Anpassung der Verzinsung von Bausparguthaben an die gestiegenen Marktzinsen beschränkt.

Die *Konsumentenkredite* nahmen 1979 in den USA, Deutschland, Frankreich und Großbritannien beträchtlich zu. Im Falle der USA wurde die Rekordzuwachsrate des vorangegangenen Jahres jedoch nicht wieder erreicht, da sich das Absatztempo bei Kraftfahrzeugen abschwächte. Aus ähnlichen Gründen verlangsamte sich in Deutschland im Verlauf von 1979 das Wachstum der Verbraucher kredite. In Großbritannien schlägt sich in dem in der Tabelle ausgewiesenen hohen Wert für die Kreditaufnahme der privaten Haushalte zum Teil eine starke Verschuldung der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit nieder.

Der ausgeprägte Rückgang der Sparquote privater Haushalte in den USA, der in einem scharfen Kontrast zu der Entwicklung andernorts stand, war bis zum vergangenen Jahr hauptsächlich auf die rasch anschwellende Verschuldung der privaten Haushalte zurückzuführen. Der Großteil des Zuwachses erfolgte in Form von Hypothekendarlehen, die sich viel schneller ausweiteten, als dies mit dem Finanzierungsbedarf des wachsenden Bestands an Wohnbauten zu erklären ist. Außerdem ging im vergangenen Jahr in den USA erstmals seit 1974 die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem persönlichen Einkommen und Reinvermögen zurück. Auch in Frankreich schwächte sich im letzten Jahr das Wachstum der Ersparnisse der privaten Haushalte merklich ab. Andernorts bildeten die Privatpersonen dagegen weiterhin in beträchtlich zunehmendem Umfange Geldvermögen. Ein belebender Faktor mögen dabei die Bemühungen gewesen sein, Anzahlungen für den Erwerb von Wohnbauten zu leisten, jedoch war die Bildung mittel- und langfristiger Guthaben und/oder der Erwerb von Schuldverschreibungen durch die privaten Haushalte in Deutschland, Japan und Großbritannien recht hoch.

Das offenkundig unterschiedliche Sparverhalten der privaten Haushalte in den einzelnen Ländern läßt sich wohl zu einem Teil auf abweichende Gläubiger- und Schuldnerpositionen zurückführen. In den USA hat sich in den letzten Jahren infolge der steigenden Preise für Wohnbauten das Reinvermögen der privaten Haushalte weit rascher als deren laufendes Einkommen erhöht; bezogen auf ihr Reinvermögen ist ihre Verschuldung nur mäßig gewachsen. In den meisten anderen Industrieländern konzentriert sich das Vermögen der privaten Haushalte im allgemeinen viel stärker auf Finanzanlagen, während sich die Möglichkeit des Hauserwerbs in geringerem Maße bietet. Unter diesen Umständen regte die Inflation die Haushalte dazu an, aufgezehrte Nettovermögenspositionen wieder aufzubauen, was bei höheren Nominalzinsen erreicht wurde.

Staatsfinanzierung¹

| | Jahr | Belgien | Deutschland (BR) | Frankreich | Großbritannien | Italien | Japan | Niederlande | USA |
|---|------|--------------------------------------|------------------|------------|----------------|---------|-------|-------------|------|
| | | in Prozent des Brutto sozialprodukts | | | | | | | |
| Finanzierungsbedarf: | | | | | | | | | |
| des öffentlichen Sektors² | | | | | | | | | |
| | 1975 | 5,9 | 6,6 | 3,6 | 10,1 | 14,6 | 7,0 | 4,8 | 6,7 |
| | 1977 | 6,7 | 3,0 | 1,3 | 4,2 | 10,2 | 9,2 | 3,6 | 3,3 |
| | 1978 | 7,2 | 3,2 | 2,3 | 5,2 | 14,9 | 10,7 | 4,0 | 2,7 |
| | 1979 | 8,9 | 3,5 | 1,6 | 6,8 | 11,6 | 10,2 | 4,9 | 1,8 |
| der Zentralregierung³ | | | | | | | | | |
| | 1975 | 5,6 | 6,2 | 3,0 | 8,0 | 11,3 | 2,7 | 3,0 | 5,9 |
| | 1977 | 6,6 | 2,7 | 1,1 | 3,1 | 9,0 | 4,6 | 3,1 | 3,5 |
| | 1978 | 6,4 | 3,3 | 1,5 | 5,2 | 14,4 | 5,7 | 3,3 | 2,8 |
| | 1979 | 7,4 | 3,2 | 1,4 | 5,6 | 11,2 | 5,2 | 4,3 | 1,8 |
| gedeckt durch: | | | | | | | | | |
| Zentralbank | | | | | | | | | |
| | 1975 | 0,1 | 0,6 | 1,4 | | 6,6 | . | 0,0 | 0,6 |
| | 1977 | 0,6 | -0,0 | -0,9 | | -2,5 | . | 0,1 | 0,4 |
| | 1978 | 0,4 | -0,1 | -0,7 | | 2,3 | . | 0,2 | 0,4 |
| | 1979 | 1,1 | 0,0 | 0,1 | 2,3 | 0,2 | . | 0,8 | 0,4 |
| | | | | | 1,3 | | | | |
| | | | | | -0,3 | | | | |
| Geschäftsbanken | | | | | | | | | |
| | 1975 | 0,6 | 4,3 | 0,8 | 0,1 | 1,5 | 2,1 | 0,9 | 1,7 |
| | 1977 | 3,9 | 2,1 | 0,5 | | 7,0 | 3,0 | 0,5 | -0,1 |
| | 1978 | 2,5 | 2,8 | 0,4 | | 5,4 | 4,0 | 0,5 | -0,5 |
| | 1979 | 3,3 | 2,3 | -0,0 | | 3,8 | 3,6 | 1,0 | 0,0 |
| Andere inländische Quellen | | | | | | | | | |
| | 1975 | 4,9 | 1,0 | | 5,5 | 3,2 | | 2,1 | 3,1 |
| | 1977 | 2,3 | 0,6 | | 6,8 | 4,5 | | 2,5 | 1,5 |
| | 1978 | 2,5 | 0,5 | | 4,6 | 6,6 | | 2,6 | 1,4 |
| | 1979 | 2,2 | 0,5 | 0,8 | 5,6 | 7,0 | 0,6 | 2,5 | 1,9 |
| | | | | 1,5 | | | 1,6 | | |
| | | | | 1,8 | | | 1,7 | | |
| Ausländische Quellen⁴ | | | | | | | | | |
| | 1975 | 0,0 | 0,3 | 1,3 | 0,2 | 0,0 | 1,6 | - | 0,5 |
| | 1977 | -0,2 | 0,0 | | -5,0 | 0,0 | | - | 1,6 |
| | 1978 | 1,0 | 0,1 | | 0,9 | 0,1 | | - | 1,5 |
| | 1979 | 0,7 | 0,2 | | -0,1 | 0,2 | | - | -0,5 |

¹ Nettoveränderung der Verschuldung und der Kassenmittel, einschließlich Verschuldung für Darlehensgewährungen. Zum Teil eigene Schätzungen. ² Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen auf Kassenbasis. Italien: öffentlicher Sektor im weiteren Sinne (einschließlich der Verschuldung einiger öffentlicher Unternehmen); Japan: Nettoemission von mittel- und langfristigen Schuldverschreibungen durch den Zentralhaushalt und die Gemeinden (einschließlich der Begebung von staatsgarantierten Anleihen und Privatplatzierungen von Anleihen durch Regierungsbehörden - zusammen 1,4% des BSP im Jahre 1979); Großbritannien: einschließlich Kreditbedarf der öffentlichen Unternehmen. ³ Deutschland: Gebietskörperschaften (ohne Sozialversicherung); Italien: öffentliche Haushalte; Großbritannien: einschließlich Darlehen der Zentralregierung an die öffentlichen Unternehmen (1979 rund 1,7% des BSP). ⁴ Großbritannien und USA: einschließlich Zunahme (-) der offiziellen Devisenreserven.

Staatsfinanzierung. Der Kreditbedarf öffentlicher Stellen und des Zentralstaates ging im vergangenen Jahr in den USA weiter zurück und blieb in Frankreich weiterhin recht maßvoll. In den meisten anderen Ländern wies er in den letzten zwei Jahren einen erneuten oder anhaltenden Aufwärtstrend auf und war im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt gemessen an den vor 1975 üblichen Relationen sehr hoch.

Die meisten Länder konnten im vergangenen Jahr ihr Defizit zu einem beträchtlichen Teil bei inländischen Nichtbanken decken. Schwierigkeiten in Zeiten aufwärtsgerichteter Zinserwartungen lösten sich im großen und ganzen, wenn dieser Anstieg erst einmal eingetreten war. Mittel von privaten Nichtbanken deckten den Kreditbedarf der Zentralregierung mehr als hundertprozentig in Großbritannien und auch in den USA, wo im letzten Jahr in krassem Gegensatz zu 1978 die Gebietsfremden, insbesondere die ausländischen Zentralbanken, per saldo ihre Bestände an Staatspapieren abbauten. Während der Absatz von Staatsanleihen in Großbritannien besonders hoch ausfiel, machten in den USA die Schatzwechsel einen beträchtlichen Teil des Zuwachses marktfähiger Wertpapiere aus. In einigen anderen Ländern ließ sich auch eine Verkürzung der Laufzeiten beobachten. In Japan wurden in beträchtlichem Umfange die neu eingeführten zwei- bis dreijährigen Staatsschuldverschreibungen begeben. In Italien entfiel der Großteil der an Nichtbanken veräußerten Wertpapiere im vergangenen Jahr auf Schatzwechsel und Schuldverschreibungen mit variablen Zinssätzen. Die Nachfrage nach Schatzwechseln erreichte hier zeitweise dramatische Ausmaße, und insgesamt griff das Schatzamt im vergangenen Jahr weniger stark auf die Bank von Italien zurück, was dazu beitrug, den Einfluß zu kompensieren, der von dem Zahlungsbilanzüberschuß des Landes auf die Geldbasis ausging.

In Deutschland griffen die öffentlichen Haushalte wiederum stark auf Bankkredite zurück; die Banken refinanzierten jedoch einen beträchtlichen Teil langfristig. Von großem Gewicht war dagegen die monetäre Finanzierung des öffentlichen Sektors in den Niederlanden und auch in Belgien, wo die Zentralregierung in großem Umfange indirekt auf die Notenbank zurückgriff und beträchtliche Mittel im Ausland aufnahm.

Veränderte geldpolitische Techniken

In den letzten Jahren sind vielerorts die Probleme im Hinblick auf die Wirksamkeit der Geldpolitik gewachsen.

Einerseits erwartete man von der Geldpolitik in zunehmendem Maße, daß sie die Hauptlast bei der Steuerung wirtschaftlicher Entwicklungen trug, während die Finanz- und die Einkommenspolitik sie hierin nur wenig unterstützten oder auf eine untergeordnete Rolle verwiesen wurden. Andererseits sahen sich die Währungsbehörden mit ihren verfügbaren Instrumenten und Techniken oft nur unzureichend gerüstet, um die ihnen zugeschriebene Verantwortung ausfüllen zu können. Ein ganz allgemeines Problem bestand bei den in letzter Zeit emporschießenden Inflationserwartungen darin, daß hohe Nominalzinsen offenbar nicht zu greifen vermochten, was die Frage aufwirft, ob zu wenig zu spät getan wurde oder sich das

Problem anders stellt. Gleichzeitig konnten bei einer weiter anschwellenden Kreditnachfrage Strategien, die sich einfach auf eine Steuerung des Wachstums bestimmter monetärer Gesamtgrößen richteten, durch finanzielle Neuerungen und die Entwicklung alternativer Finanzierungsinstrumente durchkreuzt werden. Quantitative Kreditbeschränkungen und unverzinsliche Mindestreserven bieten einen starken Anreiz, auf die Banken als Kreditvermittler zu verzichten. Dennoch stützten sich unter extremen Umständen einige Länder, die vor weiteren Zinsanhebungen zurückschreckten, auf direkte Kontrollen, um die erwünschten Wirkungen zu erzielen oder das Vertrauen in die Entschlossenheit der Behörden wiederherzustellen.

Die Verbesserung der Steuerungstechniken wurde im vergangenen Jahr in den USA zu einem zentralen Anliegen. In zwei größeren Schritten verlagerte der amerikanische Zentralbankrat zunächst den Schwerpunkt der Geldmengensteuerung von den kurzfristigen Zinsen auf die Bankenliquidität und stellte später seinen normalen Techniken ein weitreichendes Kreditbeschränkungsprogramm zur Seite. Wenig später stimmte der Kongreß tiefgreifenden Neuerungen des gesetzlichen Rahmens zu. Wichtige, wenn auch weniger fundamentale Neuerungen der geldpolitischen Instrumente wurden im vergangenen Jahr in Deutschland, Frankreich, Italien, Japan und Kanada vorgenommen. In Großbritannien wurden weitreichende Änderungen der geldpolitischen Techniken diskutiert, und die Regierung beschritt Neuland mit der Veröffentlichung mittelfristiger Stabilisierungsziele.

In den *Vereinigten Staaten* war die Ankündigung des Zentralbankrats vom Oktober 1979, er werde bei der Durchführung täglicher Offenmarktoperationen von nun an Änderungen der Bankenliquidität eine größere und der Glättung von Zinsschwankungen eine geringere Aufmerksamkeit schenken, möglicherweise ein sehr wichtiges Ereignis. Das Verfahren, mit Hilfe einer Anzahl von Multiplikatorbeziehungen den Umfang an Liquiditätsreserven zu berechnen, der zur Erreichung eines gegebenen Geldmengenzielwerts paßt, trug wahrscheinlich dazu bei, eine traditionelle Neigung der Geldpolitik zum Widerstand gegenüber konjunkturellen Zinsschwankungen und zur Nachgiebigkeit gegenüber Veränderungen der Liquiditätspräferenz zu überwinden. Nach den neuen Verfahrensregeln legte der amerikanische Zentralbankrat weitere Toleranzmargen auf der Basis wöchentlicher Durchschnitte für die Federal-funds-Rate fest, worauf diese erstmals von Tag zu Tag sehr ausgeprägt schwankte. Von noch größerer unmittelbarer Bedeutung war, daß die steigenden Zinsen annehmbarer wurden, da sie nunmehr stärker auf veränderte Marktbedingungen reagierten. Den Behörden wurde jedoch schnell bewußt, daß sie — statt das Angebot an Liquiditätsreserven der Banken zu stabilisieren — sich einer Alimentierung der offensichtlich wachsenden Nachfrage nach diesen ausgesetzt sehen könnten. Hierin schlug sich zum Teil die Komplexität der neuen Technik nieder, die Umschichtungen zwischen Bankverbindlichkeiten mit unterschiedlichen Mindestreserveverfordernissen in Rechnung stellen mußte. Ein Auftrieb der Gesamtgrößen im Februar 1980 weckte am Markt Zweifel, ob sich die Geldmengensteuerung entscheidend verbessert habe. Vielleicht zum Teil deswegen, aber auch aus allgemeineren Erwägungen, schien im März eine neue Initiative notwendig.

Diesmal zielten die Behörden mit der Einführung von Kreditrichtwerten eindeutig auf eine Drosselung der Kreditexpansion ab. Die Plafonds für Bankkredite werden als eine die Liquiditäts- und Zinssteuerung ergänzende Maßnahme zur

Geldmengenregulierung angesehen. Die Obergrenzen sollten jedoch von nun an auf einzelne Banken angewendet werden und wären so anzupassen, daß sie zu den angestrebten Wachstumsraten der Bankenliquidität und der Geldmenge passen. Da das Wachstum der Bankkredite inzwischen in starkem Maße von den „managed liabilities“ abhing (von denen einige immer noch nicht der im Februar neu definierten Geldmenge zugerechnet wurden) und sich weitere neue Instrumente rasch ausgebreitet hatten, hielten es die Behörden offenbar für nötig, die Reichweite ihrer Politik über die monetären Gesamtgrößen als solche hinaus zu erweitern. Bis zum März 1980 — und auch nachdem die Liquiditätsreserven der Banken zur Instrumentenvariablen geworden waren — stützten sich die Währungsbehörden in den USA immer noch hauptsächlich auf die Zinssätze, um die Geld- und Kreditexpansion von der Nachfrageseite her zu drosseln. Unter dem vorherrschenden hochinflationären Klima wurde die Einführung von Kreditbeschränkungen jedoch anscheinend als Alternative zu weiteren Zinssteigerungen angesehen, die das Ausgabeverhalten möglicherweise nicht beeinflussen und auch unerwünschte Nebenwirkungen im In- und Ausland haben würden. Bemerkenswerterweise enthielten die Maßnahmen vom März zwar unter bestimmten Voraussetzungen einen Zinsaufschlag von 3 Prozentpunkten auf den Diskontsatz, doch ließ man den allgemeinen Satz unverändert.

Wenig später handelte der Kongreß rasch bei der Lösung lange anstehender gesetzlicher Streitfragen. Er gab seine Zustimmung zu Änderungen bestimmter Regelungen, die in den vergangenen Jahren den Wettbewerb verzerrt und ganz ausgeklügelte Umgehungsmöglichkeiten hervorgebracht hatten. Nach dem „Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act“, das der Präsident Ende März unterzeichnete, kann die amerikanische Zentralbank nach einer Übergangsfrist allen Banken und Sparkassen innerhalb des Landes (statt, wie bisher, nur Mitgliedern des Zentralbanksystems) unverzinsliche Mindestreserven vorschreiben; ferner muß sie diese mit bestimmten Mindestsätzen auf alle für Transaktionszwecke verwendbaren Guthaben anwenden. Auch können Zusatzreserven verlangt werden, doch sind diese zu verzinsen. Das Gesetz genehmigte auch in allen Bundesstaaten ATS- und NOW-Konten (vgl. S. 75) und traf Vorkehrungen für die über einen Zeitraum von sechs Jahren vorgesehene Abschaffung von Zinsobergrenzen auf Einlagen nach der bisherigen „Regulation Q“. Mit weiteren Bestimmungen hob man die von einzelnen Bundesstaaten erlassenen gesetzlichen Obergrenzen für „Wucherszinsen“ auf Hypotheken und Darlehen an Unternehmen und die Landwirtschaft auf und ermächtigte die Bausparkassen, ihre Geschäftstätigkeit auch auf Gebiete auszudehnen, die traditionell von den Banken beherrscht werden (wie z. B. Konsumentenkredite). Die Anhebung des bei der amerikanischen Bundesversicherungszentrale für Bankeinlagen versicherten Betrags an individuellen Guthaben von \$ 40 000 auf \$ 100 000 ist eine weitere Änderung, die letzten Endes Einlagen bei Finanzinstituten attraktiver gegenüber marktgängigen Wertpapieren werden läßt.

Insgesamt gesehen werden diese Änderungen zu einer stärkeren Wettbewerbsgleichheit unter den Finanzinstituten bei ähnlichen Einlagenarten beitragen, und sie sollten auch darauf hinwirken, daß die Aushöhlung der institutionellen Grundlagen für die Geldmengensteuerung aufgehalten wird. Allerdings wird die Bestimmung, wonach unverzinsliche Mindestreserven für bestimmte Einlagengeschäfte aufrechterhalten werden sollen, den Banken einen fortwährenden Anreiz zur Entwicklung

von Techniken zur Vermeidung derartiger Kosten bieten. Diese Anforderungen verzerren nicht nur die Stellung der Banken bei der Kreditvermittlung; vermutlich beeinflussen sie auch weiterhin die Entwicklung der beobachteten monetären Gesamtgrößen und machen damit von Zeit zu Zeit weitere Überprüfungen ihrer Abgrenzung erforderlich.

In *Deutschland* wurden im vergangenen Jahr Anstrengungen unternommen, die Geldmengensteuerung durch eine aktivere Beeinflussung der Bankenliquidität zu verbessern. Nachdem die freien Liquiditätsreserven der Banken erschöpft und Lombardkredite beschränkt worden waren, intervenierte die Bundesbank fast fortlaufend in unterschiedlichen Richtungen am Geldmarkt. Die Mittel, die die Banken zur Erfüllung ihrer Mindestreserveanforderungen benötigten, wurden von ihr bewußt nur zögernd sowie in einer Form bereitgestellt, die kurzfristig zurückgenommen werden konnte: durch Pensionsgeschäfte in inländischen Wertpapieren, Handelswechslern und Devisen, durch Swapgeschäfte am Devisenmarkt sowie durch die vorübergehende Verlagerung öffentlicher Guthaben in den Geldmarkt. Die Ungewißheit hinsichtlich der Bedingungen für die Erlangung von Zentralbankkrediten änderte sehr wesentlich die Voraussetzungen für die Geschäftstätigkeit der Banken und regte diese zu einem stärkeren Wettbewerb um Termineinlagen an. Dies trieb wiederum die Zinsen für nichtmonetäre Anlagen in die Höhe, was dazu beitrug, das Geldmengenwachstum in einer Zeit zu begrenzen, als die Inflation offenbar feinere Zinsmechanismen zunehmend ihrer Wirkung beraubte. Neue flexible Geldmarkttechniken wurden auch in *Italien* und *Großbritannien* eingeführt, wo in beiden Fällen erstmals Pensionsgeschäfte dazu verwendet wurden, Bankenliquidität vorübergehend in Zeiten freizusetzen, in denen der Absatz von Staatspapieren außergewöhnlich hoch ausgefallen war.

In *Kanada* wurde der Diskontsatz insoweit freigegeben, als er sich seit dem März 1980 nunmehr flexibel im Einklang mit den Marktzinsen verändert. Die hierbei angewendete Strategie bestand darin, ihn wöchentlich auf einem Niveau festzulegen, das um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt oberhalb der sich nach dem Tenderverfahren bei dreimonatigen Schatzwechslern herausbildenden Durchschnittsrendite lag. Unter den herrschenden Voraussetzungen hatten die Behörden nicht nur die von den sehr unbeständigen Marktbedingungen in den USA ausgehenden Einflüsse zu bewältigen, sondern auch den hin und wieder auftretenden Abwärtsdruck auf den kanadischen Dollar in einer Situation abzuwehren, in der das Land international weiterhin recht wettbewerbsfähig war. Die Bank von Kanada kann natürlich den Markt für Schatzwechsel sehr wesentlich beeinflussen. Ebenfalls im März verkündete die Bank von *Frankreich*, daß den Banken über Pensionsgeschäfte auf nur sieben Tage befristete Mittel zu festen Zinssätzen bzw. Mittel für drei und sechs Monate zu marktgerechten Zinsen zur Verfügung gestellt würden.

In *Italien* setzte in den letzten Jahren das reiche Angebot an Schatzwechslern die Behörden in die Lage, die Bankenliquidität flexibler zu steuern. Da die Wechsel in geringer Stückelung an das Publikum abgesetzt werden, waren die Banken auch gezwungen, die Verzinsung der Einlagen stärker auf die Marktzinsen abzustimmen. Außerdem haben sich die Bankakzepte zu einem Instrument entwickelt, das unter den Banken einen Handel mit nicht ausgeschöpften, hinter dem offiziellen Kreditplafond zurückbleibenden Ausleihquoten erlaubt. Eine größere Flexibilität der Ein-

lagenzinsen wird auch in *Japan* angestrebt. Wichtige Ereignisse waren in dieser Hinsicht die Schaffung eines Marktes für einmonatige Handelswechsel im November 1978 sowie die im März 1979 den Banken eingeräumte Möglichkeit, Yen-Einlagenzertifikate mit einer nicht vorgeschriebenen Verzinsung anzubieten. Im April 1979 einigten sich die Bank von Japan und die am Geldmarkt operierenden Wertpapierhändler auf eine schrittweise Freigabe der Sätze für täglich fälliges Geld sowie auf die Schaffung eines Marktes für über sieben Tage laufende Papiere. Seit der Freigabe des Diskontsatzes auf zweimonatige Handelswechsel im Oktober bilden sich alle Sätze für Tagesgeld und Wechsel auf dem Markt frei.

In *Großbritannien* hat die Tatsache, daß die Regierung die Steuerung der monetären Gesamtgrößen zu einem Angelpunkt ihrer gesamten Strategie zur Bekämpfung der Inflation gemacht hat, eine besonders lebhafte Debatte darüber entzündet, ob die bestehenden Steuerungsinstrumente und institutionellen Regelungen auf den Finanzmärkten noch greifen. Die grundsätzlich strittigen Fragen wurden von den Behörden selbst in einem im März veröffentlichten „Grünen Papier“ über die Geldmengensteuerung dargelegt. Während die Finanzpolitik, die Fundierung von Staatspapieren und die kurzfristigen Zinsen möglicherweise ausreichen, um die monetäre Expansion auf mittlere Sicht zu steuern, können kurzfristige Schwankungen die Erwartungen ungünstig beeinflussen. Angesichts der Nachteile quantitativer Kreditbeschränkungen sowie der institutionellen Unsicherheiten, die mit der Einführung eines Kontrollmechanismus für die Geldbasis bei Fehlen verbindlicher Mindestreserveanforderungen verbunden sind, wird in dem Dokument ein Indikatorsystem vorgeschlagen, nach dem Schwankungen der Geldversorgung eine automatische Anpassung des „operativen“ Zinssatzes der Bank von England auslösen können.

Keine der durchgeführten oder in Aussicht genommenen Reformen in den größeren Volkswirtschaften läuft auf die Errichtung eines vollwertigen Systems zur Steuerung der Geldbasis hinaus. Die Behörden sind immer noch der Auffassung, daß die Vorteile einer stärkeren Kontrolle über den Geldschöpfungsprozeß in der Praxis möglicherweise nur wenig ins Gewicht fallen; zudem würden diese durch die Kosten überkompensiert, die infolge zwangsläufig umfangreicher Änderungen bei der Bereitstellung von Zentralbankkrediten wie auch veränderter Regelungen am Geldmarkt in Kauf zu nehmen wären. Ein vielleicht noch wichtigerer Einwand besteht darin, daß die damit möglicherweise verbundenen extremen Zinsschläge zu einer gefährlichen Instabilität der Wechselkurse führen könnten oder Anstrengungen zu ihrer Stabilisierung vereiteln würden. Die inzwischen eingeleiteten Neuerungen dürften jedoch insoweit einen deutlichen Umschwung anzeigen, als nunmehr den Zinssätzen eine größere Beweglichkeit eingeräumt wird und Zinsveränderungen für die Märkte akzeptabler werden. Wenn dies wirklich zutrifft, haben sie immerhin dazu beigetragen, eines der in der Vergangenheit bedeutendsten Hemmnisse einer wirksamen Geldmengensteuerung aus dem Wege zu räumen.

V. INTERNATIONALE Zahlungsbilanzentwicklung

Global betrachtet ragen zwei Ereignisse aus dem Zahlungsbilanzgeschehen des Jahres 1979 heraus. Zum einen ließ die äußerst kräftige Ölverteuerung den Leistungsbilanzüberschuß der Ölausfuhrländer, der 1978 verschwunden war, auf \$ 63 Mrd. emporschnellen. Zweitens gab es beträchtliche Veränderungen in den Zahlungsbilanzen der großen Industrieländer, durch die frühere Ungleichgewichte beseitigt wurden oder sich mit umgekehrtem Vorzeichen bildeten. Die USA erzielten in der Gesamtbilanz einen Überschuß von \$ 14 Mrd., nach Defiziten von insgesamt \$ 67 Mrd. in den zwei vorangegangenen Jahren, und der Fehlbetrag der Leistungsbilanz verschwand praktisch trotz der Verteuerung der Öleinfuhren. In den traditionellen Hartwährungsländern — Japan, Deutschland und der Schweiz — kehrte sich die zusammengefaßte Leistungsbilanz von einem Überschuß in Höhe von fast \$ 30 Mrd. im Jahre 1978 in ein Defizit von \$ 12 Mrd. 1979 um. Wenn auch ein Teil dieser Anpassungen auf höhere Ölrechnungen zurückzuführen war, so schlugen sich in ihnen doch in erheblichem Maße Veränderungen bei den übrigen Leistungsbilanztransaktionen nieder, die möglicherweise größer als erwartet oder erwünscht ausfielen. Die Kapitalbewegungen dieser drei Länder, insbesondere Japans, waren per saldo passiv, und insgesamt entstand ein offizieller Finanzierungsbedarf von \$ 20 Mrd.

Die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite, die in den Öleinfuhrländern spiegelbildlich zum Überschuß der Ölausfuhrländer entstanden, ging 1979 im allgemeinen reibungslos vonstatten, da fast das ganze Jahr über günstige Kreditbedingungen auf den internationalen Finanzmärkten herrschten. In der Tat vermochten die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz sowie die ölimportierenden Entwicklungsländer als Gruppen ihre Währungsreserven trotz höherer Leistungsbilanzdefizite weiter anzureichern.

Bei der Schilderung dieser Entwicklungen konzentriert sich der erste Abschnitt dieses Kapitels auf die Zahlungsbilanzeffekte der jüngsten Ölpreiserhöhung und untersucht die Anpassung der Leistungsbilanzen an den Ölpreisschock von 1973/74. Im zweiten Abschnitt werden die wesentlichen Entwicklungen der Zahlungsbilanzen der Industrieländer von 1979 nachvollzogen. Im letzten Abschnitt, der von der Finanzierung der weltweiten Zahlungsbilanzungleichgewichte handelt, wird ein Überblick über die Finanzierungsstruktur im Jahre 1979 wie auch von 1974–78 gegeben.

Öl und internationales Zahlungsbilanzgefüge

Die Ölpreisschübe des Jahres 1979 und ihre Auswirkung auf die globale Zahlungsbilanzsituation. Der bedeutendste Einfluß auf das weltweite Zahlungsbilanzgefüge ging 1979 von der starken Erhöhung der Ölpreise aus. Im Dezember 1978 beschloß die Organisation erdölexportierender Staaten (OPEC), den offiziellen Preis

für „Arabian marker crude“ mit Wirkung vom 1. Januar 1979 um 5% anzuheben, die erste Erhöhung seit 18 Monaten. Gleichzeitig wurde ein Stufenplan bekanntgegeben, der weitere Anhebungen jeweils zu Beginn der folgenden drei Quartale vorsah. Dieser Zeitplan wurde jedoch aufgrund veränderter Bedingungen am Ölmarkt im Gefolge der starken Drosselung der Ölförderung im Iran zu Anfang 1979 bald hinfällig. Obwohl der iranische Produktionsausfall durch eine gesteigerte Förderung in anderen OPEC-Ländern mehr als ausgeglichen wurde — selbst im Januar 1979, als die Produktion im Iran auf ihrem Tiefpunkt lag, war die gesamte OPEC-Förderung 3,3% höher als ein Jahr zuvor —, führten die Furcht vor künftigen Versorgungsengpässen und einer weiteren Verteuerung sowie die geringen Vorräte zu einem Wettlauf um das Öl und rasch steigenden Preisen am Spotmarkt. Mehrere Industriestaaten verringerten 1979 ihren Ölverbrauch beachtlich. Da diese Einsparungen jedoch durch eine steigende Nachfrage für den Lageraufbau überkompensiert wurden, blieb die Lage auf dem Ölmarkt im allgemeinen angespannt.

Bis zur Jahresmitte 1979 stieg der Preis für Rohöl arabischer Sorte auf \$ 18 pro Faß — ein Plus von 42% gegenüber Ende 1978. Am Jahresende bewegten sich die offiziellen Verkaufspreise für Öl innerhalb einer Spanne von \$ 26 bis 35 je Faß, womit sie durchschnittlich gut doppelt so hoch wie Ende 1978 waren. Der Anstieg des von den Öleinfuhrländern gezahlten Durchschnittspreises war sogar noch höher, da im Jahresverlauf ein wachsender Anteil des Ölangebots über die Spotmärkte geleitet wurde, wo die Preise schneller stiegen als die offiziellen Verkaufspreise.

Dem Volumen nach nahmen die Nettoölimporte der Öleinfuhrländer im vergangenen Jahr um rund 1% zu. Die zusätzlichen Ausgaben für das 1979 importierte Öl von insgesamt mehr als \$ 65 Mrd. sind demnach im wesentlichen auf die Ölverteuerung zurückzuführen. Die höheren Ölrechnungen der wichtigsten Öleinfuhrländergruppen spiegeln sich teilweise in der Veränderung ihrer zusammengefaßten Leistungsbilanz von 1978 auf 1979 wider. Wie der Tabelle auf S. 101 zu entnehmen ist, kehrte sich die aggregierte Leistungsbilanz der Zehnergruppe und der Schweiz von einem Überschuß in Höhe von \$ 20,8 Mrd. 1978 in ein Defizit von \$ 23,5 Mrd. 1979 um; das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der übrigen entwickelten Länder weitete sich um \$ 2 auf 14 Mrd. aus; jenes der ölimportierenden Entwicklungsländer schwoll 1979 um \$ 13 Mrd. auf einen Rekordfehlbetrag von \$ 38 Mrd. an. Dagegen wurde das zusammengefaßte Defizit im Warenverkehr der Staatshandelsländer, das 1978 \$ 6 Mrd. betrug, im vergangenen Jahr eliminiert; allerdings hat sich wohl 1979 die Belastung dieser Länder durch die Bedienung ihrer Auslandsschuld erhöht, so daß sich ihre Leistungsbilanzposition nur wenig verbessert haben dürfte.

Wenn auch die Verschiebungen im Gesamtgefüge der Leistungsbilanzen der Öleinfuhrländer 1979 dieselbe Richtung nahmen wie 1974, so unterschieden sie sich doch deutlich in bezug auf ihre relative Größe. Mit \$ 44 Mrd. war die Verschlechterung der zusammengefaßten Leistungsbilanzposition der Zehnergruppe und der Schweiz von 1978 auf 1979 — jedenfalls in laufenden Dollarpreisen — viel ausgeprägter als die Passivierung von \$ 25 Mrd. fünf Jahre zuvor. In den anderen entwickelten Ländern und in den ölimportierenden Entwicklungsländern fiel die Verschlechterung mit \$ 2 bzw. 13 Mrd. im letzten Jahr geringer aus, und zwar

nominell und erst recht real, als die Verschiebungen in Höhe von \$ 18 bzw. 16 Mrd. in diesen zwei Ländergruppen von 1973 auf 1974. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß zwar 1979 die Veränderung der Leistungsbilanz für die Zehnergruppe und die Schweiz relativ ungünstiger und für die ölimportierenden Entwicklungsländer relativ günstiger ausfiel, 1978 jedoch sowohl der zusammengefaßte Überschuß der Zehnergruppe und der Schweiz als auch das aggregierte Defizit der öleinführenden Entwicklungsländer größer waren als fünf Jahre zuvor. Entsprechend hatten die ölimportierenden Entwicklungsländer 1979 über die Hälfte des Gegenpostens zum OPEC-Überschuß zu tragen, verglichen mit rund 35% im Jahre 1974. Auch der Anteil der Zehnergruppe und der Schweiz erhöhte sich gegenüber 1974; jener der übrigen entwickelten Länder war jedoch wesentlich geringer.

Das Pendant zur Passivierung der Leistungsbilanz der Öleinfuhrländer 1979 war die Verbesserung der zusammengefaßten Leistungsbilanz der OPEC-Länder von einer ausgeglichenen Position 1978 in einen Überschuß von \$ 63 Mrd., der damit nicht viel niedriger als 1974 war. Noch überraschender als das plötzliche Wiederauftauchen eines derart hohen Überschusses war freilich, daß er an die ölpreisbedingten zusätzlichen Exporterlöse der OPEC nahezu heranreichte. Stark abweichend von früheren Trends wurde der Dollarwert der OPEC-Einfuhren auf dem Stand von 1978 gehalten, und damit einher ging ein Rückgang des Volumens der OPEC-Importe um schätzungsweise 12%. Diese mengenmäßige Verringerung kann dem starken Rückgang der Einfuhren in den Iran zugerechnet werden, während das Volumen der Einfuhren in die Gruppe der übrigen OPEC-Länder 1979 praktisch unverändert blieb, nachdem es sich in den Jahren davor rasch ausgeweitet hatte. Die Terms of trade der OPEC verbesserten sich im vergangenen Jahr um schätzungsweise 29% und von Ende 1978 bis Ende 1979 gerechnet sogar noch mehr. Jedenfalls verbesserten sie sich viel mehr als nötig war, um den 1978 erlittenen Verlust von etwa 11% wettzumachen. Das günstigere reale Austauschverhältnis ließ im Verein mit dem geringeren Einfuhrvolumen den zusammengefaßten Handelsbilanzüberschuß der OPEC 1979 auf \$ 112 Mrd. ansteigen, das ist auf Dollarbasis der bisher bei weitem höchste Überschuß. Diese Verbesserung glich die anhaltende Verschlechterung bei den Dienstleistungen und Übertragungen mehr als aus. Infolgedessen verzeichneten 1979 selbst die OPEC-Länder mit relativ hoher Absorptionsfähigkeit einen Leistungsbilanzüberschuß in Höhe von \$ 27 Mrd., nachdem sie 1978 noch einen Fehlbetrag von \$ 10 Mrd. aufgewiesen hatten.

Mit dem 1979 wiederentstandenen hohen Zahlungsbilanzüberschuß der OPEC — so kurz nach der erfolgreichen Anpassung des weltweiten Zahlungsbilanzgefüges an den Überschuß von 1974 — und der Aussicht auf ein noch größeres Plus der OPEC-Leistungsbilanz im Jahre 1980 im Gefolge der Ölpreiserhöhungen 1979 und Anfang 1980 stellt sich die Frage, wie der Anpassungsprozeß diesmal verlaufen wird. In dem nachfolgenden Abschnitt werden die hauptsächlichen Gründe zusammengefaßt, die zu einer Verringerung des OPEC-Überschusses nach der ersten Explosion der Ölpreise führten. Diese Übersicht beruht auf einem Vergleich der OPEC-Leistungsbilanzposition von 1973, dem Jahr des ersten hohen OPEC-Leistungsbilanzüberschusses, mit der von 1978, als der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC verschwunden war, sowie auf einer Analyse der Verschiebungen in den

Komponenten der Außenhandelsbilanzen der Öleinfuhrländer zwischen 1973 und 1978.

Anpassung der Leistungsbilanzen an den Ölpreisschock von 1973/74. Der Hauptgrund für den Abbau des OPEC-Leistungsbilanzüberschusses zwischen 1974 und 1978 war, daß sich diese Länder zu kräftigen Steigerungen der Importe von Gütern und Dienstleistungen imstande erwiesen. Das Volumen ihrer Ölausfuhren veränderte sich zwischen 1973 und 1978 kaum, und die Ausfuhr ihrer sonstigen Erzeugnisse erhöhte sich um nur \$ 6 Mrd., so daß der enorme Anstieg der Ausfuhrerlöse von \$ 40 auf 146 Mrd. fast ausschließlich auf Änderungen des Ölpreises beruhte. In der Versechsfachung der Einfuhrwerte schlugen sich hingegen Preis- wie Mengenzuwächse nieder. Der Preisindex für die OPEC-Importe — berechnet anhand der Ausfuhrdurchschnittswerte der wichtigsten OPEC-Handelspartner — stieg um ca. 75%, was auf eine mengenmäßige Zunahme der Importe um rund 180% schließen läßt. Hinzu kommt, daß sich die gesamten Nettozahlungen der OPEC für Dienstleistungen und private Übertragungen von 1973 bis 1978 auf \$ 37 Mrd. verdreifachten, weitgehend eine Folge der verstärkten Inanspruchnahme von Know-how und Arbeitskräften aus dem Ausland. Die Bedeutung des Transfers realer Ressourcen für den Abbau des Leistungsbilanzüberschusses der OPEC wird auch durch die Tatsache verdeutlicht, daß es den OPEC-Ländern als Gruppe weitgehend gelang, ihre 1974 erzielten Terms-of-trade-Gewinne zu halten. Zwar wurde ein Teil der anfänglichen OPEC-Gewinne durch steigende Importpreise wieder aufgezehrt, doch lagen die Terms of trade der OPEC 1978 noch immer um etwa 110% über ihrem Stand von 1973 und nur 11% unter dem von 1974.

Zusammengefaßte Leistungsbilanztransaktionen der OPEC-Länder 1973-79*

| | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|---|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Milliarden US-Dollar | | | | | | |
| Ausfuhr (fob) | 40 (100) | 121 (98) | 113 (87) | 137 (100) | 151 (100) | 146 (96) | 217 (97) |
| Einfuhr (fob) | - 21 (100) | - 38 (139) | - 59 (194) | - 71 (231) | - 89 (265) | -104 (277) | -105 (244) |
| Saldo der Handelsbilanz | 19 | 83 | 54 | 66 | 62 | 42 | 112 |
| Dienstleistungen und private Übertragungen (netto) | - 12 | - 14 | - 19 | - 26 | - 31 | - 37 | - 43 |
| Offizielle Übertragungen (netto) | - 1 | - 2 | - 4 | - 4 | - 5 | - 5 | - 6 |
| Saldo der Leistungsbilanz | 6 | 67 | 31 | 36 | 26 | 0 | 63 |
| davon: | | | | | | | |
| Länder mit relativ geringer Absorptionsfähigkeit | 5 | 40 | 24 | 29 | 24 | 10 | 36 |
| Länder mit relativ hoher Absorptionsfähigkeit | 1 | 27 | 7 | 7 | 2 | - 10 | 27 |

Anmerkung: Angaben in Klammern beruhen auf Mengenindizes (1973 = 100).

* Mitglieder der Organisation erdölexportierender Staaten (Algerien, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate) sowie Bahrain und Oman.

Die obigen Ausführungen gelten für die OPEC-Länder als Gruppe. Wie jedoch der vorstehenden Tabelle zu entnehmen ist, verlief die Leistungsbilanzentwicklung zwischen den OPEC-Ländern mit hoher und jenen mit niedriger Importaufnahmefähigkeit ab 1974 recht unterschiedlich. Relativ absorptive Länder, d. h. Länder, deren Pro-Kopf-Öleinnahmen relativ gering sind, kamen lediglich 1974 in den Genuß eines beträchtlichen Leistungsbilanzüberschusses, als sich ihre laufende Rechnung von \$ 1 auf 27 Mrd. verbesserte. In den drei folgenden Jahren betrug ihr zusammengefaßter Leistungsbilanzüberschuß durchschnittlich rund \$ 5½ Mrd., und 1978 ergab sich ein Defizit von \$ 10 Mrd. Demgegenüber konnten die Länder mit relativ geringer Absorptionsfähigkeit — Saudi-Arabien, Kuwait, Libyen, Katar, die Vereinigten Arabischen Emirate, Bahrain und Oman — von 1974 bis 1977 einen Überschuß von durchschnittlich \$ 29 Mrd. halten, und selbst 1978 belief sich ihr Plus noch auf \$ 10 Mrd. Der finanzielle Spielraum, wie er in den Leistungsbilanzpositionen zum Ausdruck kommt, war offenbar ein wichtiger Bestimmungsfaktor — wenn auch gewiß nicht der einzige — für das unterschiedliche Einfuhrverhalten der beiden Gruppen. 1974 und 1975 weitete sich das Importvolumen in beiden Gruppen um etwa 40% p. a. aus; danach jedoch entwickelten sich die realen Einfahrtrends deutlich auseinander. Länder, deren Leistungsbilanzüberschüsse weiterhin erheblich waren, behielten ein kräftiges Wachstum ihrer realen Einfuhren bei, das mit freilich rückläufigem Trend von 1976 bis 1978 jahresdurchschnittlich 22% betrug, während das Wachstum des Einfuhrvolumens der anderen OPEC-Länder nach 1975 stark abfiel und bis 1978 im Durchschnitt nur noch 8% ausmachte.

Die Verwendung der höheren Öleinnahmen für Importe änderte die Angebotsstruktur in den OPEC-Volkswirtschaften tiefgreifend. Diese Veränderungen, die sich in einer erheblich größeren Verfügungsmacht der OPEC-Länder über die Weltproduktion auswirkten, lassen sich durch einige grobe Schätzungen verdeutlichen. 1973 hatten die Importe einen Anteil von rund 25% an den Gesamtausgaben der OPEC-Länder für Güter und Dienstleistungen. Fünf Jahre später, als die Gesamtausgaben dieser Länder — zu konstanten Preisen gerechnet — um schätzungsweise 80% gestiegen waren, dürften auf ausländische Güter und Dienstleistungen beachtliche 40% entfallen sein. Anders ausgedrückt: Den OPEC-Ländern gelang es, ihren Anteil an der Verwendung des Bruttosozialprodukts der gesamten Welt (ohne kommunistische Länder) von 2,5% im Jahre 1973 auf möglicherweise 4% im Jahre 1978 zu erhöhen. Dieser „größere Anteil am Kuchen“ bedeutete, daß schätzungsweise 8% des Produktionszuwachses der Öleinfuhrländer in der Zeit von 1973 bis 1978 in die OPEC-Länder ging.

Was den Gegenposten der restlichen Welt zur Verringerung des OPEC-Überschusses nach 1974 im einzelnen angeht, werden in der nachfolgenden Tabelle die Handelsbilanzsalden wichtiger entwickelter Länder und Gruppen anderer öleinführender Staaten von 1973 jenen von 1978 gegenübergestellt und versucht, die Auswirkung der Ölpreisanhebungen und des daraus resultierenden Wachstums des OPEC-Warenimports auf diese Salden zu verdeutlichen. Die Nettoeinfuhr von Rohöl und Mineralölprodukten dieser Länder und Ländergruppen und deren Ausfuhren in die OPEC werden in einem „Handelsbilanzsaldo gegenüber der OPEC“ zusammengefaßt. Dieses Verfahren wird angewandt, weil die OPEC 1973 und 1978 der einzige bedeutende Nettoölexporteur war, so daß die Gruppe der Ölimportländer

Öleinfuhrländer:
Veränderung einzelner Handelsbilanzkomponenten von 1973 bis 1978
(Schätzung)

| | Handelsbilanzsalden ¹ (fob) | | Veränderung der | | | | |
|---|---|-------|--------------------------------|---|------------------------------------|--|---|
| | 1973 | 1978 | Handels- bilanz I = IV+V | Netto- öl- einführen ² II | Ausfuhren in die OPEC III | Handels- bilanz gegenüber der OPEC IV = II+III | übrigen Handels- bilanz V = I-IV |
| | | | | | | | |
| Belgien-Luxemburg | 2,1 | - 1,1 | - 3,2 | - 1,6 | 1,7 | 0,1 | - 3,3 |
| Deutschland (BR) | 15,8 | 25,4 | 9,6 | - 8,9 | 10,0 | 1,1 | 8,5 |
| Frankreich | 1,1 | - 2,4 | - 3,5 | - 7,5 | 4,7 | - 2,8 | - 0,7 |
| Großbritannien | - 4,8 | - 2,2 | 2,6 | - 0,8 | 6,3 | 5,5 | - 2,9 |
| Italien | - 3,4 | 5,6 | 9,0 | - 5,8 | 5,8 | 0,0 | 9,0 |
| Japan | 3,9 | 26,4 | 22,5 | -16,4 | 11,4 | - 5,0 | 27,5 |
| Kanada | 1,9 | 2,5 | 0,6 | - 2,1 | 1,1 | - 1,0 | 1,6 |
| Niederlande | 1,8 | - 0,1 | - 1,9 | - 1,8 | 1,9 | 0,1 | - 2,0 |
| Schweden | 2,3 | 2,7 | 0,4 | - 1,7 | 0,9 | - 0,8 | 1,2 |
| Schweiz | - 1,8 | 0,4 | 2,2 | - 0,9 | 1,6 | 0,7 | 1,5 |
| USA | 0,8 | -28,5 | -29,3 | -30,9 | 13,0 | -17,9 | -11,4 |
| Insgesamt | 20 | 29 | 9 | -78 | 58 | -20 | 29 |
| Sonstige entwickelte Länder ³ | -11 | -20 | - 9 | -10 | 6 | - 4 | - 5 |
| Ölimportierende Entwicklungsländer | - 3 | -19 | -16 | -10 | 8 | - 2 | -14 |

¹ Auf zollstatistischer Basis. ² Rohöl und Mineralölprodukte (SITC 33). ³ Zur Länderklassifizierung s. Tabelle auf S. 101.

ihre höhere Ölrechnung nur durch eine Ausweitung ihrer Ausfuhren in die OPEC-Länder beglichen konnte. Der in der Tabelle ausgewiesene Restposten der Handelsbilanzen gibt jene Verschiebungen wieder, die sich aus einem veränderten Handelsverkehr zwischen den Öleinfuhrländern ergeben.

Die Tabelle zeigt, daß 1978 der Außenhandelsüberschuß der Zehnergruppe und der Schweiz insgesamt zum jeweiligen Dollarwert gerechnet deutlich höher war als 1973 und ebenso das zusammengefaßte Außenhandelsdefizit der beiden anderen großen Öleinfuhrgebiete. Wenn auch der Handelsbilanzsaldo gegenüber der OPEC 1978 bei allen drei Gruppen von Öleinfuhrländern ungünstiger war als fünf Jahre zuvor, war doch der bei weitem größte Teil der Veränderungen in den zusammengefaßten Gesamthandelsbilanzen dieser Länder während dieses Zeitraums auf die übrige Handelsbilanz, d.h. auf den Warenaustausch unter den Öleinfuhrländern, zurückzuführen.

Die einzelnen Handelsbilanzsalden der Zehnergruppenländer und der Schweiz gegenüber der OPEC entwickelten sich im Zeitraum 1974-78 recht unterschiedlich. Drei Länder — Großbritannien, Deutschland und die Schweiz — erzielten eine merkliche Verbesserung: Großbritannien aufgrund einer Verringerung seiner Nettoöleinfuhren um 64% infolge der anlaufenden Ölförderung in der Nordsee sowie

Deutschland und die Schweiz vor allem durch die starke Ausweitung ihrer Exporte in die OPEC-Länder. Drei weitere Länder — die USA, Japan und Frankreich — erlebten in dieser Zeit eine Verschlechterung ihrer Handelsbilanzposition gegenüber der OPEC. Die bei weitem größte Passivierung — in Höhe von nahezu \$ 18 Mrd. — wiesen die USA auf, die 1978 netto 34% mehr Öl einfuhrten als fünf Jahre zuvor. In Frankreich verringerte sich das Volumen der Ölimporte um 13%, während gleichzeitig die Ausfuhren in die OPEC-Länder relativ geringfügig zunahmen; Japan importierte zwar 1978 netto 3½% weniger Öl als 1973, doch vermochte die beträchtliche Ausweitung der Exporte in den OPEC-Markt um über \$ 11 Mrd. den negativen Effekt höherer Preise auf die Ölrechnung Japans nicht auszugleichen. Die übrigen Länder der Zehnergruppe verzeichneten 1978 im Vergleich zu 1973 so gut wie keine Veränderung ihres Handelsbilanzsaldos gegenüber der OPEC; allerdings wurde Kanada ein Nettoölimporteur, während einige andere Länder in diesem Zeitraum ihre Nettoöleinfuhr dem Volumen nach beträchtlich verringerten.

An den Reaktionen nach 1974 auf den ersten Ölpreisschock fällt zweierlei auf: Einerseits zeigt die Tatsache, daß der zusammengefaßte Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder bis 1978 verschwunden war, daß die Öleinfuhrländer insgesamt die Auswirkungen der Ölverteuerung von 1973 auf ihre Zahlungsbilanzen weitgehend verkraftet hatten. Andererseits spiegelten die beträchtlichen Leistungsbilanzungleichgewichte bestimmter Zehnergruppenländer im Jahre 1978 zum Teil den Umstand wider, daß die einzelnen Länder auf den Ölpreisschock von 1973 unterschiedlich reagiert hatten. Das Leistungsbilanzdefizit der USA im Jahre 1978 resultierte zum Teil aus dem realen Zuwachs der Nettoöleinfuhren dieses Landes von 1973 bis 1978 und war zum andern auf den seit 1975 sehr expansiven binnenwirtschaftlichen Kurs der US-Behörden zurückzuführen. Andererseits ging bei den Überschußländern die Höhe des deutschen wie auch japanischen Leistungsbilanzüberschusses 1978 teilweise darauf zurück, daß diese Länder sowohl unmittelbar nach der Ölverteuerung von 1973 wie auch in den folgenden Jahren eine zurückhaltendere Nachfragepolitik betrieben.

Was die Aussichten für eine Anpassung an den Ölpreisschock von 1979 anbelangt, wird wahrscheinlich die Hinwendung der meisten Länder der Zehnergruppe sowie der Schweiz zu einer Politik verstärkter Nachfragedrosselung ihren Bedarf an OPEC-Öl begrenzen. Dies allein dürfte den Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Länder etwas verringern, aber auch die Nachfrage der großen Industrieländer nach Gütern aus den ölimportierenden Entwicklungsländern abschwächen. Entsprechend könnte der von den nichtölexportierenden Entwicklungsländern zu übernehmende Anteil an dem Gegenposten des OPEC-Überschusses größer werden. Ungewiß ist jedoch weiterhin, wann und inwieweit diese Entwicklungen sich wesentlich auf das weltweite Leistungsbilanzgefüge auswirken. Die wichtigste Lehre aus der Anpassung nach 1974 besteht freilich darin, daß die Rückkehr zu einem ausgewogeneren weltweiten Zahlungsbilanzgefüge stark von einer Wiederaufnahme des Wachstums der realen Einfuhren der OPEC-Länder abhängen wird. Erfolgt keine derartige Ausweitung, besteht wenig Hoffnung auf einen zügigen Anpassungsprozeß, sofern es nicht zu einem deutlichen Umschwung in den preislichen Austauschrelationen zugunsten der Öleinfuhrländer kommt und/oder die Abhängigkeit der Energieversorgung vom OPEC-Öl beträchtlich verringert wird.

Zahlungsbilanzentwicklung der Industrieländer im Jahre 1979

Abgesehen von der Wirkung der Ölpreiserhöhung lag die bedeutendste Entwicklung 1979 in den sehr starken Veränderungen der Zahlungsbilanzen der drei größten Industrieländer, die frühere Leistungsbilanzungleichgewichte beseitigten oder umkehrten. Diese Anpassungsprozesse, die die Effekte der Ölpreiserhöhung überlagerten, gingen teilweise auf vorherige Wechselkursänderungen und teilweise auf ein verändertes Konjunkturgefälle zwischen den einzelnen Ländern zurück.* Die Erfahrungen dieser Länder werden zusammen mit jenen der Schweiz, die ebenfalls eine bedeutende Anpassung erzielte, im ersten Teil dieses Abschnitts erörtert. Eine zweite Gruppe von Industrieländern läßt sich ausmachen, die vor 1979 keine großen Zahlungsbilanzungleichgewichte aufwies, in der es aber im vergangenen Jahr zu einer stärkeren, nicht völlig aus dem Ölpreisanstieg erklärbaren Passivierung kam. In einer dritten Ländergruppe hielten sich die Veränderungen der Leistungsbilanzen 1979 trotz höherer Ölpreise in relativ engen Grenzen.

Länder mit einer beträchtlichen Anpassung im Jahre 1979. Die drei größten Industrieländer — die USA, Japan und Deutschland — beseitigten 1979 die vorherigen Ungleichgewichte ihrer Leistungsbilanzen oder kehrten sie um. Auch der Leistungsbilanzüberschuß der Schweiz verringerte sich. Darüber hinaus erfuhren diese Länder größere Veränderungen ihrer Kapitalbilanzen, die im allgemeinen die Leistungsbilanzanpassungen verstärkten. Diese werden für die drei größten Volkswirtschaften in der nachstehenden Tabelle zusammenfassend dargestellt; Angaben zu den Zahlungsbilanzen insgesamt sind in der Tabelle auf S. 104 angeführt.

Komponenten der wichtigsten Leistungsbilanzanpassungen 1979

| | Leistungsbilanzsalden | | Veränderung 1979 gegenüber 1978 | | | | | |
|----------------------|-----------------------|-------|---|--------------------|-------|-----------------------|----------------------|------------|
| | 1978 | 1979 | Güter und Dienstleistungen ¹ | | | Netto-kapital-erträge | Netto-über-tragungen | Ins-gesamt |
| | | | Menge ² | Preis ² | Wert | | | |
| | Milliarden US-Dollar | | | | | | | |
| USA | -13,5 | - 0,3 | 12,0 | - 9,0 | 3,0 | 10,7 | - 0,5 | 13,2 |
| Japan | 16,5 | - 8,6 | -12,0 | -13,5 | -25,8 | 1,1 | - 0,4 | -25,1 |
| Deutschland (BR) . . | 8,9 | - 5,8 | - 6,0 | - 6,0 | -12,1 | 0,0 | - 2,6 | -14,7 |

¹ Ohne Kapitalerträge. ² Schätzungen, auf \$ 0,5 Mrd. gerundet.

* Dort, wo es nützlich erschien und die nötigen Daten vorhanden waren, wurde versucht, die relativen quantitativen Wirkungen dieser gesonderten Einflüsse auf die Entwicklung der Leistungsbilanz zu schätzen. Die verwendete Methode läßt sich wie folgt beschreiben: Zunächst werden die Kapitalertrags- und Übertragungsbilanzsalden von der Leistungsbilanz abgezogen, weil diese Positionen auf wirtschaftliche Entwicklungen nicht in gleicher Weise wie die Bilanz der Güter und übrigen Dienstleistungen reagieren. Dann werden die Veränderungen der Bilanzen der Güter und übrigen Dienstleistungen in zwei den jeweiligen Beitrag der Mengen- und Preisveränderungen darstellende Teile zerlegt. Schließlich wird versucht, den mengenmäßigen Beitrag in Veränderungen aus konjunkturellen Entwicklungen (im betreffenden Land und in anderen Ländern), aus Wechselkursbewegungen sowie aus anderen Bestimmungsgründen zu unterteilen. Die konjunkturelle Komponente wird mit Hilfe einer statistischen Analyse der Wirkungen früherer konjunktureller Veränderungen auf den realen Saldo geschätzt. Abgesehen von sonstigen erkennbaren Faktoren wird jener Teil der Mengenänderung, der so nicht den konjunkturellen Einflüssen zugeschrieben werden kann, den Wechselkursänderungen zugeschlagen. Auch preisliche Beiträge sind in einigen Fällen in Ölpreis-, Wechselkurs- und sonstige Effekte aufgeteilt worden.

Am stärksten veränderte sich 1979 die Zahlungsbilanz der *Vereinigten Staaten*. Das Leistungsbilanzdefizit, das in jedem der beiden vorangegangenen Jahre rund \$ 14 Mrd. betragen hatte, wurde praktisch beseitigt. Obwohl der erfaßte Kapitalverkehr 1979 ein Defizit aufwies, war überdies die positive statistische Differenz von \$ 28,7 Mrd. so groß, daß es insgesamt offensichtlich Nettokapitalzuflüsse gegeben haben muß, die die massiven Abflüsse der Jahre 1977 und 1978 teilweise rückgängig machten. So verzeichnete, wie aus der Tabelle auf S. 104 ersichtlich, die Gesamtbilanz, definiert als Zunahme der Reserveaktiva der USA abzüglich der Erhöhung der US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen, 1979 einen Überschuß von \$ 14,4 Mrd. Dies war der erste Jahresüberschuß seit 1969, nach Defiziten, die in jedem der beiden vorhergehenden Jahre \$ 30 Mrd. überschritten hatten.

Die Leistungsbilanzdefizite der USA von 1977 und 1978 waren gemessen an der Größe der Binnenwirtschaft mit weniger als ¼% des Bruttosozialprodukts nicht sehr groß gewesen. Aber der Umstand, daß sie mit beträchtlichen Nettokapitalabflüssen aus den USA verbunden gewesen waren, war eine der wesentlichen Ursachen für den Sturz des Dollarkurses während dieser zwei Jahre und die damit einhergehenden Spannungen auf den Devisenmärkten. Die letztjährige bedeutende Verbesserung der US-Zahlungsbilanz schuf deshalb nicht bloß die Grundlage für eine Festigung des Dollars, sondern überhaupt auch für die stabilere Verfassung der Devisenmärkte.

Die Leistungsbilanzverbesserung im Jahre 1979 wurde durch konjunkturelle Entwicklungen — die Nachfragebeschleunigung in den übrigen Industrieländern und das verringerte Wirtschaftswachstum in den USA — sowie durch den Dollarverfall der Jahre 1977 und 1978 gefördert, dessen Wirkungen im vergangenen Jahr sichtbar wurden. Die Rolle des Wechselkurses tritt am deutlichsten im Anstieg der Nettokapitalerträge um \$ 10,7 auf 32,3 Mrd. hervor. Die Erhöhung der Bruttoeinnahmen aus Kapitalerträgen um \$ 22,4 Mrd. war hauptsächlich darin begründet, daß die Dollarabwertung und der Ölpreisanstieg im Ergebnis kräftige Anhebungen der Dollarpreise der mit amerikanischen Auslandsinvestitionen erzeugten Güter und Dienstleistungen nach sich zogen — z.B. stieg der Durchschnittswertindex der Weltausfuhren auf Dollarbasis 1979 um 19½% gegenüber 11% 1978. Andererseits schnellten auch die Überweisungen von Kapitalerträgen an Gebietsfremde wegen der höheren Zinsen in den USA empor.

Das Defizit der übrigen Handels- und Dienstleistungsbilanz verminderte sich, trotz eines Anstiegs der Öleinfuhren um \$ 17,3 Mrd., von \$ 30 Mrd. im Jahre 1978 auf 27 Mrd. 1979. Die Verbesserung vollzog sich über Mengeneffekte, die allein etwa \$ 12 Mrd. beisteuerten und bei denen sowohl konjunkturelle als auch Wechselkursfaktoren eine Rolle spielten. Freilich machte die Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses, die sowohl von der früheren Dollarabwertung als auch vom Ölpreisanstieg ausging, die mengenmäßige Verbesserung weitgehend zunichte.

In der Bilanz des statistisch erfaßten Kapitalverkehrs im Jahre 1979 ragen zwei Entwicklungen heraus: die Verringerung der Nettoabflüsse auf insgesamt \$ 14 Mrd. — etwa die Hälfte ihres Umfangs von 1978 — als Folge des gefestigten Vertrauens in den Dollar und die ausgeprägten Schwankungen der Zu- und Abflüsse von

Geldern, die im Laufe des Jahres in erheblichem Maße infolge des zeitweise unterbrochenen Erholungsprozesses des Dollars auftraten. Im Gesamtjahr lag die bedeutendste Veränderung in der Kapitalbilanz im Umschwung der von den Banken in den USA gemeldeten Nettokapitalströme von einem Abfluß von \$ 16 Mrd. 1978 in einen Zustrom von \$ 6,6 Mrd. 1979. Dieser Prozeß wurde zum Teil durch eine Erhöhung der Direktinvestitionen im Ausland von netto \$ 10,4 Mrd. 1978 auf netto \$ 17,1 Mrd. 1979 ausgeglichen, was hauptsächlich auf die Neuanlage höherer Auslandsgewinne amerikanischer Unternehmen zurückging. Der Rückgang der gesamten erfaßten Nettomittelabflüsse wurde durch den äußerst kräftigen Anstieg der positiven statistischen Differenz von \$ 10,7 auf 28,7 Mrd. beträchtlich verstärkt, eine Veränderung, die wohl weitgehend auf statistisch nicht erfaßte Kapitalzuflüsse zurückzuführen ist.

Die Fluktuationen bei den Nettokapitalbewegungen im Verlauf des Jahres 1979 machten sich besonders im Bankenbereich bemerkbar. Während der ersten fünf Monate des Jahres, in einer Periode der Festigung des Dollars, flossen über die Banken netto etwa \$ 20 Mrd. zu. In den darauffolgenden vier Monaten, einer neuerlichen Schwächephase des Dollars, flossen Bankengelder netto ab, aber diese wurden im Oktober und November nach der Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik durch Nettozuflüsse von ungefähr \$ 7 Mrd. abgelöst. Schließlich flossen, zum Teil saisonbedingt, im Dezember netto etwa \$ 14 Mrd. über die Banken ab.

Die Daten für das erste Quartal 1980 deuten auf eine gewisse Verschlechterung der Leistungsbilanz hin. Das Außenhandelsdefizit betrug saisonbereinigt etwa \$ 12,2 Mrd. gegenüber einem Quartalsdurchschnitt von \$ 7,4 Mrd. 1979; das zeigt eindeutig, daß sich die Leistungsbilanz im Defizit befand. Die Verschlechterung erklärt sich aus steigenden Energieeinfuhren. Es gab jedoch sehr hohe Kapitalzuflüsse und einen Überschuß der Gesamtbilanz von etwa \$ 10 Mrd.

Auch *Japan* vollzog 1979 eine erhebliche Zahlungsbilanzanpassung. Der 1978 verzeichnete Leistungsbilanzüberschuß von \$ 16,5 Mrd. wich einem Defizit von \$ 8,6 Mrd., ein Umschwung im Ausmaß von 2½% des Bruttosozialprodukts. Darüber hinaus waren die langfristigen Nettokapitalabflüsse mit \$ 13 Mrd. etwas höher als 1978, so daß sich die Grundbilanz von einem Überschuß von \$ 4,1 Mrd. in ein äußerst hohes Defizit von \$ 21,6 Mrd., das sind 2% des Bruttosozialprodukts, drehte. Ein beachtlicher Teil des Grundbilanzdefizits wurde durch kurzfristige Nettokapitalzuflüsse (einschließlich der statistischen Differenz) von \$ 8,9 Mrd. gedeckt. Die offiziellen Währungsreserven (ohne Bewertungsänderungen) wurden um \$ 12,7 Mrd. abgebaut.

Die bemerkenswerte Verschiebung der Zahlungsbilanz war das Ergebnis mehrerer gleichlaufender Entwicklungen, die zum Teil Reaktionen auf die hohen außenwirtschaftlichen Überschüsse der Jahre 1977 und 1978 darstellten. Bedeutsam für die Leistungsbilanz war, daß der Nachfragedruck in der japanischen Wirtschaft infolge der expansiven Finanzpolitik stieg, so das Einfuhrvolumen erhöhte und die realen Ausfuhren eindämmte — in der Tat gingen zum ersten Mal seit sehr vielen Jahren die japanischen Warenausfuhren dem Volumen nach geringfügig zurück. Zwar hat sich der Nachfragedruck auch im übrigen OECD-Bereich verstärkt, doch

kann dies nur einen geringen Teil der Wirkung des binnenwirtschaftlichen Aufschwungs ausgeglichen haben. Insgesamt belief sich der Mengenbeitrag zur Passivierung der Leistungsbilanz auf etwa \$ 12 Mrd., wovon der größte Teil der veränderten Konjunkturlage zugeschrieben werden kann; die in den zwei vorangegangenen Jahren eingetretene Yen-Aufwertung hat sich offenbar hauptsächlich 1978 ausgewirkt.

Zusätzlich zu dieser realen Veränderung begann sich Ende 1978, als sich der Yen gegenüber seinem hohen Kurs vom Oktober sehr stark abwertete, das reale Austauschverhältnis zu verschlechtern. Obgleich in der Vergangenheit eine Aufwertung des Yen üblich war, solange ein Leistungsbilanzüberschuß anhielt, zog die Öffnung des Tokioter Kapitalmarkts im vierten Quartal 1978 ein hohes Defizit in der Grundbilanz nach sich, während weiterhin ein Leistungsbilanzüberschuß bestand. Die Abwertung wirkte sich sofort negativ auf die Terms of trade aus, dagegen wurden die positiven Einflüsse auf das Volumen der Ein- und Ausfuhren 1979 nicht erkennbar. Die Terms of trade wurden natürlich auch durch den Ölpreisanstieg beeinträchtigt, der Japans Einfuhrrechnung im vergangenen Jahr um fast \$ 9 Mrd. erhöhte.

In der Kapitalbilanz setzten sich die langfristigen Nettokapitalabflüsse im vergangenen Jahr in dem stark beschleunigten Tempo fort, das sich 1978 eingestellt hatte, und betragen \$ 13 Mrd., wovon 9,6 Mrd. aus Wertpapiertransaktionen einschließlich Darlehen bestanden. Die langfristigen Kapitalabflüsse verteilten sich im Zeitverlauf nicht gleichmäßig und fielen in etwa mit den Wechselkursverschiebungen zusammen. So entstanden in den ersten fünf Monaten des Jahres langfristige Nettoabflüsse von \$ 6,6 Mrd., als der Yen gegenüber dem Dollar eine andauernde Schwäche aufwies. Von Juni bis September war der Devisenmarkt ruhiger, und die langfristigen Kapitalabflüsse gingen auf \$ 2,3 Mrd. zurück. Der Yen geriet im Oktober und November erneut unter Druck, als Nettoabflüsse von \$ 3,3 Mrd. auftraten; im Dezember beruhigte sich die Lage jedoch, und die Abflüsse betragen \$ 0,8 Mrd. Im kurzfristigen Kapitalverkehr trat 1979 ein Nettozufluß von \$ 6,3 Mrd. auf, einschließlich eines Anstiegs von \$ 4 Mrd. bei den kurzfristigen Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken. Ein Gutteil davon ging vermutlich auf zusätzliche Kreditaufnahmen zur Deckung von Öleinfuhren zurück. Außerdem wies die statistische Differenz einen Aktivsaldo von \$ 2,6 Mrd. auf.

Im ersten Quartal 1980 weitete sich das Leistungsbilanzdefizit weiter auf \$ 6 Mrd. aus. Indessen floß langfristiges Kapital in Höhe von \$ 1,2 Mrd. zu, und auch der kurzfristige Kapitalverkehr zusammen mit der statistischen Differenz hatten eine aktive Bilanz. Im Endergebnis nahmen damit die offiziellen Nettowährungsreserven (ohne Bewertungsänderungen) um \$ 1,6 Mrd. ab.

Ebenso wie Japan wies *Deutschland* im vergangenen Jahr — erstmals seit 1965 — ein Leistungsbilanzdefizit auf. Seine Leistungsbilanz verzeichnete 1979, nach einem Überschuß von \$ 8,9 Mrd. 1978, ein Defizit von \$ 5,8 Mrd., ein Umschwung in Höhe von etwa 2% des deutschen Bruttosozialprodukts. Die Kapitalbilanz schloß 1979 mit einem Überschuß von \$ 5,6 Mrd. ab; infolge eines Passivsaldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen gingen die offiziellen Nettowährungsreserven (ohne Bewertungsänderungen) im Jahresverlauf jedoch um \$ 2,4 Mrd. zurück.

Wie die Tabelle auf S. 95 zeigt, waren die Mengen- und die Preiskomponente der deutschen Leistungsbilanzanpassung von vergleichbarer Größe. Die reale Verschlechterung von etwa \$ 6 Mrd. ergab sich aus dem Konjunkturaufschwung in Deutschland, zum Teil kompensiert durch den Aufschwung in anderen Industrieländern, der D-Mark-Aufwertung und die Erhöhung der Rohölvorräte. Auf der Basis einer statistischen Analyse, wie sie in der Fußnote auf S. 95 beschrieben wird, scheint es plausibel, daß die Konjunktur- und Wechselkursentwicklungen in etwa gleichem Umfang zur Mengenänderung beitrugen. Zum realen Beitrag kam ein negativer Preiseffekt von \$ 6 Mrd. hinzu, wovon ein Gutteil auf höhere Ölpreise zurückgeht.

Besonders ausgeprägt war die Leistungsbilanzpassivierung 1979 in drei Bereichen: Erstens weitete sich das Außenhandelsdefizit bei Öl und Ölprodukten um \$ 9,8 auf 24,5 Mrd. aus. Dies war nicht bloß eine Folge des Ölpreisanstiegs, sondern auch einer Erhöhung der realen Einfuhren von Rohöl und Mineralölprodukten um 3½%. Zu einer großen Veränderung kam es im Reiseverkehr, wo sich das übliche Defizit um \$ 2,7 auf 12,2 Mrd. erhöhte. Schließlich weitete sich das Defizit bei den Übertragungen um \$ 2,6 auf 11,3 Mrd. aus.

In der Kapitalbilanz erhöhten sich 1979 die Nettozuflüsse von \$ 3,2 Mrd. 1978 auf 5,6 Mrd. trotz der 1979 viel geringeren Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar. Zudem traten im Jahresverlauf, wie in den USA, ausgeprägte Schwankungen bei den Kapitalbewegungen auf, in denen sich großenteils die veränderten Devisenmarktverhältnisse niederschlugen. Diese Entwicklungen werden in der nachstehenden Tabelle zusammenfassend wiedergegeben. Die langfristigen Nettozuflüsse beliefen sich auf \$ 5,8 Mrd. gegenüber Nettoabflüssen von \$ 1,4 Mrd. 1978. Hauptbestandteil dieser Veränderung im vergangenen Jahr war der Zufluß langfristiger Kreditmittel in Höhe von \$ 8,8 Mrd., im wesentlichen aus der Neuverschuldung der deutschen Banken, die damit auf die angespannte inländische Kreditmarktlage reagierten. Der Umschwung bei den langfristigen Kapitalströmen reichte mehr als aus, um die Passivierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs von einem Nettozufluß von \$ 4,6 Mrd. zu einem geringen Nettoabfluß auszugleichen. Was den zeitlichen Ablauf der Kapitalbewegungen anbelangt, gab es in den ersten fünf Monaten des Jahres mit der Dollarerholung massive Abflüsse aus Deutschland. Der Dollar begann sich im Juni abzuschwächen, und im Juni, Juli und August flossen Mittel nach Deutschland zurück. Im September kam es zu massiven Zuflüssen in Erwartung der

Deutschland: Statistisch erfaßter Kapitalverkehr 1979-80*

| Statistisch erfaßter Kapitalverkehr (netto) | 1979 | | | | | Jahr | 1980 Januar bis März |
|---|----------------------|-----------------|-----------|----------------------|----------|-------|-------------------------|
| | Januar bis Mai | Juni bis August | September | Oktober bis November | Dezember | | |
| | Milliarden US-Dollar | | | | | | |
| Kurzfristig | - 8,7 | 2,6 | 5,5 | - 3,8 | 4,2 | - 0,2 | - 0,1 |
| Langfristig | 0,0 | 4,9 | 1,6 | - 1,3 | 0,6 | 5,8 | - 2,8 |
| Insgesamt | - 8,7 | 7,5 | 7,1 | - 5,1 | 4,8 | 5,6 | - 2,9 |

* Transaktionen von Banken und Nichtbanken.

D-Mark-Aufwertung innerhalb des Europäischen Währungssystems. Die Aufwertung erfolgte am 24. September; die Zahlen in der Tabelle weisen daher den Umfang der Zuflüsse nach Deutschland in Erwartung des Realignment mit größter Wahrscheinlichkeit zu niedrig aus. Die nachfolgende Glatstellung von Positionen sowie die restriktivere Geldpolitik der amerikanischen Behörden lösten im Oktober und November Abflüsse aus, im Dezember traten jedoch saisonbedingt erneut Zuflüsse auf.

Im ersten Quartal 1980 betrug das Gesamtbilanzdefizit \$ 7,9 Mrd. — mehr als dreimal soviel wie im Gesamtjahr 1979. Das Leistungsbilanzdefizit weitete sich auf \$ 3 Mrd. aus, und trotz der gelockerten Beschränkungen für Kapitalimporte nach Deutschland kam es zu autonomen Nettokapitalabflüssen von \$ 2,9 Mrd., in denen sich das sehr hohe amerikanische Zinsniveau auswirkte. Außerdem war ein negativer Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen von \$ 2 Mrd. zu verzeichnen. Das Defizit wurde vor allem durch einen Reserveabbau von \$ 6,3 Mrd., aber auch durch eine offizielle Kreditaufnahme bei der saudiarabischen Währungsbehörde in Höhe von rund DM 3 Mrd. finanziert.

Der hartnäckige Leistungsbilanzüberschuß der *Schweiz*, der 1978 \$ 4,4 Mrd. oder 5% des Bruttosozialprodukts ausgemacht hatte, verringerte sich im vergangenen Jahr auf \$ 2,5 Mrd. Dazu gesellte sich im vergangenen Jahr eine noch viel stärkere Verschiebung der Kapitalbilanz (einschließlich der statistischen Differenz) von einem Überschuß von \$ 2,3 Mrd. in ein Defizit von \$ 7,5 Mrd. Es bedurfte daher einer Finanzierung durch die Währungsbehörden von \$ 5 Mrd., wobei Dollarswaps mit den Geschäftsbanken nicht eingerechnet sind. In dieser Mittelbereitstellung ist eine Erhöhung der ausländischen offiziellen Bestände von \$ 1,2 Mrd. enthalten.

Die reale Nachfrage stieg im vergangenen Jahr in der Schweiz um 2,5% und damit etwas weniger als 1978; dennoch kam es zu einer weiteren Zunahme der realen Nettoeinfuhren von Gütern und Dienstleistungen von etwa \$ 1,1 Mrd., wovon ein Teil dem hohen Außenwert des Schweizer Frankens zugeschrieben werden kann. Insbesondere schrumpften die Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr um 21% auf \$ 0,8 Mrd., und die Wareneinfuhr (ohne Energie) erhöhte sich dem Volumen nach um 10%. Auch wirkte sich eine Verschlechterung der Terms of trade infolge höherer Ölpreise mit etwa \$ 1,4 Mrd. aus. Der einzige Bereich der Leistungsbilanz mit einer bedeutenden Verbesserung war die Kapitalertragsbilanz, deren Überschuß sich von \$ 3,5 auf 4,1 Mrd. ausweitete. In der Kapitalbilanz stiegen die Nettoabflüsse über Banken von \$ 3,5 Mrd. 1978 auf 9,8 Mrd. im vergangenen Jahr und die Nettowertpapierkäufe im Ausland um \$ 1,3 auf 7,1 Mrd., vielleicht deswegen, weil niedrige Zinsen und das wachsende Gefühl zusammentrafen, der Schweizer Franken werde sich kaum sehr kräftig aufwerten. Andererseits traten statistisch nichterfaßte Zuflüsse — vermutlich hauptsächlich im Kapitalbereich — von insgesamt \$ 9,4 Mrd. 1979 auf.

Im ersten Quartal 1980 betrug das Außenhandelsdefizit auf zollstatistischer Basis \$ 2 Mrd. gegenüber 2,8 Mrd. im Gesamtjahr 1979. Außerdem verringerten sich die offiziellen Nettoauslandsforderungen (ohne Dollarswaps mit den Geschäftsbanken) um \$ 2,3 Mrd.

Länder mit 1979 ungünstigerer Zahlungsbilanzsituation. In diesem Abschnitt werden Großbritannien, die belgisch-luxemburgische Wirtschaftsunion und

Leistungsbilanzsalden¹

| | Handelsbilanz (fob) | | | Dienstleistungen und Übertragungen | | | Leistungsbilanz | | |
|--|------------------------|--------------------|--------------------|---------------------------------------|--------|--------|-----------------|--------|--------|
| | 1977 | 1978 | 1979 | 1977 | 1978 | 1979 | 1977 | 1978 | 1979 |
| | Milliarden US-Dollar | | | | | | | | |
| Belgien-Luxemburg* | - 1,4 ² | - 1,2 ² | - 3,3 ² | 0,7 | 0,3 | - 0,5 | - 0,7 | - 0,9 | - 3,8 |
| Deutschland (BR) . . . | 19,8 | 25,6 | 17,3 | - 15,5 | - 16,7 | - 23,1 | 4,3 | 8,9 | - 5,8 |
| Frankreich | - 2,4 | 1,5 | - 1,3 | - 0,6 | 2,2 | 2,8 | - 3,0 | 3,7 | 1,5 |
| Großbritannien | - 3,9 | - 2,9 | - 6,9 | 3,6 | 4,7 | 1,9 | - 0,3 | 1,8 | - 5,0 |
| Italien* | - 0,1 | 2,9 | - 1,0 | 2,6 | 3,3 | 6,1 | 2,5 | 6,2 | 5,1 |
| Japan* | 17,3 | 24,6 | 2,0 | - 6,4 | - 8,1 | - 10,6 | 10,9 | 16,5 | - 8,6 |
| Kanada* | 2,5 | 3,0 | 3,4 | - 6,6 | - 7,6 | - 7,7 | - 4,1 | - 4,6 | - 4,3 |
| Niederlande* | - 0,1 | - 0,9 | - 1,2 | 0,7 | - 0,5 | - 1,1 | 0,6 | - 1,4 | - 2,3 |
| Schweden | 0,3 | 2,6 | 0,9 | - 2,4 | - 2,9 | - 3,4 | - 2,1 | - 0,3 | - 2,5 |
| Schweiz* | - 0,1 | 0,2 | - 2,2 | 3,5 | 4,2 | 4,7 | 3,4 | 4,4 | 2,5 |
| USA | - 30,9 | - 33,8 | - 29,5 | 16,8 | 20,3 | 29,2 | - 14,1 | - 13,5 | - 0,3 |
| Zehnergruppe und Schweiz | 1,0 | 21,6 | - 21,8 | - 3,6 | - 0,8 | - 1,7 | - 2,6 | 20,8 | - 23,5 |
| Australien | 1,0 | 0,1 | 2,5 | - 3,6 | - 3,9 | - 4,6 | - 2,6 | - 3,8 | - 2,1 |
| Dänemark* | - 2,7 | - 2,4 | - 3,4 | 1,0 | 0,9 | 0,4 | - 1,7 | - 1,5 | - 0,3 |
| Finnland | 0,5 | 1,2 | 0,6 | - 0,7 | - 0,6 | - 0,9 | - 0,2 | 0,6 | - 0,3 |
| Griechenland* | - 3,2 | - 3,5 | - 5,2 | 1,9 | 2,2 | 2,9 | - 1,3 | - 1,3 | - 2,3 |
| Irland* | - 0,8 | - 1,0 | - 2,2 | 0,5 | 0,7 | 0,6 | - 0,3 | - 0,3 | - 1,6 |
| Israel | - 2,2 | - 2,8 | - 3,0 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | - 0,5 | - 1,0 | - 1,2 |
| Jugoslawien* | - 3,6 | - 3,5 | - 5,3 | 2,0 | 2,2 | 1,9 | - 1,6 | - 1,3 | - 3,4 |
| Neuseeland* | 0,2 | 0,6 | 0,7 | - 0,8 | - 1,0 | - 1,2 | - 0,6 | - 0,4 | - 0,5 |
| Norwegen | - 0,4 | - 0,5 | 0,1 | - 1,0 | - 1,6 | - 1,3 | - 5,0 | - 2,1 | - 1,2 |
| Österreich* | - 3,9 | - 3,1 | - 3,9 | 0,9 | 1,6 | 2,0 | - 3,0 | - 1,5 | - 1,9 |
| Portugal | - 2,5 | - 2,4 | - 2,4 | 1,0 | 1,6 | 2,6 | - 1,5 | - 0,8 | 0,2 |
| Spanien* | - 6,2 | - 4,0 | - 5,5 | 4,0 | 5,6 | 6,5 | - 2,2 | 1,6 | 1,0 |
| Südafrika* | 2,5 | 3,8 | 6,2 | - 2,0 | - 2,3 | - 2,5 | 0,5 | 1,5 | 3,7 |
| Türkei | - 3,5 | - 1,9 | - 2,3 | 0,1 | 0,4 | 0,9 | - 3,4 | - 1,5 | - 1,4 |
| Sonstige ent- wickelte Länder | - 28,4 | - 19,4 | - 23,1 | 5,0 | 7,6 | 9,1 | - 23,4 | - 11,8 | - 14,0 |
| Entwickelte Länder zusammen | - 27,4 | 2,2 | - 44,9 | 1,4 | 6,8 | 7,4 | - 26,0 | 9,0 | - 37,5 |
| Ölausfuhrländer ³ . . . | 62 | 42 | 112 | - 36 | - 42 | - 49 | 26 | 0 | 63 |
| Sonstige Ent- wicklungsländer | - 10 | - 20 | - 33 | - 1 | - 5 | - 5 | - 11 | - 25 | - 38 |
| Entwicklungsländer zusammen | 52 | 22 | 79 | - 37 | - 47 | - 54 | 15 | - 25 | 25 |
| Staatshandelsländer ⁴ | - 1 | - 6 | 0 | . | . | . | . | . | . |

* Angaben der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz für diese Länder enthalten keine einbehaltenen Erträge aus Direktinvestitionen.

¹ Auf Transaktionsbasis, außer bei Griechenland und Neuseeland. ² Importe und Exporte teilweise cif. ³ OPEC-Staaten sowie Bahrain und Oman. ⁴ Osteuropäische Länder, Sowjetunion und China; teilweise geschätzt; auf zollstatistischer Basis.

Schweden behandelt. In Belgien-Luxemburg und Schweden verschlechterte sich im vergangenen Jahr die Leistungsbilanz beträchtlich, während in Großbritannien, obwohl hier die Reserven zunahmen und sich das Pfund kräftig aufwertete, sich die Zahlungsbilanzstruktur sowohl hinsichtlich der Leistungs- wie auch der Kapitalbilanz verschlechterte.

Von jenen Ländern, deren Leistungsbilanzen sich 1978 nicht in einem größeren Ungleichgewicht befunden hatten, erlebte *Großbritannien* 1979 die weitaus stärkste Verschlechterung. Trotz einer kräftig gestiegenen Erdöl- und Erdgasförderung in der Nordsee drehte sich die Leistungsbilanz von einem Überschuß von \$ 1,8 Mrd. 1978 in ein Defizit von \$ 5 Mrd. 1979. Zu diesem Defizit kamen während des Jahres langfristige autonome Kapitalabflüsse von insgesamt \$ 3,4 Mrd. hinzu. Daß sich die offiziellen Währungsreserven Großbritanniens dennoch um \$ 1,8 Mrd. erhöhten (ohne Bewertungsänderungen und SZR-Zuteilungen), die öffentliche Auslandsverschuldung um einen ähnlichen Betrag zurückging und sich das Pfund Sterling auf handelsgewogener Basis um 9,8% aufwertete, ist auf den Nettozufluß kurzfristiger Gelder (einschließlich Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden) von insgesamt nicht weniger als \$ 10,8 Mrd. zurückzuführen.

In der Leistungsbilanz fiel der Beitrag des Nordseeöls und Erdgases 1979 nach Abzug der an das Ausland überwiesenen Betriebsaufwendungen mit \$ 8,9 um 5,2 Mrd. höher aus als 1978. Die übrige Leistungsbilanz verschlechterte sich damit um nicht weniger als \$ 12 Mrd., obwohl sich das reale Austauschverhältnis vor allem infolge der Pfundaufwertung verbesserte. Entsprechend schnellte das Außenhandelsdefizit, bereinigt um die Nordsee-Effekte, von \$ 8,7 auf 19,8 Mrd. empor; der Überschuß aus Kapitalerträgen schrumpfte von \$ 2 auf 0,4 Mrd., vor allem wegen höherer Gewinnüberweisungen ausländischer Unternehmen aus dem Nordsee-Geschäft. Auch das Defizit bei den Übertragungen weitete sich um \$ 1,4 auf 5,1 Mrd. aus.

Das Hauptproblem, mit dem Großbritannien bei seiner Leistungsbilanz konfrontiert ist, besteht darin, daß die Verkaufserlöse aus den erschöpflichen Erdöl- und Erdgasvorkommen bisher eher konsumiert worden sind, als daß sie — entweder im Ausland über einen Leistungsbilanzüberschuß oder im Inland — investiert wurden. Der Anteil des Bruttoinlandsprodukts, der für den öffentlichen und privaten Verbrauch verwendet wurde, war 1979 trotz des erhöhten Anteils der Energieerzeugung aus der Nordsee an der gesamten Produktion nicht geringer als 1977. Ohne die Öl- und Erdgasförderung in der Nordsee belief sich der mengenmäßige Beitrag zur Verschlechterung der Leistungsbilanz 1979 auf 3½% des Bruttoinlandsprodukts.

Diese mengenmäßige Verschlechterung war größtenteils auf einen Ausgabenboom in Großbritannien im vergangenen Jahr zurückzuführen: Der private und öffentliche Verbrauch stiegen zusammengenommen um fast 3% des Bruttoinlandsprodukts, und der Lageraufbau betrug rund 2%. Zudem wurde die Produktion im Jahresverlauf zeitweise durch Streiks aufgehalten. Die Auswirkungen dieser Faktoren auf die Zahlungsbilanz wurden wesentlich verstärkt durch den von 1977 bis 1979 im Durchschnitt um 9,1% gestiegenen effektiven Wechselkurs des Pfundes bei

einer gleichzeitig überdurchschnittlichen Inflation Großbritanniens. Die Lohnstückkosten in Großbritannien erhöhten sich von 1977 bis 1979 um 23,6% gegenüber den durchschnittlichen vergleichbaren Kosten anderer Länder, ausgedrückt in der gleichen Währungseinheit, und andere Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit bieten ein ähnliches Bild. Die Klage, das Nordseeöl „verdränge“ die übrige britische Wirtschaft, ist deshalb wohl nicht ganz unbegründet.

Wie bereits erwähnt, zeichnete sich die Kapitalbilanz vor allem dadurch aus, daß umfangreiche langfristige autonome Abflüsse mit noch größeren kurzfristigen Zuflüssen einhergingen. Die langfristigen Kapitalbewegungen, bei denen Nettoabflüsse von insgesamt \$ 3,4 Mrd. auftraten, zeichneten sich vor allem durch zwei Merkmale aus: Erstens führte die Aufhebung der Devisenkontrollen, die in unterschiedlicher Schärfe seit 1939 in Kraft gewesen waren, zu Abflüssen von schätzungsweise \$ 4 Mrd., vor allem in Form von Tilgungen von Fremdwährungskrediten. Zweitens wurden, was den ersten Faktor zum Teil kompensierte, Staatspapiere in Höhe von netto \$ 2,1 Mrd. an Gebietsfremde abgesetzt; dies wurde ermöglicht durch die hohen Renditen sowie die Tatsache, daß Großbritannien dank des Nordseeöls von den Unruhen am Ölmarkt kaum betroffen war. Diese Faktoren waren auch größtenteils für den Zufluß kurzfristigen Kapitals von insgesamt \$ 10,8 Mrd. verantwortlich. Hiervon erfolgten \$ 7,1 Mrd. in Form höherer Sterlingguthaben. Hauptsächlich private Sterlingeinlagen wurden aufgestockt; die offiziellen Guthaben stiegen nur um \$ 1,6 Mrd. Zudem erhöhten sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken in Fremdwährungen um \$ 3,1 Mrd.

Im ersten Quartal 1980 machte das Leistungsbilanzdefizit saisonbereinigt \$ 1,6 Mrd. aus und war damit ebenso hoch wie im letzten Vierteljahr 1979. Hierbei wurde eine mengenmäßige Verbesserung gegenüber dem Vorquartal durch ein ungünstigeres reales Austauschverhältnis wieder aufgehoben. Autonome Kapitalzuflüsse hielten weiter an, und die Währungsreserven erhöhten sich um \$ 1,1 Mrd., wenn Bewertungsänderungen und die SZR-Zuteilung nicht eingerechnet werden.

Auch in der *belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion* verschlechterte sich im vergangenen Jahr die Leistungsbilanz beträchtlich, wobei sich das Defizit von \$ 0,9 auf 3,8 Mrd. oder 3,4% des Bruttosozialprodukts ausweitete. Außerdem war der autonome Nettokapitalverkehr die meiste Zeit des Jahres passiv, und der belgische Franken geriet im Europäischen Währungssystem zeitweise unter Druck. Nach der Kursanpassung im September flossen aber eine Zeitlang wieder Gelder nach Belgien-Luxemburg zurück, so daß sich im Gesamtjahr ein Nettozustrom autonomen Kapitals von \$ 0,5 Mrd. einstellte.

Die letztjährige Verschlechterung der Leistungsbilanz geht größtenteils auf die kräftige Inlandsnachfrage, die unter Einschluß eines beträchtlichen Lageraufbaus um 3,7% stieg, und auf die Ölpreiserhöhung zurück. Mancherorts wurde die Auffassung vertreten, die ungünstige außenwirtschaftliche Lage beruhe auch darauf, daß Belgien-Luxemburg im Außenhandel preislich und kostenmäßig nur wenig wettbewerbsfähig sei, und zwar zum Teil infolge der effektiven Aufwertung des belgischen Frankens seit 1972, als dieses Land der „Schlange“ beitrug. Allerdings deuten die verfügbaren Indikatoren darauf hin, daß sich die Konkurrenzfähigkeit 1978 wie auch im vergangenen Jahr verbesserte. Wenn auch die frühere Schwächung der

Entwickelte Länder: Zahlungsbilanzsalden 1978-79

| | Jahr | Nettoauslandstransaktionen | | | | | |
|----------------------|-------------------|----------------------------|---------------------------------|--------------------------------|----------------|--|--|
| | | Leistungs- bilanz | Kapital- bilanz ¹ | Statisti- sche Differenz | Ins- gesamt | davon Änderung der | |
| | | | | | | offiziellen Wäh- rungs- reserven ² | Verbind- lichkeiten gegenüber offiziellen Währungs- behörden ³ |
| Milliarden US-Dollar | | | | | | | |
| Belgien-Luxemburg* | 1978 | - 0,9 | 0,2 | 0,4 | - 0,3 | - 0,1 | - 0,2 |
| | 1979 | - 3,8 | 3,0 | - 0,4 | - 1,2 | - 1,1 | - 0,1 |
| Dänemark* | 1978 | - 1,5 | 3,1 | - 0,1 | 1,5 | 1,5 | 0,0 |
| | 1979 | - 3,0 | 3,2 | - 0,3 | - 0,1 | - 0,1 | 0,0 |
| Deutschland (BR) | 1978 | 8,9 | 3,2 | - 1,7 | 10,4 | 12,9 | - 2,5 |
| | 1979 | - 5,8 | 5,6 | - 2,2 | - 2,4 | - 3,8 | 1,4 |
| Finnland | 1978 | 0,6 | - 0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,6 | 0,0 |
| | 1979 | - 0,3 | - 0,1 | 0,1 | - 0,3 | - 0,4 | 0,1 |
| Frankreich | 1978 | 3,7 | - 3,9 | 3,0 | 2,8 | 3,1 | - 0,3 |
| | 1979 | 1,5 | - 1,5 | 2,1 | 2,1 | 1,8 | 0,3 |
| Griechenland* | 1978 | - 1,3 | 1,7 | - 0,3 | 0,1 | 0,1 | - 0,0 |
| | 1979 ⁴ | - 2,3 | 2,6 | - 0,3 | - 0,0 | - 0,1 | 0,1 |
| Großbritannien | 1978 | 1,8 | - 6,2 | 2,2 | - 2,2 | - 4,5 | 2,3 |
| | 1979 | - 5,0 | 5,2 | 1,2 | 1,4 | 1,8 | - 0,4 |
| Irland* | 1978 | - 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | - |
| | 1979 | - 1,6 | 0,9 | 0,1 | - 0,6 | - 0,6 | - |
| Italien* | 1978 | 6,2 | 0,3 | 0,5 | 7,0 | 3,4 | 3,6 |
| | 1979 | 5,1 | - 1,7 | 0,1 | 3,5 | 2,0 | 1,5 |
| Japan | 1978 | 16,5 | - 8,6 | 0,3 | 8,2 | 10,2 | - 2,0 |
| | 1979 | - 8,6 | - 6,6 | 2,6 | -12,6 | -12,7 | 0,1 |
| Jugoslawien* | 1978 | - 1,3 | 1,7 | - 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,1 |
| | 1979 | - 3,4 | 1,6 | 0,3 | - 1,5 | - 1,2 | - 0,3 |
| Kanada* | 1978 | - 4,6 | 6,0 | - 1,6 | - 0,2 | - 0,2 | - |
| | 1979 | - 4,3 | 7,1 | - 3,7 | - 0,9 | - 0,9 | - |
| Niederlande* | 1978 | - 1,4 | 0,6 | - 0,1 | - 0,9 | - 0,7 | - 0,2 |
| | 1979 | - 2,3 | 2,0 | - 0,2 | - 0,5 | - 0,9 | 0,4 |
| Norwegen* | 1978 | - 2,1 | 2,7 | 0,5 | 1,1 | 0,7 | 0,4 |
| | 1979 | - 1,2 | 1,8 | 0,7 | 1,3 | 1,3 | 0,0 |
| Österreich* | 1978 | - 1,5 | 1,6 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | - |
| | 1979 | - 1,9 | 0,0 | 0,6 | - 1,3 | - 1,3 | - |
| Portugal | 1978 | - 0,8 | 0,6 | 0,2 | - 0,0 | 0,2 | - 0,2 |
| | 1979 | 0,2 | - 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,1 | 0,3 |
| Schweden | 1978 | - 0,3 | 1,4 | - 0,4 | 0,7 | 0,7 | - 0,0 |
| | 1979 | - 2,5 | 2,2 | - 0,4 | - 0,7 | - 0,7 | 0,0 |
| Schweiz* | 1978 | 4,4 | - 9,3 | 11,6 | 6,7 | 7,2 | - 0,5 |
| | 1979 | 2,5 | -16,9 | 9,4 | - 5,0 | - 4,2 | - 0,8 |
| Spanien* | 1978 | 1,6 | 2,1 | 0,3 | 4,0 | 4,1 | - 0,1 |
| | 1979 | 1,0 | 4,2 | - 2,0 | 3,2 | 2,7 | 0,5 |
| Türkei | 1978 | - 1,5 | 2,0 | - 0,5 | - 0,0 | 0,2 | - 0,2 |
| | 1979 | - 1,4 | 0,6 | 0,7 | - 0,1 | - 0,1 | - 0,0 |
| USA | 1978 | -13,5 | -28,9 | 10,7 | -31,7 | - 0,7 | -31,0 |
| | 1979 | - 0,3 | -14,0 | 26,7 | 14,4 | - 0,0 | 14,4 |

* Die Leistungs- und Kapitalbilanzstatistiken dieser Länder enthalten keine einbehaltenen Erträge aus Direktinvestitionen sowie deren entsprechende Wiederanlage. Im Falle Japans sind nur die wiederangelegten, nicht aber die einbehaltenen Erträge berücksichtigt.

¹ Einschließlich Transaktionen der Geschäftsbanken und — in einigen Fällen — der kompensatorischen Kreditaufnahme im Ausland zur Zahlungsbilanzfinanzierung; ohne Verbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden. ² Ohne Bewertungsänderungen, soweit möglich, und SZR-Zuteilungen. ³ Einschließlich Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF und dem EFWZ; ohne Bewertungsänderungen. ⁴ Teilweise geschätzt.

Wettbewerbsfähigkeit möglicherweise noch nachwirkte, dürfte dies doch kaum einen sehr großen Teil der Leistungsbilanzverschlechterung von 2½% des Brutto-sozialprodukts im vergangenen Jahr erklären. Wahrscheinlicher ist, daß die un-günstigere Leistungsbilanz von der belgischen Industriestruktur herrührt.

Bedingt durch die Defizite der Leistungsbilanz wie auch des autonomen Kapi-talverkehrs plus einer negativen statistischen Differenz ergab sich ein offizieller Finanzierungsbedarf in Höhe von \$ 3,7 Mrd. Dieser wurde überwiegend durch die Aufnahme offizieller Fremdwährungskredite in Höhe von netto \$ 2,5 Mrd., ein-schließlich \$ 1,2 Mrd. bei inländischen Banken aufgenommener Mittel, gedeckt. Außerdem gingen die Währungsreserven (ohne SZR-Zuteilungen) um \$ 1,1 Mrd. zurück.

Schwedens Leistungsbilanzdefizit weitete sich, nachdem es 1978 praktisch ver-schwunden war, 1979 drastisch auf etwa \$ 2,5 Mrd. oder 2,5% des Bruttoinlands-produkts aus, und eine umfangreiche Finanzierung von offizieller Seite wurde benötigt. Die ungünstigere Leistungsbilanz beruhte fast ausschließlich auf einem Zuwachs bei der Nettoeinfuhr fossiler Brennstoffe um \$ 2,2 Mrd. Hiervon resultier-ten etwa \$ 1,6 Mrd. aus höheren Ölpreisen, während gleichzeitig die mengenmäßige Einfuhr von Mineralölprodukten gegenüber ihrem ungewöhnlich niedrigen Niveau von 1978 stark stieg. Zum Leistungsbilanzdefizit kam eine negative statistische Dif-ferenz von \$ 0,4 Mrd. hinzu, die die erfaßten Nettokapitalzuflüsse mehr als aus-glich. Insgesamt waren \$ 2,9 Mrd. zu finanzieren. Hiervon wurden \$ 2,2 Mrd. durch im Ausland aufgenommene langfristige Kredite der Regierung gedeckt. Der übrige Betrag schlug sich in einem Rückgang der Währungsreserven nieder.

Zahlungsbilanzentwicklung der übrigen Länder der Zehnergruppe im Jahre 1979. In *Kanada* ging das Leistungsbilanzdefizit 1979 geringfügig auf \$ 4,3 Mrd. zurück, betrug jedoch das vierte Jahr hintereinander rund 2% des Bruttosozial-produkts. Traditionell wurde Kanadas Leistungsbilanzdefizit über autonome lang-fristige Kapitalzuflüsse finanziert, aber 1978 und 1979 reichten solche Zuflüsse nicht aus, um das Entstehen eines Grundbilanzdefizits (ohne offizielle kompensatorische Finanzierung) von \$ 4 bzw. 2,9 Mrd. zu verhindern. Im vergangenen Jahr kam es hingegen zu sehr hohen kurzfristigen autonomen Kapitalzuflüssen, die durch eine negative statistische Differenz zum Teil kompensiert wurden.

Seit 1975, als das erste der aufeinanderfolgenden hohen Defizite auftrat, sind die Nettoszahungen von Kapitalerträgen an das Ausland ständig gewachsen. 1979 beliefen sie sich auf \$ 4,4 Mrd. oder 2% des Bruttosozialprodukts. Die übrige Lei-stungsbilanz hat sich seit 1976 allmählich verbessert und befand sich im vergange-nen Jahr in einem Überschuß von \$ 0,2 Mrd. Allerdings verbesserte sie sich offen-sichtlich nicht rasch genug, um die Leistungsbilanz insgesamt wieder auszugleichen, obwohl sich der kanadische Dollar 1976-79 effektiv um 20,3% abwertete und die kanadische Wirtschaft seit 1976 nur ein relativ bescheidenes Wachstum erzielte. Das Haupthindernis für eine Anpassung bestand möglicherweise darin, daß viele Aus-fuhrgüter und Importsubstitute produzierende Branchen ihre Kapazitätsgrenzen er-reicht haben. Trifft dies zu, so wird sich die Handelsbilanz erst nach Abschluß neuer Investitionsprojekte verbessern; in der Vergangenheit dürften die Gewinn-aussichten keinen ausreichenden Anreiz für Investitionen geboten haben. Diese

Erklärung wird durch die Tatsache gestützt, daß im exportorientierten verarbeitenden Gewerbe der Anteil unerledigter Aufträge an der gesamten Exportproduktion von 1977 bis 1979 um etwa 60% gestiegen ist.

Anders als 1978, als das Leistungsbilanzdefizit hauptsächlich durch offizielle Kreditaufnahmen im Ausland finanziert wurde, gab es im vergangenen Jahr sehr umfangreiche autonome Kapitalzuflüsse von insgesamt \$ 8,1 Mrd., davon \$ 6,8 Mrd. in kurzfristiger Form. Diese Zuflüsse dürften zum Teil durch Kanadas günstige Energielage und das Gefühl, die Abwertung des kanadischen Dollars sei zum Stillstand gekommen, ausgelöst worden sein. Außerdem beschafften sich die Behörden 1979 weitere Devisen in Höhe von \$ 1,4 Mrd. durch Darlehen und neubegebene Anleihen, tilgten aber auch Beistandskredite kanadischer und ausländischer Banken in Höhe von \$ 2,4 Mrd. Die negative statistische Differenz betrug \$ 3,7 Mrd., und die Währungsreserven (ohne SZR-Zuteilungen) gingen um \$ 0,9 Mrd. zurück.

Der Leistungsbilanzüberschuß *Frankreichs* ging im vergangenen Jahr von \$ 3,7 Mrd. 1978 auf 1,5 Mrd. zurück; saisonbereinigt betrachtet verschwand der Überschuß in der zweiten Jahreshälfte 1979 fast völlig. Im Gesamtjahr weitete sich das Defizit bei Erdöl und Erdölprodukten (einschließlich Frachtkosten) um \$ 5,1 auf 17,5 Mrd. aus; diese Verschlechterung wurde jedoch zu mehr als der Hälfte durch einen günstigeren Saldo der übrigen Leistungsbilanz kompensiert. Am stärksten verbesserte sich die Außenhandelsbilanz bei landwirtschaftlichen Produkten und Nahrungsmitteln sowie bei Industrieausrüstungsgütern. Bei den Dienstleistungen und Übertragungen verbesserten sich die Kapitalertragsbilanz und die Bilanz der offiziellen Transfers jeweils um \$ 0,5 Mrd. Der letztjährige Rückgang des französischen Leistungsbilanzüberschusses wurde im großen und ganzen durch ein von \$ 3,9 auf 1,5 Mrd. verringertes Defizit der Kapitalbilanz kompensiert. Die wichtigste Veränderung in diesem Zeitraum bestand in einem Umschwung der kurzfristigen Kapitalbewegungen der Banken von einem Nettoabfluß in Höhe von \$ 3,2 Mrd. 1978 in einen Nettozufluß von \$ 0,5 Mrd. im vergangenen Jahr. Dem standen zu einem Teil stärkere Nettoabflüsse langfristigen Kapitals von \$ 1,9 auf 3,9 Mrd. gegenüber. Die positive statistische Differenz betrug \$ 2,1 Mrd., und die offiziellen Nettoauslandsforderungen (ohne SZR-Zuteilungen) erhöhten sich um \$ 2,1 Mrd.

Im ersten Quartal d.J. betrug das Außenhandelsdefizit auf zollstatistischer Basis saisonbereinigt \$ 3,5 Mrd. Verglichen mit einem Defizit von \$ 1,3 Mrd. im vierten Quartal 1979 sowie mit einem vierteljährlichen Durchschnitt von \$ 0,7 Mrd. im gesamten letzten Jahr deutet dies darauf hin, daß Frankreichs Leistungsbilanz inzwischen stark defizitär ist. Jedoch traten Kapitalzuflüsse auf, und Frankreichs Devisenreserven stiegen weiterhin.

Der Leistungsbilanzüberschuß *Italiens* betrug 1979 \$ 5,1 Mrd., womit er \$ 1,1 Mrd. niedriger war als 1978 und etwa 1,6% des Bruttoinlandsprodukts entsprach. Der Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen stieg von \$ 3,3 auf 6,1 Mrd., doch wurde diese Verbesserung durch die Handelsbilanz mehr als ausgeglichen; insbesondere stieg das Öldefizit (einschließlich Frachtkosten) um \$ 3,2 auf 11,9 Mrd. Die Kapitalbilanz verzeichnete 1979 ein Defizit von \$ 1,7 Mrd. Die Handelskredite Italiens wurden im vergangenen Jahr um insgesamt \$ 3,6 Mrd. ausgeweitet, doch gab es Nettokapitalimporte (ohne Handelskredite) über die Banken

von \$ 1,3 Mrd. Die offizielle Nettoauslandsposition verbesserte sich ohne Bewertungsänderungen um \$ 3,5 Mrd. Hiervon wurden \$ 2 Mrd. zur Aufstockung der Reserven verwendet.

Die zollstatistischen Angaben deuten darauf hin, daß sich Italiens Außenhandelsdefizit im ersten Quartal 1980 saisonbereinigt auf \$ 4,3 Mrd. belief, verglichen mit einem Quartalsdurchschnitt von \$ 1,4 Mrd. im Vorjahr. Eine umfangreiche Finanzierung war in diesem Jahr über die Banken erforderlich.

Die Leistungsbilanzposition der *Niederlande* verschlechterte sich 1979 zum dritten Mal nacheinander, als sich das Defizit von \$ 1,4 Mrd. 1978 auf 2,3 Mrd. oder 1,5% des Bruttosozialprodukts ausweitete. Trotz der gestiegenen Ölpreise nahm das Defizit im Außenhandel nur um \$ 0,3 Mrd. zu; die Verschlechterung war markanter bei den Dienstleistungen und Übertragungen, wo sich das Defizit im Reiseverkehr um \$ 0,6 auf 2,7 Mrd. ausweitete. Die letztjährige Verschlechterung der Leistungsbilanz wurde durch einen von \$ 0,6 auf 2 Mrd. erhöhten Überschuß der Kapitalbilanz überkompensiert. Diese Veränderung setzte sich im wesentlichen aus einem seit 1971 erstmals entstandenen Überschuß von \$ 0,5 Mrd. im privaten langfristigen Kapitalverkehr, nach einem Defizit von \$ 0,8 Mrd. 1978, sowie einem Zufluß von \$ 2,1 Mrd. oder 0,9 Mrd. mehr als im Jahr zuvor über die Banken zusammen. Diese Entwicklung der Kapitalbilanz wurde durch das hohe niederländische Zinsniveau und die Aufhebung einiger Beschränkungen für Kapitalimporte begünstigt. Unter Berücksichtigung der statistischen Differenz gingen die offiziellen Nettoauslandsforderungen ohne Bewertungsänderungen und die SZR-Zuteilung um \$ 0,5 Mrd. zurück.

Finanzierung der weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte

Der Anstieg des Ölpreises und die daraus resultierenden, zu Beginn dieses Kapitels bereits beschriebenen Verschiebungen des weltweiten Leistungsbilanzgefüges ließen 1979 den Finanzbedarf für Zahlungsbilanzzwecke stark anschwellen. Dieser Abschnitt befaßt sich zuerst mit der Überschuisseite und untersucht die Plazierung der Mittel der Ölausfuhrländer im Ausland 1979 sowie 1974–78. Danach gibt er einen Überblick über die Finanzierung der zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizite der Öleinfuhrländer, konzentriert sich dabei insbesondere auf Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz und geht deren wichtigsten ausländischen Finanzierungsquellen seit dem ersten Ölpreisschock nach.

Verwendung der anlagefähigen Überschüsse der Ölausfuhrländer. Die verfügbaren Informationen über die Anlage des Leistungsbilanzüberschusses der Ölausfuhrländer seit 1974 werden in der nachstehenden Tabelle dargestellt. Nachdem die langfristigen Auslandsforderungen dieser Länder vier Jahre lang rascher als deren kurzfristige Anlagen zugenommen hatten, entfiel 1979 der Großteil des erfaßten Gegenpostens zu ihrem Überschuß von \$ 63 Mrd. wie 1974 auf zusätzliche Bankeinlagen und Geldmarktanlagen. Tatsächlich bestanden drei Viertel des erfaßten Zuwachses der Auslandsforderungen der Ölausfuhrländer 1979 aus kurzfristigen Anlagen gegenüber 55% im ersten Jahr nach den Ölpreissteigerungen von 1973. Der hohe Anteil des im vergangenen Jahr kurzfristig angelegten Überschusses läßt

Ölausfuhrländer:
Verwendung anlagefähiger Überschüsse 1974-79 (Schätzung)

| | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1974-78 |
|---|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | Milliarden US-Dollar | | | | | | |
| Bankguthaben und Geldmarktanlagen: | | | | | | | |
| Dollarguthaben in den USA | 1,9 | 1,1 | 1,8 | 0,4 | 0,8 | 4,9 | 8,0 |
| Sterlingguthaben in Großbritannien | 1,7 | 0,2 | - 1,4 | 0,3 | 0,2 | 1,4 | 1,0 |
| Einlagen auf Fremdwährungsmärkten Schatzwechsel in den USA und Großbritannien | 22,8 | 9,1 | 12,1 | 10,6 | 3,0 | 31,2 | 57,6 |
| Insgesamt | 31,2 | 11,0 | 11,5 | 10,2 | 3,2 | 40,9 | 67,1 |
| Langfristige Anlagen: | | | | | | | |
| Besondere bilaterale Vereinbarungen und sonstige Anlagen | 11,8 | 12,4 | 12,2 | 12,7 | 8,7 | 11,8 | 57,8 |
| Darlehen an internationale Behörden Staatspapiere in den USA und Großbritannien | 3,5 | 4,0 | 2,0 | 0,9 | 0,1 | - 0,4 | 9,9 |
| Sonstige ¹ | 1,1 | 2,2 | 4,1 | 4,5 | - 1,8 | - 0,9 | 10,1 |
| Insgesamt² | 25,1 | 24,7 | 26,8 | 23,3 | 10,3 | 12,9 | 110,2 |
| Neuanlagen insgesamt | 56,3 | 35,7 | 38,3 | 33,5 | 13,5 | 53,8 | 177,3 |

¹ Einschließlich Aktien und Immobilien in den USA und in Großbritannien sowie Gewährung von Fremdwährungskrediten. ² Die in dieser Tabelle angegebenen Gesamtzahlen stimmen nicht mit den in der Tabelle auf S. 91 ausgewiesenen Angaben über die gesamte OPEC-Leistungsbilanz überein; in den Abweichungen zwischen diesen beiden Statistiken schlagen sich im wesentlichen Handelskredite und die Kreditaufnahme von OPEC-Ländern im Ausland nieder.

Quelle: Bank von England.

sich wohl hauptsächlich auf zwei Faktoren zurückführen: erstens auf den drastischen Anstieg des Überschusses selbst sowie die Schwierigkeit, unmittelbar ein größeres Volumen langfristiger Auslandsinvestitionen zu tätigen; zum zweiten auf den 1979 steilen Anstieg der kurzfristigen Zinsen auf den Hauptfinanzplätzen. So konzentrierte sich nicht nur der Zuwachs der Auslandsforderungen der Ölausfuhrländer weitgehend auf Einlagen bei Geschäftsbanken, vielmehr gingen außerdem Anlagen in längerfristigen Staatspapieren der USA und Großbritanniens sogar ein wenig, nämlich um \$ 0,9 Mrd., zurück. Die übrigen erfaßten langfristigen Kapitalanlagen vergrößerten sich per saldo um \$ 13,8 Mrd. Darlehen an internationale Organisationen gingen um \$ 0,4 Mrd. zurück, weil die Öleinfuhrländer 1974 und 1975 vorgenommene Ziehungen auf die Ölfazilität des IWF zurückzahlten. Die sonstige langfristige Kreditgewährung — die sowohl Direkt- als auch Portfolioinvestitionen einschließt, nicht jedoch Bestände an Staatspapieren der USA und Großbritanniens ebenso wie vergünstigte Kredite an Entwicklungsländer — nahm beträchtlich auf \$ 11,8 Mrd. zu. Mit diesem Umfang entsprach sie etwa dem Durchschnitt der Jahre 1974-78.

Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite einzelner Gruppen von Öleinfuhrländern. Zum zweiten Mal in der jüngsten Geschichte sahen sich die Länder der Zehnergruppe und die Schweiz 1979 einem beträchtlichen zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizit gegenüber. Das erste hohe Defizit entstand 1974; für den gesamten Zeitraum 1974-78 belief sich der kumulative Überschuß auf \$ 20 Mrd. Während

die Gruppe so 1979 ihre herkömmliche Rolle als Nettoanbieter von Kapital an andere Defizitländer einbüßte, wurde ihre Stellung als finanzieller Mittler zwischen -den OPEC-Ländern und anderen Öleinfuhrländern noch gefestigt. Wie im vorangegangenen Abschnitt bereits erwähnt, wurden die Leistungsbilanzdefizite der einzelnen Länder innerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz sehr unterschiedlich finanziert, doch erwies sich die Finanzierung selbst nicht als schwierig. Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit dieser Gruppe betrug \$ 23,5 Mrd., jedoch waren hierin auch einige Überschüsse enthalten; die Summe der Leistungsbilanzdefizite (ohne das geringe Defizit der USA) belief sich auf \$ 32,3 Mrd. Unter Einschluß von Kapitalbewegungen betrug das Gesamtbilanzdefizit dieser Länder \$ 16,9 Mrd. Zum größten Teil wurde dieser Betrag, insbesondere in Japan, durch einen Abbau der Reserven gedeckt. Darüber hinaus griffen zwei Länder, Belgien und Schweden, massiv auf eine Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland zurück.

Für die übrigen Öleinfuhrländer sind sowohl für 1979 als auch für den Zeitraum 1974-78 die Leistungsbilanzdefizite, die statistisch erfaßbare Mittelaufnahme im Ausland und die geschätzte Veränderung der Auslandsfinanzaktiva in der nachstehenden Tabelle zusammengestellt. Einige relativ unbedeutende Finanzströme, wie z. B. die Kreditaufnahme bei Banken außerhalb des BIZ-Berichtssystems und bei Nichtbanken sowie bei Währungsbehörden mit Ausnahme des IWF, sind freilich nicht verfügbar. Die ausländischen Forderungen haben sich daher wahrscheinlich etwas stärker erhöht, als aus der Tabelle hervorgeht.

Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der sonstigen entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz von \$ 14 Mrd. 1979 wurde durch Kapitalzuflüsse mehr als gedeckt, so daß die zusammengefaßten Währungsreserven dieser Länder (wobei das Gold zu konstanten Preisen bewertet wurde) um \$ 2 Mrd. und ihre nichtoffiziellen Forderungen gegen Geschäftsbanken im BIZ-Berichtsraum um \$ 10 Mrd. zunahmen. Die wichtigsten Finanzierungsquellen bildeten die Kreditaufnahme bei Geschäftsbanken in Höhe von \$ 15 Mrd. und neubegebene Auslands- und internationale Anleihen von \$ 7 Mrd.

In der Gruppe der Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen übertrafen die gesamten Kapitalzuflüsse 1979 das Leistungsbilanzdefizit von \$ 38 Mrd. sogar noch stärker, so daß sich die Auslandsforderungen dieser Länder um \$ 20 Mrd. erhöhten, wovon fast die Hälfte auf einen Zuwachs der offiziellen Währungsreserven entfiel. Die insgesamt erfaßten Kapitalströme beliefen sich auf \$ 58 Mrd.; hiervon wurden zwei Drittel marktmäßig finanziert, und zwar nahezu vollständig in Form zusätzlicher Kredite von \$ 36 Mrd. bei Geschäftsbanken im BIZ-Berichtsraum. Von den übrigen \$ 20 Mrd. wurden mehr als zwei Drittel durch Kredite bei offiziellen Stellen außerhalb des IWF aufgenommen.

Die Kapitalzuflüsse in die Öleinfuhrländer außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz folgten 1979 dem gleichen Muster wie 1974-78. In diesen fünf Jahren stützten sich die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz massiv auf die Neuverschuldung auf den Finanzmärkten, die mit \$ 96 Mrd. praktisch ihr gesamtes Leistungsbilanzdefizit deckte und etwa 90% ihrer gesamten Kreditaufnahme im Ausland ausmachte. Zwei Drittel ihrer Neuverschuldung auf den Finanzmärkten in diesen fünf Jahren kamen von Banken im BIZ-Berichtsraum und

Öleinfuhrländer:
Finanzierung der Leistungsbilanzen 1974-78 und 1979 (Schätzung)

| | Entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz | | Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen | | | |
|---|--|------|---|------|-------------------------------------|------|
| | | | insgesamt | | vier größere Länder ¹ | |
| | 1974- 78 ² | 1979 | 1974- 78 ² | 1979 | 1974- 78 ² | 1979 |
| Milliarden US-Dollar | | | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo ³ | - 99 | - 14 | -109 | - 38 | - 58 | - 21 |
| Identifizierbare Mittelaufnahme im Ausland | 118 | 26 | 172 | 58 | 74 | 22 |
| Nettodirektinvestitionen | 11 | 3 | 23 | 6 | 11 | 3 |
| Kreditaufnahme: | | | | | | |
| bei Berichtsbanken der BIZ ⁴ | 63 | 15 | 85 | 36 | 50 | 17 |
| durch Auslands- und internationale Anleihen ⁵ | 33 | 7 | 8 | 2 | 6 | 1 |
| beim IWF ⁶ | 4 | - 1 | 4 | 0 | 1 | 0 |
| bei anderen offiziellen Stellen ⁷ | 7 | 2 | 52 | 14 | 6 | 1 |
| Erwerb von Auslandsforderungen ⁸ (— = Zuwachs) | - 19 | - 12 | - 63 | - 20 | - 16 | - 1 |
| davon: | | | | | | |
| Offizielle Währungsreserven ⁹ | - 8 | - 2 | - 38 | - 9 | - 9 | 2 |
| Sonstige | - 11 | - 10 | - 25 | - 11 | - 7 | - 3 |
| Nachrichtlich: Veränderung der Einlagen bei Berichtsbanken der BIZ ⁴ | 26 | 10 | 48 | 13 | 12 | 0 |

¹ Brasilien, Mexiko, Korea, Philippinen. ² Kumulierte Beträge. ³ Einschließlich offizieller Übertragungen.
⁴ Banken in der Zehnergruppe und der Schweiz und Auslandsniederlassungen von US-Banken im karibischen Raum
und Fernen Osten. ⁵ Brutto. ⁶ Nach Abzug von Tilgungen. ⁷ Offizielle Entwicklungshilfe- und Exportkredite
(netto). ⁸ Leistungsbilanzsaldo abzüglich identifizierbare Mittelaufnahme im Ausland. ⁹ Zahlen für 1979 ein-
schließlich SZR-Zuteilungen.

der Rest aus Anleiheemissionen. Im übrigen bedeutete der bescheidene Zuwachs der gesamten offiziellen Währungsreserven dieser Länder um \$ 8 Mrd. 1974-78 einen scharfen Rückgang ihrer Reserve/Einfuhr-Quote von etwa 45% Ende 1973 auf unter 30% fünf Jahre später.

In der Gruppe der Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen zusammengenommen deckte die Kreditaufnahme an den internationalen Märkten im Zeitraum 1974-78 etwa 85% des kumulierten Leistungsbilanzdefizits — ein nur geringfügig niedrigerer Anteil als der für die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz. Gemessen an der gesamten Auslandsneuerschuldung waren aber die an den Märkten aufgenommenen Mittel mit 62% viel weniger bedeutsam, wenn sie auch die bei weitem wichtigste Finanzierungsquelle darstellten.

Innerhalb dieser Ländergruppe wich überdies die Struktur der Kapitalzuflüsse in vier größere Entwicklungsländer — Brasilien, Mexiko, Korea und die Philippinen — sehr stark von der der übrigen Länder ab. So deckte in diesen vier Ländern die

Kreditaufnahme am Markt beinahe das gesamte Leistungsbilanzdefizit von 1974–78 und machte gleichzeitig rund 75% der gesamten Mittelzuflüsse aus dem Ausland aus. In den übrigen nichtölproduzierenden Entwicklungsländern deckte die Kreditaufnahme bei offiziellen Stellen mit insgesamt \$ 49 Mrd. das Leistungsbilanzdefizit fast zur Gänze und war immerhin ein Drittel höher als die gesamte Kreditaufnahme an den internationalen Finanzmärkten (\$ 37 Mrd.).

Am stärksten fällt aber wohl an den Angaben über die von den Entwicklungsländern ohne Erdölvorkommen 1974–78 im Ausland aufgenommenen Mittel auf, wie sehr diese die zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizite dieser Länder übertrafen und damit in diesen fünf Jahren einen Aufbau ihrer offiziellen Währungsreserven um \$ 38 Mrd. wie auch eine Aufstockung nichtoffizieller Forderungen gegen das Ausland um schätzungsweise \$ 25 Mrd. erlaubten. Der Reservezuwachs der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer belief sich 1976–78 auf jahresdurchschnittlich \$ 12 Mrd., so daß ihre Reserve/Einfuhr-Quote — anders als bei den entwickelten Ländern außerhalb der Zehnergruppe und der Schweiz — mit rund 35% Ende 1978 etwa ebensohoch war wie fünf Jahre zuvor.

Was die Aussichten für die Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite der Oleinfuhrländer im Jahre 1980 und danach anbelangt, so werden wohl die Länder der Zehnergruppe und die Schweiz kaum auf Finanzierungsprobleme stoßen — zumindest so lange nicht, wie ihre Binnenwirtschaftspolitik allgemein, wie gegenwärtig, auf einen Abbau der Inflation gerichtet ist und sich ihr aggregiertes Leistungsbilanzdefizit großenteils auf Deutschland, Japan und, den Angaben über das erste Quartal 1980 zufolge, die USA konzentriert. Auch dürfte die große Mehrzahl der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe in naher Zukunft kaum Finanzierungsschwierigkeiten zu erwarten haben — zumal ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit im letzten Jahr nur wenig gestiegen ist.

Im Jahre 1979 setzte sich dagegen mehr als die Hälfte des Gegenpostens zum OPEC-Überschuß aus dem Defizit der Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen zusammen. Außerdem führt das gegenwärtig absehbare schwächere Wirtschaftswachstum der entwickelten Länder, auch wenn es den gesamten OPEC-Überschuß wohl etwas reduziert, tendenziell zur Überwälzung eines größeren Anteils des defizitären Gegenpostens auf die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer.

Wenn auch die ärmsten dieser Länder im wesentlichen auf offizielle Zahlungsbilanzhilfen angewiesen sind, läßt doch die Tabelle auf S. 110 erkennen, wie stark sich die Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen zusammengenommen 1974–78 an den internationalen Finanzmärkten neu verschuldeten, um ihre Zahlungsbilanzlücken zu schließen wie auch, nach 1976, um ihre Währungsreserven anzureichern. Im Ergebnis hat sich der Anteil ihrer mittelfristigen öffentlichen und öffentlich garantierten Auslandsschulden gegenüber privaten Gläubigern von einem Drittel 1973 auf etwa die Hälfte 1978 erhöht. Würden auch nichtgarantierte private langfristige Schulden und kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten einbezogen, wäre die Verschuldung gegenüber privaten Gläubigern noch größer.

Bedeutet diese höhere Verschuldung am Markt, daß die Gruppe der nichtölproduzierenden Entwicklungsländer es in Zukunft schwerer haben wird, aus diesen

Quellen Zahlungsbilanzkredite aufzubringen? Sicher gibt es gegenwärtig keine Liquiditätsverknappung im internationalen Bankensystem, und ein bedeutender Anteil der künftigen OPEC-Überschüsse dürfte bei den Banken untergebracht werden. Aber diese sind wohl weniger als früher darauf bedacht, ihre Kredite an jene Länder auszuweiten, denen gegenüber ihr Kreditgeschäft seit 1974 sehr rasch zugenommen hat; besonders dann, wenn sich ihnen gute Möglichkeiten zur Finanzierung von Industrieländern mit geringerem Risiko erschließen. Zudem ist die Bewertung der Länderrisiken seitens der Banken zweifellos durch die politischen Spannungen seit Ende 1979 beeinflusst worden. Allgemeiner stellt sich die Frage nach den Grenzen, die die derzeitige Kapitalbasis in Zukunft dem internationalen Kreditgeschäft der Banken setzen wird.

Der Zugang der Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen zu weiteren Bankgeldern wird hierdurch wohl etwas erschwert, wenn dies auch in beträchtlichem Maße davon abhängen wird, ob immer die gleichen Länder Bankkredite aufnehmen oder ob sich die Defizite mit der Zeit zwischen ihnen verschieben. Jedenfalls stehen derzeit beträchtliche unausgeschöpfte Kreditlinien beim Internationalen Währungsfonds zur Verfügung, von denen ein Großteil keinen oder nur geringen Auflagen unterliegt. Außerdem besteht die Aussicht, daß die 1978 beschlossene Quotenerhöhung um 50% im weiteren Verlauf dieses Jahres in Kraft treten wird.

Insgesamt gesehen lassen sich die Finanzierungserfordernisse der Öleinfuhrländer 1980 wohl bewältigen. Blickt man weiter in die Zukunft, so wird es um so wahrscheinlicher zu schwierigen Finanzierungsproblemen kommen, je länger der OPEC-Überschuß auf seinem gegenwärtigen Niveau verharrt. Diese Probleme erfordern möglicherweise neue Strategien seitens der Behörden, um Kapitalbewegungen über private wie offizielle Kanäle aus den Überschußländern in die Defizitländer zu erleichtern.

VI. INTERNATIONALE GELD- UND KAPITALMÄRKTE

Das Jahr 1979 war eine Zeit verstärkter Aktivität und rapiden Wachstums der internationalen Finanzmärkte. Die internationalen Banken spielten bei der Rückschleusung des erneuten hohen OPEC-Überschusses eine Schlüsselrolle, und ihre Ausleihungen an Entwicklungs- und Industrieländer nahmen beschleunigt zu. Neben den OPEC-Geldern wurde der Euromarkt auch durch beträchtliche zusätzliche Mittel aus den meisten Gruppen der Öleinfuhrländer gespeist. Die Eurogeldmarktzinsen spiegelten den starken Zinsauftrieb auf den nationalen Finanzmärkten wider, doch gab es keine Liquiditätsverknappung, und abgesehen von den Zinssätzen waren die Kreditkonditionen 1979 für die Schuldner zumeist sogar noch günstiger als 1978. Gegen Jahresende schlug jedoch das Marktklima infolge der weiteren Ölverteuerung wie auch der politischen Ereignisse im Iran und in Afghanistan um. Die Banken zögerten in stärkerem Maße, ihr Kreditgeschäft mit bestimmten Ländergruppen auszuweiten. Gleichzeitig schreckte der beispiellose Anstieg der US- und Eurodollarzinsen ebenso wie der stärkere Dollar die Kreditnehmer ab. Dementsprechend zeigte Anfang 1980 das Wachstum der internationalen Bankausleihungen erstmals wieder Anzeichen einer Abschwächung.

Neben einer Schilderung der Ereignisse befaßt sich dieses Kapitel mit der zukünftigen Rolle der internationalen Banken bei der Rückschleusung der OPEC-Überschüsse sowie mit den Diskussionen der Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz über die internationalen Bankprobleme im vergangenen Jahr.

Hauptergebnisse

Die Auslandsforderungen der Banken in der Zehnergruppe und der Schweiz, in Dänemark, Irland und Österreich sowie der Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen des karibischen Raums und Fernen Ostens erhöhten sich 1979 um \$ 218 Mrd. bzw. 24% auf insgesamt \$ 1 111 Mrd. Die Verbindlichkeiten weiteten sich mit \$ 264 Mrd. bzw. 31% sogar noch stärker aus. Der hieraus resultierende Umschwung in Höhe von \$ 46 Mrd. von einer gesamten Nettogläubigerposition der Berichtsbanken gegenüber dem Ausland von \$ 36 Mrd. zu Nettoverbindlichkeiten von \$ 10 Mrd. spiegelte massive Kapitalzuflüsse über den Bankensektor in mehrere Industrieländer wider, darunter in die USA, nach Deutschland und Großbritannien.

Wie üblich wurde das Wachstum der Bruttoauslandspositionen der Banken durch die Weitergabe von Mitteln unter den berichtenden Banken beträchtlich aufgebläht. Ohne die sich hieraus ergebenden Doppelzählungen erreichten die über den internationalen Bankensektor geflossenen zusätzlichen Mittel im vergangenen Jahr einen Umfang von schätzungsweise \$ 130 gegenüber 110 Mrd. 1978. Diese Zahlen weisen jedoch die eingetretene Wachstumsbeschleunigung zu niedrig aus;

während 1978 Bewertungsänderungen infolge der Dollarabwertung das Wachstum der Fremdwährungspositionen der Banken auf Dollarbasis um etwa \$ 20 Mrd. aufgebläht hatten, machten derartige Wechselkurseffekte 1979 nur rund \$ 6 Mrd. aus.

Brutto entfielen im vergangenen Jahr mehr als 75% der gemeldeten zusätzlichen Auslandsforderungen auf Banken in den europäischen Berichtsländern; ihre Aktiva nahmen um 27% zu. Ein besonders kräftiges Wachstum erzielten zudem die Banken in Japan, deren Auslandsforderungen um 35% stiegen. Andererseits belief

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

| Kreditgeber | Veränderung | | | Stand Ende 1979 |
|---|------------------|------------------|------------------|-----------------------|
| | 1977 | 1978 | 1979 | |
| Milliarden US-Dollar | | | | |
| Banken in den berichtenden europäischen Ländern ¹ . . . | + 80,6 | + 145,2 | + 164,8 | 776,2 |
| <i>davon in Fremdwährung (Eurogeldmarkt)</i> . . . | + 68,5 | + 117,2 | + 137,9 | 639,9 |
| Banken in Kanada und Japan | + 0,8 | + 16,2 | + 15,0 | 71,0 |
| Banken in den USA | + 11,5 | + 37,8 | + 17,1 | 136,0 |
| Niederlassungen von US-Banken an Offshore-Finanzplätzen ² | + 16,2 | + 15,4 | + 21,2 | 127,7 |
| Insgesamt | + 109,1 | + 214,6 | + 218,1 | 1 110,9 |
| abzüglich Doppelzahlungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken | 34,1 | 104,6 | 88,1 | 445,9 |
| A = neue internationale Ausleihungen der Banken (netto) ³ | 75,0 | 110,0 | 130,0 | 665,0 |
| Emissionen von Euroanleihen und Auslandsanleihen abzüglich Tilgungen und Rückkäufe | 36,1 | 37,3 | 37,1 | . |
| | 5,1 ⁴ | 8,3 ⁴ | 9,6 ⁴ | . |
| B = neue internationale Finanzierung durch Anleihen (netto) | 31,0 | 29,0 | 27,5 | . |
| A+B = neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt | 106,0 | 139,0 | 157,5 | . |
| abzüglich Doppelzahlungen ⁵ | 4,0 | 6,0 | 7,5 | . |
| Neue Finanzierung durch Banken und Anleihen, insgesamt (netto) | 102,0 | 133,0 | 150,0 | . |

¹ Belgien, Luxemburg, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Schweden, die Schweiz sowie ab 1978 Dänemark, Irland und Österreich. ² Bahamainseln, Kaimaninseln, Panama, Hongkong und Singapur. ³ 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; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsraums, soweit solche Banken die Mittel in Landeswährung umwandeln und/oder sie dazu verwenden, um Fremdwährungsgelder unmittelbar an inländische Kunden auszuliehen; 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 an andere 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. ⁴ Diese Zahlen beruhen auf sehr groben Vermutungen und werden hier hauptsächlich zur Illustrierung von Tatbeständen wiedergegeben. Wenn auch 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. ⁵ Von den berichtenden Banken übernommene Anleihen, soweit sie in den Bankenstatistiken als Forderung gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Fundierung ihres internationalen Ausleihengeschäfts begeben werden.

sich der Anteil der Banken in den USA und der Niederlassungen der amerikanischen Banken an den Offshore-Finanzplätzen an dem gesamten Zuwachs 1979 auf nur 17,5% und war damit beträchtlich niedriger als in früheren Jahren. Dies lag am schwächeren Wachstum der Auslandsforderungen der Banken in den USA von 14% gegenüber 41% 1978. Die Ausweitung der Forderungen von Auslandsniederlassungen der US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen beschleunigte sich von 17 auf 20%, blieb jedoch immer noch deutlich unter der bei den europäischen Berichtsbanken gemeldeten Zunahme.

Der erwähnte Gesamtwuchs der Auslandsforderungen von \$ 218 Mrd. unterzeichnet das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts im vergangenen Jahr etwas, da er weder die Offshore-Geschäfte der Banken in Bahrain noch das Geschäft der nichtamerikanischen Banken an den Offshore-Finanzplätzen im karibischen Raum und Fernen Osten enthält. Einschließlich dieser Bereiche erhöhten sich die Auslandsforderungen der Banken um schätzungsweise \$ 240 Mrd. auf insgesamt etwa \$ 1200 Mrd. Allerdings erstrecken sich wegen der unzureichenden geographischen und währungsmäßigen Aufschlüsselung dieser umfassenderen Statistik die Angaben im folgenden nur auf den engeren Bezugsraum.

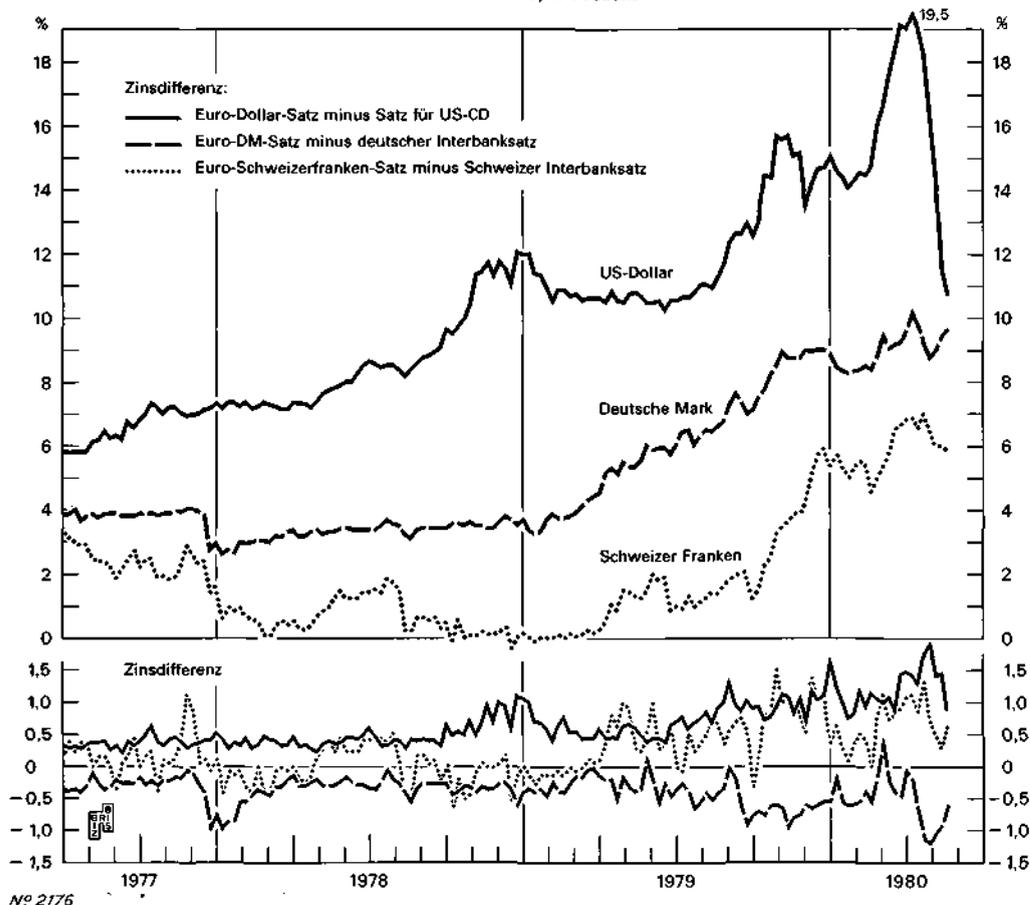
Die gesamten internationalen Anleiheemissionen beliefen sich einschließlich Auslandsemissionen auf den nationalen Märkten im vergangenen Jahr auf \$ 37 Mrd. und damit etwa ebensoviel wie 1978. Allerdings fiel nach Abzug von Tilgungen sowie der von Banken übernommenen Anleihen der direkte Zustrom zusätzlicher Nichtbankgelder an diesen Markt rund \$ 3 Mrd. niedriger aus als 1978. Faßt man die Bankausleihungen und das Nettoemissionsgeschäft zusammen und bereinigt diese um Doppelzählungen, so erreichten die von den internationalen Finanzmärkten neuvermittelten Kredite insgesamt schätzungsweise \$ 150 Mrd. und waren damit um etwa 13% höher als 1978.

Wesentliche Einflüsse

Trotz viel höherer Zinsen und einer weiteren kräftigen Ausweitung des Marktvolumens blieben die Kreditkonditionen im internationalen Bankensektor 1979 zumeist vorteilhaft. Die Banken konkurrierten nach wie vor stark um neue Kreditnehmer, die Kreditmargen verengten sich weiter, und die Laufzeiten verlängerten sich. Dies alles deutet darauf hin, daß die Banken weiterhin über reichliche Mittel verfügten und die Ausweitung des Kreditgeschäfts nicht nur von der Nachfrageseite, sondern auch in großem Umfange von der Angebotsseite der internationalen Kreditmärkte her vorangetrieben wurde. Was waren die Hauptangebotsfaktoren, die zur Aufrechterhaltung eines so massiven Zuflusses neuer Mittel in den internationalen Bankensektor zu einer Zeit beitrugen, als die Zinsen auf den wichtigsten nationalen Finanzmärkten drastisch stiegen?

Das einschneidendste Ereignis waren das Wiederauftauchen eines hohen OPEC-Überschusses sowie die Tatsache, daß dieser Überschuß überwiegend zu den Banken auf den internationalen Märkten gelangte. So schnellten die erfaßten Neueinlagen der Ölausfuhrländer beim internationalen Bankensektor, die 1978 nur \$ 6 Mrd. ausgemacht hatten, 1979 auf \$ 38 Mrd. hoch.

Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und ihr Abstand zu den Inlandszinsen
Mittwochswerte, in Prozent



Nº 2176

Zweitens wirkte sich aus, daß der Zinsauftrieb auf den nationalen Märkten 1979 zumeist weitgehend von einer beschleunigten Inflation, weniger dagegen von einer realen Liquiditäts- und Kreditverknappung ausgelöst wurde. Infolgedessen flossen dem internationalen Bankensektor fortlaufend beträchtliche Bank- und Nichtbankmittel aus den Industrieländern zu. Tatsächlich steigerten die höheren Nominalzinsen auf den nationalen Finanzmärkten die realen Kosten inländischer Mindestreserververfordernisse, was den Wettbewerbsvorteil des Euromarktes vergrößerte, der keinen derartigen Reservebestimmungen unterliegt. Dies galt insbesondere für den Dollarbereich, wo im November 1978 die Mindestreservesätze in den USA auf inländische Dollar-Einlagenzertifikate mit hohem Nennwert und Laufzeiten unter sechs Monaten von 6 auf 8% angehoben worden waren. Das höhere Aufgeld, das die Banken deshalb auf Eurodollarguthaben gegenüber US-Inlandseinlagen bieten konnten, zog Gelder von US-Gebietsansässigen an, so daß die Einlagen amerikanischer Nichtbanken bei Banken außerhalb der USA 1979 um \$ 17 Mrd. oder 57% emporschnellten. Die im Oktober 1979 von der amerikanischen Zentralbank eingeführte ergänzende Mindestreserve von 8% auf den Zuwachs der „managed liabilities“ inländischer Banken stärkte den Wettbewerbsvorteil des Euromarktes bei

der Beschaffung von Nichtbankmitteln noch zusätzlich. Für Gebietsansässige außerhalb der USA wurden Eurodollarguthaben durch das Zusammentreffen viel höherer nominaler Dollarzinsen und der Festigung des Dollars auf den Devisenmärkten attraktiver.

Ein weiterer Einfluß, der speziell in der zweiten Jahreshälfte bedeutsam wurde, waren die negativen Auswirkungen des beschleunigten Preisauftriebs auf die Märkte für langfristiges Kapital wie auch das sehr beträchtliche Aufgeld bei den kurzfristigen Zinsen gegenüber den langfristigen Anleiherenditen. Diese Entwicklung lenkte tendenziell Gelder aus den nationalen und internationalen Anleihemärkten in den internationalen Bankensektor um.

Das Angebot an internationalen Bankmitteln erhöhte sich auch dadurch, daß viele Öleinfuhrländer 1979 einen weiteren Reservezugang erzielten, wovon ein beträchtlicher Teil am Eurogeldmarkt angelegt wurde. Insgesamt wuchsen die statistisch erfaßten offiziellen Einlagen bei Banken außerhalb der USA im vergangenen Jahr um \$ 35 Mrd. und damit fast dreimal so schnell wie 1978, wobei natürlich der OPEC-Überschuß die Hauptquelle dieses sehr hohen Zuwachses bildete.

Schließlich und trotz der stärkeren inländischen Kreditnachfrage blieb das Angebot an internationalen Bankkrediten von dem Bestreben der größeren Banken in den Industrieländern beeinflusst, ihr Auslandsgeschäft insbesondere über ihre Tochtergesellschaften an den Haupteuromarktzentren auszuweiten. Dies galt vor allem für japanische und europäische Banken, während sich der Anteil der US-Banken an den internationalen Ausleihungen verringerte. Die Banken fanden das Eurogeschäft, da es den Charakter eines Mengen- und Großgeschäfts hat, mit geringen Stückkosten und einem bevorzugten gesetzlichen Status verbunden ist, ungeachtet der geringen Kreditmargen am Konsortialkreditmarkt weiterhin recht attraktiv. Darüber hinaus ergaben sich aus den bei Abschluß fälligen Gebühren und dadurch, daß Nichtbankeneinleger Zinsen unterhalb LIBOR erhielten, sicherlich höhere Gewinnspannen, als aus den veröffentlichten Angaben hervorgeht. Zudem haben wohl auch die relativ guten Erfahrungen der Banken mit Kreditausfällen in den vergangenen Jahren zu einer optimistischeren Einschätzung ihrer mit dem internationalen Kreditgeschäft verbundenen Risiken geführt.

Auf der Nachfrageseite des internationalen Marktes für Bankkredite ragten 1979 zwei Entwicklungen heraus: der äußerst hohe Zahlungsbilanzfinanzierungsbedarf der meisten Gruppen von Öleinfuhrländern, der aus dem nun wiederum gewaltigen OPEC-Überschuß wie auch dem Abbau des Leistungsbilanzdefizits der USA resultierte, sowie der massive Rückgriff der US-Banken auf den Eurodollarmarkt. Die zusammengefaßte Leistungsbilanzposition der Zehnergruppe ohne die USA, aber zuzüglich der Schweiz, drehte sich von einem Überschuß von \$ 34 Mrd. 1978 im vergangenen Jahr in ein Defizit von \$ 23 Mrd.; das Leistungsbilanzdefizit der Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen weitete sich um \$ 13 auf etwa 38 Mrd. aus und das der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe um \$ 2 Mrd. auf annähernd \$ 14 Mrd. Ein beträchtlicher Teil dieser Defizite wurde durch die Neuverschuldung am Euromarkt finanziert. Im Falle der Industrieländer vollzog sich diese Leistungsbilanzfinanzierung überwiegend nicht über offizielle Stellen, sondern in Form einer Kreditaufnahme privater Banken und Nichtbanken. Eine derartige

private Neuverschuldung wurde durch die restriktivere Geldpolitik begünstigt, die wegen der drastischen Verschlechterung der Zahlungsbilanzen der meisten Industrieländer möglich wurde oder sogar geboten erschien.

Für die USA, den einzigen wichtigen Industriestaat, dessen Leistungsbilanz sich 1979 stark verbesserte, bot der Euromarkt weiterhin Kreditvorteile. Zumeist gab das Aufgeld bei den Euroeinlagenzinsen gegenüber den vergleichbaren US-Inlandszinsen nicht den vollen, durch das Fehlen von Mindestreserveverordnungen bedingten Kostenvorteil des Euromarktes wieder, so daß es für Banken in den USA billiger war, Gelder am Euromarkt als durch die Ausgabe inländischer Einlagenzertifikate aufzubringen. Infolge dieser Zinskonstellation nahmen die Banken in den USA 1979 selbst in hohem Umfang Eurogelder auf, und ihre Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken stiegen um über \$ 30 Mrd. Auf diese Weise kehrten die von den US-Nichtbanken im Ausland angelegten Mittel in dieses Land großenteils in Form von Zwischenbankgeldern zurück. Außerdem nahmen Nichtbankunternehmen in den USA bei berichtenden Banken im Ausland etwa \$ 5,5 Mrd. zusätzlich auf, und zumal im vierten Quartal des vergangenen Jahres dürfte es am Euromarkt zu einer erheblichen statistisch nicht erfaßten Neuverschuldung von US-Nichtbankunternehmen über ihre Auslandstöchter gekommen sein.

Ein dritter Faktor, der dazu beitrug, daß 1979 die Nachfrage nach internationalen Bankkrediten anhielt, war die relative Stärke der Weltwirtschaft, was bedeutete, daß vor allem dem Werte nach die Investitionen und der Welthandel wie auch der hiermit verbundene Finanzierungsbedarf weiterhin recht kräftig zunahmen. So waren beispielsweise die Weltausfuhren im vierten Quartal des letzten Jahres auf Dollarbasis um nominal 30% höher als ein Jahr zuvor.

Schließlich und zum Teil wegen der fortwährenden Anstrengungen der Banken, ihr internationales Kreditgeschäft auszuweiten, nahmen zahlreiche Länder wiederum Kredite zur Aufstockung ihrer offiziellen Währungsreserven auf. Die hohen Dollarzinsen hielten von solchen Kreditaufnahmen nicht sehr ab, da sich die Finanzierungskosten des Reserveaufbaus, soweit der Erlös wiederum am Eurogeldmarkt angelegt wurde, im wesentlichen auf die Kreditmargen der Banken beschränkten.

Was das Gewicht von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Ausweitung des internationalen Bankgeschäfts im letzten Jahr angeht, deuteten viele Faktoren von vornherein auf ein Überangebot und eine noch stärkere Herausbildung eines Käufermarktes hin, der bereits 1977 und 1978 bestanden hatte. Am Konsortialkreditmarkt verlängerten sich die Laufzeiten tendenziell, während die durchschnittlichen Gewinnmargen weiter schrumpften. Die Spannen gegenüber den Kreditnehmern aus OECD-Ländern verminderten sich von durchschnittlich rund 0,7% im letzten Quartal 1978 auf 0,5% im Spätherbst 1979 und die gegenüber Schuldnern aus anderen westlichen Ländern von 1,05 auf 0,75%. Gegen Ende 1979 konnten einige öffentliche Stellen sogar Kredite zu einer Spanne von nur 0,375% erhalten. Eine Erklärung hierfür fällt schwer. Möglicherweise gingen die Faktoren, die das Angebot neuer Mittel am Markt bestimmten, in stärkerem Umfang als jene, die sich auf die Neuverschuldung bei den Banken auswirkten, auf Entwicklungen zurück, die außerhalb des Bankenmarktes lagen, wobei die Banken in den Industrieländern

die überschüssigen Mittel übernehmen. Gleichzeitig beruhten die massiven Kreditströme aus diesem Markt in zahlreiche Industrieländer jedenfalls teilweise auf den dortigen Entwicklungen, darunter dem Bedarf an Zahlungsbilanzfinanzierung wie auch angespannteren heimischen Geld- und Kreditmärkten.

Das Wachstumstempo des internationalen Kreditgeschäfts wie das recht optimistische Klima, in dem sich dieses vollzog, ließen eine wachsende Besorgnis über die internationalen Kreditrisiken der Banken sowie einige der gesamtwirtschaftlichen Folgen aufkommen. Im Oktober schoben die japanischen Behörden der Beteiligung japanischer Banken und ihrer Auslandsniederlassungen am Konsortialkreditmarkt praktisch einen Riegel vor, und auch die Behörden anderer Zehnergruppenländer begannen inzwischen über Möglichkeiten nachzudenken, wie den Banken bei ihrem internationalen Kreditgeschäft zukünftig mehr Zurückhaltung und eine stärkere Absicherung auferlegt werden könnten.

Doch in den letzten zwei Monaten von 1979 und Anfang 1980 führten die weltwirtschaftlichen und politischen Geschehnisse selbst eine derartige Anpassung des Kreditverhaltens herbei. Die unerwartet hohe Ölverteuerung und ihre absehbaren Zahlungsbilanzwirkungen äußerten sich in einer zunehmenden Furcht, bestimmte Ländergruppen könnten möglicherweise in Zukunft ihre Zahlungsfähigkeit gegenüber dem Ausland nicht mehr gewährleisten. Zudem unterstrichen die Ereignisse im Iran, die finanziellen Gegenmaßnahmen der USA sowie die Vorgänge in Afghanistan die Bedeutung politischer Unwägbarkeiten und erhöhten die allgemeine Unsicherheit.

Infolgedessen hielten sich die Banken nunmehr stärker bei Krediten an bestimmte Ländergruppen zurück. Für derartige Schuldner begannen sich die eingeräumten Kreditlaufzeiten zu verkürzen, während sich gleichzeitig die ihnen gegenüber geforderten Margen allmählich ausweiteten. Überdies begannen die kleineren Banken, sich aus dem Engagement bei neuen Krediten an diese Länder herauszuhalten, und eine breite Verteilung der Konsortialquoten erwies sich als immer schwieriger. Dies ließ neue Kredittechniken entstehen, wie z. B. „Klubdarlehen“, bei denen kleine Gruppen von Großbanken selbst ein Darlehen übernehmen und die eine Einengung der Kreditgewährungsmöglichkeiten des Marktes nach sich ziehen.

Gleichzeitig waren die Banken weiterhin sehr liquide und wurden infolge der Unsicherheit über die Zinsen, die Inflation und die internationale politische Lage mit kurzfristigen Einlagen überschwemmt. Insbesondere nichtamerikanischen Banken wurden umfangreiche Gelder aus den Ölausfuhrländern angedient, wofür sie angesichts ihrer wachsenden Abhängigkeit von dieser Einlegergruppe immer weniger bereit waren, nahe beim LIBOR-Satz liegende Zinsen zu zahlen. Diese unverändert reichliche Ausstattung mit neuen Mitteln wie auch die vorsichtige Kreditpolitik gegenüber bestimmten Ländergruppen verstärkten für die Banken den Anreiz, nach neuen Geschäften in den Industrieländern Ausschau zu halten, und schufen eine Art gespaltenen Markt. Trotz der sich verschlechternden weltwirtschaftlichen Aussichten hatten deshalb die Kreditnehmer in den letztgenannten Ländern keine Schwierigkeit, beim internationalen Bankensektor weiterhin ausreichende Finanzmittel zu sehr günstigen Konditionen aufzubringen.

Die Lage wurde zudem durch die monetäre Entwicklung in den USA kompliziert, wo das Maßnahmenpaket der Zentralbank vom Oktober 1979 in mancher Hinsicht einen Wendepunkt des geldpolitischen Kurses der USA markierte. Die Dollarzinsen begannen beträchtlich über die Inflationsraten in den USA hinauszuschießen und insbesondere nach ihrer erneuten Explosion im Februar wirklich zu greifen. Dieses Entstehen sehr hoher realer Zinskosten führte dazu, daß die Kreditnehmer sehr viel wählerischer wurden. Die Zahlungsbilanzkredite aufnehmenden Länder haben nämlich anders als private Kreditnehmer an den nationalen Märkten keine Steuerschuld, von der sie ihre Zinszahlungen absetzen können. Zudem erhöhte die Festigung des Dollars an den Devisenmärkten die potentiellen Kosten der Neuverschuldung in dieser Währung. Die daraus resultierende Neigung der Kreditnehmer, sich zeitweise aus dem Markt zurückzuziehen und bessere Konditionen abzuwarten, erklärt möglicherweise, warum sich die von den Banken gegenüber bestimmten Gruppen von Schuldnerländern geforderten höheren Margen trotz der ausgeprägten Neubewertung der Risiken nur langsam und zögernd durchsetzten. Andererseits trieb das Zusammenwirken sehr hoher Dollarzinsen und eines starken Dollars tendenziell die Kreditaufnahme in anderen Eurowährungen in die Höhe — ein Trend, der bereits 1979 zeitweise sichtbar geworden war.

Im Verlauf des April 1980 führte jedoch der scharfe Umschwung der Dollarzinsen — die Sätze auf dreimonatige Euroeinlagen fielen von über 19½% Anfang April bis zur zweiten Maihälfte auf unter 10% — ein neues Element in das Marktgeschehen ein. Wahrscheinlich wird diese Rückkehr der Dollarzinsen auf ein relativ mäßiges Niveau im Verein mit der gleichzeitigen Abschwächung des Dollars auf den Devisenmärkten das Interesse der Kreditnehmer an mittel- und langfristigen Euromitteln erhöhen. Da der Markt jedoch wesentlich weniger offen als 1979 ist, bleibt abzuwarten, ob alle Schuldnergruppen umfangreiche Mittel erhalten können, ohne hierfür wesentlich härtere Kreditkonditionen in Kauf nehmen zu müssen.

Die Rolle der internationalen Finanzmärkte bei der Rückschleusung der OPEC-Überschüsse

Der neue Zahlungsbilanzüberschuß der OPEC im Jahre 1979 führte wie erwähnt zu einer Wiederaufnahme des umfangreichen Recycling durch die internationalen Banken. Wenn sich diese auch gegen Ende des vergangenen Jahres von Krediten an bestimmte Ländergruppen immer mehr zurückhielten, dürfte doch die Finanzierung der ölpreisbedingten Zahlungsbilanzdefizite noch eine Zeitlang keine akuten Schwierigkeiten bereiten. Denn zum einen konnten zahlreiche ölimportierende Entwicklungsländer in den letzten Jahren ihre Bruttoreserven weitgehend mit Hilfe internationaler Bankkredite kräftig aufstocken und einen Teil dieser Aktiva für ihren laufenden Finanzierungsbedarf verwenden. Zum andern haben sie in sehr erheblichem Umfang unausgenutzte Kreditlinien bei den internationalen Banken aufgebaut, auf die sie zurückgreifen können. Schließlich könnten diese Länder bei Bedarf vom IWF, den sie in den letzten Jahren wenig in Anspruch nahmen, erhebliche Finanzmittel erhalten.

Gleichzeitig können jedoch diese Finanzierungsquellen nur eine vorübergehende Erleichterung bringen, da insbesondere einige Länder ihre Reserven und

in gewissem Umfang auch ihre unausgenutzten Kreditlinien beim Fonds als eine Art Sicherheit für ihre Kreditaufnahme an den internationalen Märkten benötigen; diese könnten nicht zu stark abgebaut werden, ohne die Kreditwürdigkeit des betreffenden Landes in Frage zu stellen. Hinzu kommt, daß die Länder außerhalb der Zehnergruppe einen hohen Anteil ihrer Reserven bei den Banken am Euromarkt halten. Der Abzug dieser Reserven würde sowohl die Einlagenbasis der Eurobanken selbst schmälern als auch die Nettoschuldnerposition dieser Länder gegenüber dem internationalen Bankensektor erhöhen.

Für die Zukunft bestehen mehrere Gründe zu der Annahme, daß sich das Recycling über die internationalen Banken als schwieriger erweisen könnte als nach den Ölpreisanhebungen von 1973. Insbesondere werden die Anlage der OPEC-Überschüsse und der Finanzierungsbedarf der Öleinfuhrländer sowohl in geographischer Hinsicht als auch bezüglich der Laufzeiten einmal mehr stark auseinanderklaffen. Der Zufluß von OPEC-Geldern dürfte sich auf relativ wenige Industrieländer mit hochentwickelten Finanzmärkten konzentrieren, während sich die Defizite auf eine sehr viel größere Ländergruppe unter Einschluß vieler Entwicklungsländer verteilen werden. Angesichts der ungewissen Preisentwicklung sowie der weltweit unsicheren wirtschaftlichen und politischen Lage könnten die Ölausfuhrländer zudem bestrebt sein, einen hohen Anteil ihrer Mittel relativ liquide und kurzfristig anzulegen, während der Finanzierungsbedarf der Öleinfuhrländer in der Regel langfristiger Natur sein wird.

Der wichtigste Grund, warum die Banken diesmal dieses doppelte Transformationsproblem weniger leicht bewältigen könnten, besteht in dem möglicherweise andauernden OPEC-Überschuß. Während dieser ein Jahr nach dem Ölchock von 1974 bereits nur noch halb so hoch wie ursprünglich und damit auf eine einigermaßen zu bewältigende Größe geschrumpft war, dürfte der Überschuß diesmal länger auf einem hohen Niveau verharren. Unter dem Blickwinkel einer vorsichtigen Bankpolitik bedeutet die Finanzierung eines anhaltenden Zahlungsbilanzdefizits etwas anderes als die eines vorübergehenden Fehlbetrags, vor allem wenn sich die höhere Mittelaufnahme nicht in zusätzlichen Inlandsinvestitionen und einem stärkeren Wirtschaftswachstum des Schuldnerlandes niederschlägt. Die trüben weltwirtschaftlichen Aussichten im allgemeinen und die zunehmenden politischen Unsicherheiten im Gefolge der Geschehnisse im Iran und in Afghanistan im besonderen könnten die Banken ebenfalls zu einer künftig vorsichtigeren Kreditpolitik veranlassen.

Ein zweiter Grund, weshalb sich das Recycling diesmal als schwieriger erweisen könnte, liegt darin, daß die Banken anders als 1974 nicht mit relativ gesunden Bilanzen dastehen, sondern bereits erhebliche Risiken in der Dritten Welt zu tragen haben. Für ein gemessen an der Bilanzsumme überdurchschnittliches Wachstum ihres internationalen Kreditengagements mag daher weniger Spielraum gegeben sein. Umgekehrt hat sich die Verschuldung bestimmter Ländergruppen auf den internationalen Finanzmärkten seit 1974 beträchtlich ausgeweitet, was die Bonität dieser Schuldner gewiß nicht erhöht hat.

Drittens haben die hohe Binneninflation, flauere Aktienmärkte und die rasche Ausweitung ihres Auslandsgeschäfts tendenziell die Kapitalstruktur einiger Banken

weiter verschlechtert. Infolgedessen sind diese Banken hinsichtlich ihrer Eigenkapitalausstattung inzwischen anfälliger und unbeweglicher als 1974. Ein zusätzlicher Hemmfaktor, der sich nach dem raschen Wachstum der OPEC-Einlagen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres und Anfang 1980 bereits bemerkbar zu machen scheint, besteht in der Scheu der Banken, sich bei ihrer Refinanzierung in eine zu starke Abhängigkeit gegenüber einer einzelnen Einlegergruppe zu begeben.

Diskussion der Zentralbanken über Probleme des internationalen Bankgeschäfts

Das in den letzten Jahren rasche Wachstum des internationalen und insbesondere des Eurogeschäfts der Banken veranlaßte im Sommer 1979 die Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz zu prüfen, ob hierdurch Probleme entstünden, die korrigierende nationale oder international abgestimmte Maßnahmen erforderten. Die Diskussionen konzentrierten sich auf drei Hauptthemen: die weltwirtschaftlichen Auswirkungen des wachsenden internationalen Bankgeschäfts; dessen Einfluß auf die Fähigkeit der nationalen Behörden, die Liquidität in ihren Volkswirtschaften in den Griff zu bekommen; sowie die durch das wachsende internationale Bankgeschäft (einschließlich der Aktivitäten von Auslandsfilialen und -niederlassungen) aufgeworfene Risikoproblematik.

Beim ersten Punkt geht es vor allem um die Frage, ob die Ausweitung des internationalen Bankgeschäfts die weltweite Inflation wesentlich verschärft hat. Diese Frage hat mehrere Aspekte: Erstens das Wachstum des internationalen Kreditgeschäfts, das in den letzten Jahren sehr viel stärker war als die Ausweitung des Inlandsgeschäfts der Banken in den großen Industrieländern. Zweitens die Zunahme der Eurogeldmarkteinlagen von Nichtbanken, die in den nationalen Geldmengengrößen nicht enthalten sind und sich deshalb einer direkten Kontrolle durch die nationalen Währungsbehörden entziehen. Drittens die beträchtliche Kreditvergabe der Banken sowohl zur Deckung des außenwirtschaftlichen Finanzierungsbedarfs von Ländern mit Zahlungsbilanzdefiziten als auch mitunter zu dem Zweck, diesen Ländern eine Aufstockung ihrer Devisenreserven zu ermöglichen. Wurden hierdurch die Kreditnehmer in die Lage versetzt, notwendige Anpassungen sowie angemessene Antiinflationsmaßnahmen hinauszuschieben, so daß die Inflation in Länder mit einer stabilitätsorientierteren Politik übergriff, und trug dies auch zu einer übermäßigen Ausweitung der Weltdevisenreserven bei?

Bei der Beurteilung der von dieser Entwicklung möglicherweise ausgehenden weltweiten Inflationswirkungen sind auch eine Reihe anderer Überlegungen zu berücksichtigen. Zum einen haben die Einlagen der Nichtbanken am Eurogeldmarkt trotz ihres raschen Wachstums gemessen am Gesamtbestand der internationalen liquiden Forderungen noch einen sehr geringen Umfang. Zum andern läßt sich die Frage, ob die internationalen Bankkredite die Weltinflation allgemein anheizen, statt mit dem bloßen Hinweis auf das Wachstum dieser Kredite nur mit der Analyse ihres Verwendungszwecks sowie der jeweiligen allgemeinen Konjunkturlage beantworten. Unstreitig hat das internationale Bankensystem in den Jahren unmittelbar nach den Ölpreisanhebungen von 1973 eine wesentliche Rolle bei der Rückschleusung der OPEC-Gelder gespielt. Als zudem die Banken ab 1976 auch Kredite

gewährten, mit denen Öleinfuhrländer, darunter solche mit anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten, ihre Devisenreserven aufstockten, taten sie dies zu einer Zeit, als die Reserven dieser Länder ein im Verhältnis zu ihrer Einfuhrrechnung sehr viel niedrigeres Niveau als Anfang der siebziger Jahre aufwiesen. Von einem generellen Reserveüberfluß bei den Öleinfuhrländern konnte demnach in den letzten Jahren nicht die Rede sein.

Eine weitere Frage in bezug auf die weltwirtschaftlichen Auswirkungen des internationalen Bankgeschäfts betrifft die Umschichtung von Geldern aus dem Dollar in andere Währungen, vor allem während der Dollarkrisen 1977 und 1978, sowie den Umstand, daß diese es den Ländern ermöglicht, beträchtliche Nichtdollarreserven zu halten. Der Euromarkt ist zweifellos ein wirksames Instrument sowohl für derartige Mittelverlagerungen als auch das Halten von Guthaben in D-Mark, Schweizer Franken und anderen Nichtdollarwährungen. Indessen läßt sich statistisch nicht überzeugend nachweisen, daß der Euromarkt bei der Umschichtung von Geldern eine maßgebliche Rolle spielte; noch kann man in seiner Existenz die eigentliche Ursache für unbeständige Wechselkurse und die Diversifizierung von Währungsreserven aus dem Dollar sehen.

Ein Pauschalurteil über die makroökonomischen Auswirkungen des internationalen Bankgeschäfts dürfte kaum haltbar sein, da sich die Rahmenbedingungen für die Tätigkeit der Banken ständig ändern. Ein augenfälliges Beispiel hierfür liefert die veränderte Weltwirtschaftslage, insbesondere das erneute Entstehen gewaltiger OPEC-Zahlungsbilanzüberschüsse, das praktische Verschwinden des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits und die Herausbildung hoher Fehlbeträge in den Leistungsbilanzen Deutschlands und Japans; alles zu einer Zeit, als die Zentralbanken diese Probleme erörterten.

Was den Zusammenhang zwischen dem internationalen Bankensystem und einer effizienten Währungspolitik in den einzelnen Ländern angeht, so wurde die Autonomie der nationalen Geldpolitik mit der Erleichterung internationaler Kapitalbewegungen durch den Euromarkt tendenziell eingeschränkt. Mehrere Länder sehen sich imstande, den Hindernissen, die der Markt ihrer Bewegungsfreiheit in diesem Bereich entgegenstellt, durch Einschränkung des Kapitalverkehrs mit dem Ausland oder durch eine flexible Wechselkurspolitik zu begegnen. Ganz anders ist jedoch die Lage jener Länder, in denen keine Beschränkungen des Kapitalverkehrs bestehen, deren Währungen in bedeutendem Umfange am Euromarkt verwendet werden und in denen der Einsatz unverzinslicher Mindestreserven auf Bankeinlagen die inländischen Kreditinstitute gegenüber dem Euromarkt kostenmäßig benachteiligt. In diesen Ländern können Gebietsansässige die geldpolitischen Maßnahmen in Restriktionsphasen über den Euromarkt ihrer eigenen Währung teilweise unterlaufen, ohne ein Wechselkursrisiko einzugehen. Gegenwärtig dürfte sich dieses Problem hauptsächlich für Deutschland und die USA, in Zukunft womöglich auch für einige andere Länder stellen.

Hinsichtlich des dritten Diskussionspunktes besteht allgemeine Übereinstimmung, daß das rasche Wachstum des internationalen Geschäfts der Banken eine Reihe von Risikoproblemen aufgeworfen hat. Dazu gehören: das Problem einer

wirksamen Aufsicht über die Tochterbanken im Ausland, insbesondere in den Fällen, in denen die Behörden ihre Banken nicht anhand voll konsolidierter Bilanzen überwachen, und wenn die Bankenaufsicht in dem Land, in dem die Auslandstochter tätig ist, unzureichend ist; das wachsende Risikoengagement der Banken gegenüber anderen Ländern, insbesondere bestimmten Entwicklungsländern mit erheblicher Auslandsverschuldung; und der Schuldnermarkt bei internationalen Bankkrediten, wie er von 1976 bis Ende 1979 bestand, der die Gewinnmargen der Banken drückte, die durchschnittliche Laufzeit ihrer Kredite verlängerte und somit die Kapitalbasis einiger Banken schwächte sowie zu vermehrter Fristentransformation führte. Schließlich kommt hinzu, daß einige Banken wegen der in den letzten Jahren geringen Kreditausfälle im internationalen Geschäft mit der Zeit möglicherweise die in dieser Geschäftssparte vorhandenen Risiken unterschätzten — jedenfalls bis zu den Vorgängen im Iran im letzten Jahr.

Die Ergebnisse dieser Erörterungen wurden in einer Pressemitteilung zusammengefaßt, welche die Notenbankgouverneure der Zehnergruppe und der Schweiz im April d. J. veröffentlichten. Im Bewußtsein der Bedeutung, die der Aufrechterhaltung eines soliden internationalen Bankensystems und vorbeugenden Maßnahmen zur Vermeidung unerwünschter Auswirkungen seiner Geschäftstätigkeit auf die Weltwirtschaft als Ganzes oder einzelne Länder zukommt, gelangten die Zentralbankpräsidenten zu drei wichtigen Schlußfolgerungen. Erstens beschlossen sie, ihre Vorkehrungen für eine regelmäßige Überwachung der wirtschaftlichen Auswirkungen zu verstärken, die Entwicklungen im internationalen Bankgeschäft auf die Weltwirtschaft wie die einzelnen Länder haben. Diese neuen Vorkehrungen werden die Zentralbanken in die Lage versetzen, die Bedeutung des internationalen Kreditgeschäfts im Lichte veränderter Umstände zu beurteilen, und einen Rahmen abgeben für abgestimmte geldpolitische Maßnahmen, die sich aufgrund dieser Einschätzung als angezeigt erweisen könnten.

Zweitens räumten die Zentralbankpräsidenten der vollen Verwirklichung bereits eingeleiteter Maßnahmen zur Verbesserung der Aufsicht über das internationale Bankgeschäft hohe Priorität ein. Dazu gehören vor allem die Verwendung konsolidierter Bilanzen für die Bankenaufsicht, die Überwachung der von den Banken zur Beurteilung der Länderrisiken angewendeten Verfahren und die Beobachtung ihrer Fristentransformation. Die Bedeutung, welche die Gouverneure dem Risikoaspekt des internationalen Bankgeschäfts beimessen, beruht auf zwei Überlegungen: der weiteren Ausweitung der internationalen Bankausleihungen, die sich zwangsläufig aus dem Recycling des neuen OPEC-Überschusses ergibt, und der Überzeugung, daß die hiermit verbundenen Gefahren nicht unbedingt auf der Basis der bisher von den Banken im internationalen Kreditgeschäft erlittenen Verluste beurteilt werden können.

Schließlich erkannten die Gouverneure, daß die internationale Vielfalt unterschiedlicher Regelungen und Maßnahmen eine Entwicklung begünstigt hat, bei der sich das Auslandsgeschäft der Banken schneller als das heimische entwickelt hat. Die Gouverneure sind übereingekommen, ihre Bemühungen zum Abbau dieser Verzerrungen fortzusetzen. Zum Beispiel sollte die Ausweitung der Bankenaufsicht auf der Basis voll konsolidierter Rechnungslegung dazu beitragen, daß das Geschäft

jener Auslandsniederlassungen, die an Bankplätzen mit relativ großzügiger Überwachungspraxis arbeiten, nicht übermäßig rasch zunimmt.

Zum Teil gründen die das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts begünstigenden Unterschiede in den Bestimmungen und Maßnahmen der einzelnen Länder auf nationalen Traditionen des Bankwesens und der Geldpolitik. Änderungsvorschläge, z.B. die Anregung, Mindestreserven auf alle bei Banken der Zehnergruppe gehaltenen Euroeinlagen unter Einschluß der Auslandsfilialen und -töchter einzuführen, werfen deshalb u.a. die Frage einer internationalen Angleichung des grundlegenden geldpolitischen Instrumentariums auf. Die Zentralbankpräsidenten waren sich deshalb der teilweise bestehenden Schwierigkeit bewußt, einen Abbau der das Wachstum des internationalen Kreditgeschäfts begünstigenden Unterschiede in den Bestimmungen und Instrumenten mit der Beibehaltung traditioneller nationaler Verfahren zur Kontrolle der Bankenliquidität zu vereinbaren.

Gesamte internationale Bankmittel: Herkunft und Verwendung

Die Ausweitung der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken im vergangenen Jahr war wie üblich zu einem großen Teil den grenzüberschreitenden Ausleihungen innerhalb des Berichtsgebiets (einschließlich der Offshore-Finanzplätze) zuzuschreiben. So erhöhten sich die innergebietlichen Forderungen und Verbindlichkeiten um \$ 153 bzw. 195 Mrd., während jene gegenüber den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets nur um ca. \$ 65 bzw. 70 Mrd. zunahmen. Die Zahlen über die innergebietlichen Positionen sind indessen durch Doppelzählungen aus der Weitergabe von Mitteln unter den berichtenden Banken selbst erheblich aufgebläht. Ohne diese Doppelzählungen können die vom Berichtsgebiet absorbierten neuen Mittel auf rund \$ 65 Mrd. veranschlagt werden, während die vom Gebiet neu bereitgestellten Gelder mit rund \$ 60 Mrd. zu beziffern sind.

Die meisten Mittel innerhalb des Berichtsgebiets nahmen die USA, Deutschland und Japan auf; die Kreditnehmer waren in der Hauptsache Banken, welche die Gelder vor allem zur Finanzierung ihrer inländischen Ausleihungen und Anlagen oder zur Außenhandelsfinanzierung verwendeten. Die Bruttoforderungen der Banken in den anderen berichtenden Ländern gegenüber den USA erhöhten sich in den ersten neun Monaten von 1979 um \$ 33,7 Mrd., bevor dann die Wiedereinführung eines Reservesolls von 8% auf den Zuwachs der von US-Banken im Ausland aufgenommenen Mittel zu einem Rückgang von \$ 4,8 Mrd. im vierten Quartal beigetragen haben dürfte. Die Forderungen gegenüber Deutschland und Japan weiteten sich um jeweils mehr als \$ 10 Mrd. aus. Sehr stark wuchsen die Forderungen gegenüber Großbritannien, Belgien-Luxemburg, Frankreich sowie den Offshore-Finanzplätzen, jedoch schlug sich darin hauptsächlich die Rolle dieser Länder als Marktzentren nieder. Gleichzeitig wurden den Nichtbanken in Belgien und Großbritannien erhebliche Eurokredite gewährt. In Belgien war der öffentliche Sektor, der etwa \$ 2,5 Mrd. an neuen Mitteln am Euromarkt bei Banken im Ausland wie auch bei Banken in Belgien-Luxemburg aufnahm, der größte Kreditnehmer. Im Falle Großbritanniens war die Neuverschuldung der Nichtbanken im Anschluß an die Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen besonders ausgeprägt,

**Auslandspositionen (Landes- und Fremdwährungen) der Banken
im Berichtsgebiet sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken
an den Offshore-Finanzplätzen¹**

| | 1977 | 1978 | | 1979 | | | |
|---|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| | Dezember | Dezember I | Dezember II | März | Juni | September | Dezember |
| | Milliarden US-Dollar | | | | | | |
| Forderungen der Banken gegenüber: | | | | | | | |
| Zehnergruppe und Schweiz, Dänemark, Irland und Österreich | 349,9 | 472,7 | 466,9 | 457,2 | 490,3 | 546,7 | 587,9 |
| davon: europäisches Berichtsgebiet | 268,6 | 362,8 | 359,9 | 339,7 | 363,1 | 394,2 | 437,5 |
| USA | 39,8 | 53,0 | 53,0 | 62,0 | 70,9 | 86,7 | 81,9 |
| Kanada | 11,9 | 17,9 | 15,9 | 16,6 | 16,8 | 18,0 | 19,2 |
| Japan | 29,6 | 39,0 | 38,1 | 38,9 | 39,5 | 47,8 | 49,3 |
| Offshore-Finanzplätze ² | 98,9 | 123,8 | 123,5 | 121,6 | 132,9 | 147,7 | 156,6 |
| Andere Länder in Westeuropa | 40,8 | 50,7 | 50,4 | 49,6 | 52,4 | 56,1 | 58,7 |
| Australien, Neuseeland, Südafrika | 14,7 | 13,8 | 13,5 | 13,0 | 13,8 | 13,9 | 13,7 |
| Osteuropa | 38,3 | 47,6 | 47,5 | 47,0 | 49,5 | 52,8 | 55,9 |
| Ölfuhrländer | 39,1 | 57,2 | 56,4 | 55,5 | 57,7 | 62,5 | 64,1 |
| Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen | 98,7 | 123,4 | 121,7 | 127,1 | 136,6 | 146,6 | 158,8 |
| davon: Lateinamerika ³ | 65,9 | 80,8 | 79,9 | 82,8 | 88,4 | 94,7 | 103,5 |
| Nahe Osten | 5,2 | 6,6 | 6,5 | 6,4 | 7,3 | 7,4 | 8,2 |
| Asien ohne Nahost | 20,5 | 24,8 | 24,3 | 26,5 | 29,3 | 31,7 | 33,1 |
| Afrika ohne Nahost | 7,1 | 11,2 | 11,0 | 11,4 | 11,6 | 12,8 | 14,0 |
| Nicht aufteilbar ⁴ | 9,3 | 15,1 | 12,9 | 12,4 | 13,2 | 15,2 | 16,2 |
| Zusammen | 689,7 | 904,3 | 892,8 | 883,4 | 946,4 | 1 041,5 | 1 110,9 |
| Verbindlichkeiten der Banken gegenüber: | | | | | | | |
| Zehnergruppe und Schweiz, Dänemark, Irland und Österreich | 408,5 | 539,1 | 533,5 | 527,5 | 576,6 | 635,8 | 685,9 |
| davon: europäisches Berichtsgebiet | 314,5 | 409,6 | 404,4 | 395,4 | 436,0 | 473,4 | 528,3 |
| USA | 74,1 | 101,9 | 101,9 | 100,9 | 110,1 | 126,0 | 123,8 |
| Kanada | 12,6 | 15,8 | 15,7 | 17,0 | 17,2 | 17,8 | 17,8 |
| Japan | 7,3 | 11,8 | 11,5 | 14,2 | 13,3 | 18,6 | 16,0 |
| Offshore-Finanzplätze ² | 71,5 | 97,2 | 96,9 | 104,0 | 115,5 | 131,1 | 139,2 |
| Andere Länder in Westeuropa | 25,7 | 35,8 | 35,4 | 34,9 | 37,8 | 41,4 | 42,5 |
| Australien, Neuseeland, Südafrika | 2,4 | 2,7 | 2,7 | 3,2 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Osteuropa | 8,4 | 10,7 | 10,6 | 9,4 | 9,9 | 12,6 | 15,4 |
| Ölfuhrländer | 77,9 | 83,9 | 82,5 | 84,4 | 87,3 | 106,9 | 120,3 |
| Entwicklungsländer ohne Ölvorkommen | 62,0 | 78,0 | 77,1 | 79,9 | 83,9 | 87,3 | 90,3 |
| davon: Lateinamerika ³ | 25,2 | 33,9 | 33,2 | 34,1 | 35,4 | 36,7 | 38,4 |
| Nahe Osten | 10,0 | 13,8 | 13,8 | 14,0 | 15,2 | 15,3 | 16,0 |
| Asien ohne Nahost | 20,1 | 22,9 | 22,7 | 24,5 | 25,6 | 26,7 | 26,6 |
| Afrika ohne Nahost | 6,7 | 7,4 | 7,4 | 7,3 | 7,7 | 8,6 | 9,3 |
| Nicht aufteilbar ⁴ | 15,6 | 18,4 | 17,7 | 18,5 | 18,9 | 17,1 | 23,2 |
| Zusammen | 672,0 | 865,8 | 856,4 | 861,8 | 933,5 | 1 035,8 | 1 120,4 |

Anmerkung: Die Zahlen in dieser Tabelle beruhen teilweise auf Schätzungen.
Ab Dezember 1978 (II) enthalten die Zahlen für die Banken in den USA keine Depotwerte mehr mit Ausnahme der für Gebietsfremde verwahrten marktfähigen Einlagenzertifikate von US-Banken. Zuvor waren nur die für Gebietsfremde verwahrten Schatzwechsel und -anweisungen ausgeklammert.

¹ Offshore-Niederlassungen von US-Banken, deren Auslandspositionen in der Statistik erfaßt sind, sind jene, die auf den Bahamainseln, in Hongkong, den Kaimaninseln, in Panama und Singapur gelegen sind. ² Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur und übriges britisches Westindien. ³ Einschließlich der Länder des karibischen Raums, die nicht als Offshore-Finanzplätze gelten können. ⁴ Einschließlich der internationalen Institutionen (ohne BIZ).

wobei die Eurokredite in Pfund Sterling an den britischen Nichtbankensektor im vierten Quartal 1979 sehr stark um \$ 1,1 Mrd. oder über 150% stiegen. Im Berichtsgebiet nahmen außerdem die Nichtbanken in Italien, Dänemark und Irland in bedeutendem Umfang neue Eurogelder auf.

Auf der Herkunftsseite des Markts stellten die Schweiz und die USA die meisten zusätzlichen Mittel innerhalb des Berichtsgebiets zur Verfügung. Die Verbindlichkeiten gegenüber der Schweiz erhöhten sich um \$ 28,7 Mrd., wovon über die Hälfte Treuhandgelder waren, welche die Schweizer Banken für ihre Kunden auf deren Risiko am Markt anlegen. Ein erheblicher Teil dieser Mittel stammt natürlich aus anderen Ländern. Die direkten Verbindlichkeiten gegenüber dem schweizerischen Nichtbankensektor stiegen „nur“ um rund \$ 3,5 Mrd. Die Verbindlichkeiten gegenüber den USA nahmen um fast \$ 22 Mrd. zu, wovon etwa \$ 17 Mrd. Mittel von Nichtbanken in den USA darstellten.

Charakteristisch für die Länder außerhalb des Berichtsgebiets waren im vergangenen Jahr die weitere Beschleunigung der Ausleihungen an die ölimportierenden Entwicklungsländer sowie der sehr starke Zufluß von zusätzlichen Mitteln aus den Ölausfuhrländern. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Entwicklungsländern ohne Erdölvorkommen, die 1977 und 1978 um \$ 11,1 bzw. 24,7 Mrd. zugenommen hatten, schnellten im letzten Jahr um \$ 37,1 Mrd., das sind über 30%, empor. Diese Wachstumssteigerung, die sich überwiegend aus der schlechteren Leistungsbilanzsituation dieser Länder erklärt, war auf Nettobasis noch ausgeprägter. Während die Entwicklungsländer 1977 per saldo zusätzlich rund \$ 1 Mrd. eingelegt hatten und 1978 ihre Kreditaufnahme die Neueinlagen nur um \$ 8,7 Mrd. übertroffen hatte, nahmen sie im vergangenen Jahr netto fast \$ 24 Mrd. auf.

Wie üblich beanspruchte Lateinamerika den Löwenanteil der von den Entwicklungsländern ohne Ölvorkommen aufgenommenen Mittel, wobei die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber dieser Ländergruppe um \$ 23,6 Mrd. stiegen. Mexiko (rund \$ 7,5 Mrd.), Argentinien (etwa \$ 6,5 Mrd.) und Brasilien (fast \$ 5,5 Mrd.) verschuldeten sich weitaus am stärksten, aber auch Chile und Kolumbien nahmen erhebliche Beträge auf. Die Länder in „Asien ohne Nahost“ stellten die zweitgrößte Kreditnehmergruppe; sie erhielten \$ 8,8 Mrd. an zusätzlichen Mitteln, wovon an Südkorea, die Philippinen und China \$ 3,4, 1,4 bzw. 1,2 Mrd. gingen. Die Neueinlagen der Entwicklungsländer bei den berichtenden Banken beliefen sich im letzten Jahr auf \$ 13,2 Mrd. Sie waren rund \$ 3 Mrd. niedriger als 1978 und sind einer Zunahme ihrer Devisenreserven um \$ 7,6 Mrd. gegenüberzustellen. Die bedeutendsten Einleger waren Argentinien (\$ 3 Mrd.), Mexiko (\$ 1,8 Mrd.) und Malaysia (\$ 1,2 Mrd.), während Brasilien \$ 2,6 Mrd. abzog.

Das zweite herausragende Merkmal bestand 1979 in der erneuten Rolle der Ölausfuhrländer als Hauptquelle internationaler Kreditmittel. Nachdem 1978 ihre Einlagen bei den berichtenden Banken lediglich um \$ 6 Mrd. zugenommen hatten, stiegen sie im vergangenen Jahr um \$ 37,8 Mrd. oder 46%. Da gleichzeitig die Neuverschuldung dieser Länder von \$ 18,1 auf 7,7 Mrd. zurückging, kehrte sich ihre Position von der einer Nettokreditaufnahme von \$ 12 Mrd. im Jahre 1978 zu der von Nettoeinlagen in Höhe von \$ 30 Mrd. um. Dieser Umschwung von \$ 42 Mrd., zwei Drittel der Erhöhung des Leistungsbilanzüberschusses der Ölausfuhrländer im Jahre 1979, verdeutlicht in spektakulärer Weise die Recycling-Aufgabe der internationalen Banken. Aber selbst diese Zahlen dürften den Mittelzufluß aus den Öl-exportländern unterzeichnen, da in ihnen z.B. nicht die Gelder enthalten sind, die möglicherweise über Treuhandkonten in der Schweiz an den Markt gelangten.

Rund 13% der erfaßten Einlagenaufstockung seitens der Ölausfuhrländer bei den berichtenden Banken entfielen auf die USA; 5% wurden bei Banken auf anderen nationalen Märkten angelegt, während die verbleibenden 82% Euromarkteinlagen ausmachten. Was die Währungszusammensetzung anbelangt, so konzentrierten sich 70% des gesamten Zuwachses auf den Dollar. Von den Nichtdollareinlagen in Höhe von \$ 11 Mrd. lauteten schätzungsweise rund \$ 5 Mrd. auf D-Mark und etwa \$ 3 Mrd. auf Pfund Sterling.

Nicht unerwartet stammten rund drei Viertel der neuen Ölgelder aus Ländern des Nahen Ostens. Ohne die bei Banken in der Schweiz, den USA und den Niederlassungen amerikanischer Banken an den Offshore-Finanzplätzen angelegten Mittel, für die keine Aufgliederung nach einzelnen Ölausfuhrländern vorliegt, waren der Irak (\$ 7,2 Mrd.), Kuwait (\$ 4 Mrd.) und Saudi-Arabien (\$ 3,3 Mrd.) die bedeutendsten Einleger. Nach der gleichen Definition erhöhten sich die Einlagen des Irans in den ersten neun Monaten von 1979 um \$ 2,4 Mrd.; im vierten Quartal gingen sie dann um \$ 0,6 Mrd. zurück, während sich die Forderungen gegenüber diesem Land im Laufe des Jahres um \$ 1,3 Mrd. verminderten.

Die osteuropäischen Staaten nahmen im vergangenen Jahr weniger internationale Bankkredite auf als 1978 (\$ 8,4 gegen 9,3 Mrd.). Da sich gleichzeitig der Einlagenzugang verstärkte, fiel die Nettoinanspruchnahme internationaler Kreditmarktmittel durch diese Länder stark von \$ 7 Mrd. 1978 auf 3,6 Mrd. Diese Veränderung wurde jedoch weitgehend von der Sowjetunion bestimmt, die ihre Nettoverschuldung im vergangenen Jahr um \$ 2,6 Mrd. zurückführte, während die der übrigen osteuropäischen Länder um \$ 6,2 Mrd. zunahm. Brutto gerechnet nahmen Polen (\$ 3,3 Mrd.), die DDR (\$ 1,5 Mrd.) und Rumänien (\$ 1,4 Mrd.) die meisten Mittel auf.

Die nicht zum Berichtsgebiet gehörenden entwickelten Länder erhielten im letzten Jahr \$ 8,5 Mrd. an neuen Mitteln, stockten aber auch ihre Einlagen um \$ 8 Mrd. auf. Auf Spanien allein entfielen \$ 2,8 Mrd. der zusätzlichen Kreditaufnahme und \$ 4,4 Mrd. der neuen Einlagen. Weitere bedeutende Kreditnehmer waren Jugoslawien, Norwegen und Portugal.

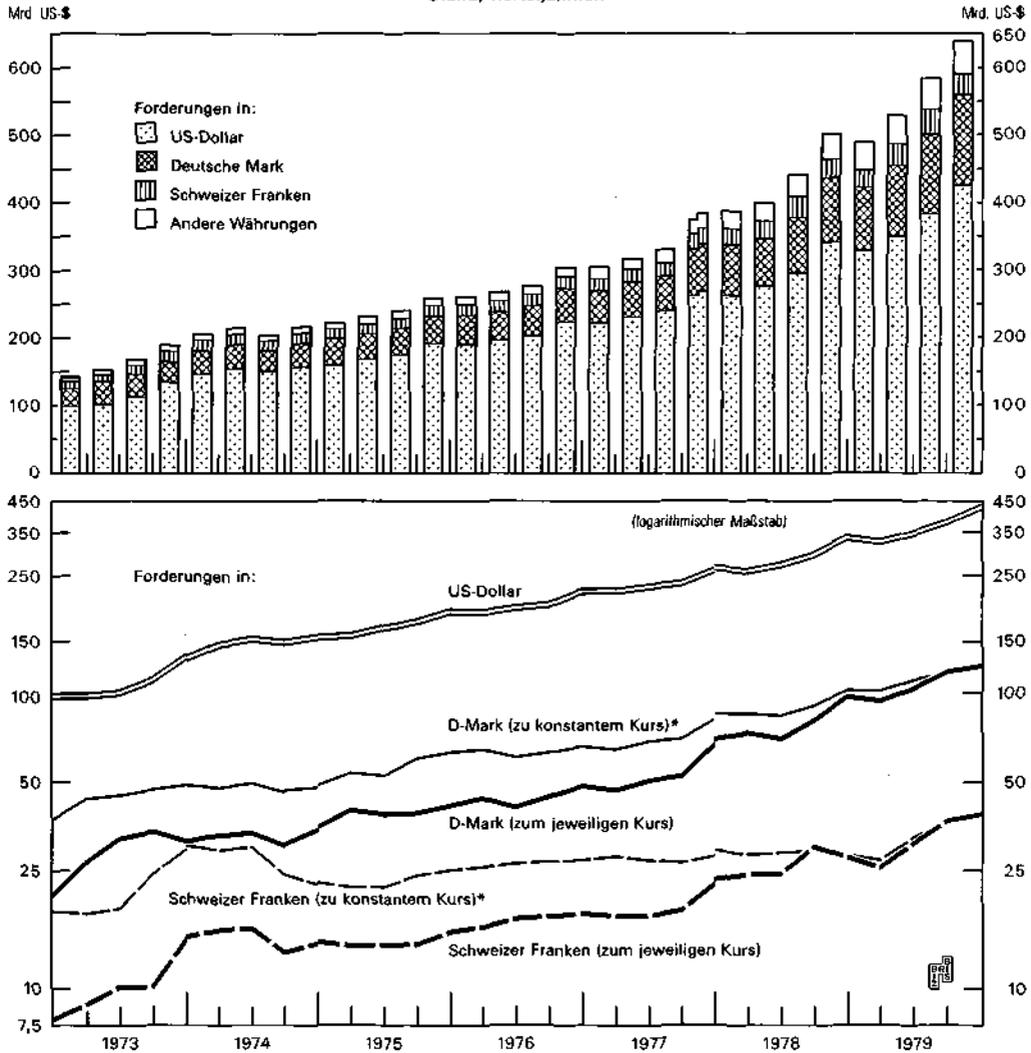
Entwicklung in den europäischen Marktzentren

Währungszusammensetzung. Das Auslandsgeschäft der Banken in den berichtenden europäischen Ländern dehnte sich 1979 weiter in einem sehr raschen Tempo aus; ihre Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten stiegen um 27 bzw. 31%. Das Wachstum der Forderungen war ein paar Prozentpunkte geringer als 1978, aber die absoluten Zuwächse auf beiden Bilanzseiten lagen beträchtlich höher, und sie wurden viel weniger durch Bewertungsänderungen aufgebläht.

Wie üblich entfiel das Wachstum größtenteils auf das Eurogeldmarktgeschäft, wobei der Anteil der herkömmlichen Forderungen und Verbindlichkeiten in Lan-

deswahrung weniger als 20% ausmachte. Ein beträchtlicher Teil der Auslandspositionen der Banken in Landeswährung ist gewöhnlich mit der Auenhandelsfinanzierung verbunden; bei Ländern wie Deutschland und der Schweiz hingegen, deren Währungen zu den Haupteinheiten des Eurogeldmarkts gehören, sind die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Landeswährung größtenteils Ausdruck der heimischen Verbindungen mit dem Euromarkt.

Wahrungsstruktur des Euromarktes:
Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken in Fremdwährungen*
 Stand, vierteljährlich



* Zu konstanten Wechselkursen von Ende Dezember 1979.

Bei den Auslandspositionen in Fremdwährungen nahmen die Dollarforderungen und -verbindlichkeiten der berichtenden Banken um 26 bzw. 25% oder praktisch ebensorasch wie 1978 zu. Das herausragende Merkmal des vergangenen Jahres

**Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken
(Dollar und andere Fremdwährungen)**

| Ende | Dollar | | Andere Fremdwährungen | | | | | | |
|--|------------|--|-----------------------|-------------------------------|-----------------------|---------------------------|-------------------|-----------------------------|------------------------------|
| | Ins-gesamt | darunter: gegenüber Nicht- banken | Ins-gesamt | darunter: | | | | | |
| | | | | gegenüber Nicht- banken | Deut- sche Mark | Schwei- zer Franken | Pfund Sterling | Hollän- dische Gulden | Fran- zösische Franken |
| Millionen US-Dollar | | | | | | | | | |
| Forderungen | | | | | | | | | |
| 1972 Dezember . . | 98 000 | 18 340 | 33 840 | 8 000 | 20 390 | 7 780 | 2 180 | 720 | 700 |
| 1973 Dezember I | 133 760 | 23 860 | 54 840 | 11 990 | 31 400 | 14 590 | 3 150 | 1 320 | 1 750 |
| Dezember II ¹ | 132 110 | 24 730 | 55 510 | 13 980 | 31 410 | 15 000 | 3 080 | 1 240 | 1 760 |
| 1974 Dezember I | 155 450 | 34 350 | 58 950 | 18 030 | 34 620 | 14 330 | 2 040 | 1 870 | 1 480 |
| Dezember II ² | 156 230 | 34 920 | 58 940 | 18 080 | 34 950 | 14 420 | 2 050 | 1 880 | 1 480 |
| 1975 Dezember . . | 190 180 | 40 870 | 67 950 | 20 450 | 41 620 | 15 430 | 1 980 | 2 100 | 2 570 |
| 1976 Dezember . . | 224 020 | 50 820 | 81 300 | 22 690 | 48 680 | 17 930 | 2 150 | 3 780 | 2 570 |
| 1977 Dezember I | 262 430 | 64 660 | 111 370 | 31 040 | 67 510 | 22 560 | 4 420 | 4 210 | 3 270 |
| Dezember II ³ | 268 430 | 65 550 | 116 410 | 31 670 | 70 350 | 23 640 | 5 310 | 4 280 | 3 310 |
| 1978 März | 262 540 | 70 330 | 124 710 | 35 140 | 73 500 | 24 500 | 5 260 | 4 850 | 4 230 |
| Juni | 275 460 | 74 150 | 124 550 | 34 000 | 70 650 | 24 910 | 6 160 | 5 010 | 4 490 |
| September . . . | 295 800 | 78 760 | 145 030 | 38 200 | 81 940 | 30 340 | 6 960 | 6 360 | 5 050 |
| Dezember | 339 520 | 84 250 | 162 450 | 42 950 | 97 430 | 27 890 | 7 300 | 6 920 | 5 660 |
| 1979 März | 327 200 | 85 570 | 162 340 | 42 870 | 94 860 | 26 000 | 8 260 | 7 690 | 6 420 |
| Juni | 351 050 | 90 780 | 177 700 | 44 130 | 104 250 | 31 480 | 8 290 | 7 390 | 6 750 |
| September . . . | 384 190 | 96 710 | 199 160 | 49 370 | 116 870 | 37 250 | 9 420 | 8 080 | 6 810 |
| Dezember | 427 980 | 104 330 | 211 960 | 52 410 | 124 430 | 38 650 | 11 370 | 8 470 | 7 820 |
| Nachrichtlich: | | | | | | | | | |
| <i>Position gegenüber Deviseninländern</i> | | | | | | | | | |
| 1976 Dezember . . | 74 740 | 21 330 | 26 920 | 7 560 | . | . | . | . | . |
| 1977 Dezember I | 91 630 | 29 060 | 33 300 | 8 930 | . | . | . | . | . |
| Dezember II ³ | 92 330 | 29 370 | 34 790 | 9 730 | . | . | . | . | . |
| 1978 Dezember . . | 105 000 | 31 170 | 48 370 | 12 330 | . | . | . | . | . |
| 1979 März | 107 340 | 34 750 | 50 780 | 14 140 | . | . | . | . | . |
| Juni | 110 540 | 35 700 | 59 320 | 17 610 | . | . | . | . | . |
| September . . . | 116 070 | 34 560 | 65 980 | 18 990 | . | . | . | . | . |
| Dezember | 126 570 | 34 860 | 69 610 | 20 250 | . | . | . | . | . |
| Verbindlichkeiten | | | | | | | | | |
| 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 ¹ | 131 380 | 17 470 | 60 720 | 5 630 | 32 020 | 17 160 | 4 560 | 2 260 | 2 130 |
| 1974 Dezember I | 156 180 | 22 440 | 64 750 | 8 100 | 34 220 | 18 250 | 3 560 | 2 760 | 2 270 |
| Dezember II ² | 156 430 | 22 210 | 64 340 | 8 080 | 34 380 | 18 290 | 3 590 | 2 760 | 2 270 |
| 1975 Dezember . . | 189 470 | 24 280 | 69 200 | 6 690 | 39 940 | 15 290 | 3 140 | 3 550 | 3 350 |
| 1976 Dezember . . | 230 040 | 29 550 | 80 610 | 8 970 | 47 230 | 15 880 | 3 980 | 3 530 | 3 220 |
| 1977 Dezember I | 272 880 | 34 200 | 110 560 | 12 050 | 64 970 | 20 870 | 5 920 | 4 900 | 4 400 |
| Dezember II ³ | 278 840 | 34 330 | 117 360 | 12 230 | 68 680 | 22 720 | 6 870 | 5 040 | 4 430 |
| 1978 März | 270 450 | 36 310 | 125 580 | 13 810 | 71 850 | 24 700 | 7 040 | 5 870 | 5 150 |
| Juni | 280 950 | 38 560 | 127 430 | 13 060 | 68 500 | 26 000 | 8 570 | 5 980 | 6 060 |
| September . . . | 298 570 | 39 850 | 149 330 | 14 950 | 79 950 | 31 460 | 9 720 | 7 150 | 7 050 |
| Dezember | 348 590 | 44 340 | 162 220 | 16 570 | 93 080 | 27 890 | 10 320 | 7 400 | 7 400 |
| 1979 März | 336 550 | 47 810 | 165 890 | 18 770 | 93 250 | 26 840 | 11 990 | 8 110 | 8 180 |
| Juni | 359 930 | 51 820 | 185 430 | 18 780 | 104 630 | 32 270 | 13 060 | 7 650 | 8 900 |
| September . . . | 392 420 | 58 640 | 212 040 | 21 570 | 117 790 | 38 280 | 14 550 | 8 370 | 9 620 |
| Dezember | 436 620 | 64 180 | 229 420 | 22 700 | 127 940 | 40 710 | 15 390 | 8 810 | 11 370 |
| Nachrichtlich: | | | | | | | | | |
| <i>Position gegenüber Deviseninländern</i> | | | | | | | | | |
| 1976 Dezember . . | 64 060 | 10 660 | 23 710 | 4 290 | . | . | . | . | . |
| 1977 Dezember I | 74 620 | 12 080 | 29 590 | 5 330 | . | . | . | . | . |
| Dezember II ³ | 75 310 | 12 280 | 30 400 | 5 460 | . | . | . | . | . |
| 1978 Dezember . . | 87 690 | 14 690 | 45 060 | 7 440 | . | . | . | . | . |
| 1979 März | 85 360 | 14 210 | 45 120 | 7 220 | . | . | . | . | . |
| Juni | 90 680 | 16 390 | 50 060 | 8 140 | . | . | . | . | . |
| September . . . | 94 400 | 16 580 | 57 590 | 8 830 | . | . | . | . | . |
| Dezember | 108 940 | 17 170 | 63 940 | 9 280 | . | . | . | . | . |

¹ Ab Dezember 1973 (Dezember II) enthalten die Angaben nicht mehr die Eurogeldmarktpositionen 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. ² Einschließlich gewisser langfristiger Positionen, die von einigen Banken vorher nicht gemeldet worden waren, sowie einiger kleinerer statistisch bedingter Änderungen. ³ Ab Dezember II 1977 einschließlich der Positionen von Banken in Dänemark, Irland und Österreich.

war freilich das mit 41% sehr starke Wachstum der Auslandspassiva der berichtenden Banken in Nichtdollarfremdwährungen. Von der gesamten Ausweitung der Fremdwährungsverbindlichkeiten um \$ 155,2 Mrd. entfielen 67,2 Mrd. auf Nichtdollarwährungen, womit diese Komponente der Fremdwährungsverbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken gegenüber dem Ausland von 31,8% zu Ende 1978 auf 34,4% anstieg. Die D-Mark und der Schweizer Franken vereinigten wie üblich den Hauptteil dieser Ausweitung auf sich, aber prozentual wiesen der Yen, der französische Franken und das Pfund Sterling den höchsten Zuwachs auf. Bereinigt um Wechselkursänderungen stiegen die Nichtdollareinlagen um \$ 61 Mrd., gegenüber 26 Mrd. 1978. Auf der Aktivseite verzeichneten die Positionen in Nichtdollarwährungen einen erheblich geringeren Zuwachs, so daß die berichtenden Banken in diesen Währungen von einer geringen Nettogläubigerposition von \$ 0,2 Mrd. in eine Nettoschuldnerposition von \$ 17,5 Mrd. übergingen.

Die sehr kräftige Erhöhung der Bruttoverbindlichkeiten in Nichtdollarwährungen und die starke Verschiebung der Nettoposition der Banken lassen sich auf mehrere Faktoren zurückführen: Ein gewichtiger Bestimmungsgrund waren die weniger günstigen Devisenmarktaussichten für Währungen wie z.B. die D-Mark, den Schweizer Franken und den Yen. Die sich daraus ergebende Glattstellung von Devisenmarktpositionen durch ihre Kunden konfrontierte die Banken mit einem Überangebot dieser Währungen auf dem Terminmarkt. Die Banken sicherten ihrerseits die Terminkäufe dieser Währungen von ihren Kunden, indem sie dieselben Währungen am Kassamarkt aufnahmen und sie gegen Dollar oder Landeswährung verkauften. Überdies wurde die Outright-Aufnahme von Geldern in Nichtdollarfremdwährungen für inländische Zwecke durch die niedrigeren Zinskosten dieser Währungen begünstigt. Die gleichen Gründe — viel niedrigere Zinssätze als bei Dollargeldern und die geringere Wahrscheinlichkeit einer Aufwertung als 1978 — mögen ebenfalls aus der Sicht der Kreditnehmer erklären, warum die Auslandskredite der Banken in Nichtdollarwährungen, zumal in Schweizer Franken, kräftig von \$ 27 Mrd. 1978 auf 43 Mrd. (bereinigt um die Wechselkurseffekte im vergangenen Jahr) anzogen. Schließlich beruhte das besonders rasche Wachstum der Nichtdollarverbindlichkeiten auf der drastischen Ausweitung des OPEC-Überschusses, wovon traditionell ein beachtlicher Teil in Nichtdollarform angelegt wird.

Die Rolle einzelner Marktzentren. Das Wachstum der Eurogeldmarktgeschäfte war im vergangenen Jahr besonders ausgeprägt in Luxemburg und Großbritannien, wo die Auslandsforderungen der Banken um 36 bzw. 33% expandierten, gegenüber einem Durchschnitt von 27,5% für alle berichtenden europäischen Länder. Am anderen Ende des Spektrums weiteten sich die Fremdwährungsforderungen der Banken in Deutschland und der Schweiz nur geringfügig aus. Diese beiden Länder stellten jedoch ein beachtliches Volumen neuer Mittel in Landeswährung für die Euromärkte bereit. Dies galt insbesondere für die Banken in der Schweiz, die einen Anstieg ihrer Auslandsforderungen in Landeswährung von 41% verzeichneten.

Das rasche Wachstum des internationalen Bankgeschäfts in Luxemburg konzentrierte sich etwas weniger als in früheren Jahren auf DM-Transaktionen, während sich andererseits die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Schweizer Franken um über 80% erhöhten.

Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den einzelnen berichtenden Ländern sowie bestimmter Niederlassungen von US-Banken an den Offshore-Finanzplätzen

| | | | 1977 | 1978 | 1979 | | | |
|------------------|-------------------|-------------------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | Dez. | Dez. | März | Juni | Sept. | Dez. |
| | | | Millionen US-Dollar | | | | | |
| Belgien | Forderungen | Landeswährung | 2 470 | 2 800 | 2 870 | 2 970 | 3 230 | 3 330 |
| | | US-Dollar | 14 260 | 18 550 | 19 490 | 20 100 | 22 860 | 23 310 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 8 650 | 13 230 | 13 790 | 14 340 | 15 630 | 16 380 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 3 790 | 4 730 | 5 720 | 5 280 | 5 590 | 6 590 |
| | | US-Dollar | 13 080 | 18 040 | 18 900 | 19 450 | 21 620 | 22 200 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 10 450 | 15 500 | 16 570 | 18 060 | 20 390 | 21 350 |
| Luxemburg | Forderungen | Landeswährung | 710 | 1 050 | 990 | 1 090 | 1 420 | 1 400 |
| | | US-Dollar | 18 820 | 22 040 | 23 010 | 24 450 | 25 460 | 29 300 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 25 220 | 36 300 | 38 100 | 42 030 | 46 660 | 50 100 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 570 | 730 | 860 | 790 | 910 | 1 030 |
| | | US-Dollar | 18 680 | 24 400 | 25 450 | 28 590 | 28 760 | 32 950 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 23 260 | 30 080 | 31 560 | 33 910 | 39 350 | 42 680 |
| Dänemark | Forderungen | Landeswährung | 90 | 90 | 140 | 190 | 290 | 150 |
| | | US-Dollar | 1 420 | 1 640 | 1 590 | 1 620 | 1 650 | 1 860 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 640 | 1 200 | 1 230 | 1 420 | 1 650 | 1 960 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 260 | 390 | 380 | 370 | 390 | 410 |
| | | US-Dollar | 840 | 1 500 | 1 530 | 1 280 | 1 230 | 1 900 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 530 | 860 | 890 | 1 110 | 1 310 | 1 420 |
| Deutschland (BR) | Forderungen | Landeswährung | 31 450 | 40 340 | 40 190 | 42 630 | 43 490 | 47 620 |
| | | US-Dollar | 12 710 | 14 720 | 13 360 | 13 790 | 14 100 | 14 360 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 4 570 | 6 050 | 6 150 | 6 310 | 7 160 | 7 350 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 24 330 | 40 220 | 37 250 | 41 320 | 45 830 | 54 330 |
| | | US-Dollar | 12 380 | 14 510 | 13 350 | 13 690 | 14 760 | 16 430 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 2 850 | 4 370 | 4 180 | 4 370 | 6 860 | 7 000 |
| Frankreich | Forderungen | Landeswährung | 11 450 | 18 200 | 18 100 | 19 280 | 21 410 | 23 180 |
| | | US-Dollar | 45 160 | 60 210 | 53 230 | 57 730 | 61 080 | 71 740 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 17 050 | 20 570 | 21 110 | 22 750 | 26 180 | 28 700 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 4 220 | 5 700 | 5 760 | 5 820 | 6 060 | 6 610 |
| | | US-Dollar | 44 430 | 53 160 | 46 190 | 49 220 | 52 010 | 61 100 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 18 540 | 25 630 | 26 650 | 29 490 | 34 600 | 38 500 |
| Großbritannien | Forderungen | Landeswährung | 12 230 | 14 740 | 14 870 | 15 140 | 15 480 | 15 490 |
| | | US-Dollar | 125 810 | 156 910 | 159 610 | 171 620 | 196 500 | 211 760 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 33 400 | 45 940 | 44 290 | 49 640 | 56 010 | 58 240 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 11 100 | 11 950 | 13 280 | 14 680 | 16 040 | 19 230 |
| | | US-Dollar | 136 590 | 167 250 | 170 370 | 182 280 | 207 730 | 219 980 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 34 770 | 46 170 | 46 290 | 52 110 | 58 580 | 61 980 |
| Irland | Forderungen | Landeswährung | . | . | . | . | . | . |
| | | US-Dollar | 710 | 400 | 330 | 390 | 380 | 380 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 830 | 1 110 | 660 | 670 | 820 | 1 280 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | . | . | . | . | . | . |
| | | US-Dollar | 800 | 550 | 540 | 480 | 640 | 740 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 890 | 1 260 | 910 | 860 | 1 030 | 1 470 |
| Italien | Forderungen | Landeswährung | 300 | 590 | 610 | 600 | 770 | 1 320 |
| | | US-Dollar | 11 480 | 17 380 | 10 440 | 11 740 | 11 480 | 21 190 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 3 300 | 4 780 | 4 550 | 5 680 | 6 400 | 7 130 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 1 540 | 2 010 | 2 010 | 2 420 | 2 730 | 2 900 |
| | | US-Dollar | 17 010 | 21 840 | 15 700 | 17 010 | 15 640 | 25 400 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 4 510 | 5 960 | 6 200 | 8 260 | 8 800 | 9 850 |
| Niederlande | Forderungen | Landeswährung | 5 240 | 8 490 | 9 210 | 9 640 | 10 460 | 11 390 |
| | | US-Dollar | 15 160 | 19 470 | 18 210 | 20 460 | 20 380 | 23 010 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 12 030 | 17 090 | 16 690 | 18 110 | 20 170 | 21 470 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 5 100 | 7 930 | 8 700 | 8 650 | 9 070 | 10 860 |
| | | US-Dollar | 15 460 | 20 710 | 18 820 | 19 920 | 20 980 | 23 320 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 10 010 | 14 840 | 15 330 | 18 050 | 19 640 | 21 270 |

Die Tabelle wird auf S. 133 fortgesetzt.

| | | | 1977 | 1978 | 1979 | | | |
|---|-------------------|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | Dez. | Dez. | März | Juni | Sept. | Dez. |
| Millionen US-Dollar | | | | | | | | |
| Österreich | Forderungen | Landeswährung | 1 950 | 2 930 | 3 090 | 3 350 | 3 910 | 4 160 |
| | | US-Dollar | 3 870 | 4 460 | 5 010 | 5 910 | 5 890 | 6 610 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 3 570 | 5 120 | 4 550 | 5 880 | 6 770 | 7 130 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 540 | 830 | 820 | 950 | 1 010 | 1 090 |
| | | US-Dollar | 4 320 | 5 300 | 5 190 | 5 830 | 5 940 | 6 870 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 5 380 | 7 490 | 7 080 | 8 710 | 9 640 | 11 040 |
| Schweden | Forderungen | Landeswährung | 930 | 860 | 1 060 | 1 210 | 1 100 | 1 030 |
| | | US-Dollar | 1 970 | 2 160 | 2 260 | 2 380 | 2 570 | 2 950 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 1 210 | 1 230 | 1 410 | 1 530 | 1 570 | 1 830 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 580 | 700 | 730 | 860 | 950 | 900 |
| | | US-Dollar | 2 120 | 2 790 | 3 470 | 3 740 | 4 130 | 4 620 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 1 290 | 1 730 | 2 200 | 2 600 | 2 740 | 3 190 |
| Schweiz | Forderungen | Landeswährung | 14 500 | 19 290 | 21 430 | 24 430 | 27 720 | 27 170 |
| | | US-Dollar | 17 070 | 21 580 | 20 660 | 20 860 | 21 640 | 21 510 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 5 940 | 9 830 | 9 810 | 9 140 | 10 140 | 10 390 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 5 650 | 6 820 | 6 390 | 6 830 | 7 290 | 7 440 |
| | | US-Dollar | 13 130 | 18 540 | 17 040 | 18 440 | 18 980 | 21 110 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 4 880 | 8 330 | 8 030 | 7 900 | 9 100 | 9 670 |
| Europäisches Berichts- gebiet zusammen | Forderungen | Landeswährung | 81 320 | 109 380 | 112 560 | 120 530 | 129 280 | 136 240 |
| | | US-Dollar | 268 430 | 339 520 | 327 200 | 351 050 | 384 190 | 427 980 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 116 410 | 162 450 | 162 340 | 177 700 | 199 160 | 211 960 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 57 680 | 82 010 | 81 900 | 87 870 | 95 870 | 111 390 |
| | | US-Dollar | 278 840 | 348 590 | 336 550 | 359 930 | 392 420 | 436 620 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 117 360 | 162 220 | 165 890 | 165 430 | 212 040 | 229 420 |
| Japan | Forderungen | Landeswährung | 3 550 | 7 970 | 8 720 | 9 490 | 10 260 | 11 350 |
| | | US-Dollar | 15 930 | 22 520 | 24 950 | 24 120 | 31 290 | 30 350 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 2 220 | 3 200 | 2 960 | 3 460 | 3 460 | 3 730 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 4 110 | 8 690 | 7 170 | 5 380 | 5 130 | 3 820 |
| | | US-Dollar | 23 360 | 28 490 | 30 900 | 31 980 | 41 910 | 43 900 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 1 110 | 1 830 | 1 730 | 2 340 | 3 400 | 2 770 |
| Kanada | Forderungen | Landeswährung | 430 | 480 | 500 | 580 | 570 | 580 |
| | | US-Dollar | 16 480 | 20 430 | 20 780 | 21 450 | 22 820 | 22 990 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 1 240 | 1 460 | 1 380 | 1 830 | 2 000 | 2 030 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 2 180 | 2 620 | 2 640 | 2 860 | 3 000 | 3 080 |
| | | US-Dollar | 15 860 | 21 340 | 23 260 | 25 380 | 26 270 | 28 170 |
| | | Sonstige Fremdwährungen | 840 | 1 010 | 910 | 1 400 | 1 550 | 1 560 |
| USA ¹ | Forderungen | Landeswährung | 90 210 | 115 370 | 108 350 | 115 070 | 127 250 | 133 590 |
| | | Fremdwährungen | 2 350 | 3 500 | 2 590 | 2 520 | 2 610 | 2 440 |
| | Verbindlichkeiten | Landeswährung | 77 940 | 89 910 | 96 820 | 110 690 | 122 960 | 126 540 |
| | | Fremdwährungen | 920 | 2 240 | 1 780 | 1 960 | 2 320 | 2 320 |
| Offshore-Niederlassungen von US-Banken ² | Forderungen | Fremdwährungen ³ | 91 090 | 106 520 | 111 130 | 118 570 | 128 590 | 127 670 |
| | Verbindlichkeiten | Fremdwährungen ³ | 91 660 | 107 480 | 112 260 | 118 300 | 128 960 | 128 820 |

¹ Ab Dezember 1978 enthalten die Angaben für die Banken in den USA keine Depotwerte mehr mit Ausnahme der für Gebietsfremde verwahrten markfähigen Einlagezertifikate von US-Banken. Zuvor waren nur die für Gebietsfremde verwahrten Schatzwechsel und -anweisungen ausgeklammert. Auf der alten Basis lauteten die Angaben für Dezember 1978: Forderungen in Landeswährung \$ 126 540 Mio., in Fremdwährungen \$ 3 870 Mio.; Verbindlichkeiten in Landeswährung \$ 99 000 Mio., in Fremdwährungen \$ 2 490 Mio. ² Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamainseln, in Hongkong, auf den Kaimaninseln, in Panama und Singapur. ³ Einschließlich geringer Beträge in Landeswährungen.

Die kräftige Expansion des Eurogeldmarktgeschäfts in London führte 1979 nach einem Rückgang in den Vorjahren zu einer Erhöhung des Marktanteils Großbritanniens von 40 auf 42%. Dieser Aufschwung war vor allem den Niederlassungen japanischer Banken zu verdanken, deren Auslandsforderungen um etwa 60% stiegen. Andererseits blieb das Wachstum der Auslandsaktiva der Niederlassungen amerikanischer Banken mit 26% deutlich unterhalb des Londoner Durchschnitts. Bemerkenswert ist dabei, daß die Londoner Niederlassungen amerikanischer Banken fast 60% des Zuwachses ihrer Auslandskredite im vergangenen Jahr über Verbindlichkeiten in Form von Einlagenzertifikaten finanzierten, deren Stand um nahezu 70% emporschnellte. Ihre übrigen Auslandspassiva erhöhten sich bis Mitte Oktober um 16%; in den folgenden zwei Monaten gingen sie, vermutlich im Zusammenhang mit den Ereignissen im Iran und den amerikanischen Gegenmaßnahmen, um 4,4% zurück.

Von Bedeutung war im vergangenen Jahr, daß die Banken in fast allen berichtenden europäischen Ländern, besonders in der Schweiz und in Deutschland, in erheblichem Umfang netto Fremdwährungsmittel hereinnahmen. Während freilich in der Schweiz ein Rückgang der Nettoauslandsgläubigerposition der Banken in Fremdwährungen durch einen Anstieg ihrer Nettoauslandsforderungen in Schweizer Franken deutlich übertroffen wurde, flossen in Deutschland erhebliche Mittel in Fremd- wie auch in Landeswährung zu. So drehte sich im vergangenen Jahr die gesamte Nettoauslandsposition der deutschen Banken von Forderungen in Höhe von \$ 2 Mrd. in Verbindlichkeiten von \$ 8,4 Mrd. Dieser Nettozustrom von \$ 10,4 Mrd., der nahezu den doppelten Umfang des deutschen Leistungsbilanzdefizits von 1979 ausmachte, stammte aus Schuldscheindarlehen und Einlagen mit Laufzeiten von mindestens vier Jahren, die sowohl von den Mindestreservebestimmungen als auch von der Kuponsteuer ausgenommen sind.

Auch in Großbritannien schlugen sich die restriktivere Geldpolitik und die Stärke des Pfund Sterling in hohen Mittelzuflüssen über den Bankensektor, hauptsächlich in Form von Sterling, nieder. Dadurch bedingt verdoppelte sich die gesamte Nettoschuldnerposition der Banken gegenüber dem Ausland in Großbritannien von \$ 7,8 auf 15,7 Mrd.

Nettoaufkommen des Eurogeldmarkts. Das mit \$ 138 Mrd. bzw. 155 Mrd. ausgewiesene Wachstum der Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken im Jahre 1979 wird durch Doppelzahlungen aufgrund von Zwischenbankeinlagen erheblich aufgebläht. Ohne diese Doppelzahlungen, aber unter Berücksichtigung der von den Banken zur inländischen Kreditvergabe verwendeten Fremdwährungsmittel dürfte sich das Volumen der von ihnen am eng definierten Eurogeldmarkt vermittelten neuen Gelder auf schätzungsweise \$ 98 Mrd. belaufen haben, womit sich die ausstehenden Kredite bis Ende 1979 auf insgesamt \$ 475 Mrd. erhöhten. Von diesem Zuwachs machten Bewertungseffekte infolge von Wechselkursänderungen nur etwa \$ 3 Mrd. aus, verglichen mit rund \$ 15 Mrd. bei einer Expansion von \$ 75 Mrd. im Jahre 1978.

Auf der Herkunftsseite erklärt sich die stärkere Marktausweitung im Jahre 1979 insbesondere aus zwei Entwicklungen: Erstens stiegen die Einlagen der Ölausfuhrländer, nachdem sie 1978 kaum gewachsen waren, im vergangenen Jahr um

Mittelherkunft und -verwendung auf dem Eurogeldmarkt (Schätzung)

| Monatsende | Europäisches Berichtsbereich | | USA | Japan und Kanada | Sonstige entwickelte Länder | Osteuropa ³ | Offshore-Finanzplätze ⁴ | Öl-ausfuhr-länder ⁵ | Entwicklungs-länder | Nicht aufteil-bar ⁶ | Ins-ge-samt |
|----------------------|------------------------------|--------------------------------------|------|------------------|-----------------------------|------------------------|------------------------------------|--------------------------------|---------------------|--------------------------------|-------------|
| | Ins-ge-samt ¹ | dar-unter Nicht-ban-ken ² | | | | | | | | | |
| Milliarden US-Dollar | | | | | | | | | | | |
| Verwendung | | | | | | | | | | | |
| 1977 Dezember . . . | 110,4 | 77,3 | 21,3 | 18,7 | 30,8 | 25,7 | 43,9 | 15,7 | 30,3 | 3,2 | 300,0 |
| 1978 März | 115,6 | 80,3 | 18,5 | 20,4 | 31,9 | 27,0 | 43,4 | 17,8 | 31,8 | 3,6 | 310,0 |
| Juni | 117,8 | 82,3 | 19,6 | 20,8 | 31,9 | 28,5 | 44,6 | 18,6 | 33,7 | 3,5 | 319,0 |
| September | 127,0 | 87,0 | 22,0 | 21,8 | 32,9 | 31,2 | 51,5 | 21,0 | 36,6 | 4,0 | 348,0 |
| Dezember I | 136,0 | 92,0 | 24,6 | 24,6 | 34,7 | 31,4 | 55,0 | 24,3 | 40,1 | 4,3 | 375,0 |
| Dezember II | 139,5 | 94,5 | 24,6 | 24,6 | 34,7 | 31,4 | 55,0 | 24,3 | 40,1 | 2,8 | 377,0 |
| 1979 März | 141,8 | 96,2 | 25,6 | 26,3 | 34,0 | 30,9 | 53,2 | 24,2 | 44,5 | 3,5 | 384,0 |
| Juni | 147,5 | 100,9 | 29,1 | 27,5 | 36,1 | 32,6 | 58,6 | 26,3 | 48,7 | 3,6 | 410,0 |
| September | 160,0 | 105,2 | 34,0 | 32,4 | 38,2 | 34,5 | 66,1 | 29,4 | 51,1 | 4,3 | 450,0 |
| Dezember . . . | 171,3 | 111,3 | 36,7 | 33,0 | 40,5 | 36,0 | 67,5 | 30,4 | 55,1 | 4,5 | 475,0 |
| Herkunft | | | | | | | | | | | |
| 1977 Dezember . . . | 117,3 | 56,0 | 25,4 | 8,4 | 18,8 | 7,0 | 33,4 | 54,5 | 29,6 | 5,6 | 300,0 |
| 1978 März | 123,2 | 58,6 | 26,9 | 9,6 | 20,0 | 6,6 | 33,9 | 54,5 | 31,3 | 4,0 | 310,0 |
| Juni | 131,0 | 62,1 | 26,5 | 9,7 | 21,6 | 6,9 | 35,5 | 51,4 | 33,1 | 3,3 | 319,0 |
| September | 140,5 | 66,3 | 29,1 | 11,3 | 25,2 | 7,7 | 39,7 | 52,6 | 37,3 | 4,6 | 348,0 |
| Dezember I | 142,5 | 70,1 | 37,0 | 13,0 | 26,2 | 8,8 | 45,4 | 54,7 | 39,8 | 7,6 | 375,0 |
| Dezember II | 144,5 | 70,1 | 37,0 | 13,0 | 26,2 | 8,8 | 45,4 | 54,7 | 39,8 | 7,6 | 377,0 |
| 1979 März | 150,5 | 73,1 | 36,4 | 13,3 | 26,0 | 7,7 | 43,7 | 56,3 | 42,4 | 7,7 | 384,0 |
| Juni | 163,0 | 81,4 | 41,0 | 13,9 | 28,1 | 7,8 | 45,5 | 58,6 | 44,6 | 7,5 | 410,0 |
| September | 167,5 | 87,0 | 50,0 | 15,2 | 30,9 | 10,4 | 49,0 | 73,2 | 46,3 | 7,5 | 450,0 |
| Dezember . . . | 174,0 | 93,0 | 50,5 | 15,2 | 31,7 | 13,0 | 52,8 | 81,0 | 47,8 | 9,0 | 475,0 |

Anmerkung: Ab Juni 1979 wurde das Schätzverfahren insofern modifiziert, als die teilweise Saldierung von Zwischenbankforderungen und -verbindlichkeiten, die früher auf das Wachstum der Positionen der berichtenden europäischen Banken innerhalb ihres eigenen Gebiets beschränkt war, nunmehr ausgedehnt wurde, um auch deren Positionen gegenüber den USA, Kanada, Japan und den Offshore-Finanzplätzen zu erfassen. Diese Modifikation wurde unabhängig infolge des äußerst raschen Wachstums solcher Positionen, das vermuten läßt, daß die Zahlen durch zwischen dem europäischen Berichtsbereich und diesen anderen Finanzplätzen umlaufende Zwischenbankgelder erheblich überhöht ausgewiesen werden.

¹ a) „Verwendung“: auch Umtausch von Fremd- in Landeswährung durch Banken sowie die den Geschäftsbanken im Ausgabeland der betreffenden Währung durch die berichtenden Banken zur Verfügung gestellten Fremdwährungsgelder (z.B. DM-Einlagen bei deutschen Banken); b) „Herkunft“: auch Einlagen von Währungsbehörden des Berichtsbereichs, Umtausch von Landes- in Fremdwährung durch Banken sowie die von den berichtenden Banken bei Banken im Ausgabeland der betreffenden Währung aufgenommenen Fremdwährungsgelder (z.B. DM-Gelder von deutschen Banken). ² Auf der Herkunftsseite auch Treuhändergelder, insoweit von den schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsbereichs weitergegeben und insoweit nicht von den schweizerischen Banken selbst als Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken außerhalb des Berichtsbereichs gemeldet. ³ Außer Positionen von Banken in der Bundesrepublik Deutschland gegenüber der DDR. ⁴ Bahamainseln, Barbados, Bermuda, Hongkong, Kaimaninseln, Libanon, Liberia, Neue Hebriden, Niederländische Antillen, Panama, Singapur und übriges britisches Westindien. ⁵ Algerien, Bahrain, Brunei, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Trinidad und Tobago, Venezuela und die Vereinigten Arabischen Emirate. ⁶ Einschließlich Positionen gegenüber internationalen Institutionen (ohne BIZ).

\$ 26,3 Mrd. oder 48%. Zweitens beschleunigte sich das Aufkommen neuer Nichtbankmittel innerhalb des europäischen Berichtsbereichs von \$ 14,1 Mrd. 1978 auf 22,9 Mrd. Etwa 70% davon kamen aus der Schweiz, großenteils über treuhänderisch verwaltete Konten. Relativ stark nahmen auch die Verbindlichkeiten der berichtenden europäischen Banken gegenüber den USA (+36%), in erster Linie gegenüber dem amerikanischen Nichtbankenbereich, und vis-à-vis Osteuropa, vor allem der Sowjetunion, zu. Andererseits verlangsamte sich im vergangenen Jahr das Wachstum der Einlagen aus den Entwicklungsländern ohne Ölvorkommen und den „sonstigen entwickelten Ländern“.

Auf der Verwendungsseite des Marktes beschleunigte sich die Kreditvergabe an die USA weitgehend in Form von Zwischenbankgeldern drastisch, und es kam zu einer beachtlichen Inanspruchnahme von Fremdwährungsmitteln für inländische Zwecke durch die berichtenden europäischen Banken selbst. Die Neuausleihungen an die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer stiegen von \$ 9,8 Mrd. 1978 auf 15 Mrd., wobei sich die Nettogläubigerposition der berichtenden Banken gegenüber diesen Ländern von nur \$ 0,3 Mrd. Ende 1978 auf 7,3 Mrd. ausweitete. Eine gewisse Beschleunigung bei den Ausleihungen trat auch gegenüber den „sonstigen entwickelten Ländern“ ein, während sich das Wachstum der Kredite an die Ölausfuhrländer und Osteuropa abschwächte.

Entwicklung auf den außereuropäischen Finanzplätzen

Mit der Beruhigung der Devisenmärkte und der allmählichen Verschärfung der Kreditkonditionen in den USA schlug die kräftige Aufstockung der Nettoauslandsforderungen der *Banken in den USA*, die im letzten Quartal 1977 sowie 1978 eingetreten war, im vergangenen Jahr wieder um. Infolge einer beschleunigten Kreditaufnahme im Ausland sowie einer schwächeren Kreditvergabe an das Ausland schmolz die Nettogläubigerposition der Banken in den USA gegenüber dem Ausland von \$ 26,7 Mrd. Ende 1978 auf 5,2 Mrd. stark zusammen.

Die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in den USA schnellten um 42% oder \$ 38,7 Mrd. empor. Der Großteil dieser Mittel wurde auf den Euromärkten aufgenommen, wobei die Zwischenbankverbindlichkeiten, hauptsächlich gegenüber den eigenen Auslandstochter- oder -muttergesellschaften der Banken, \$ 30,7 Mrd. vom Zuwachs ausmachten. Die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen stiegen weitere \$ 4,7 Mrd. bei, während die Einlagen von Nichtbanken um nur \$ 2,6 Mrd. zunahmen. Diese Struktur der Kreditaufnahme schlug sich auch in der geographischen Zusammensetzung des Zuwachses nieder. Die Verbindlichkeiten gegenüber dem Berichtsgebiet (einschließlich der Offshore-Finanzplätze) erhöhten sich um \$ 32,3 Mrd., während jene gegenüber den Ölausfuhrländern und den Entwicklungsländern um \$ 5 bzw. 2,2 Mrd. zunahmen.

Die Auslandsforderungen der Banken in den USA nahmen im vergangenen Jahr um \$ 17,2 Mrd. zu. Diese Ausweitung entfiel weitgehend auf die amerikanischen Niederlassungen ausländischer Banken, während die Auslandsforderungen der Banken in amerikanischem Eigentum wegen des Abzugs von Geldern von ausländischen Niederlassungen per saldo sehr wenig stiegen. Deutlich abgehoben von der Struktur der Verbindlichkeiten ging der Hauptteil der neuen Ausleihungen an Nichtbanken, wobei die Forderungen gegenüber ausländischen öffentlichen Schuldner und anderen Nichtbanken um \$ 5,1 bzw. 7,3 Mrd. zunahmen. Was die geographische Verteilung anlangt, beliefen sich die Neuausleihungen an die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer und die osteuropäischen Länder auf \$ 10,8 bzw. 0,6 Mrd., während die Forderungen gegenüber den Ölausfuhrländern nach mehreren Jahren starken Wachstums ein wenig zurückgingen.

Die *Niederlassungen der amerikanischen Banken an den Offshore-Finanzplätzen* des karibischen Raums und Fernen Ostens fungierten im vergangenen Jahr

in hohem Maße als Durchleitstelle für Mittel aus der übrigen Welt und insbesondere den Euromärkten an den inländischen Bankensektor der USA. Vom gesamten Zuwachs der gemeldeten Forderungen der Niederlassungen von \$ 21,2 Mrd. stellten 10,2 Mrd. Forderungen gegenüber den USA und \$ 6,8 Mrd. gegenseitige Forderungen der Offshore-Finanzplätze dar. Außerhalb des Berichtsgebiets erhöhten sich die Forderungen gegenüber den Entwicklungsländern um \$ 4,5 Mrd.

Auf der Herkunftsseite ihrer Bilanzen bauten die Offshore-Niederlassungen ihre Verbindlichkeiten gegenüber den Zentralen und den übrigen Banken in den USA erheblich ab, aber diese Rückzahlungen wurden durch einen Anstieg der vom amerikanischen Nichtbankensektor erhaltenen Einlagen größtenteils kompensiert, und die Gesamtverbindlichkeiten gegenüber den USA gingen nur wenig zurück. Der Großteil der neuen Mittel wurde auf dem Euromarkt aufgebracht, wobei die Verbindlichkeiten der Niederlassungen gegenüber dem übrigen Berichtsgebiet (einschließlich der Offshore-Finanzplätze) um \$ 17,8 Mrd. stiegen.

Obwohl die *japanischen Banken* im Gesamtjahr bei ihren Auslandsforderungen eine der höchsten Wachstumsraten verbuchten, wirkte sich die Verschärfung der offiziellen Leitlinien hinsichtlich der Kreditvergabe an den Eurogeldmarkt auf die Vierteljahreswerte aus. Nach einem Zuwachs um ein Drittel in den ersten neun Monaten des Jahres, der zu einem kräftigen Anstieg von 55% im Jahre 1978 dazutrat, kam die Auslandskreditvergabe der Banken in Japan im vierten Quartal zum Erliegen, als das Finanzministerium die Beteiligung japanischer Banken am mittelfristigen Konsortialkreditmarkt einstweilen untersagte. Die Auslandsverbindlichkeiten in Fremdwährungen stiegen um 54%, während sich infolge der Yen-Abschwächung die massiven, 1978 eingetretenen Zuflüsse von Geldern in Inlandswährung abrupt umkehrten und die Yen-Auslandsverbindlichkeiten der Banken auf Dollarbasis von \$ 8,7 auf 3,8 Mrd. fielen.

Internationale Anleihenmärkte

Die internationalen Anleihenmärkte erlebten 1979 und in den ersten Monaten von 1980 heftige Unruhen und sich rasch ändernde Marktverhältnisse. Der Zinsauftrieb in den Hauptfinanzzentren gab den Renditenkurven einen negativen Verlauf, und die Wechselkursungewißheit schuf zeitweilig ein eher ungünstiges Klima für die Plazierung und Kursgestaltung neuer Emissionen. Dennoch blieben die Umsätze dank der Anpassungsfähigkeit der Märkte per saldo hoch, und erst Anfang 1980 wirkte sich ein noch nie dagewesener Höhenflug der amerikanischen Zinsen in einem wirklich geringen Emissionsvolumen aus.

Die Neubegebungen von Euro- und Auslandsanleihen fielen im vergangenen Jahr mit insgesamt \$ 37,1 Mrd. nur 0,2 Mrd. geringer aus als 1978. Die Turbulenzen kamen indessen in der Struktur der Neubegebungen zum Ausdruck. Die Emissionen von Auslandsanleihen, die die Anspannung der nationalen Märkte am direktesten zu spüren bekamen, nahmen um \$ 2,2 auf 19,2 Mrd. ab. So sanken die Auslandsemissionen auf dem amerikanischen Markt wegen seiner rückläufigen Inanspruchnahme durch kanadische wie auch europäische Schuldner um \$ 1,8 auf 4,6 Mrd. Die Begebung von Yen-Auslandsanleihen in Japan, die nicht bloß vom

Internationale Anleihen¹

| Anleihe-schuldner | Jahr | Euroanleihen | | | | Auslandsanleihen | | | |
|--|--------|--------------|-----------|---------------|------------------|------------------|------------|----------------|------------------|
| | | Ins-gesamt | darunter | | | Ins-gesamt | darunter | | |
| | | | US-Dollar | Deutsche Mark | nicht-öffentlich | | in den USA | In der Schweiz | nicht-öffentlich |
| Millionen US-Dollar | | | | | | | | | |
| Westeuropa | 1977 | 9 010 | 5 740 | 2 780 | 1 860 | 5 060 | 1 280 | 2 650 | 2 910 |
| | 1978 | 5 410 | 2 440 | 2 240 | 1 310 | 6 090 | 1 640 | 2 590 | 1 840 |
| | 1979 | 7 120 | 3 730 | 2 030 | 1 280 | 5 660 | 970 | 4 030 | 2 440 |
| | 1980/I | 1 980 | 900 | 760 | 110 | 1 260 | 30 | 890 | 590 |
| Kanada | 1977 | 1 950 | 990 | 410 | 70 | 3 430 | 2 980 | 360 | 1 830 |
| | 1978 | 830 | 470 | 360 | 380 | 3 930 | 3 270 | 230 | 990 |
| | 1979 | 1 400 | 830 | 30 | 30 | 2 720 | 2 060 | 510 | 560 |
| | 1980/I | — | — | — | — | 580 | 490 | 10 | 40 |
| USA | 1977 | 1 300 | 1 190 | 10 | 430 | 220 | — | 20 | 200 |
| | 1978 | 1 290 | 970 | 230 | 200 | 370 | — | 220 | 150 |
| | 1979 | 2 570 | 2 480 | 60 | 130 | 160 | — | 60 | — |
| | 1980/I | 350 | 240 | 110 | 110 | 1 260 | — | 90 | 90 |
| Sonstige entwickelte Länder ² | 1977 | 2 080 | 1 450 | 590 | 320 | 1 450 | 670 | 660 | 510 |
| | 1978 | 2 550 | 920 | 1 590 | 400 | 2 940 | 410 | 1 870 | 2 080 |
| | 1979 | 1 730 | 730 | 960 | 250 | 3 620 | 80 | 3 190 | 2 980 |
| | 1980/I | 210 | 200 | 10 | 10 | 710 | — | 460 | 440 |
| Übrige Länder ³ . . . | 1977 | 2 660 | 990 | 1 190 | 500 | 1 610 | 820 | 400 | 440 |
| | 1978 | 2 990 | 1 080 | 1 290 | 750 | 2 200 | 440 | 540 | 830 |
| | 1979 | 1 830 | 1 300 | 410 | 210 | 1 410 | 370 | 280 | 330 |
| | 1980/I | 20 | 20 | — | — | 50 | 30 | 20 | 30 |
| Internationale Institutionen . . . | 1977 | 2 480 | 1 980 | 240 | 880 | 4 840 | 1 920 | 870 | 1 810 |
| | 1978 | 2 870 | 1 810 | 820 | 1 230 | 5 850 | 600 | 2 000 | 3 070 |
| | 1979 | 3 250 | 1 460 | 1 370 | 1 280 | 5 610 | 1 110 | 900 | 2 860 |
| | 1980/I | 140 | 40 | 50 | 60 | 710 | 250 | 220 | 110 |
| Insgesamt be-geliebene Anleihen . . | 1977 | 19 480 | 12 340 | 5 220 | 4 060 | 16 610 | 7 670 | 4 960 | 7 700 |
| | 1978 | 15 940 | 7 690 | 6 530 | 4 270 | 21 380 | 6 360 | 7 450 | 8 960 |
| | 1979 | 17 900 | 10 530 | 4 860 | 3 180 | 19 180 | 4 590 | 8 960 | 9 070 |
| | 1980/I | 2 700 | 1 400 | 930 | 290 | 4 570 | 800 | 1 690 | 1 300 |

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

Zinsauftrieb, sondern auch vom Kursverlust des Yen und von der massiven staatlichen Neuverschuldung beeinträchtigt wurde, schrumpfte von \$ 4,7 auf 3,1 Mrd. Andererseits erreichten die Auslandsemissionen in der Schweiz die bemerkenswerte Höhe von \$ 9 Mrd., ein Anstieg um \$ 1,5 Mrd. gegenüber 1978. Ausländische Schuldner wurden an diesen Markt durch die relativ niedrigen Zinsen und die weniger starke Devisenmarktposition des Schweizer Frankens gelockt. Genau dieselben Beweggründe dämpften natürlich das Interesse der Anleger. Trotz einer reichlichen Inlandsliquidität und der Aufhebung der Beschränkungen für den Erwerb von Wertpapieren in Schweizer Franken durch Ausländer im Januar 1979 durchlief der Markt gelegentlich Perioden der Überbeanspruchung, und die Emission von Auslandsanleihen mußte zeitweilig gedrosselt werden.

Der Euroanleihemarkt war eher noch ergiebiger als der Markt für Auslandsanleihen. Nach einem Rückgang von \$ 19,5 Mrd. 1977 auf 15,9 Mrd. 1978 erhöhte

sich das Volumen der Neubegebungen im vergangenen Jahr auf \$ 17,9 Mrd. Dieser Zuwachs beruhte auf der verbesserten Devisenmarktposition des US-Dollars und dem verstärkten Rückgriff auf variable Zinssätze und ähnliche Techniken, wodurch der Markt die mit den düsteren Inflationsaussichten verbundene Unsicherheit leichter bewältigen konnte. Die Wirkung dieser beiden Faktoren war vornehmlich im Dollarbereich zu erkennen, wo sich das Emissionsvolumen von \$ 7,7 Mrd. 1978 auf 10,5 Mrd. erhöhte, während gleichzeitig der Anteil von Schuldverschreibungen mit variabler Verzinsung von etwa 30 auf 35% expandierte. Diese Papiere sind beim allgemeinen Publikum nicht sehr stark gefragt, werden aber weitgehend von den Banken selbst ins Portefeuille genommen und sind folglich in mancher Hinsicht eher dem Eurokredit- als dem Anleihemarkt zuzurechnen.

Im Gegensatz zum Dollarsektor schmolzen die Euro-DM-Begebungen von \$ 6,5 Mrd. 1978 auf 4,9 Mrd. ab. In Anbetracht der veränderten Verfassung der D-Mark auf dem Devisenmarkt sahen die Euro-DM-Renditen für Anleger offensichtlich nicht mehr ganz so attraktiv aus wie 1978. Überdies drängte die Bundesbank die Banken, um die internationale Rolle der D-Mark einzuschränken, bei DM-Begebungen von variablen Zinssätzen Abstand zu nehmen. Die Ausgabe von Euroanleihen in anderen Währungen oder in Rechnungseinheiten blieb zweitrangig; Eurodollar- und Euro-DM-Begebungen machten zusammen 86% des gesamten Marktvolumens aus.

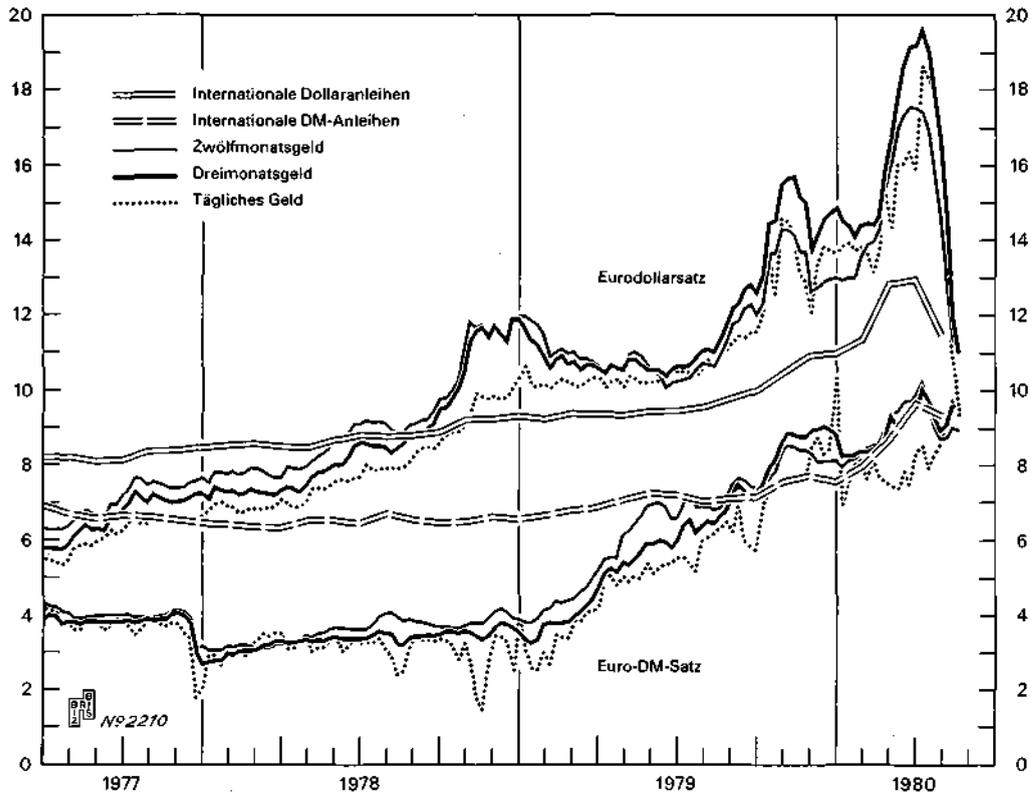
Hinsichtlich der Schuldnergruppen zeichnete sich die Entwicklung im vergangenen Jahr durch zunehmende Schwierigkeiten der Entwicklungsländer aus, sich einen direkten Zugang zu den internationalen Anleihemärkten zu verschaffen. Dies galt besonders für das vierte Quartal, als die abrupte Verschlechterung der Marktlage Schuldner mit nicht erstklassiger Bonität am härtesten traf. Dementsprechend nahm die direkte Neuverschuldung der Entwicklungsländer von \$ 5,2 Mrd. 1978 auf 3,2 Mrd. ab; Emissionen internationaler Entwicklungsorganisationen (ohne europäische Organisationen) fielen jedoch mit \$ 5 Mrd. nur geringfügig niedriger aus als 1978.

Die Inanspruchnahme der Anleihemärkte durch die OECD-Länder weitete sich von \$ 22,8 Mrd. 1978 auf 24,6 Mrd. aus. Amerikanische Unternehmen, die die vorteilhafteren Verhältnisse des Auslandsmarktes gegenüber dem heimischen Markt nutzten, steigerten ihre Emissionen von \$ 1,7 auf 2,7 Mrd. Japanische Schuldner erhöhten ihre Begebungen von \$ 2,8 auf 3,8 Mrd. Wegen der relativ niedrigen Zinsen zeigten sie in erster Linie eine Vorliebe für den Schweizer-Franken- und D-Mark-Bereich. Freilich wurde das Interesse der Anleger an japanischen Emissionen, die größtenteils in Form von Wandelschuldverschreibungen erfolgten, im späteren Jahresverlauf durch die gedrückte Verfassung des Tokioter Aktienmarktes gedämpft. Andere Länder, deren Gebietsansässige stärker auf die internationale Anleihefinanzierung zurückgriffen, waren Schweden, Frankreich und die Niederlande. Dagegen verringerte Kanada, der bei weitem größte Kreditnehmer im Jahre 1978, seine Neuverschuldung von brutto \$ 4,8 auf 4,1 Mrd., da das Zahlungsbilanzdefizit weitgehend durch kurzfristige Kapitalzuflüsse über den Bankensektor gedeckt wurde.

Während des Jahres 1979 durchliefen die Märkte mehrere Phasen häufiger und abrupter Stimmungswechsel, die die ausgeprägte Ungewißheit über die Inflation, die

Konjunktur und die wirtschaftlichen Folgen der erneuten Ölverteuerung widerspiegeln. Das Jahr begann recht gut, wobei eine optimistischere Einschätzung des Dollars auf den Devisenmärkten und die Erwartung eines Abklingens der langfristigen Dollarzinsen zu einem starken Comeback der Eurodollaremissionen von nur \$ 1 Mrd. im letzten Quartal 1978 auf \$ 2,7 und 3,7 Mrd. im ersten bzw. zweiten Quartal 1979 beitrugen. Diese bemerkenswerte Ausweitung fand trotz einer inversen Renditenkurve und eines eher hektischen Marktes statt, auf dem der Ansturm der Schuldner, die von den günstigen Marktkonditionen profitieren wollten, zusammen mit der Zurückhaltung der Anleger mehrfach zu einer Überbeanspruchung führten.

Eurogeldmarktsätze und Renditen internationaler US-Dollar- und DM-Anleihen*
Wochendurchschnitte und Monatsendstände



* Die Anleiherenditen werden nach der durchschnittlichen Laufzeit berechnet.

In den Sommermonaten wendeten die erneuten Devisenmarktprobleme des Dollars und der steilere Zinsauftrieb in den USA einmal mehr das Geschick des Eurodollar-Anleihesektors. Besonders ab September stürzten die sich hochschaukelnden amerikanischen Zinsen die Dollaranleihekurse auf Rekordtiefen und bewirkten, daß die meisten Neubegebungen von Dollaranleihen mit festem Zinssatz

aufgeschoben oder zurückgenommen wurden. Infolgedessen ging die Emissionstätigkeit auf etwa 69% des im zweiten Quartal verzeichneten Volumens zurück, während die Renditen von etwa 9½% im Juli auf nahezu 11% im November stiegen.

Nach einem relativ flauen zweiten Quartal wurde die Nachfrage nach Papieren in Schweizer Franken und D-Mark im Sommer 1979 durch den erneuten Kursverlust des Dollars in die Höhe getrieben, und die internationale Emissionstätigkeit in diesen beiden Sektoren zog kräftig an. Im vierten Quartal gestatteten indessen der viel restriktivere Kurs der amerikanischen Geldpolitik und dessen beruhigende Wirkung auf die Devisenmärkte eine weitere Verschärfung der monetären Verhältnisse in Deutschland und der Schweiz, wo die Behörden über ein Wiederaufflammen der inländischen Inflation besorgt waren. Die Wirkung dieser Faktoren war besonders auf dem Schweizer-Franken-Sektor zu spüren, wo die Auslandsemissionen auf 55% ihres — allerdings sehr hohen — Niveaus vom dritten Quartal zurückfielen.

Mit der Verfestigung der Inflationserwartungen in den USA und deren Wirkungen auf die Dollarzinsen und die amerikanischen Anleihemärkte verschlechterte sich die Verfassung der Euroanleihemärkte im ersten Quartal 1980 weiter. Während die Renditen auf Eurodollaranleihen einen beispiellosen Anstieg von etwa 11% Ende 1979 auf 13% drei Monate später erfuhren, fiel das Volumen neuer Dollarbegebungen auf \$ 1,4 Mrd. oder auf wenig mehr als die Hälfte seines vierteljährlichen Durchschnitts von 1979, obwohl sich der Dollar auf den Devisenmärkten bemerkenswert festigte. Die internationalen Auswirkungen des Auftriebs bei den US-Zinsen und der starke Dollar wirkten sich ebenfalls auf die Emissionsbedingungen für Euro-DM- und Auslandsanleihen in Schweizer Franken aus, wobei die Renditen auf Euro-DM-Anleihen zu Ende des Quartals um über ein Fünftel auf rund 9½% anzogen; im März mußte der Anleihedarlehenplan für die beiden Märkte drastisch gekürzt werden.

Im Verlauf des April reagierten freilich die Anleihemärkte sehr rasch auf die plötzliche Entspannung der Geld- und Kapitalmärkte in den USA und den starken Rückgang der kurzfristigen Dollarzinsen. Trotz vorheriger pessimistischer Prognosen stieg die Emissionstätigkeit recht kräftig, und bis zum Monatsende hatten die Eurodollar-Anleiherenditen gegenüber ihrem Höchststand im März um 1½ Prozentpunkte nachgegeben.

VII. INTERNATIONALE WÄHRUNGSLAGE

Das vorliegende Kapitel gibt einen Überblick über die wichtigsten Ereignisse der internationalen Währungsszene in den letzten eineinhalb Jahren. Der erste Abschnitt befaßt sich mit der Wechselkursentwicklung; diese war geprägt von einer weiteren Erholung des Dollars im Jahre 1979, damit einhergehenden stabileren Wechselkursen anderer wichtiger Währungen mit Ausnahme des Yen und des Pfund Sterling, starken Schwankungen des Dollars gegenüber den meisten europäischen Währungen im März/April 1980 und dem einjährigen Bestehen des Wechselkursverbands im Europäischen Währungssystem. In einem zweiten Abschnitt wird auf die Hauptursachen für die größere Stabilität der Wechselkurse der meisten wichtigen Währungen im Berichtszeitraum eingegangen, ebenso auf die Aussicht weiterhin stabiler Wechselkurse. Der dritte Abschnitt befaßt sich mit der Goldgewinnung und den Ereignissen am Goldmarkt, insbesondere mit dem beispiellosen Anstieg des Marktpreises für Gold im Verlauf von 1979 und den ersten Wochen von 1980 sowie dem nachfolgenden starken Rückgang. Im vierten Abschnitt wird die Veränderung der Weltwährungsreserven geschildert, die einerseits geprägt war von einem langsameren Wachstum der Devisenreserven, was in erheblichem Ausmaß auf den sehr starken Umschwung der Zahlungsbilanz der USA in einen Überschuß zurückzuführen war. Bedeutsam waren zum anderen die Auswirkungen des gestiegenen Goldpreises auf die Goldreserven sowie die Einführung der Europäischen Währungseinheit als Reserveaktivum, das die Zentralbanken der am Europäischen Währungssystem teilnehmenden Länder halten. Das Kapitel schließt mit einem kurzen Überblick über die gegenwärtige Lage und die zukünftige Entwicklung der Weltwährungsreserven.

Entwicklung der Wechselkurse

Die Wechselkursentwicklung war im Berichtszeitraum von drei herausragenden Ereignissen geprägt. Das erste war die Erholung des US-Dollars, dessen Schwäche die eigentliche Ursache für die Unruhen an den Devisenmärkten in den Jahren 1977/78 gewesen war. Bis Anfang April 1980 hatte der Dollar drei Viertel seiner gewogenen Abwertung um 18% vom Juli 1977 bis Oktober 1978 wieder wettgemacht. Die Erholung war freilich nicht beständig, und ab Mitte Juni 1979 geriet der Dollar zeitweise unter schweren Druck. Im März und April 1980 schwankte der Dollar überdies sehr stark gegenüber einer Reihe anderer wichtiger Währungen. Das zweite Ereignis waren die heftigen Kursausschläge des Yen und des Pfund Sterling. Anfang April 1980 lag der gewogene Außenwert des Yen rund 23% unter seinem Stand von Ende 1978, und auf diesen Rückgang folgte innerhalb von eineinhalb Monaten bis Ende Mai 1980 eine Aufwertung um 11%. Das Pfund Sterling hingegen verteuerte sich im Berichtszeitraum auf gewogener Basis um fast 16%. Das dritte hervorstechende Merkmal waren die relativ stabilen Wechselkurse anderer wichtiger Währungen. Der gewogene Außenwert des Schweizer Frankens, der von

September 1977 bis September 1978 um über 40% gestiegen war, bewegte sich im Berichtszeitraum innerhalb eines Bandes von $11\frac{3}{4}\%$, und jener der D-Mark, der sich von Ende 1976 bis Oktober 1978 um 15% erhöht hatte, hielt sich innerhalb einer Spanne von $7\frac{1}{4}\%$. Auch gegenüber dem Dollar schwankten diese beiden Währungen, außer im März/April 1980, weniger stark als zuvor. Was die übrigen europäischen Länder betrifft, so wurde die Zone stabiler Wechselkurse durch die Aufnahme des französischen Francs, der italienischen Lira und des irischen Pfundes in den Wechselkursverbund des Europäischen Währungssystems erweitert; der kanadische Dollar stabilisierte sich nach seinem steilen Kursrutsch von 1977/78.

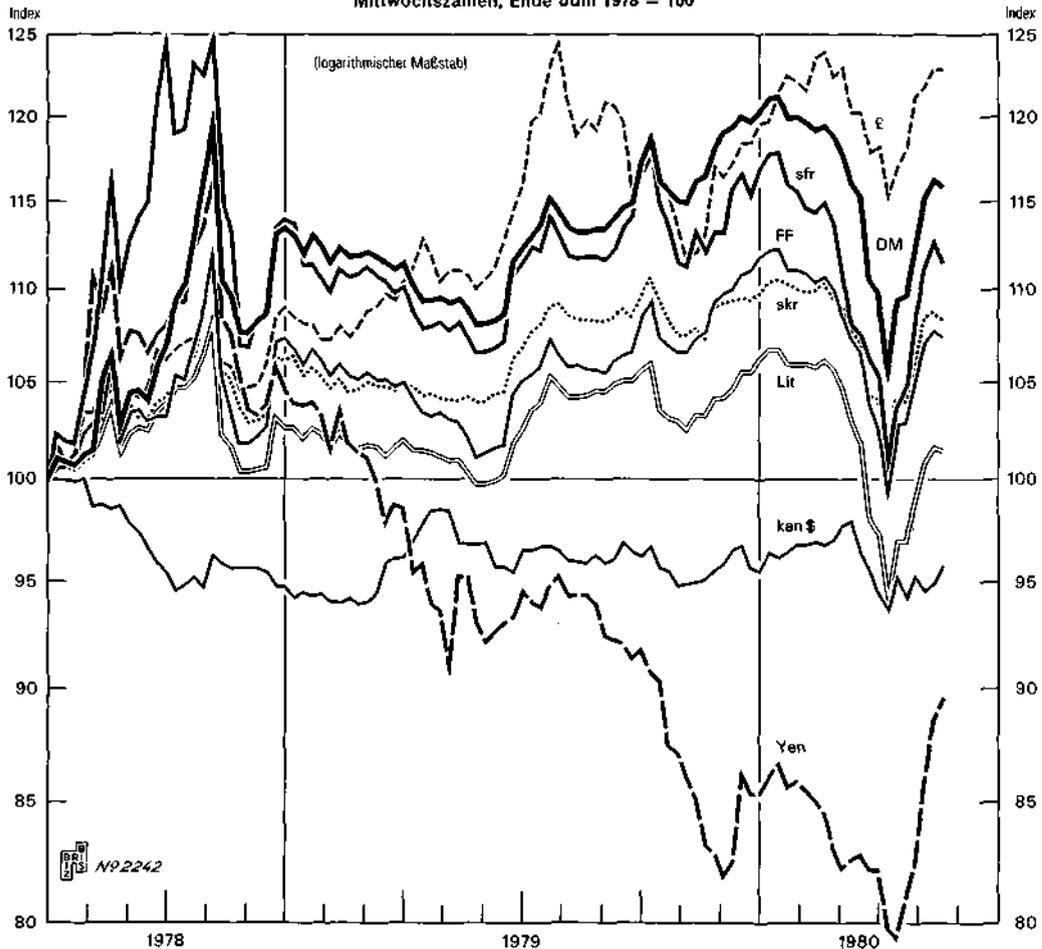
Die Festigung des Dollars trug nicht nur zu Wechselkursbewegungen bei, die sich von denen der Jahre 1977/78 erheblich abhoben, sondern stabilisierte auch die allgemeine Lage an den Devisenmärkten. Fast während des gesamten Berichtszeitraums gab es nicht die übertriebenen Kursschwankungen, die man in den zwei vorangegangenen Jahren erlebt hatte, wenn auch gelegentlich umfangreiche offizielle Interventionen am Markt nötig waren. Im März und April d.J. jedoch stieg der Dollar zuerst und fiel dann um rund 10% gegenüber mehreren anderen Hauptwährungen, wobei an einem Tag Wechselkursausschläge von nahezu 5% auftraten.

Nachdem die Behörden der USA in den letzten zwei Monaten des Jahres 1978 mit insgesamt \$ 6,7 Mrd. ihre Währung am Markt gestützt und auch die deutschen, japanischen und schweizerischen Behörden erhebliche Dollarbeträge erworben hatten, begann sich der *US-Dollar* ab Januar 1979 bei einem wieder stärkeren Vertrauen und hohen Zinsvorsprung am Devisenmarkt von alleine zu festigen. Ende April hatten die US-Behörden ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber den anderen Zentralbanken sämtlichst beglichen; bis Anfang Juni hatte sich dann der gewogene Außenwert des Dollars um rund 10% von seinem Kurstief von 1978 gelöst, während er gegenüber dem Yen, dem Schweizer Franken und der D-Mark um $25\frac{3}{4}\%$, $16\frac{1}{2}\%$ bzw. $10\frac{3}{4}\%$ gestiegen war.

Mitte Juni kam der Dollar erneut unter Druck, nachdem sein Zinsvorsprung erheblich geschrumpft war, und die amerikanischen Währungsbehörden gaben im Juni und Juli netto \$ 4,7 Mrd. an Fremdwährungen, hauptsächlich D-Mark, an den Markt ab. Nach einer Stabilisierung Ende Juli schwächte sich der Dollar Mitte September, als sich in den USA der Preisauftrieb beschleunigte und das Wachstum der monetären Gesamtgrößen die Zielwerte weiterhin überschritt, wiederum ab. Die US-Behörden gaben von Anfang August bis Anfang Oktober für umgerechnet \$ 4,2 Mrd. D-Mark in den Markt; zugleich wurde der Diskontsatz im September auf 11% angehoben. Der Dollar fiel im September gegenüber der D-Mark um $4\frac{3}{4}\%$ und gegenüber dem Schweizer Franken um $6\frac{1}{2}\%$ und lag am Monatsende bei DM $1,74\frac{1}{4}$ bzw. sfr $1,55\frac{1}{4}$. Auf gewogener Basis betrug jedoch der Rückgang kaum mehr als 1%, was im wesentlichen darauf zurückzuführen war, daß sich der Dollar gegenüber dem Yen aufwertete.

Am 5. Oktober verkündete die amerikanische Zentralbank — wie in Kapitel IV beschrieben — ein umfassendes Maßnahmenbündel zur Verschärfung der Geldpolitik, und der Dollar zog gegenüber allen wichtigen Währungen an. Anfang November war der effektive Wechselkurs gegenüber seinem Stand von Ende September um $4\frac{1}{4}\%$ gestiegen und hatte sein Niveau von Anfang Juni überschritten.

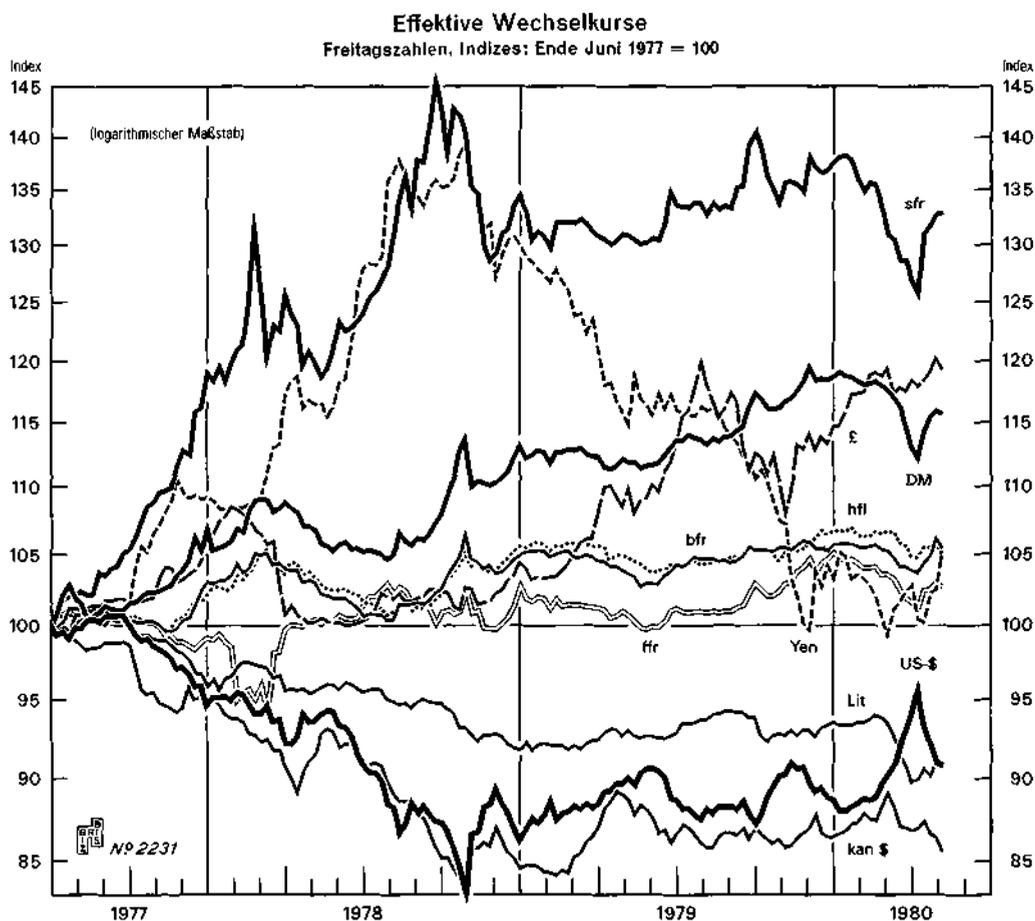
Nominale Wechselkurse:
 Indexwerte der Kassanotierungen ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar
 Mittwochszahlen, Ende Juni 1978 = 100



Ab Mitte November lösten indessen politische und wirtschaftliche Ereignisse, wie die Besetzung der amerikanischen Botschaft in Teheran, die sowjetische Invasion in Afghanistan, weitere Ölverteuerungen und Preissprünge bei Edelmetallen und einigen anderen Rohstoffen, einen erneuten Druck aus. Anfang Januar 1980 lag der effektive Wechselkurs des Dollars rund 3% unter seinem Stand von Anfang Juni und Anfang November 1979. Gegenüber der D-Mark erreichte der Dollar mit rund DM 1,70 ein historisches Tief.

Mitte Januar 1980 schlug die Stimmung am Markt zugunsten des Dollars um. Die Marktteilnehmer zogen die Verwundbarkeit anderer Länder durch die oben genannten Ereignisse nunmehr stärker ins Kalkül. Zudem hatte sich die Leistungsbilanz der USA 1979 erheblich verbessert, während sich insbesondere jene Deutschlands und Japans passiviert hatte. Nach Bekanntgabe des in Kapitel IV auf S. 73 beschriebenen geld- und finanzpolitischen Antiinflationprogramms und einem weiteren starken Zinsanstieg in den USA festigte sich der Dollar rasch zwischen dem 12. März und dem 1. April um etwa 9¾% gegenüber der D-Mark und 8½% gegenüber dem Schweizer Franken. Diese Entwicklung kehrte sich schnell um, als

die Dollarzinsen Anfang April zurückgingen und der Zinsvorsprung gegenüber der D-Mark von rund 10 Prozentpunkten auf nur etwa 1 Prozentpunkt Mitte Mai zusammenschmolz. Ende Mai war der Dollar gegenüber der D-Mark um $9\frac{1}{2}\%$ auf DM 1,79 und gegenüber dem Schweizer Franken um $11\frac{1}{4}\%$ auf sfr 1,66 gefallen.



Quelle: Bank von England.

Von Anfang Januar bis Ende Mai 1979 schwächte sich die *D-Mark* gegenüber dem Dollar von DM 1,80 $\frac{3}{4}$ auf DM 1,92 $\frac{1}{4}$ ab. Die Bundesbank intervenierte während dieser Zeit in erheblichem Umfang, um den Kursrückgang zu bremsen, was einen Reserveabfluß in Höhe von \$ 6,6 Mrd. zur Folge hatte; darüber hinaus erwarben die US-Behörden im ersten Halbjahr D-Mark im Wert von netto \$ 4,5 Mrd. Ab Mitte Juni wertete sich angesichts einer zunehmend auf Antiinflationkurs gehenden Geldpolitik der Bundesbank die D-Mark auch gegenüber dem Dollar auf, nachdem sie sich schon seit einigen Wochen gegenüber den am EWS-Wechselkursverbund beteiligten Währungen gefestigt hatte. Sowohl die Bundesbank als auch die amerikanische Notenbank intervenierten in recht großem Umfang, und der Druck ließ nach, als die D-Mark Mitte Juli ein Kursniveau von DM 1,80 $\frac{3}{4}$ gegenüber dem Dollar erreicht hatte. Bei diesem Stand lag der effektive Wechselkurs der D-Mark

2¼% höher als Mitte Mai und ¾% über seinem Wert Ende 1978. Ab Mitte September, als der Dollar erneut unter Druck geriet, war jedoch der Drang in die D-Mark stärker als in andere EWS-Währungen. Die Bundesbank intervenierte massiv am Markt, was in jenem Monat in einem Reservezufluß von \$ 2,4 Mrd. zum Ausdruck kam, und einige andere EWS-Teilnehmer gaben hohe D-Mark-Beträge zur Stützung ihrer Währung ab. Bis zum 24. September, als die Leitkurse im EWS angepaßt wurden, festigte sich die D-Mark gegenüber dem Dollar auf DM 1,77¼, und ihr gewogener Außenwert lag 2% höher als Mitte Juli. Die D-Mark wurde dann gegenüber der dänischen Krone um 5% und gegenüber den anderen am EWS-Wechselkursverbund teilnehmenden Währungen um 2% aufgewertet.

Danach ließen die Spannungen innerhalb des EWS nach, und nachdem die D-Mark Anfang Oktober gegenüber dem Dollar mit DM 1,73¾ notierte, schwächte sie sich im späteren Monatsverlauf auf DM 1,81¼ ab. Ein weiterer Aufwertungsdruck auf die D-Mark entstand jedoch im November, und Anfang Dezember 1979 lag ihr Wert gegenüber dem Dollar leicht über DM 1,70. Im Verlauf des ersten Quartals 1980 gab die D-Mark gegenüber dem Dollar erheblich nach. Ende Februar erreichte die Dollarnotiz DM 1,77¼, und im März beschleunigte sich der Kursrückgang, als das Zinsgefälle für kurzfristige Anlagen zwischen den beiden Währungen auf fast 10 Prozentpunkte emporschnellte. Als Anfang April der Dollarkurs DM 1,97¾ erreichte, betrug der Rückgang der D-Mark seit Anfang Dezember 13½% gegenüber dem Dollar und 5¼% auf gewogener Basis. Die nachfolgende rasche Erholung ließ den Dollar Ende Mai auf DM 1,79 zurückgehen, als der gewogene Außenwert der D-Mark 3% höher lag als Anfang April.

Der *Schweizer Franken* büßte in den ersten fünf Monaten des Jahres 1979 auf gewogener Basis 2¾% und gegenüber dem Dollar und der D-Mark 7 bzw. 2¼% ein. Hierfür gab es mehrere Gründe: das wiedererstarke Vertrauen in den Dollar, eine Zinsdifferenz von 10 Prozentpunkten zwischen kurzfristigen Anlagen in Dollar und solchen in Schweizer Franken, die Festsetzung einer Kursobergrenze gegenüber der D-Mark im Oktober 1978 und der Beschluß der Behörden, für 1979 kein Geldmengenziel festzulegen. Trotz Stützungsmaßnahmen der schweizerischen Behörden vom März bis Mai 1979 von insgesamt \$ 7,5 Mrd. hatte der Franken bis Ende Mai auf gewogener Basis 10¾% an Wert gegenüber seinem Höchststand im September 1978 verloren, während sein Wertverlust gegenüber dem Dollar und der D-Mark, deren Kurs sich auf sfr 1,74 bzw. 0,90½ erholt hatte, rund 16% betrug. Am 31. Mai hoben die schweizerischen Behörden die für Mittelzuflüsse aus dem Ausland geltenden Beschränkungen teilweise auf. Dazu gehörten die Bewilligungspflicht für die Aufnahme von Auslandskrediten durch Nichtbanken im Betrag von über sfr 50 000, das Erfordernis, daß die gesamten Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken am Ende eines jeden Tages durch deren gesamte Fremdwährungsforderungen gedeckt sein müssen, sowie die — niemals in Anspruch genommene — Ermächtigung der Schweizerischen Nationalbank, Schweizer-Franken-Erlöse aus Devisenmarktinterventionen stillzulegen.

Als sich ab Mitte Juni der Dollar abschwächte, festigte sich der Franken erneut. Bis Mitte Juli war der Dollarkurs auf sfr 1,62½ und bis Anfang Oktober auf sfr 1,54¼ gefallen. Bei diesem Stand belief sich die gewogene Aufwertung des

Frankens seit Ende Mai auf etwa 6%, obwohl dessen Kurs gegenüber der D-Mark mit etwa sfr 0,90 sehr stabil geblieben war. Im Anschluß an die amerikanischen Maßnahmen vom 6. Oktober büßte der Franken die zuvor erzielten Kursgewinne rasch ein und notierte Ende Oktober gegenüber dem Dollar bei sfr 1,68. Auch gegenüber der D-Mark ging er auf sfr 0,92³/₄ zurück. Anfang November wurden der Diskont- sowie der Lombardsatz um 1 Prozentpunkt auf 2 bzw. 3% heraufgesetzt, und im Dezember wurde der Negativzins von 10% pro Quartal auf Frankeneinlagen von Ausländern aufgehoben. Ende Dezember stabilisierte sich der Franken bei etwa sfr 1,60 gegenüber dem Dollar.

In den ersten drei Monaten des Jahres 1980 schwächte sich der Franken sowohl gegenüber dem Dollar wie im gewogenen Wert stärker ab als jede andere wichtige Währung. Gegenüber dem Dollar verringerte sich der Außenwert in der Zeit vom 3. Januar bis 1. April um 16% von sfr 1,57¹/₄ auf 1,87¹/₄, auf gewogener Basis um 9%. Während dieser Zeit ergriffen die schweizerischen Behörden verschiedene Maßnahmen, um den Rückgang des Frankens aufzuhalten. Ab 21. Februar wurden ausländische Spar- und Termineinlagen bei Schweizer Banken sowie Termineinlagen anderer Notenbanken bei der Schweizerischen Nationalbank mit einer Laufzeit von mindestens sechs Monaten wieder verzinst. Eine Woche später setzte die Nationalbank ihren Diskont- und Lombardsatz auf 3 bzw. 4% herauf, und Anfang März wurden die Beschränkungen für Frankenterminverkäufe an Ausländer aufgehoben. Mitte März belief sich jedoch das Zinsgefälle zwischen dem Dollar und dem Schweizer Franken bei kurzfristigen Anlagen auf 13 Prozentpunkte. Am 28. März gaben die Schweizer Behörden ihre Absicht bekannt, einer weiteren Abschwächung des Außenwertes gegenüber der D-Mark entgegenzutreten, der inzwischen auf sfr 0,95 gefallen war und damit um 20% unter seinem Stand von Ende September 1978 lag. Der daraufhin einsetzende Kursumschwung ließ den Franken stärker als jede andere Währung mit Ausnahme des Yen steigen. Ende Mai hatte sich der gewogene Außenwert um rund 5¹/₂% erholt, und der Dollarkurs notierte mit sfr 1,66 um 12³/₄% höher.

Die Abwertung des Yen von Ende 1978 bis April 1980 war fast so spektakulär wie vordem sein Kursanstieg. Von Ende 1976 bis Ende Oktober 1978 verbesserte sich der Yen gegenüber dem Dollar von ¥ 293 auf 176; in der Folge fiel er auf ein Tief von ¥ 260 Anfang April 1980. Im Verlauf dieser beiden Zeiträume stieg der effektive Wechselkurs zunächst um 54% und ging dann um 28% zurück. Wenn auch die eigentlichen Ursachen für den Kursrutsch des Yen in einem beträchtlichen Umschwung der japanischen Grundbilanz und einem sich stark beschleunigenden Preisauftrieb auf der Großhandelsstufe zu suchen sind, so deuten doch Tempo und Stärke dieses Rückgangs auch auf ein geringeres Vertrauen in diese Währung hin. Die veränderte Außenposition des Yen kommt auch in den veröffentlichten Zahlen über die Währungsreserven deutlich zum Ausdruck: Nachdem sie in den 15 Monaten bis Ende 1978 um \$ 15,2 Mrd. zugenommen hatten, gingen die Reserven in den folgenden 15 Monaten um \$ 14,5 Mrd. zurück.

In den ersten Monaten des Jahres 1979 wertete sich der Yen mehr als die anderen wichtigen Währungen gegenüber dem Dollar ab. Angesichts dieser Entwicklung hoben die japanischen Behörden das Mindestreservesoll auf den Zuwachs

freier Yen-Einlagen Gebietsfremder und auch die für Ausländer geltenden Beschränkungen des Erwerbs japanischer Wertpapiere auf. Die Bank von Japan intervenierte im März/April im Umfang von etwa \$ 6,4 Mrd. massiv am Markt und erhöhte am 17. April ihren Diskontsatz von $3\frac{1}{2}$ auf $4\frac{1}{4}$ %. Gleichwohl schwächte sich der Yen gegenüber dem Dollar von ¥ 196 $\frac{3}{4}$ zu Beginn des Jahres auf fast ¥ 225 Anfang Mai ab, bevor er sich dann bis Mitte Mai wieder auf rund ¥ 212 $\frac{3}{4}$ erholte. An seinem Tiefpunkt notierte der Yen gegenüber dem Dollar rund 21 $\frac{1}{2}$ % unter seinem Höchstkurs von Ende Oktober 1978, während sich sein gewogener Außenwert um 17 $\frac{3}{4}$ % verringerte.

Danach verharnte der Yen sowohl gegenüber dem Dollar wie auch auf handelsgewogener Basis während der Sommermonate etwa auf seinem Stand von Mitte Mai. Ab Mitte Oktober kam es dann jedoch zu einem weiteren starken Kursrutsch, nachdem die Leistungsbilanz Japans defizitär geworden war und die Großhandelspreise stark anzuziehen begannen. Trotz umfangreicher Interventionen seitens der Bank von Japan, deren Reserveverluste sich im Oktober und November auf \$ 5,2 Mrd. beliefen, und einer Anhebung ihres Diskontsatzes von $5\frac{1}{4}$ auf $6\frac{1}{4}$ % am 2. November schwächte sich der Yen bis Ende November gegenüber dem Dollar auf ¥ 251 $\frac{1}{2}$ ab und fiel damit um 15 $\frac{1}{2}$ % gegenüber seinem Stand von Mitte Mai zurück. Sein gewogener Außenwert schrumpfte mit 16% noch etwas stärker. Am 27. November wurden weitere Maßnahmen zur Förderung von Kapitalzuflüssen ergriffen. Sie umfaßten eine Anhebung der Obergrenze für den Umtausch von Fremdwährungen in Yen seitens der in Japan tätigen Banken sowie eine flexiblere Einstellung gegenüber der Kreditaufnahme japanischer Firmen im Ausland. Daraufhin setzte ein Kursanstieg ein, und der Yen sprang bis zum 10. Dezember auf ¥ 231 gegenüber dem Dollar.

Die Festigung des Dollars im ersten Quartal 1980 brachte indessen einen weiteren erheblichen Kursrückgang des Yen mit sich, obwohl eine Reihe von Maßnahmen zur Förderung von Kapitalzuflüssen ergriffen wurden. Hierzu gehörten die Aufhebung der für Banken in Japan geltenden Plafonds für die Verlagerung von Euro-Yen-Einlagen zu inländischen Niederlassungen im März 1980, eine Liberalisierung der Zinsen auf freie Yen-Einlagen sowie die Rücknahme der Beschränkungen für mittel- und langfristige Fremdwährungskredite der japanischen Banken an inländische Firmen. Bis zum 19. März erhöhte die Bank von Japan den Diskontsatz in zwei Schritten um $2\frac{3}{4}$ Prozentpunkte auf 9%. Darüber hinaus intervenierten die Behörden weiterhin massiv am Devisenmarkt, und im April wurden auf Bereitschaftsbasis Swapvereinbarungen in Höhe von insgesamt ¥ 200 Mrd. (rund sfr 1 $\frac{1}{2}$ Mrd.) und DM 2 $\frac{1}{2}$ Mrd. mit der Schweizerischen Nationalbank bzw. der Deutschen Bundesbank abgeschlossen. Anfang April ging der Kurs des Yen gegenüber dem Dollar auf ¥ 260 $\frac{3}{4}$ zurück, seinen niedrigsten Wert seit 30 Monaten. Als in der Folge sein Zinsnachteil gegenüber dem Dollar fast verschwand, erholte sich der Yen rasch bis Ende Mai auf ¥ 224.

Obwohl sich die Leistungsbilanz Großbritanniens beträchtlich verschlechterte, war das *Pfund Sterling* die einzige bedeutende Währung, die sowohl gegenüber dem US-Dollar wie auch in ihrem gewogenen Außenwert im Berichtszeitraum erhebliche Kursgewinne verbuchte. Der Grund hierfür lag einerseits in dem hohen inländischen Zinsniveau und zum andern in der Auffassung, Großbritannien bekomme

unter den Industrieländern am wenigsten die negativen Auswirkungen von Ölpreiserhöhungen zu spüren. Im Februar 1979 setzte der Kursanstieg des Pfundes gegenüber dem Dollar ein, der selbst gegenüber den meisten übrigen bedeutenden Währungen an Wert gewann. Mitte April 1979 lag der effektive Wechselkurs 5½% über seinem Stand vom Jahresanfang, während sich der Kurs gegenüber dem Dollar von \$ 2,03½ auf rund 2,10 erhöht hatte. Der Pfundkurs zog erneut Mitte Juni stark an und reagierte damit auf die günstige Aufnahme der von der neuen Regierung bekanntgegebenen finanz- und geldpolitischen Maßnahmen (s. Kapitel II). Da die Bank von England eine freiere Kursbildung des Pfundes zuließ, hatte sich dessen gewogener Außenwert Ende Juli gegenüber Mitte April um 9% erhöht, und gegenüber dem Dollar hatte es mit rund \$ 2,33 den höchsten Stand seit vier Jahren erreicht.

Ab August begann sich das Pfund mit zunehmender Inflation und einer erheblichen Verringerung seines Zinsvorsprungs sowohl gegenüber dem Dollar wie auch im gewogenen Außenwert abzuschwächen. Der Rückgang verstärkte sich Ende Oktober nach der Verschärfung der Geldpolitik in den USA und der Aufhebung aller noch bestehenden Kapitalverkehrskontrollen in Großbritannien. Anfang November war das Pfund auf \$ 2,06¼ gegenüber dem Dollar gefallen, und sein gewogener Außenwert lag 10% unter dem Höchststand von Ende Juli. Mitte November setzte ein Mittelrückfluß in das Pfund ein, als die Bank von England ihren Mindestausleihesatz um 3 Prozentpunkte auf ein Rekordniveau von 17% an hob. Die Auswirkungen dieser Maßnahme auf den Wechselkurs wurden noch durch die Ereignisse im Iran und die Ankündigung erheblicher Ölpreiserhöhungen verstärkt. Mitte Februar 1980 war das Pfund bereits wieder auf über \$ 2,30 gestiegen, während sein effektiver Wechselkurs 10¼% über seinem Stand von Anfang November lag. Nachdem sich in der Folge das zuvor günstige Zinsgefälle zum Dollar umgekehrt hatte, begann sich das Pfund im März gegenüber dem Dollar abzuschwächen und erreichte Anfang April einen Kurs von rund \$ 2,14. Es erholte sich daraufhin bis Ende Mai auf \$ 2,32, und sein effektiver Außenwert lag knapp über dem zuvor im Juli 1979 erreichten Höchststand.

Der gewogene Außenwert des *französischen Frankens* fluktuierte im Berichtszeitraum innerhalb einer Bandbreite von rund 5½% und damit etwas stärker als 1978 (außer während der Zeit der Parlamentswahlen vom März 1978), obwohl Frankreich am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems teilnahm. Die bilateralen Kursbewegungen des Frankens waren jedoch deutlich weniger ausgeprägt als zuvor. Seine relativ stabile Verfassung im Berichtszeitraum hatte mehrere Ursachen: den andauernden Leistungsbilanzüberschuß Frankreichs, die von den französischen Behörden eingeschlagene Geldpolitik sowie die Festigung des Dollars an den Devisenmärkten.

In den ersten fünf Monaten des Jahres 1979 bildete sich der Franken gegenüber dem Dollar um 7% von FF 4,14¼ auf 4,45½ zurück; in der Folge stieg er dann bis Ende August auf rund FF 4,26. Im EWS-Wechselkursverbund war der Franken im September aufgrund umfangreicher Kapitalbewegungen in die D-Mark einem Abwärtsdruck ausgesetzt. Interventionen der Bank von Frankreich verhinderten, daß der Franken seinen bilateralen Interventionspunkt gegenüber der D-Mark

erreichte, während sein Dollarkurs auf FF 4,10 Ende September stieg. Nach der Anpassung der Leitkurse im EWS am 24. September setzte ein Kapitalrückfluß in den Franken ein, der sich gegenüber anderen EWS-Währungen aufzuwerten begann und Mitte November das obere Ende der Bandbreite erreichte. Gegenüber dem US-Dollar stieg der Kurs Ende 1979 auf FF 4,02, nachdem er Ende Oktober auf FF 4,23 $\frac{3}{4}$ gefallen war. In den ersten vier Monaten des Jahres 1980 entwickelte sich der Franken gegenüber dem US-Dollar ähnlich wie die meisten anderen europäischen Währungen. Bis Anfang April hatte er sich gegenüber dem Dollar auf FF 4,55 $\frac{1}{2}$ abgeschwächt und lag damit 11 $\frac{3}{4}$ % unter seinem Stand von Ende 1979; anschließend erholte er sich dann bis Ende Mai auf FF 4,16.

Die *Lira*, deren gewogener Außenwert 1978 um rund 4 $\frac{1}{4}$ % zurückgegangen war, büßte im Berichtszeitraum per saldo weitere 1 $\frac{1}{4}$ % ein. Die Schwankungen ihres gewogenen Außenwerts waren seit Ende 1978 mit einer Spannweite von 5% etwa so stark wie die des französischen Frankens. Wie beim Franken war diese Stabilität sowohl auf eine starke Leistungsbilanzposition wie eine relativ restriktive Geldpolitik zurückzuführen. Tatsächlich war die Lira innerhalb des EWS-Wechselkursverbunds seit dessen Inkrafttreten am 13. März 1979 bis zum ersten Realignement im September ständig die stärkste Währung. Sie notierte deshalb innerhalb einer Schwankungsmarge von 5 $\frac{1}{2}$ % zwischen Lit 811 $\frac{3}{4}$ und 857 $\frac{1}{2}$ in den ersten acht Monaten des Jahres 1979 stabiler gegenüber dem Dollar als einige andere wichtige Währungen.

Als Mitte September innerhalb des EWS Spannungen auftraten, verlor die Lira gegenüber den anderen Währungen im Verbund an Boden, geriet jedoch niemals ernstlich unter Druck, und ihr Dollarkurs stieg von Lit 817 Ende August auf Lit 801 Anfang Oktober. In der Folge zeigte die Lira Schwächetendenzen sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber EWS-Währungen, bis die Bank von Italien am 6. Dezember den Diskontsatz um 3 Prozentpunkte auf 15% anhob. Am Jahresende notierte sie gegenüber dem Dollar mit Lit 804. Die nachfolgende Festigung des Dollars ließ die Lira Anfang April 1980 auf Lit 912 sinken, ihren niedrigsten Kurs seit vier Jahren. Ab Mitte April war die Lira die schwächste Währung im EWS-Verbund, hatte sich aber gegenüber dem Dollar bis Ende Mai auf Lit 840 gefestigt.

Nachdem der effektive Wechselkurs des *kanadischen Dollars* zwei Jahre hintereinander jeweils um etwa 10% gefallen war, erhöhte er sich im Berichtszeitraum geringfügig um rund 3%. Gegenüber dem US-Dollar erreichte er Anfang Februar 1979 mit US-\$ 0,83 $\frac{1}{4}$ seinen Tiefpunkt. Im späteren Verlauf des Monats begann sich der kanadische Dollar gegenüber der US-Währung zu festigen, die selbst gegenüber den meisten großen europäischen Währungen und dem Yen Kursgewinne verbuchte. Bis Ende April stieg der kanadische Dollar auf US-\$ 0,87 $\frac{3}{4}$, und sein gewogener Außenwert lag etwa 5 $\frac{1}{2}$ % höher als Ende 1978. Nachdem er einen Teil seiner früheren Kursgewinne im Mai wieder eingebüßt hatte, stabilisierte sich der kanadische Dollar im restlichen Jahr 1979 zwischen US-\$ 0,84 $\frac{1}{4}$ und 0,86 $\frac{1}{2}$. Die Schwankungen seines gewogenen Außenwerts hielten sich ebenfalls innerhalb einer Marge von 2 $\frac{1}{4}$ Prozentpunkten. In den ersten zwei Monaten d.J. festigte sich der Kurs des kanadischen Dollars weiterhin stetig auf über US-\$ 0,87 Ende Februar.

Nach dem starken Zinsanstieg in den USA Mitte März schwächte er sich jedoch auf unter US-\$ 0,84 Anfang April ab, wenn auch sein gewogener Außenwert noch 2¾% über dem Stand von Ende 1978 lag. Am 2. April erreichte der Diskontsatz der Bank von Kanada, der seit dem 13. März ¼ Prozentpunkt über dem auf der wöchentlichen Versteigerung von Schatzwechseln erzielten Zinssatz lag, ein Niveau von 16,2%, so daß sich das für die kanadische Währung ungünstige Zinsgefälle gegenüber dem US-Dollar beträchtlich verringerte. Ende Mai hatte sich der kanadische Dollar auf US-\$ 0,86¼ gefestigt, was teilweise durch die allgemeine Abschwächung des US-Dollars seit Mitte April bedingt war.

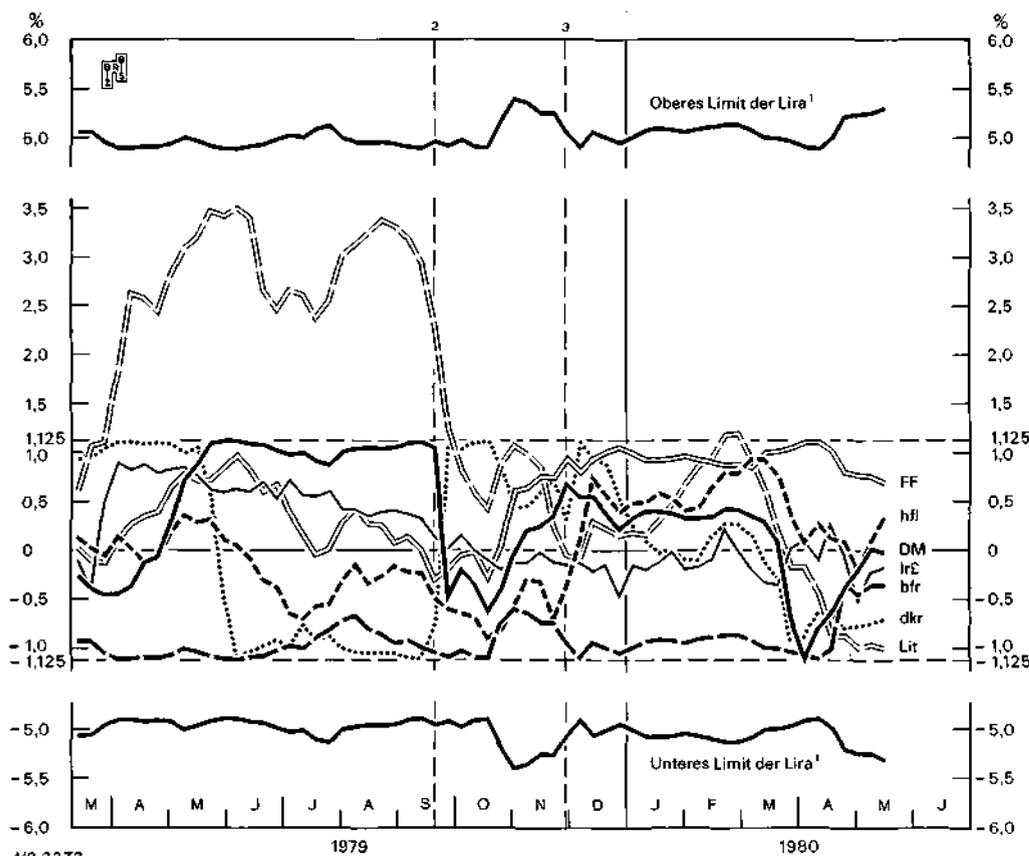
Der Wechselkursmechanismus des *Europäischen Währungssystems*, der am 13. März 1979 in Gang gesetzt wurde, erweiterte mit der Aufnahme des französischen Frankens, der Lira und des irischen Pfundes die Zone fester, aber anpaßbarer Wechselkurse innerhalb der europäischen Währungen. Diese größere Stabilität zeigt sich darin, daß die Kursbewegungen zwischen der D-Mark und dem französischen Franken seit Inkrafttreten des Systems auf rund 2¾% begrenzt blieben, verglichen mit Kursveränderungen von 8½% im Jahre 1978 unter Ausklammerung der Wahlperiode in Frankreich im Februar/März 1978. Auch die Lira hatte ein stabileres Kursverhältnis zur D-Mark, obwohl ihr gegenüber den anderen Teilnehmerwährungen eine Schwankungsmarge von 6% zu beiden Seiten des bilateralen Leitkurses zugestanden wurde. Seit dem Anlaufen des EWS betrug die Schwankungsbreite der Lira gegenüber der D-Mark rund 6½%, verglichen mit 12% 1978.

Das Funktionieren des Systems wurde durch die relativ feste Verfassung des Dollars an den Devisenmärkten und die relativ schwache Kurstendenz der D-Mark begünstigt, was durch die Tatsache belegt wird, daß es bisher nur einmal im September 1979 zu wirklichen Spannungen kam, als die Schwäche des Dollars einen starken Aufwärtsdruck auf die D-Mark zur Folge hatte. Der sehr steile Kursanstieg des Dollars in den ersten Monaten des Jahres 1980 tangierte andererseits nicht die Stabilität des Systems. Gleichzeitig hat die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedsländer, so bei den Preissteigerungsraten, zwei geringfügige Anpassungen der Leitkurse seit März 1979 notwendig gemacht; ein dauerhafter Erfolg des EWS setzt zweifellos einen Abbau dieser Unterschiede voraus.

In den ersten Monaten des EWS hielt sich der belgische Franken ständig am unteren Rand des Währungsbandes auf, mußte von Zeit zu Zeit an seinem bilateralen Interventionspunkt gestützt werden und überschritt am 3. Mai 1979 seine „Abweichungsschwelle“ gegenüber der ECU. Die Belgische Nationalbank hob im Mai und Juni den Diskontsatz in drei Schritten von 6 auf 9% an, und der belgische Franken entfernte sich daraufhin von seiner Abweichungsschwelle, wenn er auch weiterhin im unteren Bereich des Bandes blieb. Anfang Juni gesellte sich die dänische Krone, die ebenfalls ihre Abweichungsschwelle erreichte, zum Franken. Die Dänische Nationalbank erhöhte am 15. Juni ihren Diskontsatz von 8 auf 9%, worauf sich die Krone, ohne daß größere Interventionen notwendig waren, von ihrer Abweichungsschwelle löste.

Im September 1979, als die Dollarschwäche einen starken Aufwertungsdruck auf die D-Mark auslöste, gaben die belgische wie die dänische Zentralbank erhebliche D-Mark-Beträge zu oder nahe den Interventionskursen ab, und auch die

Kassakurse im EWS-Wechselkursmechanismus
Wochendurchschnitte, in Prozent, der beteiligten Währungen im Verhältnis zu ihrem Interventionspunkt



Nº 2272

¹ Die Position der Lira wird durch ihre prozentuale Abweichung von der schwächsten und der stärksten Währung innerhalb des Kursbandes von 2½% angegeben; ihre zulässige äußerste Position nach oben und unten wird durch die obere und untere Linie in der Graphik angegeben. ² Neufestsetzung der Leitkurse am 24. September 1979 (die D-Mark wurde gegenüber der dänischen Krone um 5% und gegenüber den anderen Währungen um 2% aufgewertet). ³ Am 30. November 1979 wurde die dänische Krone um 4,76% gegenüber allen anderen beteiligten Währungen abgewertet.

Bank von Frankreich verkaufte beträchtliche D-Mark-Beträge, obwohl sich der französische Franken weit innerhalb seiner Marge aufhielt. Auch die Bundesbank intervenierte in erheblichem Umfange sowohl gegenüber dem Dollar wie den anderen EWS-Währungen. Noch bevor irgendeine Währung ihre Abweichungsschwelle erreicht hatte, wurde die D-Mark am 24. September gegenüber der dänischen Krone um 5% und gegenüber allen anderen Partnerwährungen um 2% aufgewertet.

Seither ist das System von weiteren stärkeren Spannungen verschont geblieben. Weder vor noch nach der zweiten Leitkursanpassung vom 30. November, als die dänische Krone gegenüber allen anderen Partnerwährungen um 4,76% abgewertet wurde, kam es zu Unruhen am Devisenmarkt. Der französische Franken war seit Mitte November 1979 zumeist die stärkste Währung im Verbund, während sich der belgische Franken bis vor kurzem weiter am unteren Rand des Währungsbandes aufhielt. Bis Ende Februar 1980 erhöhte die Belgische Nationalbank trotz der relativ

niedrigen Inflation in Belgien ihren Diskontsatz auf 12% ; gleichwohl belief sich bis April 1980 ihr Reserveverlust seit Einführung des Währungssystems auf insgesamt \$ 2,5 Mrd. Mitte April hat jedoch der belgische Franken den unteren Rand des Bandes verlassen, und die italienische Lira wurde erstmals seit dem Anlaufen des Systems die schwächste Währung.

Bewertung der internationalen Währungsentwicklung seit November 1978

Die Festigung des Dollars und die stabileren Kurse anderer wichtiger Währungen (ausgenommen Yen und Pfund Sterling), die im vorangegangenen Abschnitt beschrieben wurden, gingen auf zwei Hauptursachen zurück: zum einen auf den Umschwung in den Leistungsbilanzen einer Reihe von Ländern im Jahre 1979, insbesondere das praktische Verschwinden des Fehlbetrags der USA sowie die starke Passivierung in Deutschland und Japan. Der andere Faktor bestand im stärkeren Engagement einer Reihe größerer Länder für stabile Wechselkurse. Die größte Bedeutung kommt hier der seit November 1978 gewandelten Einstellung der US-Behörden gegenüber dem Wechselkurs des Dollars zu, wie sie in deren Devisenmarktinterventionen und Geldpolitik deutlich wird. Hinzu kommen die stärkere Betonung stabiler Wechselkurse durch die Schweizer Behörden seit Oktober 1978 sowie das Anlaufen des Europäischen Währungssystems im März 1979, mit dem das innereuropäische System fester, aber anpaßbarer Wechselkurse auf den französischen Franken, die Lira und das irische Pfund ausgeweitet wurde.

Beides war notwendig, um 1979 stabilere Wechselkurse und die damit einhergehende Festigung des Vertrauens zu erreichen. Einige der im letzten Jahr eingetretenen Veränderungen in den Leistungsbilanzen, insbesondere der Rückgang des amerikanischen Defizits, waren bereits vor November 1978 im Ansatz erkennbar. Die Märkte ignorierten jedoch diese Entwicklung so lange, wie sich die Behörden der USA nicht auf energische und direkte Aktionen in ihrer Interventions- wie Zinspolitik zur Stützung des Dollars festlegten. Umgekehrt verdeutlicht der Rückgang des Yen im Jahre 1979, daß eine aktive Interventionspolitik die Einflüsse einer fundamental ungünstigen Zahlungsbilanz nicht kompensieren kann, und die Kosten für die Stützung des belgischen Frankens in einer Zeit hoher Leistungsbilanzdefizite schlossen beträchtliche Reserveverluste und ein sehr hohes reales Zinsniveau mit ein. Im übrigen war die festere Verfassung des Dollars wegen dessen führender Rolle im Weltwährungssystem ihrerseits eine Ursache für die im allgemeinen größere Stabilität anderer wichtiger Währungen.

Mit Blick auf die Zukunft läßt sich sagen, daß das ausgewogenere Zahlungsbilanzgefüge innerhalb der Gruppe der großen Industrieländer zwar eine wichtige Ursache für die vorherige Wechselkursinstabilität beseitigt hat, jedoch die Möglichkeit besteht, daß sich das gegenwärtige Bild mittelfristig wieder umkehrt und die Wechselkurse erneut unter Druck geraten. Eine wichtige Rolle spielt in diesem Zusammenhang das Fortbestehen starker Inflationsunterschiede zwischen den Ländern. Zwar gingen die meisten realen Wechselkursänderungen seit November 1978 aus der Sicht der Leistungsbilanzen in die richtige Richtung; es ist jedoch zu bezweifeln, daß diese Veränderungen bei einem andersgearteten Leistungsbilanzgefüge innerhalb der Gruppe der großen Länder auf Dauer bestehen können. In einigen

Fällen wurden im letzten Jahr vorausgegangene exzessive Wechselkursbewegungen korrigiert; Länder, in denen das Preisniveau ständig stärker steigt als bei ihren wichtigsten Handelspartnern, kommen indessen auf lange Sicht um eine Abwertung ihrer Währungen nicht herum. Soll demnach die größere Wechselkursstabilität des letzten Jahres gefestigt werden, so muß eine zunehmende Konvergenz der Inflationsraten erreicht werden, und zwar auf einem wesentlich niedrigeren durchschnittlichen Niveau als gegenwärtig.

Ein weiteres Problem betrifft die in den zurückliegenden Monaten erneut heftigen Wechselkursausschläge. Dieses Problem hat zwei Aspekte. Der eine besteht in dem asymmetrischen Reagieren der Zentralbanken auf eine Ab- und Aufwertung ihrer Währungen. Außerhalb des Europäischen Währungssystems und zuvor des europäischen Gruppenfloatings gegenüber dem Dollar sahen sich Länder mit einem wachsenden Außenwert ihrer Währungen mitunter weniger veranlaßt, am Devisenmarkt zu intervenieren, als jene mit einem sinkenden Außenwert. Einer der Gründe für diese unterschiedliche Einstellung war bekanntlich das Bestreben der Weichwährungsländer, eine Abwertungs-Inflations-Spirale zu vermeiden, und die Bereitschaft der Hartwährungsländer, einen positiven Kreislauf von Aufwertung und Preisdämpfung zuzulassen. Aus den jüngsten Schwankungen des Dollars gegenüber den europäischen Währungen läßt sich folgern, daß Raum für mehr symmetrische Interventionen gegeben ist, die helfen können, die nicht auf grundlegenden Wirtschaftsdaten beruhenden Wechselkursbewegungen auszuschalten.

Der andere Aspekt dieses Problems besteht darin, daß der steile Kursanstieg des Dollars im März 1980 durch das ungewöhnlich hohe Zinsniveau in den USA ausgelöst wurde. Die in letzter Zeit mancherorts erkennbare Bereitschaft, weite Zinsausschläge innerhalb kurzer Zeiträume zuzulassen, könnte eine Koordinierung der zur Reduzierung der Wechselkursinstabilität ergriffenen Maßnahmen erschweren. Dieses weite Ausschlagen der Zinsen ist eine Folge hoher Teuerungsraten und Inflationsunterschiede, die reduziert werden müssen, will man ausschließen, daß es immer wieder zu unbeständigen Wechselkursen kommt.

Goldgewinnung und Goldmarkt

Im Jahre 1979 sank die Weltgoldgewinnung (ohne Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Staaten, China und Nordkorea) von über 950 auf 935 t. Der Rückgang war hauptsächlich die Folge einer verringerten Erzeugung in Nordamerika, Spanien und Papua-Neuguinea.

Die südafrikanische Golderzeugung verharrte mit 705 t praktisch auf demselben Niveau wie 1978. Die Gesamtmenge des verhütteten Erzes erhöhte sich um weitere 6,9% (nach einem Anstieg von 4,9% im Jahre 1978), während der durchschnittliche Goldgehalt des Erzes, der sich 1978 um 4% verringert hatte, um weitere 7,5% fiel. Der äußerst steile Anstieg des Goldpreises im vergangenen Jahr hatte nicht nur eine Fortsetzung der Politik zur Folge, Erz mit niedrigerem Goldgehalt zu fördern, sondern auch, daß die südafrikanischen Bergwerksgesellschaften imstande waren, eine weitere Erhöhung der Produktionskosten von 11,2% zu verkraften, während sie aus der Goldgewinnung durchschnittlich um 77% höhere Erträge erwirtschafteten.

Weltgoldgewinnung

| | 1929 | 1940 | 1946 | 1953 | 1970 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|---|--------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|--------------------|--------------------|
| | Tonnen | | | | | | | | |
| Südafrika | 323,9 | 436,9 | 371,0 | 371,4 | 1 000,4 | 713,4 | 699,9 | 706,4 ¹ | 705,4 ¹ |
| Kanada | 60,0 | 165,9 | 88,5 | 126,1 | 74,9 | 52,8 | 53,9 | 54,0 | 49,1 |
| USA | 64,0 | 151,4 | 49,0 | 60,9 | 54,2 | 32,6 | 34,2 | 31,1 | 27,6 |
| Papua-Neuguinea | . | . | . | . | 0,7 | 20,8 | 23,0 | 24,1 | 20,9 |
| Australien | 13,3 | 51,1 | 25,6 | 33,4 | 19,3 | 15,7 | 19,4 | 20,0 | 18,2 |
| Philippinen | 5,1 | 34,9 | - | 14,9 | 18,7 | 15,6 | 17,4 | 18,2 | 16,7 |
| Ghana | 6,4 | 27,6 | 18,2 | 22,7 | 22,0 | 16,6 | 15,0 | 12,3 | 13,2 |
| Zimbabwe | 17,4 | 25,7 | 16,9 | 15,6 | 15,6 | 11,2 | 11,7 | 10,8 | 11,8 |
| Kolumbien | 4,3 | 19,7 | 13,6 | 13,6 | 6,3 | 9,3 | 8,2 | 8,0 | 8,3 |
| Mexiko | 20,4 | 27,4 | 13,1 | 15,0 | 6,2 | 5,1 | 6,6 | 6,2 | 6,4 |
| Brasilien | 3,3 | 4,7 | 4,4 | 3,6 | 5,3 | 4,9 | 4,9 | 5,4 | 5,4 |
| Spanien | . | . | . | . | . | 9,4 | 9,8 | 8,6 | 5,1 |
| Japan | 9,3 | 12,6 | 1,3 | 7,1 | 7,9 | 4,3 | 4,6 | 4,6 | 4,6 |
| Zusammen | 527,4 | 957,9 | 601,6 | 684,3 | 1 231,5 | 911,5 | 908,6 | 909,7 | 892,7 |
| Sonstige Länder | 43,1 | 207,1 | 64,9 | 69,9 | 36,0 | 49,6 | 44,2 | 43,3 | 43,7 |
| Geschätzte Weltgoldgewinnung ² | 570,5 | 1 165,0 | 666,5 | 754,2 | 1 267,5 | 961,1 | 952,8 | 953,0 | 936,4 |

¹ Einschließlich der Goldgewinnung in Botswana. ² Ohne die Sowjetunion, die osteuropäischen Länder, China und Nordkorea.

Neben dem Rückgang der gesamten westlichen Erzeugung nahmen die Marktverkäufe von Gold durch kommunistische Länder 1979 um schätzungsweise 160 t — von 450 auf 290 t — ab. Die verringerte Versorgung aus diesen zwei Quellen wurde freilich durch eine Zunahme der Nettogoldverkäufe aus den westlichen Goldreserven von 320 auf 605 t mehr als wettgemacht. Auf den Goldauktionen des amerikanischen Schatzamtes wurden insgesamt 412 t gegenüber 79 t im vorhergehenden Jahr versteigert. IWF-Auktionen erbrachten weitere 170 t — etwas weniger als die 184 t des Jahres 1978 —, während die übrigen Nettoverkäufe aus den westlichen Goldreserven von 57 t im Jahre 1978 auf 23 t im Jahre 1979 abnahmen. Somit erhöhte sich im dritten Jahr hintereinander das gesamte Nettomarktangebot an Gold bedeutend, und zwar auf schätzungsweise 1 830 t. Diese Menge war um 105 t höher als 1978 und um 365 t oder etwa 25% höher als 1976, als das IWF-Auktionsprogramm anlief.

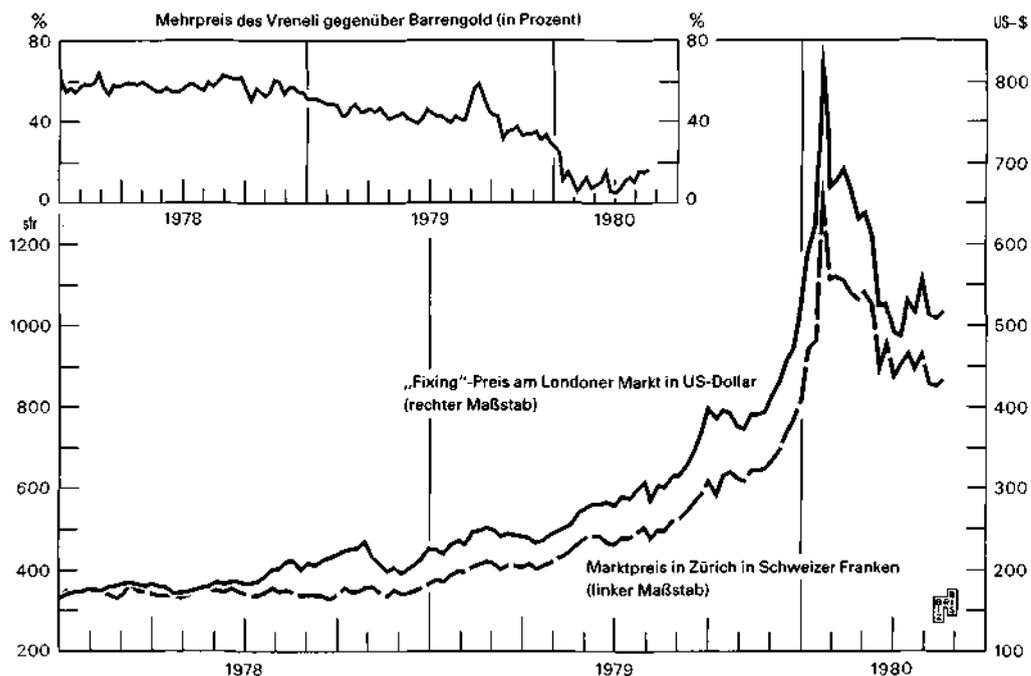
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

| | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|--|------------------|------------------|------------------|-------|
| | Tonnen | | | |
| Goldgewinnung | 960 | 955 | 955 | 935 |
| Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt) | 350 | 450 | 450 | 290 |
| Abnahme der amtlichen Goldbestände westlicher Länder (netto) | 155 ¹ | 195 ¹ | 320 ² | 605 |
| Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt) | 1 465 | 1 600 | 1 725 | 1 830 |

¹ Ohne die Abnahme der Goldreserven Südafrikas um 160 und 90 t in den Jahren 1976 bzw. 1977. ² Ohne die Übertragung von zuvor nicht zu den Weltgoldreserven gezählten 65 t Gold vom japanischen Finanzministerium auf die Bank von Japan.

Der weitere Angebotszuwachs wurde vom spektakulären Anstieg der Goldnachfrage überschattet, der im Verlauf von wenig mehr als einem Jahr den Londoner Marktpreis um mehr als das Vierfache auf einen Höchststand von \$ 850 je Unze im Januar 1980 emporschnellen ließ. Neben seiner Größenordnung zeichnete sich der Goldpreisanstieg des vergangenen Jahres durch drei weitere bemerkenswerte Besonderheiten aus: Erstens fand er in allen wichtigen Währungen statt, auch in jenen, deren Wert in den siebziger Jahren am stärksten gestiegen war. Wie die nachstehende Graphik veranschaulicht, stieg der Goldpreis in Schweizer Franken prozentual praktisch ebenso stark wie in Dollar. Zweitens erfolgte er in einer Zeit eines allgemeinen Zinsauftriebs in den Industrieländern, was u.a. die Kosten der Goldhaltung erhöhte. Drittens fand er in einer Zeit statt, als sich der Dollar auf den Devisenmärkten im großen und ganzen festigte. Das Leistungsbilanzdefizit der USA wurde im vergangenen Jahr praktisch beseitigt, während die Kapitalbilanz von dem sich zugunsten des US-Dollars ausweitenden Zinsgefälle profitierte. Kurzum, das Goldfieber im vergangenen Jahr hatte drei Hauptursachen: die sich beschleunigende Inflation in den meisten Industrieländern, die eine Schwächung des Vertrauens in alle wichtigen Währungen auslöste; den Einfluß dieses Geldwertchwunds auf die Anlagepräferenzen der OPEC in einem Jahr, in dem die OPEC-Länder erneut äußerst hohe Zahlungsbilanzüberschüsse erzielten; und, Ende 1979 und Anfang 1980, die Auswirkungen der politischen Geschehnisse im Iran und der militärischen Intervention der Sowjetunion in Afghanistan.

Marktpreise von Goldbarren in US-Dollar und Schweizer Franken 1978-80
Freitagswerte je Feinunze



Anfang 1979 setzte sich der Anstieg des Goldpreises fort, der am 30. November 1978 auf einem Tiefpunkt von \$ 193,4 je Unze begonnen und bis zum 8. Februar die Notierungen am Londoner Markt um 31% auf \$ 254 hatte hochschnellen lassen. In der Folge setzte eine Abwärtsbewegung ein, und am 17. April lag der Preis bei \$ 231,75. Bald darauf zog er freilich erneut an. Am 18. April kündigte das amerikanische Schatzamt eine Halbierung der auf seinen monatlichen Auktionen verkäuflichen Goldmenge an, und darüber hinaus wuchs angesichts der Ereignisse im Iran und der OPEC-Preispolitik die Besorgnis über die Öllage. Im Juli verschärfte das Ausbleiben kurzfristiger Maßnahmen im Rahmen der neuen amerikanischen Energiepolitik den Trend, und am 26. Juli erreichte die Notierung in London am Vormittagsfixing eine erste Höchstmarke von \$ 307.

Nach einem kurzlebigen Preisrückgang auf knapp über \$ 280 Anfang August bildete sich unter dem Eindruck der anhaltenden Ungewißheit über die Ölversorgung und die Wechselkursentwicklung sowie des wachsenden Inflationsdrucks erneut ein Kaufinteresse heraus. Meldungen, wonach eine deutsche Bank bei der Auktion des amerikanischen Schatzamtes am 21. August ein Angebot für nahezu die gesamte Versteigerungsmenge abgegeben hatte, heizten das Geschehen an, und am 6. September überschritt der Goldpreis bei zunehmend hektischem Geschäftsverlauf die Marke von \$ 340. Am 17. September stieg er auf über \$ 350, und am nächsten Tag erreichte er \$ 370. Nachdem der Preis am 1. Oktober \$ 400 überschritten hatte, kletterte er am nächsten Morgen beim Fixing in London auf einen Höchststand von \$ 437.

Darauf setzte eine scharfe Gegenbewegung ein, die die Preise in nur drei Tagen um \$ 70 fallen ließ; nach einem Wiederanstieg auf \$ 413 am 10. Oktober ging der Preis zwei Tage später erneut auf unter \$ 400 zurück. Das Geschäft beruhigte sich etwas, und die Ankündigung des amerikanischen Schatzamtes vom 16. Oktober, seine Goldauktionen würden in Zukunft hinsichtlich Menge und Zeitpunkt des Angebots variieren, löste keine erkennbare Reaktion aus. Als das Schatzamt am 25. Oktober für die darauffolgende Woche eine Auktion ankündigte, auf der eine gegenüber der letzten Versteigerung um zwei Drittel höhere Menge angeboten werden sollte, setzte der Abwärtstrend erneut ein. Am 2. November — einen Tag nach der Auktion des Schatzamtes — wurde ein Tief von \$ 372,8 erreicht, und der Goldpreis schwankte in den folgenden drei Wochen zwischen \$ 378 und 397.

In den letzten Novembertagen 1979 kam es wiederum zu massiven Käufen, und der Goldpreis, der sich seit November 1978 etwa verdoppelt hatte, stieg innerhalb von zwei Monaten erneut um über 100% auf \$ 850 am 21. Januar. Die neuen auslösenden Momente für diese noch nie dagewesene Entwicklung waren angesichts der Ereignisse im Iran und in Afghanistan die Furcht vor einem eventuellen Krieg und ein weiterer kräftiger Ölpreisanstieg. So trugen die Geiselnahme in der amerikanischen Botschaft in Teheran und der Angriff auf die Große Moschee in Mekka dazu bei, daß die Notierungen in der letzten Novemberwoche die Marke von \$ 400 erneut überschritten. Am 13. Dezember, unmittelbar vor dem OPEC-Treffen in Caracas, erreichten sie \$ 450; als sich am 19. Dezember herausstellte, daß die Ölpreisanhebungen für 1980 höher als erwartet ausfallen würden, wurden \$ 494 erreicht und überschritten. Bis zum Jahresende stieg der Preis nach der sowjetischen

Invasion in Afghanistan auf \$ 525. Dann begannen die letzten drei Wochen hektischen Geschäfts, die zwischen dem 14. und 21. Januar in einem Anstieg um \$ 200 auf einen absoluten Rekordpreis von \$ 850 gipfelten.

Der unmittelbar darauf folgende Rückgang des Goldpreises war noch stärker als der vorangegangene Anstieg. Innerhalb von zwei Tagen fiel der Londoner Marktpreis um \$ 200 auf \$ 650 am 23. Januar. Mehrere anschließende Phasen der Erholung auf oberhalb \$ 700 waren kurzlebig, und bis Anfang März waren die Notierungen auf unter \$ 600 gesunken. Unterdessen brachen die Zinsen in den USA alle Rekorde und machten Anlagen in kurzfristigen amerikanischen Papieren besonders lohnend; kurz nachdem die Prime rate auf 18% geklettert war, fiel der Goldpreis auf \$ 474. Eine sofortige Erholung ergab Notierungen oberhalb von \$ 500, und Ende Mai lag der Marktpreis bei etwa \$ 510.

Am Markt für Goldmünzen stiegen die Preise 1979 weniger kräftig als bei Goldbarren. Beispielsweise verringerte sich das Agio des Schweizer Vreneli auf seinen Goldwert gegenüber dem Vorjahr von 52 auf 28%. Als der Barrenpreis am 21. Januar 1980 seinen Höhepunkt erreichte, betrug der Mehrpreis des Vreneli weniger als 10%, und in den folgenden zwei Monaten fielen die Münzenpreise sogar noch stärker als der Barrenpreis, bis das Aufgeld des Vreneli gegen Ende März nur noch 5% betrug. In der Folge erhöhte es sich auf rund 19% Ende Mai.

Internationale Liquidität

Die internationale Liquidität entwickelte sich im Berichtszeitraum in mehrfacher Hinsicht deutlich anders als in den Jahren 1977 und 1978 und führte zu einer erheblich veränderten Zusammensetzung der Weltwährungsreserven. Vier Grundtendenzen ragen aus den Gesamtdaten der nachstehenden Tabelle heraus: Erstens gingen die gesamten Devisenreserven — nach einem Anstieg um \$ 102 Mrd. in den Jahren 1977/78 — geringfügig um \$ 6,5 Mrd. zurück. Würden die \$ 16 Mrd. an Dollarreserven aus Swapgeschäften der EWS-Teilnehmer gegen Europäische Währungseinheiten (ECU) weiter zu den Devisenreserven gezählt, wären letztere mit \$ 9,5 Mrd. etwas gestiegen. Zweitens beruhte die abweichende Entwicklung der gesamten Devisenreserven im Jahre 1979 vornehmlich auf dem kontraktiven Effekt, den die Verbesserung der amerikanischen Zahlungsbilanz ausübte. Diese wirkte zweifach: Die praktische Beseitigung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits beendigte die Nettobereitstellung von Dollarreserven an die übrige Welt, und darüber hinaus traten nach umfangreichen Nettoabflüssen in den beiden vorhergehenden Jahren 1979 starke Nettokapitalzuflüsse in die USA auf. Diese beiden Faktoren zusammen bewirkten, daß die in den USA insgesamt gehaltenen Dollarreserven, die 1977/78 um \$ 64,3 Mrd. gestiegen waren, 1979 um \$ 13,1 Mrd. zurückgingen.

Drittens weiteten sich die nicht in Form von Devisen gehaltenen Nettoreserven beträchtlich aus. Die Goldreserven erhöhten sich trotz einer mengenmäßigen Abnahme von 9% durch den sehr kräftigen Anstieg des Goldpreises, und es erfolgte eine weitere Zuteilung von Sonderziehungsrechten an praktisch alle Mitglieder des Internationalen Währungsfonds in Höhe von SZR 4 Mrd. oder \$ 5,3 Mrd.

Zusammensetzung des Zuwachses an Weltwährungsreserven 1977-79

| | 1977/78 | 1979 |
|--|----------------------|--------|
| | Milliarden US-Dollar | |
| Devisenreserven | 102,0 | — 6,5 |
| Goldreserven | | |
| zu \$42,22 je Unze | 0,4 | — 3,9 |
| zu Marktpreisen | 94,4 | 255,2 |
| Sonderziehungsrechte | 0,5 | 5,9 |
| Reserveposition im IWF | — 1,3 | — 3,9 |
| Europäische Währungseinheiten | — | 41,9 |
| <i>Nachrichtlich:</i> | | |
| Leistungsbilanzsaldo der USA | — 27,6 | — 0,3 |
| Veränderung der in den USA gehaltenen Dollarreserven | 64,3 | — 13,1 |

Viertens wurde ein neues Reserveaktivum, die Europäische Währungseinheit, in das Weltwährungssystem eingeführt, und zwar durch Swaps gegen Gold und Dollar aus den Reserven der Mitgliedstaaten des Europäischen Währungssystems. Da das gegen ECU hinterlegte Gold zu marktnahen Preisen bewertet wird, wurde durch die Schaffung von ECU über Goldswaps (soweit jene Länder nicht bereits ihre Goldreserven marktnah bewertet hatten) der Einfluß der Goldverteuerung auf diesen Teil der Goldreserven der EWS-Mitgliedsländer sichtbar. Neben dieser „optischen“ Wirkung haben die Gold/ECU-Swaps diesen Teil der Währungsreserven der EWS-Mitglieder zugleich liquider gemacht, da ECU zwischen den EWS-Währungsbehörden transferierbar sind.

Was die 1979 veränderte Anlagestruktur der Weltwährungsreserven im einzelnen anlangt, so nahmen die gesamten Goldreserven der Länder (ohne Gold aus Swapgeschäften der EWS-Teilnehmer gegen ECU, das als in Form von ECU gehaltene Reserven ausgewiesen wird) mengenmäßig um ungefähr 9% oder 92,1 Mio. Unzen ab. Hiervon entfielen über 90% oder 85,3 Mio. Unzen auf die oben erwähnten Goldswaps gegen ECU.

In krassm Gegensatz zum mengenmäßigen Rückgang der offiziellen Goldreserven (ohne Gold aus Swapgeschäften gegen ECU) nahm deren Marktwert als Folge des im Jahresverlauf 1979 von etwa \$ 225 auf 525 je Unze gestiegenen Goldpreises um \$ 255 Mrd. zu. Mit \$ 199 Mrd. entfiel dieser Wertzuwachs der Goldreserven größtenteils auf die Zehnergruppe und die Schweiz, weitere \$ 27 Mrd. verteilten sich auf die übrigen entwickelten Staaten sowie \$ 18 bzw. 11 Mrd. auf die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer und die Ölausfuhrländer.

Diese Bewertungsänderungen auf der Basis der Marktpreise geben natürlich nicht den tatsächlichen Wertzuwachs der Goldreserven wieder, da die sich aus dem gestiegenen Goldpreis ergebenden Gewinne nur durch einen Verkauf dieses Metalls am Markt voll realisiert werden können. Dennoch brachte der höhere Marktpreis für Gold im vergangenen Jahr Ländern mit bedeutenden offiziellen Goldbeständen beachtliche, wenn auch nicht quantifizierbare Reservengewinne. Erstens läßt sich

ein Teil dieser fiktiven Gewinne tatsächlich durch Goldverkäufe am Markt realisieren. Zweitens können Goldreserven als Pfand bei der Kreditaufnahme, sei es auf den internationalen Finanzmärkten oder bei anderen Währungsbehörden, zu marktnahen Preisen dienen. Drittens dürfte der höhere Marktwert der Goldreserven bei Ländern mit einem Zahlungsbilanzdefizit die Einsatzmöglichkeiten ihrer sonstigen Reserveaktiva erweitern.

Veränderung der Weltwährungsreserven 1977-79

| | Gold | | Devisen | Reserveposition im IWF | SZR | ECU | Insgesamt (ohne Gold) |
|--|-----------------|-----------------------|--------------|------------------------|-------------|-------------|-----------------------|
| | Millionen Unzen | Milliarden US-Dollar* | | | | | |
| Zehnergruppe und Schweiz | | | | | | | |
| 1977 | 7,5 | 26,4 | 34,2 | 1,1 | — 0,2 | — | 35,1 |
| 1978 | 3,2 | 51,5 | 35,6 | — 2,6 | — 0,1 | — | 32,9 |
| 1979 | — 95,0 | 199,3 | — 30,4 | — 2,3 | 3,7 | 41,2 | 12,2 |
| Gesamtbeitrag Ende 1979 | 740,7 | 388,1 | 109,7 | 9,0 | 11,2 | 41,2 | 171,1 |
| Übrige entwickelte Länder | | | | | | | |
| 1977 | — 5,4 | 2,0 | 1,7 | — | — 0,1 | — | 1,6 |
| 1978 | — 1,3 | 5,3 | 9,9 | 0,3 | 0,3 | — | 10,5 |
| 1979 | 0,5 | 27,1 | 0,9 | — 0,1 | 0,2 | 0,7 | 1,7 |
| Gesamtbeitrag Ende 1979 | 90,7 | 47,5 | 33,0 | 1,3 | 1,2 | 0,7 | 36,2 |
| Entwicklungsländer (ohne Ölausfuhrländer) | | | | | | | |
| 1977 | 2,4 | 2,0 | 10,8 | 0,1 | — | — | 10,9 |
| 1978 | 2,9 | 3,9 | 13,7 | 0,4 | 0,3 | — | 14,4 |
| 1979 | 2,1 | 17,7 | 7,6 | 0,3 | 1,2 | — | 9,1 |
| Gesamtbeitrag Ende 1979 | 57,8 | 30,3 | 68,0 | 1,2 | 2,6 | — | 71,8 |
| Öleinfuhrländer insgesamt | | | | | | | |
| 1977 | 4,5 | 30,4 | 46,7 | 1,2 | — 0,3 | — | 47,6 |
| 1978 | 4,8 | 60,7 | 59,2 | — 1,9 | 0,5 | — | 57,8 |
| 1979 | — 92,4 | 244,1 | — 21,9 | — 2,1 | 5,1 | 41,9 | 23,0 |
| Gesamtbeitrag Ende 1979 | 889,2 | 465,9 | 210,7 | 11,5 | 15,0 | 41,9 | 279,1 |
| Ölausfuhrländer | | | | | | | |
| 1977 | — 2,6 | 0,7 | 10,6 | 0,2 | 0,1 | — | 10,9 |
| 1978 | 1,9 | 2,6 | — 14,5 | — 0,8 | 0,2 | — | — 15,1 |
| 1979 | 0,3 | 11,1 | 15,4 | — 1,8 | 0,8 | — | 14,4 |
| Gesamtbeitrag Ende 1979 | 37,2 | 19,5 | 70,5 | 4,0 | 1,4 | — | 75,9 |
| Alle Länder | | | | | | | |
| 1977 | 1,9 | 31,1 | 57,3 | 1,4 | — 0,2 | — | 58,5 |
| 1978 | 6,7 | 63,3 | 44,7 | — 2,7 | 0,7 | — | 42,7 |
| 1979 | — 92,1 | 255,2 | — 6,5 | — 3,9 | 5,9 | 41,9 | 37,4 |
| Gesamtbeitrag Ende 1979 | 926,4 | 485,4 | 281,2 | 15,5 | 16,4 | 41,9 | 355,0 |

* Goldreserven bewertet zu Marktpreisen.

Die offiziellen Währungsreserven mit Ausnahme der in Form von Gold gehaltenen, einschließlich der ECU-Bestände der EWS-Mitgliedsländer, erhöhten sich 1979 um \$ 37,4 Mrd. oder fast 12%, verglichen mit einem Zuwachs von \$ 58,5 Mrd. 1977 und 42,7 Mrd. 1978. Mehr als 100% der letztjährigen Zunahme der Nichtgoldreserven oder \$ 41,9 Mrd. lauteten auf ECU. Ende 1979 belief sich der Wert der durch Dollarswaps aus Devisenreserven der am EWS beteiligten Länder geschaffenen ECU auf \$ 16 Mrd. und der durch Goldswaps geschaffene restliche Betrag auf

\$ 25,9 Mrd. Während die ECU/Dollar-Swaps einen Tausch konventioneller liquider Devisenreserven gegen Aktiva darstellten, die die EWS-Währungsbehörden untereinander verwenden können, schlug sich die Schaffung von ECU durch Goldswaps in einem Zuwachs der gesamten Reserven der EWS-Mitgliedsländer in dem auf S. 159 erklärten Sinne nieder.

Die gesamten Reserven in Form von Sonderziehungsrechten erhöhten sich 1979 um \$ 5,9 Mrd. Davon stammten \$ 5,3 Mrd. aus Neuzuteilungen zum Jahresbeginn, \$ 0,4 Mrd. aus SZR-Übertragungen aus dem Generalkonto des IWF an Fonds-Mitgliedsländer sowie \$ 0,2 Mrd. aus dem veränderten Dollarwert der SZR-Bestände infolge der im Jahresverlauf leichten Aufwertung des SZR-Korbs gegenüber dem Dollar.

Die gesamte Reserveposition beim IWF ging 1979 weiter um \$ 3,9 Mrd. zurück. Dies wurde durch zwei gesonderte Entwicklungen bewirkt: Erstens führten die Mitgliedsländer 1979 ihre Mittelaufnahme beim Fonds um netto SZR 2,4 Mrd. zurück, wobei ein erheblicher Teil dieser Rückzahlungen von Ländern getätigt wurde, die zuvor die Kredittranchen ihrer Fondsquoten beansprucht hatten. Solche Rückzahlungen von Kredittranchenziehungen verringern die Reservepositionen jener Länder beim Fonds, deren Währungen zur Tilgung verwendet werden, ohne aber eine Rekonstitution von Fondsreservepositionen in den Ländern auszulösen, die zurückzahlen. Zweitens wurden von den gesamten Bruttoneuziehungen auf den Fonds von SZR 1,8 Mrd. im vergangenen Jahr 1,3 Mrd. in SZR und nur 0,5 Mrd. in Währungen getätigt. Da Ziehungen in SZR — anders als jene in Währungen — keine Erhöhung der Reserveposition eines Mitgliedslandes bewirken, schlugen sich solche Ziehungen von Ländern, die selbst Fondsreservepositionen hatten, in einer Abnahme der gesamten Reserveposition beim Fonds nieder.

Schließlich veränderte sich 1979 die Entwicklung der gesamten Devisenreserven drastisch. Nach einem Anstieg um \$ 102 Mrd. in den Jahren 1977/78 gingen sie 1979 leicht um \$ 6,5 Mrd. zurück. Diese bemerkenswerte Verschiebung vollzog sich überwiegend in der Zehnergruppe und der Schweiz. Ihre gesamten Devisenreserven, die — großenteils als Folge des Zahlungsbilanzdefizits der USA — in jedem der beiden vorhergehenden Jahre um etwa \$ 35 Mrd. gestiegen waren, nahmen 1979 um \$ 30,4 Mrd. ab, wovon etwa die Hälfte auf Dollarswaps der EWS-Mitgliedsländer gegen ECU entfiel. Die gesamten Devisenreserven der übrigen Welt erhöhten sich andererseits nach Zuwächsen von \$ 23,1 Mrd. 1977 und 9,1 Mrd. 1978 weiter um \$ 23,9 Mrd.

Diese Verlagerung der Devisenreserven von der Zehnergruppe und der Schweiz weg zu anderen Ländern beeinflusste die geographische Verteilung und die Währungszusammensetzung der offiziellen Devisenbestände. Die Zehnergruppe mit Ausnahme der USA hält ihre Devisenreserven hauptsächlich in den USA und in Form von US-Dollar, während andere Länder diese zu einem größeren Teil bei Banken außerhalb der USA und in Nichtdollarwährungen anlegen. Diese Unterschiede in der Devisenreservpolitik drückten sich im vergangenen Jahr in einer Abnahme der in den USA gehaltenen Dollarreserven um \$ 13,1 Mrd. und einer damit verbundenen Zunahme der erfaßten offiziellen Devisenbestände bei Banken außerhalb der USA um \$ 35,1 Mrd., davon \$ 14 Mrd. in Nichtdollarwährungen, aus.

Hinsichtlich der länderweisen Verteilung des Reservenzuwachses im vergangenen Jahr wurde bereits erwähnt, daß die Zehnergruppe und die Schweiz, die zusammen 80% der gesamten Goldreserven der Welt halten, die Hauptnutznießer des gestiegenen Goldpreises waren. Hiervon abgesehen änderte sich die länderweise Verteilung der Nichtgoldreserven (einschließlich ECU) im letzten Jahr vor allem insoweit, als sich das Reservenwachstum der Öleinfuhrländer drastisch verlangsamte und das der Gruppe der Ölausfuhrländer beschleunigte.

In den Öleinfuhrländern insgesamt erhöhten sich die Nichtgoldreserven um \$ 23 Mrd. oder 9% gegenüber einem Zuwachs von \$ 58 Mrd. oder 29% 1978. Die gemeldeten Nichtgoldreserven der Ölausfuhrländer stiegen andererseits um \$ 14,4 Mrd. nach einem Rückgang um \$ 15,1 Mrd. 1978. Zudem unterzeichnet der gemeldete Zuwachs an OPEC-Reserven im vergangenen Jahr den Aufbau liquider Auslandsforderungen dieser Länder beträchtlich. Die Banken in der Zehnergruppe, der Schweiz, Österreich, Dänemark und Irland erhielten 1979 zusammen mit den Niederlassungen der US-Banken an den wichtigsten Offshore-Finanzplätzen zusätzliche Einlagen aus den OPEC-Ländern von insgesamt \$ 37,8 Mrd. Obgleich hiervon wohl ein wesentlicher Teil auf nichtoffizielle Guthaben entfällt, war doch die Aufstockung liquider Auslandsaktiva durch offizielle OPEC-Stellen im vergangenen Jahr wahrscheinlich größer, als aus den Zahlen der Tabelle auf S. 160 hervorgeht.

In den Öleinfuhrländern erhöhten sich die Nichtgoldreserven (einschließlich ECU) der Zehnergruppe und der Schweiz um \$ 12,2 Mrd. Die Nichtgoldreserven der USA wiesen einen geringen Zuwachs von \$ 0,8 Mrd. auf, wobei eine SZR-Zuteilung von \$ 1,2 Mrd. und ein Aufbau der Reserveposition beim IWF von \$ 0,2 Mrd. durch eine Abnahme der offiziellen Devisenbestände um \$ 0,6 Mrd. zum Teil kompensiert wurden. Die Nichtgoldreserven jener Zehnergruppenländer, die am Europäischen Währungssystem teilnehmen, erhöhten sich 1979 um \$ 27,2 Mrd., wovon ein sehr großer Teil auf die Wirkungen der Swaps eines Teils der Goldreserven dieser Länder gegen ECU zu marktnahen Preisen zurückgeht. Die Nichtgoldreserven Frankreichs nahmen um \$ 8,3 Mrd., die Italiens, Deutschlands und Großbritanniens um \$ 7,1, 4,1 bzw. 3,8 Mrd. zu; dagegen schmolzen jene der übrigen Zehnergruppenländer 1979 um \$ 15,8 Mrd. Japans Reserven sanken als Folge umfangreicher Interventionen auf dem Devisenmarkt zur Stützung des Yen von \$ 32,4 auf 19,5 Mrd. Außerdem nahmen die Nichtgoldreserven der Schweiz um \$ 1,3 Mrd. ab.

Die Nichtgoldreserven der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe erhöhten sich nach einem Zuwachs von \$ 10,5 Mrd. 1978 im Jahre 1979 nur um \$ 1,7 Mrd. Spanien und Norwegen reicherten ihre Reserven um \$ 3,1 bzw. 1,4 Mrd. an, während Jugoslawien und Österreich Rückgänge von \$ 1,1 bzw. 1 Mrd. verzeichneten.

Trotz eines höheren zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits nahmen die Nichtgoldreserven der öleinführenden Entwicklungsländer 1979 weiter um \$ 9,1 Mrd. zu. In Lateinamerika erhöhten sich Argentiniens Reserven um \$ 4,4 Mrd., jene von Kolumbien, Peru und Chile um \$ 1,5, 1,1 bzw. 0,8 Mrd. Andererseits nahmen Brasiliens Nichtgoldreserven um \$ 2,9 Mrd. ab. Unter den übrigen nichtölproduzierenden Entwicklungsländern erzielten Indien, Malaysia und die Philippinen Reservezuwächse von \$ 1, 0,7 bzw. 0,5 Mrd.

Der gemeldete Zuwachs der Nichtgoldreserven der Ölausfuhrländer von \$ 14,4 Mrd. machte 1979 kaum mehr als ein Fünftel des zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschusses dieser Länder aus. Die höchsten Reservezuwächse wiesen Nigeria (\$ 3,7 Mrd.), Iran (\$ 3,2 Mrd.), Libyen (\$ 2,2 Mrd.), Indonesien (\$ 1,4 Mrd.) sowie Venezuela (\$ 1,2 Mrd.) aus. Saudi-Arabiens gemeldete Nichtgoldreserven blieben praktisch unverändert.

Die Reserven entwickelten sich im ersten Quartal 1980 in mehrfacher Hinsicht ganz ähnlich wie 1979. Ein weiterer, durch Zuflüsse privater Gelder in die USA bedingter Überschuß der amerikanischen Gesamtbilanz löste einen Rückgang der in den USA gehaltenen offiziellen Devisenreserven aus, während die SZR-Bestände sowie die Devisenreserven in Form von Eurogeldmarkteinlagen zunahmen. Wie 1979 konzentrierte sich der Rückgang der herkömmlichen Dollarguthaben auf die Zehnergruppe und die Schweiz. Die offiziellen Nichtgoldreserven der Zehnergruppenländer (ohne USA) nahmen um \$ 8,1 Mrd. ab, während sich die der USA um \$ 2,5 Mrd. erhöhten.

In Anbetracht ihrer verschlechterten Leistungsbilanzen dürften die Reserven der Öleinfuhrländer außerhalb der Zehnergruppe im ersten Quartal 1980 kaum gestiegen sein, und die Nichtgoldreserven aller Öleinfuhrländer zusammen sind vermutlich gesunken. Zudem ging der Marktwert ihrer Goldreserven etwas zurück, da der Goldpreis Ende März 1980 niedriger als Ende 1979 lag. Die liquiden offiziellen Aktiva der OPEC-Länder, hauptsächlich in Form von Eurogeldmarkteinlagen, sind anscheinend im ersten Quartal 1980 weiter stark gestiegen.

Gegenwärtige Lage und weitere Entwicklung der Weltwährungsreserven sowie deren Zusammensetzung

Wie weiter oben geschildert, bestimmten im Berichtszeitraum vor allem drei Ereignisse die Entwicklung der Weltwährungsreserven: die Beseitigung des Leistungsbilanzdefizits der USA in Verbindung mit der Neubildung eines hohen OPEC-Überschusses, der Anstieg des Goldpreises sowie die Einführung der Europäischen Währungseinheit als Reserveaktivum. Die gemeinsamen Auswirkungen dieser Ereignisse lassen sich im wesentlichen in drei Schlußfolgerungen zusammenfassen: Erstens hat sich das Reservepolster der OPEC eindeutig erhöht. Zweitens verschlechtert sich offenkundig die Gesamtsituation der Öleinfuhrländer mit geringen oder keinen Goldreserven, d.h. der meisten Öleinfuhrländer. Drittens ist der höhere Goldpreis im Verein mit der Schaffung von ECU durch Goldswaps zu marktnahen Preisen den Reservepositionen der Länder mit den größten Goldbeständen zugute gekommen, wenn auch in einem Ausmaß, das sich nur teilweise quantifizieren läßt und von der Höhe der jeweiligen Goldreserven sowie der Entwicklung des Goldpreises selbst abhängt.

Was die Zukunft angeht, dürfte sich die Gesamtreservelage der Öleinfuhrländer so lange, wie die OPEC-Länder weiterhin hohe Leistungsbilanzüberschüsse anhäufen, zunehmend verschlechtern. Erneute Leistungsbilanzdefizite der USA könnten zusammen mit SZR-Zuteilungen zwei Quellen des Nettoreservenwachstums schaffen; aber ihre Wirkungen dürften vom Rückgriff der Öleinfuhrländer auf

die vorhandenen Reserven und internationale Kreditfazilitäten zur Finanzierung des Gegenpostens zum OPEC-Zahlungsbilanzüberschuß mehr als kompensiert werden.

Die in der internationalen Liquiditätsverfassung seit Ende 1978 eingetretenen Veränderungen beeinflussten auch die Diversifizierung von Devisenreserven aus dem Dollar in andere Währungen. Die nachstehende Tabelle zeigt die statistisch erfaßten Entwicklungen in diesem Bereich seit Ende 1976. Von damals bis Ende 1978 wuchsen die gesamten Devisenreserven um \$ 102 Mrd. von \$ 186 auf 288 Mrd.; von

Erfaßte offizielle Einlagen bei Geschäftsbanken außerhalb der USA

| | Ende 1976 | Ende 1977 | Ende 1978 | Mitte 1979 | Ende 1979 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Stand, Milliarden US-Dollar | | | | | |
| A. Einlagen bei Banken in europäischen Ländern¹, Kanada und Japan | | | | | |
| I. Auf den nationalen Märkten | 5,0 | 7,6 | 9,3 | 8,3 | 8,8 |
| Deutsche Mark | 1,0 | 2,2 | 3,1 | 3,2 | 3,4 |
| Schweizer Franken | 1,5 | 1,3 | 0,6 | 0,5 | 0,6 |
| Yen | 0,2 | 0,9 | 2,7 | 1,4 | 0,9 |
| Pfund Sterling | 1,2 | 1,6 | 1,2 | 1,5 | 1,9 |
| Sonstige Währungen | 1,1 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 2,0 |
| II. Auf den Euromärkten | 60,4 | 71,0 | 80,1 | 90,6 | 115,0 |
| Dollar | 47,2 | 53,0 | 52,8 | 61,5 | 73,3 |
| Deutsche Mark | 8,3 | 12,0 | 16,8 | 18,2 | 24,1 |
| Schweizer Franken | 2,6 | 3,2 | 4,6 | 4,6 | 6,0 |
| Yen | 0,5 ² | 0,9 ³ | 2,2 ³ | 2,6 ³ | 4,2 ³ |
| Pfund Sterling | 0,3 | 0,3 | 0,7 | 1,1 | 1,5 |
| Sonstige Währungen | 1,5 | 1,6 | 3,0 | 2,6 | 5,9 |
| Gesamtbetrag I + II | 65,4 | 78,6 | 89,4 | 98,9 | 123,8 |
| darunter Nichtdollarwährungen | 18,2 | 25,6 | 36,6 | 37,4 | 50,5 |
| B. Einlagen bei Offshore-Niederlassungen von US-Banken | 4,5 | 4,4 | 5,7 | 6,2 | 6,4 |
| Gesamtbetrag A + B | 69,9 | 83,0 | 95,1 | 105,1 | 130,2 |
| <i>Nachrichtlich:</i> | | | | | |
| <i>Private und offizielle OPEC-Einlagen bei Banken in europäischen Ländern¹ sowie bei Offshore-Niederlassungen von US-Banken</i> | <i>55,1</i> | <i>68,2</i> | <i>73,4</i> | <i>77,8</i> | <i>106,2</i> |
| <i>Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen</i> | <i>92,0</i> | <i>126,1</i> | <i>156,5</i> | <i>138,1</i> | <i>143,1</i> |
| <i>Gesamte Devisenreserven (einschließlich Dollar aus Swappeschaften gegen Europäische Währungseinheiten)</i> | <i>185,7</i> | <i>243,0</i> | <i>287,7</i> | <i>300,7</i> | <i>323,1</i> |

Anmerkung: Einschließlich Veränderungen des Dollarwerts der in anderen Währungen gehaltenen Reserven, die durch Wechselkursbewegungen des Dollars gegenüber diesen Währungen bedingt waren.

¹ Belgien-Luxemburg, Deutschland (BR), Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweden und Schweiz; seit 1977 auch einschließlich Dänemark, Irland und Österreich. ² Schätzung. ³ Ohne Einlagen bei Banken in der Schweiz.

diesem Zuwachs entfielen laut Tabelle \$ 18,5 Mrd. auf wachsende Nichtdollardevisenreserven. Auf dieser zu niedrigen Basis — die Tabelle umfaßt nur jene Nichtdollardevisen, die in Form von Einlagen bei Geschäftsbanken der in Fußnote 1 angeführten Länder gehalten werden — erhöhte sich der Anteil der Nichtdollarwährungen an den gesamten Devisenreserven in den Jahren 1977/78 von 10 auf 13%.

1979 verstärkte sich die Diversifizierung aus dem Dollar in andere Währungen weiter, wobei die in der Tabelle angeführten offiziellen Nichtdollareinlagen, einschließlich jener aus Swapgeschäften der EWS-Teilnehmer gegen ECU, auf nahezu 16% der gesamten Devisenreserven stiegen. Das heißt freilich nicht, daß sich die Reservestrategien der einzelnen Länder weiter zugunsten von Nichtdollarwährungen verschoben. Wie bereits auf S. 161 erwähnt, war es dadurch bedingt, daß die Devisenreserven der Zehnergruppe (ohne USA), die hiervon den Großteil in Dollar hält, abgebaut wurden, während sich die offiziellen Währungsbestände anderer Länder mit einem größeren Anteil an sonstigen Währungen erhöhten. 1979 gab es sogar eindeutige Anzeichen, daß der Dollar dank seiner Höherbewertung und der zunehmend attraktiven Dollarzinsen als Reserveart außerhalb der Zehnergruppe wieder mehr geschätzt wurde. Während 1978 der in der Tabelle ausgewiesene Anstieg der offiziellen Einlagen bei europäischen, kanadischen und japanischen Geschäftsbanken zur Gänze auf Nichtdollarwährungen entfallen war, belief sich 1979 der Nichtdollaranteil auf etwa 40%.

Was den Spielraum für eine zukünftige Diversifizierung betrifft, so mag das Auftauchen hoher Leistungsbilanzdefizite in Deutschland und Japan sowie das Schrumpfen des Überschusses der Schweiz den Währungsbehörden der OPEC-Überschußländer zusätzliche Möglichkeiten zum Aufbau von Aktiva in diesen Währungen eröffnen, und dies ohne destabilisierende Wirkungen auf die Wechselkurse oder die inländische Geldversorgung in den Ländern, die ihre Währungen als Reserveaktiva bereitstellen.

Eine weitere Form der Diversifizierung, die im vergangenen Jahr erörtert wurde, ist der Vorschlag zur Schaffung eines Substitutionskontos beim IWF, auf das Fonds-Mitglieder ihre überschüssigen Dollarreserven einzahlen und dafür auf SZR lautende Forderungen gegen den Fonds erhalten würden. Als dieser Gedanke zum erstenmal aufkam, befand sich der Dollar in einer Phase der Abwertung gegenüber anderen wichtigen Währungen, und der OPEC-Überschuß war auf einen bescheidenen Betrag zusammengeschmolzen. Welche Möglichkeiten könnte ein Substitutionskonto in einer Situation eröffnen, die von einem neuen, hohen Zahlungsbilanzüberschuß der OPEC geprägt ist? Erstens wäre seine Verwendung vermutlich weitgehend auf die OPEC-Länder begrenzt. Zweitens bedeutet, wie bereits erwähnt, das Auftauchen hoher Leistungsbilanzdefizite in Deutschland und Japan, daß nunmehr ein größerer Spielraum für eine geregelte Umschichtung in die Währungen dieser Länder bestehen mag. Drittens wird die Attraktivität von auf SZR lautenden Aktiva davon abhängen, wie sie im Vergleich zu den Währungsreserven verzinst werden und inwieweit die bilateralen Wechselkurse der im SZR-Korb enthaltenen Währungen stabil bleiben. In diesem Zusammenhang könnte eine massive Substitution von Dollar im Besitz der OPEC-Länder durch auf SZR lautende Forderungen, indem man im Ergebnis OPEC-Dollar in die USA über das dort möglicherweise bestehende

Zahlungsbilanzdefizit hinaus zurückschleust, andere Öleinfuhrländer zu dem Versuch verleiten, einen Teil ihrer Leistungsbilanzdefizite den USA aufzuladen und/oder massiv in den USA Kredite aufzunehmen, mit möglicherweise ungünstigen Wirkungen auf den Dollarkurs. Wie immer die Verwendung und die Folgen eines Substitutionskontos aussehen mögen, es wird wohl wahrscheinlich nicht in absehbarer Zeit in das Währungssystem eingeführt werden. In naher Zukunft dürfte hinsichtlich der internationalen Liquidität die Sorge im Vordergrund stehen, wie die Öleinfuhrländer ihre Zahlungsbilanzdefizite finanzieren und wie ein angemessener Ertrag auf die Reserven gesichert wird, welche die OPEC-Länder in der herkömmlichen Form von Devisen halten.

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. Neben den regelmäßigen Basler Sitzungen der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppe 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 Euromarkts 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. Im Anschluß an einen mehrfachen Meinungsaustausch der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppe und der Schweiz über die neuere wie zukünftige Entwicklung des internationalen Bankensystems im allgemeinen und des Euromarkts im besonderen wurde am 15. April 1980 ein Pressecommuniqué veröffentlicht.

Weiterhin war die Bank an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. Sie nahm auch als Beobachter an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe und der Schweiz sowie deren Stellvertreter teil. Darüber hinaus erfüllt sie nach wie vor den Auftrag der Minister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe und der Schweiz vom August 1964, die Finanzierung der Zahlungsbilanzüberschüsse und -defizite dieser Länder 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 wirkt sie mit; insbesondere stellt sie das Sekretariat des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung, den die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe im Dezember 1974 eingesetzt haben.

Nach wie vor stellt die Bank das Sekretariat für den Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und für den Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit — EG-Organen, 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 systematisch die Sitzungen der Zentralbankpräsidenten vorbereitet; eine Gruppe von Spezialisten für Fragen in bezug auf die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten (seit Anfang 1976 variierte die Zusammensetzung

dieser Gruppe je nach Gegenstand der Diskussion, war gelegentlich auf Vertreter der EG-Länder beschränkt und wurde zu anderen Zeiten um Teilnehmer aus anderen Industrieländern erweitert, die im allgemeinen Mitglieder der Zehnergruppe sind); eine Gruppe, die beauftragt ist, die geldpolitische Lage in den Mitgliedstaaten und die Probleme der Koordinierung der Geldpolitik der einzelnen Länder auf Gemeinschaftsebene zu untersuchen; und schließlich eine Gruppe für die Harmonisierung der von den EG-Staaten eingesetzten geldpolitischen Instrumente (diese Gruppe ist sowohl dem Währungsausschuß der EG als auch dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten verantwortlich).

Wie schon in früheren Jahren haben diese Ausschüsse und Gruppen 1979/80 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, diverse Entscheidungen mit Bezug auf die Währungsvereinbarungen zwischen den Zentralbanken zu treffen und regelmäßig oder auf Ad-hoc-Basis für die Kommission der Europäischen Gemeinschaften oder, was üblicher ist, für die Finanzminister der EG-Länder Berichte und Stellungnahmen auszuarbeiten. Im Geschäftsjahr 1979/80 konzentrierte sich diese Tätigkeit auf das am 13. März 1979 in Kraft getretene neue Europäische Währungssystem. Zu den zentralen Aufgaben gehörte, sicherzustellen, daß das Regelwerk des Systems ordnungsgemäß angewendet wurde, eine bessere Koordinierung der Wechselkurs- und Geldpolitik der EG-Zentralbanken als Voraussetzung für ein reibungsloses Funktionieren des EWS sowie eine Überprüfung bestimmter Vereinbarungen nach Ablauf der sechsmonatigen Anlaufphase. Darüber hinaus trat der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten in erste Erörterungen ein über eine mögliche Entwicklung des EWS in eine mehr institutionalisierte endgültige Phase.

Schließlich erfüllte die Bank nach wie vor Sekretariatsfunktionen für den Ausschuß der EDV-Fachleute aus den Zentralbanken der Zehnergruppe und der Schweiz. Die Experten setzten während des Jahres ihre Analyse der Systeme elektronischer Zahlungsabwicklung fort und konzentrierten sich fast ausschließlich darauf, die von ihnen im vorangegangenen Jahr über die Zahlungssysteme in der Zehnergruppe und der Schweiz gesammelten Informationen im Sinne einer detaillierten und übersichtlichen Bestandsaufnahme zu aktualisieren und zu ergänzen. Die Ergebnisse dieser Arbeit wurden im März 1980 in einer Studie über Zahlungsverkehrssysteme in elf Industrieländern („Payment Systems in Eleven Developed Countries“) veröffentlicht. Die Gruppe verfolgte zudem die Aktivitäten einer Reihe von Organisationen, die auf angrenzenden Gebieten arbeiten; hierzu gehört die Informationsübermittlung zwischen Banken, ein Bereich, in dem die Arbeit der International Standards Organisation mit besonderem Interesse verfolgt wurde.

Unter der Ägide der Expertengruppe für monetäre und ökonomische Datenbankfragen, für die die BIZ ebenfalls Sekretariatsaufgaben erfüllt, wurde eine Datenbank für makroökonomische Zeitreihen weiterentwickelt, die gegenwärtig von

einem bankexternen Computer auf die EDV-Anlage im eigenen Gebäude der Bank übertragen wird. Die Datenbank wird den raschen Austausch wichtiger ökonomischer Daten zwischen der BIZ und den Notenbanken der Zehnergruppe und der Schweiz ermöglichen. Volkswirten und Statistikern der BIZ ist der Inhalt der Datenbank über ein „persönliches Rechensystem“ zugänglich, das jetzt in seiner Anlaufphase fertiggestellt ist.

2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1980 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken erstellt.

Seit Juni 1979 werden gemäß dem auf der vorjährigen ordentlichen Generalversammlung bekanntgegebenen Beschluß auf Währungen lautende Aktiva und Passiva auf der Basis von US-\$ 208 je Feinunze Gold (dem durchschnittlichen Marktpreis im Geschäftsjahr 1978/79) in Goldfranken umgerechnet, gegenüber US-\$ 42,22... je Feinunze zuvor. Nach Artikel 4 der Statuten entspricht der Goldfranken 0,290 322 58... Gramm Feingold. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden demnach zu 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49..., alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar umgerechnet.

Mit der Einführung dieser neuen Umrechnungsbasis hat sich der Goldfrankenwert der auf Währungen lautenden Bilanzposten erheblich verringert; hingegen blieben das Kapital der Bank, das vollständig durch Gold gedeckt ist, und der Teil der Reserven, dem Gold gegenübersteht, von dieser Änderung unberührt.

Infolgedessen hat sich der Anteil des Eigenkapitals der Bank (eingezahltes Kapital und Reserven) an der Bilanzsumme erhöht.

Die Bank hat seit Juni 1979 ihre Monatsausweise auf der Basis des neuen Umrechnungsverfahrens veröffentlicht; um eine bessere Vergleichbarkeit herzustellen, wurden die Beträge bis zum Ende des Geschäftsjahres 1979/80 auch auf der alten Basis angegeben. Aus demselben Grund liegt der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung für das am 31. März 1980 beendete Geschäftsjahr pro forma eine Abschlußrechnung bei, die zum letzten Mal auf der alten Umrechnungsbasis erstellt ist. In den Teilen dieses Kapitels, die sich auf die Geschäftstätigkeit der Bank beziehen, sind alle Goldfrankenbeträge, sofern nicht ausdrücklich vermerkt, nach dem neuen Modus berechnet.

* * *

Auf der Basis der früheren Umrechnung betrug die Bilanzsumme per 31. März 1979 70 408 614 197 Goldfranken.*

* „Franken“ (abgekürzt Fr.) bedeutet in diesem Kapitel, sofern nichts anderes angegeben wird, stets *Goldfranken*.

Nach der neuen Umrechnung erreichte die Bilanzsumme
per 31. März 1980 Fr. 24 409 416 167
gegenüber einer Vorjahressumme von Fr. 19 101 218 925
Der Zuwachs von Fr. 5 308 197 242
(27,8%) liegt prozentual erheblich über dem des vorangegangenen Geschäftsjahres
(18,7%).

Die Veränderung des Mittelkurses der Währungen (ohne US-Dollar) am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres gegenüber dem Vorjahr resultierte zumeist in einem leichten Rückgang ihres Goldfrankenwerts; die in diesem Teil des Jahresberichts wiedergegebenen Veränderungen geben freilich nicht die starke Höherbewertung der Währungen des Europäischen Währungssystems — insbesondere der D-Mark — im Juni 1979 wieder, als die Leitkurse durch die erheblich höheren Marktkurse ersetzt wurden; dies beruht darauf, daß der Wert aller Währungen zu Beginn des Geschäftsjahres, wie oben erwähnt, ebenfalls nach dem neuen Verfahren umgerechnet wurde, also auf der Basis von Marktkursen.

Die Summe des Monatsausweises verzeichnete im April 1979 einen sofortigen, sehr stark ausgeprägten Zuwachs. Nachfolgende und teilweise recht kräftige Schwankungen in beiden Richtungen saldierten sich zu einem weiteren Anstieg, der jedoch geringer war als das Wachstum zu Beginn des Geschäftsjahres.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten zehn Geschäftsjahren

| Ende des Geschäftsjahres am 31. März | Bilanzsumme | Veränderung gegen Vorjahr | |
|--|-------------|---------------------------|---------|
| | | Millionen Franken | Prozent |
| 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 |
| 1978 | 59 334 | + 10 488 | + 22 |
| 1979 | 70 409 | + 11 075 | + 19 |
| 1979* | 19 101 | — | — |
| 1980* | 24 409 | + 5 308 | + 28 |

* Auf der Basis der neuen Umrechnungsmethode.

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 oder Treuhänder) im Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwaltet oder verwahrt;
- Buchungsvorgänge, die sich aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit im Zusammenhang mit der Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen sowie dem Europäischen Währungssystem ergeben;
- das für Rechnung von Einlegern verwahrte Gold (am Ende des Geschäftsjahres Fr. 1 034 Mio., verglichen mit Fr. 1 020 Mio. an seinem Beginn).

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren¹

| Ende des Geschäftsjahres am 31. März | Eingezahltes Kapital, Reserven | Fremdmittel | Verschiedene Passiva | Bilanzsumme |
|--|-----------------------------------|-------------|-------------------------|-------------|
| | | | | |
| 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 |
| 1978 | 1 493 | 57 150 | 691 | 59 334 |
| 1979 | 1 634 | 67 967 | 808 | 70 409 |
| 1979 ² | 859 | 17 991 | 251 | 19 101 |
| 1980 ² | 887 | 23 239 | 283 | 24 409 |

¹ Ab 1972 nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung. ² Auf der Basis der neuen Umrechnungsmethode.

A. Kapital, Reserven und verschiedene Passiva

a) Eingezahltes Kapital Fr. 295 703 125

verglichen mit vorher Fr. 300,7 Mio. (Verringerung: Fr. 5 Mio.); die Anzahl der begebenen Aktien, die zu 25% eingezahlt sind, wurde mit der Annullierung von 8 000 Aktien der Danziger Ausgabe im Juni 1979, gemäß Beschluß der außerordentlichen Generalversammlung vom 11. Juni 1979, von 481 125 auf 473 125 herabgesetzt; entsprechend verringerte sich der Nennwert des begebenen Kapitals von Fr. 1 202,8 auf 1 182,8 Mio. Diese Veränderung ist in der am Schluß dieses Jahresberichts enthaltenen Tabelle unter Abschnitt I zusammengefaßt. Das genehmigte Kapital blieb dagegen mit Fr. 1 500 Mio. unverändert.

b) Reserven

Die nachstehend erläuterten Veränderungen der verschiedenen Reservefonds sind in der obenerwähnten Übersicht unter Abschnitt II aufgeführt.

1. *Gesetzlicher Reservefonds* Fr. 30 070 313

Dieser Fonds, dem vollumfänglich Gold gegenübersteht, hat bereits 1971 die in Artikel 51(1) der Statuten festgelegte Höchstgrenze von 10% des damals eingezahlten Kapitals erreicht und sich seither nicht mehr verändert.

2. *Allgemeiner Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 13,2 Mio. aus dem Reingewinn von 1979/80 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) Fr. 397 152 793
verglichen mit vorher Fr. 576,2 Mio. nach der alten Umrechnung für Währungen; da diesem Fonds nur zum Teil Gold gegenübersteht, verringerte er sich mit Einführung der neuen Umrechnung im Juni 1979 auf Fr. 384 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 1 Mio. aus dem Reingewinn von 1979/80 Fr. 17 530 055
verglichen mit vorher 83,2 Mio. nach der alten Umrechnung; der Gesamtbetrag dieses Reservefonds wird damit ein wenig höher sein als der Goldfrankenwert einer

Dividende von sfr 110 je Aktie (vgl. unten Abschnitt d); da diesem Fonds ausschließlich Währungen gegenüberstehen, nahm er mit Änderung der Umrechnung auf Fr. 16,5 Mio. ab.

4. Freier Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von Fr. 18,8 Mio. aus dem Reingewinn von 1979/80 Fr. 146 730 236 verglichen mit vorher Fr. 643,7 Mio. nach der alten Umrechnung; der Rückgang auf Fr. 127,9 Mio. hat dieselben Gründe wie oben unter Ziffer 3 angegeben.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1979/80 betragen die gesamten Reserven der Bank somit Fr. 591 483 397 verglichen mit vorher Fr. 1 333,2 Mio. nach der alten bzw. Fr. 558,5 Mio. nach der neuen Umrechnung (Erhöhung: Fr. 33 Mio. gegenüber — nach neuer Umrechnung — Fr. 28,6 Mio. im Geschäftsjahr 1978/79).

c) Verschiedenes Fr. 265 170 988
 verglichen mit vorher Fr. 728,1 Mio. auf der alten bzw. Fr. 235 Mio. auf der neuen Umrechnungsbasis.

d) Gewinn- und Verlustrechnung (*vor* Gewinnverwendung) Fr. 50 977 378

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1979/80, der auch den Nettoerlös aus dem Verkauf des alten Bankgebäudes in Höhe von annähernd Fr. 2,6 Mio. enthält; verglichen hiermit betrug der Reingewinn im Geschäftsjahr 1978/79 nach der neuen Umrechnung rund Fr. 44,8 Mio.; die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns von 1979/80 gemäß Art. 51 der Statuten sind in Teil 3 dieses Kapitels enthalten; diese Vorschläge, auf die bereits im Zusammenhang mit den Reserven Bezug genommen worden ist, sehen insbesondere die Verwendung von Fr. 17 977 378 für die am 1. Juli 1980 zu zahlende Dividende vor; die Gesamtdividende enthält einen Betrag von sfr 110 je Aktie, wie im vorangegangenen Geschäftsjahr sowie, aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens der Bank, eine einmalige Sonderdividende in Höhe von sfr 25 je Aktie.

B. Fremdmittel

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 |
|--|--------------------------------------|--------|-------------|
| | 1979 | 1980 | |
| Millionen Franken | | | |
| Einlagen von Zentralbanken | 17 515 | 22 486 | + 4 971 |
| Einlagen von anderen Einlegern | 476 | 753 | + 277 |
| Zusammen | 17 991 | 23 239 | + 5 248 |

Die Einlagen von Zentralbanken erhöhten sich noch ausgeprägter als im vorangegangenen Geschäftsjahr, nämlich um 28,4 gegen 16,7% (in absoluten Beträgen ist die Zunahme beider Jahre wegen des Übergangs auf die neue Umrechnungsbasis nicht vergleichbar); der Zuwachs bestand wiederum hauptsächlich aus US-Dollar; ein allerdings geringer Teil davon war an das Sonderziehungsrecht indexiert, wobei einige Zentralbanken ihre Einlagen in dieser Form aufstockten und andere zum ersten Mal Einlagen dieser Art tätigten; die auf D-Mark und Schweizer Franken lautenden Einlagen nahmen trotz der vorerwähnten leichten Abwertung dieser Währungen etwas zu, während die Veränderungen bei den anderen Währungen im allgemeinen negativ und überall gering waren.

Der Zuwachs der Einlagen von anderen Einlegern war zwar recht erheblich, aber deutlich weniger ausgeprägt als im vorangegangenen Geschäftsjahr, wobei sich der Einlagenbestand um 58,2% erhöhte, nachdem er sich zuvor fast verdreifacht hatte; maßgeblich hierfür war in erster Linie der Zugang neuer Dollareinlagen, die an das Sonderziehungsrecht indexiert wurden.

Der dominierende Anteil der Einlagen von Zentralbanken an den gesamten Fremdmitteln ging weiterhin leicht zurück und beträgt nunmehr, nach der neuen Umrechnung, 96,8% gegenüber zuvor 97,4%, während sich jener der Einlagen von anderen Einlegern entsprechend erhöhte.

Der nachstehenden Tabelle ist zu entnehmen, daß sich der Anteil der Währungseinlagen an den gesamten Fremdmitteln im Geschäftsjahr von 77,8 auf 80,7% erhöhte und jener der Goldeinlagen von 22,2 auf 19,3% zurückging.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)

| 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 |
| | 1979 | 1980 | | 1979 | 1980 | | 1979 | 1980 | |
| Millionen Franken | | | | | | | | | |
| Auf Sicht | 3 941 | 4 432 | + 491 | 188 | 368 | + 178 | 4 129 | 4 798 | + 669 |
| Bis zu 3 Monaten . . | 49 | 46 | - 3 | 10 688 | 15 992 | + 5 304 | 10 737 | 16 038 | + 5 301 |
| Mehr als 3 Monate . . | 9 | 9 | - | 3 116 | 2 394 | - 722 | 3 125 | 2 403 | - 722 |
| Zusammen | 3 999 | 4 487 | + 488 | 13 992 | 18 752 | + 4 760 | 17 991 | 23 239 | + 5 248 |

Bei der Laufzeit erhöhte sich der Anteil der Termineinlagen an den gesamten Fremdmitteln von 77 auf 79,4%, während jener der Sichteinlagen von 23 auf 20,6% abnahm.

a) Goldeinlagen

Fr. 4 486 882 681

verglichen mit vorher Fr. 3 999 Mio.; der Zuwachs von Fr. 488 Mio. (12,2%) liegt beträchtlich über dem im vorangegangenen Geschäftsjahr (Fr. 41 Mio.); er entspricht fast genau der Erhöhung der Sichteinlagen, die das Ergebnis eines Nettozugangs neuer Einlagen von mehreren Zentralbanken und einer Verringerung des für Swaps verwendeten Goldes ist, wobei das betreffende Gold bei Fälligkeit der

Swaps auf Sichtkonten bei der Bank belassen wurde; die Höhe der Goldtermin-einlagen blieb trotz Schwankungen im Geschäftsjahr praktisch unverändert, und nur jene mit einer Restlaufzeit bis zu drei Monaten wiesen einen leichten Rückgang auf.

b) Währungseinlagen Fr. 18 752 198 598

verglichen mit vorher Fr. 13 992 Mio. Dieser Posten, der jetzt einen Anteil von gut drei Vierteln an den gesamten Passiva hat, verzeichnete eine besonders kräftige Zunahme von Fr. 4 760 Mio. oder 34% (vorangegangenes Geschäftsjahr: + 20,3%); der bei weitem größte Teil des Zuwachses entfiel auf Einlagen bis zu drei Monaten, die um die Hälfte zunahmen, wenn sich auch die Sichteinlagen fast verdoppelten; demgegenüber nahmen die Einlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten um fast ein Viertel ab. Hierin zeigt sich eine deutliche Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit aller Währungseinlagen bei der Bank im Geschäftsjahr.

AKTIVA (MITTELV ERWENDUNG)

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

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

| Aktiva | Ende des Geschäftsjahres am 31. März | | Veränderung | |
|--|--------------------------------------|--------|-------------|---------|
| | 1979 | 1980 | | |
| Millionen Franken | | | | |
| Kassenmittel | | | | |
| Gold | 4 987 | 5 313 | + | 326 |
| Währungen | 20 | 15 | - | 5 |
| Schatzwechsel (Währungen) | | 156 | | - 104 |
| Terminguthaben und Kredite (Währungen) | 12 952 | 14 487 | | + 1 535 |
| Sonstige Wertpapiere (Währungen) | 867 | 4 268 | | + 3 401 |
| Zusammen | | | | |
| Gold | 4 987 | 5 313 | + | 326 |
| Währungen | 14 099 | 18 926 | + | 4 827 |
| | 19 086 | 24 239 | | + 5 153 |

a) Gold Fr. 5 313 151 938

verglichen mit vorher Fr. 4 987 Mio. Dieser Posten stieg um Fr. 326 Mio. (6,5%), während er im vorangegangenen Geschäftsjahr leicht abgenommen hatte. Die Erhöhung beruht auf einem Nettozugang von Goldeinlagen von verschiedenen Zentralbanken und, in geringerem Ausmaß, dem Fälligwerden von mit dem Markt abgeschlossenen Swaps in Gold (per Kasse verkauft) gegen US-Dollar.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 15 504 444

verglichen mit vorher Fr. 20 Mio. Dieser Posten war am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres leicht überhöht, als der Bank kurzfristig Mittel zuzugingen, die von ihr als Kassenbestand zu halten waren.

c) Schatzwechsel Fr. 156 032 236

verglichen mit vorher Fr. 260 Mio. Der Rückgang um Fr. 104 Mio. (40%), der nur Forderungen in US-Dollar betraf, beträgt etwa die Hälfte des Zuwachses vom vorangegangenen Geschäftsjahr und entspricht der Differenz zwischen fällig gewordenen Inhaber-Schatzwechseln einer ausländischen Regierung und dem Erwerb von US-Schatzwechseln.

d) Terminguthaben und Kredite Fr. 14 486 946 979

verglichen mit vorher Fr. 12 952 Mio.; diese Forderungen, die ausschließlich auf Währungen lauten und der bei weitem wichtigste Posten auf der Aktivseite sind, erhöhten sich um Fr. 1 535 Mio. (11,9%) und damit prozentual etwas weniger als im vorangegangenen Geschäftsjahr; der Zuwachs beruhte auf Einlagen an einer Vielzahl von Märkten, die hauptsächlich zu etwa gleich hohen Beträgen in US-Dollar und D-Mark und in viel geringerem Umfang in Schweizer Franken und verschiedenen anderen Währungen getätigt wurden; verglichen mit der Struktur der Fremdmittel ist der Anteil der in anderen Währungen als dem US-Dollar und dem Schweizer Franken gehaltenen Aktiva viel größer; dies beruht darauf, daß die Bank bei Erhalt von Einlagen in US-Dollar, die an das Sonderziehungsrecht indexiert sind, Deckungsgeschäfte im allgemeinen in der Form von Kassakäufen gegen US-Dollar abschließt und gleichzeitig die erworbenen Währungen anlegt.

e) Sonstige Wertpapiere Fr. 4 267 952 816

verglichen mit vorher Fr. 867 Mio. Dieser Posten verfünffachte sich praktisch, nachdem er bereits im vorangegangenen Geschäftsjahr um fast drei Viertel gestiegen war. Die Zunahme von 3 401 Mio. bestand in US-Dollar und ist in der Hauptsache auf den Erwerb von diversen US-Staatspapieren durch die Bank im Rahmen von Pensionsgeschäften zurückzuführen; darüber hinaus wurden am US-Markt von Banken begebene Einlagezertifikate erworben, denen jedoch fällig gewordene staatlich garantierte Schuldscheine verschiedener Art weitgehend gegenüberstanden.

In der nachstehenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“ nach der Restlaufzeit zusammengestellt.

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

| Restlaufzeit | Ende des Geschäftsjahres am 31. März | | Veränderung |
|-----------------------------|--------------------------------------|--------|-------------|
| | 1979 | 1980 | |
| | Millionen Franken | | |
| Bis zu 3 Monaten | 8 068 | 14 652 | + 6 584 |
| Mehr als 3 Monate | 5 751 | 4 103 | - 1 648 |
| Zusammen | 13 819 | 18 755 | + 4 936 |

Aus der Tabelle wird ersichtlich, daß sich die durchschnittliche Restlaufzeit dieser Anlagen erheblich verkürzt hat, worin sich die bereits beschriebenen Veränderungen bei den erhaltenen Währungseinlagen niederschlagen; die Aktiva bis zu drei Monaten erhöhten sich um etwa vier Fünftel, während sich die Anlagen mit mehr als drei Monaten Restlaufzeit um über ein Viertel verringerten.

f) Verschiedenes Fr. 169 827 753

verglichen mit vorher Fr. 15 Mio. Die Zunahme um Fr. 155 Mio. hat im großen und ganzen buchungstechnische Gründe, die darauf beruhen, daß sich infolge des während des Geschäftsjahres gestiegenen Marktpreises für Gold das Goldgewicht für mit Zentralbanken gegen Währungen abgeschlossene Swaps (Kassakäufe von Gold zu marktnahen Preisen) bei Erneuerung dieser Swaps erheblich verringerte; buchungstechnisch fiel daher der Wert des Goldes erheblich unter den der von der Bank bereitgestellten Währungen.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von Fr. 164 204 075

verglichen mit einem ebenfalls negativen Saldo von Fr. 326 Mio. am Anfang des Geschäftsjahres; die Abnahme (Fr. 162 Mio.) des zu liefernden Goldes beruhte hauptsächlich auf der (bereits unter „Verschiedenes“ erwähnten) Verringerung des Goldgewichts im Rahmen der mit Zentralbanken getätigten Swapgeschäfte; dieser Rückgang wurde jedoch teilweise durch das Fälligwerden von mit dem Markt abgeschlossenen Swaps in Gold (Verkauf per Kasse) gegen US-Dollar kompensiert.

* * *

Die Geschäfte der Bank, die 1978/79 mäßig zugenommen hatten, weiteten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr mit deutlich schnellerem Tempo aus und erreichten ein Rekordvolumen.

3. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1980 abgelaufene fünfzigste Geschäftsjahr endete mit einem Gesamtertrag von Fr. 54 966 432 (im Vorjahr: ca. Fr. 45 123 000; 1977/78: ca. Fr. 41 507 000). Die weitere Zunahme im Berichtsjahr beruhte hauptsächlich auf dem größeren Geschäftsvolumen in dieser Zeit, dem höheren Zinsniveau an verschiedenen Märkten, dem größeren Anteil der in Währungen gehaltenen eigenen Mittel der Bank und der Einbeziehung des Nettoerlöses von Fr. 2 630 695 aus dem Verkauf des alten Bankgebäudes.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, Fr. 3 989 054 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von Fr. 50 977 378 (im Vorjahr: ca. Fr. 44 775 000; 1977/78: ca. Fr. 38 781 000). Die Verwendung dieses Betrags ist in Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von Fr. 50 977 378 wie folgt zu verwenden:

1. Hinsichtlich der gemäß Artikel 51 Ziffer 2 der Statuten vorgesehenen Dividende auf 473 125 Aktien
 - a) Fr. 14 648 234 zur Zahlung von sfr 110 je Aktie für das am 31. März 1980 abgelaufene Geschäftsjahr sowie

- b) Fr. 3 329 144 zur Zahlung einer einmaligen Sonderdividende von sfr 25 je Aktie aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens der Bank;
2. Fr. 13 200 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
 3. Fr. 1 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
 4. Fr. 18 800 000 — 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 1980 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1980 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank 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 diesbezüglichen Anmerkungen auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1980 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

Daneben wurde pro forma für Vergleichszwecke die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung auf der alten Umrechnungsbasis erstellt; sie befinden sich am Ende dieses Berichts.

4. 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 Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig.

Das Finanzjahr 1979/80 der Young-Anleihe ging am 1. Juni 1980 zu Ende; zu diesem Datum wurden alle noch ausstehenden Konversionsschuldverschreibungen fällig und getilgt. Die Zinsen für das Finanzjahr 1979/80 wurden der Bank ordnungsgemäß gezahlt und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Da die Fundierungsschuldverschreibungen bereits am 1. Dezember 1972 vollständig eingelöst wurden, sind jetzt sämtliche in Ausführung des Londoner Abkommens ausgegebenen Schuldverschreibungen der Young-Anleihe getilgt. Indessen könnten, wie weiter unten ausgeführt wird, die Inhaber der Schuldverschreibungen und Zinsscheine aufgrund der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe einen Anspruch auf zusätzliche Zahlungen haben.

Die folgende Tabelle zeigt den Stand dieser Anleihe.

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

| Ausgabe | Währung | Einlösungswert* | | | Tilgung von Schuldverschreibungen bei Endfälligkeit (1. Juni 1980) |
|---------------------|---------|-----------------------------------|---|------------|--|
| | | Ausgegebene Schuldverschreibungen | Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre | | |
| | | | 1959/59 bis 1978/79 | 1979/80 | |
| Amerikanische . . | \$ | 90 139 000 | 33 197 000 | 766 000 | 56 176 000 |
| Belgische | bfr | 202 894 000 | 71 524 000 | 37 001 000 | 94 369 000 |
| Britische | £ | 39 055 000 | 13 675 000 | 2 522 000 | 22 858 000 |
| Deutsche | DM | 14 509 000 | 4 917 000 | 96 000 | 9 496 000 |
| Französische . . . | FF | 633 074 000 | 224 447 000 | 25 261 000 | 393 366 000 |
| Niederländische . . | hfl | 52 581 000 | 18 190 000 | 6 770 000 | 27 621 000 |
| Schwedische | skr | 126 866 000 | 45 134 000 | 6 830 000 | 74 702 000 |
| Schweizerische . . | sfr | 58 393 000 | 20 152 000 | 948 000 | 37 293 000 |

* Auf der Grundlage der von der deutschen Bundesschuldenverwaltung für die Fälligkeit am 1. Dezember 1979 ermittelten Einlösungswerte im Anschluß an die am 1. April 1978 in Kraft getretene zweite Änderung des Übereinkommens über den Internationalen Währungsfonds, mit der die Paritäten aufgehoben wurden. In diesen Werten sind nicht enthalten die späteren Änderungen der Wechselkurse der Ausgabewährungen bis 31. März 1978, soweit mit ihnen nicht eine formelle Änderung ihrer Parität verbunden war, sowie danach die Höherbewertung der Deutschen Mark, des holländischen Guldens und des Schweizer Frankens gegenüber den übrigen Ausgabewährungen.

Die deutsche Bundesschuldenverwaltung teilte dem Treuhänder mit, daß sie nach der am 1. April 1978 in Kraft getretenen zweiten Änderung des Übereinkommens über den Internationalen Währungsfonds beschlossen hat, die Währungssicherungsklausel anzuwenden und künftig die den Inhabern von Konversionsschuldverschreibungen und dazugehörigen Zinsscheinen geschuldeten Beträge auf der Grundlage von Artikel 13(c) des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 zu berechnen. Ab dem Einlösungstermin vom 1. Juni 1978 werden demnach die Einlösungswerte der Konversionsschuldverschreibungen und der dazugehörigen Zinsscheine durch die Bundesschuldenverwaltung jeweils auf der Grundlage des an jedem Einlösungstermin für die einzelnen Emissionswährungen der Young-Anleihe bestehenden Wechselkurses festgesetzt. Maßgebend ist der Wechselkurs der Emissionswährung mit der „geringsten Abwertung“ im Sinne von Ziffer 2(e) von Abschnitt A der Anlage I zum Londoner Abkommen. Vor der obenerwähnten Änderung hatte die deutsche Bundesschuldenverwaltung die Ansicht vertreten, daß eine Anwendung der Währungssicherungsklausel lediglich für die dem Internationalen Währungsfonds mitgeteilten Paritäten in Frage komme.

Wie im neunundvierzigsten Jahresbericht der BIZ ausgeführt wurde, war zu den Einlösungsterminen für die Anleihe am 1. Juni und 1. Dezember 1978 der belgische Franken nach Auffassung der deutschen Bundesschuldenverwaltung die „Währung mit der geringsten Abwertung“; entsprechend wurden die den Inhabern der amerikanischen, britischen, französischen und schwedischen Ausgabe am 1. Juni 1978 geschuldeten Beträge erheblich und jene den Inhabern der amerikanischen Ausgabe am 1. Dezember 1978 zu zahlenden Beträge geringfügig weiter nach oben angepaßt. Zu den Einlösungsterminen für die Anleihe am 1. Juni und 1. Dezember 1979 wurde der belgische Franken von der Bundesschuldenverwaltung nach wie vor als die „Währung mit der geringsten Abwertung“ angesehen; die auf dieser Basis von der Bundesschuldenverwaltung durchgeführte Berechnung ergab eine leichte

Herabsetzung der den Inhabern der amerikanischen und der britischen Ausgabe am 1. Juni 1979 geschuldeten Beträge, während die per 1. Dezember 1979 fälligen Einlösungswerte für alle Ausgaben unverändert blieben.

Der Treuhänder begrüßt zwar die Entscheidung der Bundesschuldenverwaltung, die den Anleiheinhabern geschuldeten Einlösungsbeträge ab 1. Juni 1978 neu zu berechnen, ist jedoch gleichwohl der Ansicht, daß bereits De-facto-Abwertungen zu einer Anpassung hätten führen müssen, um jene Anleiheinhaber zu entschädigen, deren Ausgabe auf eine Währung lautet, die seit 1971 ständig an Wert verloren hat. Sowohl diese Frage als auch die allgemeinere, ob die Währungsgarantie auch auf De-facto-Aufwertungen von Währungen entsprechend anwendbar ist, wurde den Regierungen der Länder, in denen die Schuldverschreibungen der Anleihe ausgegeben worden sind, unterbreitet, und der Treuhänder hat diese ersucht, sich der Angelegenheit anzunehmen und alles zu tun, um sicherzustellen, daß eine angemessene Lösung gefunden wird. Der Treuhänder teilte der Bundesschuldenverwaltung mit, daß die von ihm anlässlich des Rechtsstreits im Zusammenhang mit der Aufwertung der D-Mark von 1961 und 1969 geäußerten Vorbehalte, mit denen die Rechte der Inhaber der Young-Anleihe in bezug auf die Anwendung der Währungssicherungsklausel gewahrt bleiben sollten, auch für die Frage der floatenden Währungen gelten. Diese Vorbehalte des Treuhänders bleiben unberührt davon, daß Zinsscheine sowie Schuldverschreibungen bereits seit dem 1. Juni 1961 und insbesondere zur Endfälligkeit am 1. Juni 1980 zur Einlösung vorgelegt wurden.

Die Frage, ob die im Londoner Abkommen enthaltene Währungssicherungsklausel im Falle der Aufwertungen der Deutschen Mark von 1961 und 1969 anwendbar ist, wurde im Mai 1971 von den Regierungen Belgiens, Frankreichs, Großbritanniens, der Schweiz und der Vereinigten Staaten als Antragsteller sowie der Regierung der Bundesrepublik Deutschland als Antragsgegner dem in Artikel 28 des Londoner Abkommens vorgesehenen Schiedsgerichtshof unterbreitet. Das Schiedsgericht fällte seinen Spruch am 16. Mai 1980 mit vier gegen drei Stimmen zugunsten des Antragsgegners. Der Treuhänder hofft, daß mit dieser Entscheidung die Voraussetzungen für eine Lösung der noch offenen Fragen geschaffen wurden.

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 anerkannten Schuldverschreibungen der amerikanischen und der britisch-niederländischen Ausgabe waren 1978 bzw. 1979 alle getilgt; die noch ausstehenden Schuldverschreibungen der schweizerischen Ausgabe werden am 1. Juli 1980 fällig; die Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930 wird dann vollständig getilgt sein.

5. 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 % | Endfälligkeit |
|--|------------------|------------------|---|---------------------------|-------------------------------------|------------|---------------|
| | | | | Ursprünglich | Am 1. April 1980 noch nicht getilgt | | |
| 1 | 1954 | USA | US-Regierung | \$ 100 000 000 | — | 3% | 1979 |
| 2 | 1955 | Belgien | Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel | bfr 200 000 000 | 34 800 000 | 3% | 1982 |
| 3 | 1955 | Deutschland (BR) | Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹ | DM 50 000 000 | 1 274 400 | 3% | 1981 |
| 4 | 1955 | Luxemburg | Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg | bfr 20 000 000 | 3 480 000 | 3% | 1982 |
| 5 | 1956 | Saarland | Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken | lfr 5 000 000 | — | 3% | 1961 |
| 6 | 1956 | Schweiz | Kapitalmarktemission | DM 2 977 450 ² | — | 4% | 1977 |
| 7 | 1957 | USA | Kapitalmarktemission | sfr 50 000 000 | — | 4% | 1974 |
| 8 | | | Kapitalmarktemission | \$ 25 000 000 | — | 5% | 1975 |
| 9 | | | Verschiedene Banken | \$ 7 000 000 | — | 5 | 1962 |
| 10 | 1957 | Luxemburg | Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg | \$ 3 000 000 | — | 5 | 1962 |
| 11 | 1958 | USA | Kapitalmarktemission | lfr 100 000 000 | 21 793 586 | 5% | 1982 |
| 12 | | | Kapitalmarktemission | \$ 35 000 000 | — | 5 | 1978 |
| 13 | | | Kapitalmarktemission | \$ 15 000 000 | — | 4% | 1963 |
| 14 | 1960 | USA | Kapitalmarktemission | \$ 25 000 000 | 1 900 000 | 5% | 1980 |
| 15 | 1961 | Luxemburg | Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg | \$ 3 300 000 | — | 4% | 1963 |
| | | | | \$ 3 300 000 | — | 4% | 1964 |
| 16 | 1961 | Niederlande | Kapitalmarktemission | \$ 3 400 000 | — | 5 | 1965 |
| 15 | 1961 | Luxemburg | Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg | lfr 100 000 000 | 40 142 654 | 5% | 1986 |
| 16 | 1961 | Niederlande | Kapitalmarktemission | hfl 50 000 000 | 6 450 000 | 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 lautete auf 350 000 000 alte französische Franken.

Im Geschäftsjahr 1979/80 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund Fr. 0,5 Mio. für Zinsen und von rund Fr. 6 Mio. für Tilgungen entgegengenommen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres hat sich der insgesamt ausstehende Betrag auf den Gegenwert von rund Fr. 5 Mio. vermindert.

6. 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 Institution wurde am 6. April 1973 von den Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft für Zwecke der Verwaltung des im April 1972 in Kraft gesetzten gemeinschaftlichen Wechselkursverbunds

(„Schlange“) und der bereits bestehenden oder im Zusammenhang mit der „Schlange“ eingerichteten gegenseitigen Kreditfazilitäten errichtet. Der Aufgabenkreis erweiterte sich im März und April 1976 mit dem Abschluß der ersten Anleihe-transaktion der Gemeinschaft, mit deren Abwicklung der Fonds betraut wurde, und insbesondere mit der Einführung des die Währungsschlange am 13. März 1979 ersetzenden Europäischen Währungssystems (EWS).

Als Agent des Fonds hat die Bank im wesentlichen zweierlei Aufgaben: einmal Aufgaben im Zusammenhang mit den Transaktionen im Rahmen des Europäischen Währungssystems; zum anderen besorgt sie die finanzielle Abwicklung der Gemeinschaftsanleihen.

1. Bezüglich des ersten Punktes hat die Bank im wesentlichen folgende Funktionen:

- a) Sie verbucht auf den Konten des Fonds in Europäischen Währungseinheiten (ECU)
 - die dem Agenten mitgeteilten Verbindlichkeiten und Forderungen der am EWS-Wechselkursverbund teilnehmenden EG-Zentralbanken gegenüber dem Fonds aus ihren Interventionen in Währungen von Mitgliedsländern;
 - die sofortige oder periodische Abrechnung dieser sehr kurzfristigen Verbindlichkeiten und Forderungen.
- b) Im Zusammenhang mit der Schaffung, Verwendung und Verzinsung von ECU hat die Bank
 - im Namen und für Rechnung des Fonds Swapgeschäfte mit jeder EG-Zentralbank abzuschließen, wobei den betreffenden Notenbanken per Kasse ECU im Austausch gegen 20% ihrer Goldbestände und 20% ihrer Bruttoreserven in Dollar überlassen werden. Diese Swapgeschäfte werden alle drei Monate erneuert, wobei die notwendigen Anpassungen erfolgen, einmal um sicherzustellen, daß die Einzahlung einer jeden Zentralbank beim Fonds mindestens 20% ihrer jeweiligen am Ende des Monats vor dem Verlängerungstichtag vorhandenen Bruttoreserven in Gold und Dollar entspricht, und zweitens, um Preis- und Wechselkursänderungen bei Gold und beim Dollar gegenüber der ECU zu berücksichtigen;
 - die hinterlegenden Zentralbanken im Namen des Fonds mit der Verwaltung der von ihnen auf den Fonds übertragenen Gold- und Dollaraktiva zu betrauen;
 - Überweisungen zwischen den ECU-Reservekonten der Zentralbanken insbesondere zum Ausgleich der Forderungen und Verbindlichkeiten aus den Interventionen im Rahmen des EWS-Wechselkursmechanismus sowie Zinsen auf den Nettopositionen der Zentralbanken in ECU vorzunehmen.
- c) Die Bank verbucht beim Fonds die Transaktionen im Rahmen des kurzfristigen Währungsbestands.

Im ersten Jahr des Bestehens des EWS beliefen sich die Interventionen der am Wechselkursverbund teilnehmenden Zentralbanken, soweit sie sich als ECU-Einträgen in den Büchern des EFWZ niederschlagen, auf insgesamt etwa ECU 4 Mrd.

Am 31. März 1980 waren insgesamt fast ECU 33 Mrd. vom Fonds emittiert, das sind zum Kurs des genannten Stichtags rund US-\$ 43 Mrd. Diese ECU bestanden als Gegenposten zu den obligatorischen Einzahlungen von Reserveaktiva der am EWS-Wechselkursverbund teilnehmenden EG-Zentralbanken und zum freiwilligen Beitrag, den die Bank von England einige Monate nach dem Ingangsetzen des Systems geleistet hatte. Ein Teil dieser ECU-Aktiva wurde von verschiedenen EG-Zentralbanken hauptsächlich zum vollständigen oder teilweisen Ausgleich ihrer aus den obenerwähnten Interventionen entstandenen Verbindlichkeiten verwendet.

Der kurzfristige Währungsbestand wurde zuletzt 1974 von der Bank von Italien beansprucht und seither nicht mehr reaktiviert.

2. In ihrer Funktion als Agent des Fonds für die Abwicklung der Anleihe- und Darlehenstransaktionen, welche die Gemeinschaft aufgrund der Verordnungen des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom Februar 1975 beschloß, hat die Bank hauptsächlich

- über die Konten, die der Fonds bei der Bank auf seinen Namen eröffnet hat, Zahlungen auszuführen, die mit diesen Kreditoperationen zusammenhängen; es handelt sich hierbei jedoch lediglich um Durchlaufkonten, denn die Mittel, die dem Fonds im Rahmen der von der Gemeinschaft abgeschlossenen Kreditaufnahmevereinbarungen zufließen, werden am selben Wertstellungstag auf die Konten der Endempfänger der Zahlungen überwiesen;
- diese Vorgänge beim Fonds 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 EG durchgeführten Transaktionen zu unterrichten.

Während des Geschäftsjahres 1979/80 hat die Bank in ihrer Funktion als Agent des Fonds Zins- und Provisionszahlungen sowie die Tilgung einer 1976 von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft begebenen Anleihe von \$ 500 Mio. abgewickelt. Am 31. März 1980 verwaltete sie nach dieser Tilgung insgesamt sechs Anleihen in Höhe von US-\$ 1,1 Mrd. und DM 0,5 Mrd.; von dem Erlös waren etwa 85% an Italien und der Restbetrag an Irland ausgeliehen. Für sämtliche Anleihen und entsprechenden Darlehen sind feste Zinssätze vereinbart, die je nach Laufzeit (ursprünglich mehr als fünf Jahre im Durchschnitt), Emissionswährung und Zeitpunkt des Vertragsabschlusses zwischen 7¼ und 8¼% liegen.

7. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Herr Dr. Jelle Zijlstra, dessen Mandat als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank am 30. Juni 1979 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 11. Juni 1979 gemäß Artikel 38 der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis 30. Juni 1982 in beiden Ämtern bestätigt.

Im Oktober 1979 wurde Herr Dr. Carlo Azeglio Ciampi als Nachfolger von Herrn Prof. Paolo Baffi zum Gouverneur der Bank von Italien bestellt, womit er ex

officio auch dessen Sitz im Verwaltungsrat übernahm. In der Sitzung vom 13. November 1979 sprach der Vorsitzende Herr Prof. Baffi den aufrichtigen Dank aller Verwaltungsratsmitglieder für sein außerordentlich verdienstvolles Wirken während einer Amtszeit von mehr als 19 Jahren zunächst als Stellvertreter, dann als Vollmitglied und schließlich als Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats aus.

Herr Carl-Henrik Nordlander trat im November 1979 von seinem Amt als Gouverneur der Schwedischen Reichsbank zurück und legte gleichzeitig seinen Sitz im Verwaltungsrat der Bank nieder. In der Verwaltungsratssitzung vom 13. November 1979 dankte der Vorsitzende Herrn Nordlander für die überaus wertvollen Dienste, die er der Bank während seiner Amtszeit von drei Jahren geleistet hat.

Im November 1979 übernahm Herr Renaud de la Genière von Herrn Bernard Clappier das Amt des Gouverneurs der Bank von Frankreich und wurde damit ex officio an dessen Stelle Mitglied des Verwaltungsrats. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Dezember 1979 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr de la Genière gemäß Artikel 27(2) der Statuten Herrn Clappier zum Verwaltungsratsmitglied für die Zeit bis 27. November 1982 ernannt hatte. Der Vorsitzende brachte zudem die Genugtuung des Verwaltungsrats darüber zum Ausdruck, daß Herr Clappier, der dem Verwaltungsrat ex officio seit Juli 1974 angehört hatte, weiterhin dessen Mitglied bleibt.

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Dezember 1979 wurde der neue Gouverneur der Schwedischen Reichsbank, Herr Lars Wohlin, gemäß Artikel 27(3) und 28 der Statuten für die Zeit bis 31. März 1981 in den Verwaltungsrat gewählt.

Herr Karl Otto Pöhl übernahm am 1. Januar 1980 von Herrn Dr. Otmar Emminger das Amt des Präsidenten der Deutschen Bundesbank und damit ex officio auch dessen Sitz im Verwaltungsrat. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Dezember 1979 sprach der Vorsitzende Herrn Dr. Emminger den herzlichen und tiefempfundenen Dank aller Verwaltungsratsmitglieder für seine hervorragenden Leistungen im Dienste der Bank und bei der Förderung der Zusammenarbeit zwischen den Notenbanken während einer über zehnjährigen Amtszeit erst als Stellvertretendes und dann als Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats aus.

Herr Dr. Antonino Occhiuto stellte am 11. Februar 1980 seinen Sitz im Verwaltungsrat zur Verfügung. In der Verwaltungsratssitzung vom 8. Januar 1980 würdigte der Vorsitzende die außerordentlich wertvollen Verdienste, die sich Herr Dr. Occhiuto während einer Amtszeit von viereinhalb Jahren erworben hatte.

In der Sitzung vom 12. Februar 1980 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Ciampi, Gouverneur der Bank von Italien, Herrn Prof. Paolo Baffi auf den durch den Rücktritt von Herrn Dr. Occhiuto freigewordenen Platz im Verwaltungsrat berufen hatte. Diese Berufung erfolgte gemäß den Artikeln 27(2) und 28 der Statuten für die am 7. November 1981 endende Restlaufzeit des Mandats von Herrn Dr. Occhiuto. Der Vorsitzende brachte die Genugtuung des Verwaltungsrats darüber zum Ausdruck, daß Herr Prof. Baffi aufs neue an dessen Beratungen teilnehmen wird.

In derselben Sitzung gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Pöhl, Präsident der Deutschen Bundesbank, zu seinem Stellvertreter im Verwaltungsrat Herrn Dr. Leonhard Gleske ernannt hat.

Herr Dr. Fritz Leutwiler, dessen Mandat als Mitglied des Verwaltungsrats am 31. März 1980 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 11. März 1980 gemäß Artikel 27(3) der Statuten für eine weitere Periode bis 31. März 1983 in seinem Amt bestätigt.

In derselben Sitzung teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Gordon Richardson, Gouverneur der Bank von England, zu seinem Stellvertreter im Verwaltungsrat Herrn A.D. Loehnis ernannt hatte, der damit Herrn C.W. McMahon ablöste. Der Vorsitzende dankte Herrn McMahon für seine während mehr als sieben Jahren geleistete wertvolle Arbeit für die Bank.

In der Verwaltungsratssitzung vom 11. März 1980 gab der Vorsitzende die Beförderung von Herrn Jean Vallet zum Beigeordneten Direktor mit Wirkung vom 1. April 1980 bekannt.

* * *

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank die Nachricht vom Ableben von Herrn Dr. Milton Gilbert am 28. September 1979 auf. Herr Dr. Gilbert war von November 1960 bis zu seiner Pensionierung Ende Dezember 1975 der Volkswirtschaftliche Berater der Bank und der Leiter ihrer Währungs- und Wirtschaftsabteilung.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Zwei gegensätzliche Eindrücke ergeben sich aus den wichtigsten Kapiteln dieses Berichts. Der erste besteht darin, daß die Aussichten für 1980 weniger düster sind, als es eine vereinfachende Analogie zwischen dem zweiten Ölschock und dem von 1973/74 nahelegen mag. Der andere jedoch läßt sich dahingehend formulieren, daß man zwar das laufende Jahr mit einer gewissen Gelassenheit betrachten kann, für die Jahre danach indessen dunkle Wolken am Horizont heraufziehen. Die verantwortlichen Wirtschaftspolitiker sind sich dieser Ambivalenz wohl bewußt, und dieser Bericht widerspricht nicht dem, was inzwischen allgemein einsichtig ist. Gleichwohl können aus einem ähnlichen Befund andere wirtschaftspolitische Folgerungen gezogen werden; es ist die Absicht dieser abschließenden Ausführungen, auf die langfristigen Folgen der wirtschaftspolitischen Wahlmöglichkeiten aufmerksam zu machen, die sich mit der Zeit bieten dürften.

Die Sorge über die längerfristigen Aussichten gründet auf einer Zusammenballung pessimistischer Annahmen oder Prognosen. Am Anfang steht die Furcht, daß die konjunkturelle Entwicklung, verstärkt durch den generellen — und sich mitunter sogar gegenseitig überbietenden — restriktiven geldpolitischen Kurs, die Volkswirtschaften der westlichen Industrieländer in eine tiefe Rezession treiben wird. Solch ein Konjunkturunbruch wird vermutlich die Last der Leistungsbilanzdefizite von den starken auf die schwächeren Industrieländer und insbesondere auf die Entwicklungsländer ohne Erdöl verlagern; und dies wird um so beunruhigender sein, als die weltweiten Ölungleichgewichte diesmal trotz Rezession länger anhalten werden als vor sechs Jahren. In den westlichen Industrieländern selbst wird der Konjunkturunbruch die Arbeitslosigkeit verschärfen und die schon beträchtlichen öffentlichen Deckungslücken weiter aufreißen. Gleichzeitig fürchtet man, daß nach Abklingen der inflationären Exzesse die Abschwächung der Inflation vorzeitig zum Stillstand kommen wird. Der immer noch hohe „Inflationssockel“ wird im Verein mit umfangreichen öffentlichen Defiziten und einem hartnäckigen weltweiten Ölungleichgewicht die Durchführung abgestimmter Maßnahmen zur Konjunkturankurbelung schwierig und deren Beibehaltung vielleicht unmöglich machen. Die westlichen Industrieländer werden sich somit auf dem Weg zurück in die Stagflation wiederfinden, aber bei noch höherer Inflation, geringerem Wachstum und größeren Zahlungsbilanzungleichgewichten als nach dem ersten Ölschock.

Wie kann man verhindern, daß sich dieses pessimistische Szenario verwirklicht? Die Antwort ist, daß es auf kurze Sicht nicht möglich sein wird, alle diese Übel gleichzeitig zu vermeiden. Es wird eine Wahl zu treffen sein, die auf einer Analyse der sich für die Wirtschaftspolitik tatsächlich eröffnenden Möglichkeiten beruhen muß.

Bei der Suche nach der richtigen Entscheidung können allgemeine Orientierungshilfen aufgezeigt werden. Die Erfahrung lehrt uns, wirtschaftspolitische Strategien eher auf die gegebenen Realitäten unter Berücksichtigung der mehr langfristigen Aussichten der Weltwirtschaft zu gründen, als auf jede Schwankung oder

Umkehr kurzfristiger Entwicklungen zu reagieren. Zwei Gründe sprechen hierfür: Erstens haben sich kurzfristige Konjunkturprognosen offenkundig als unzuverlässig erwiesen, wobei die daraus resultierenden destabilisierenden Einflüsse noch durch Verzögerungen bei wirtschaftspolitischen Entscheidungen und deren Durchführung verstärkt wurden. Derartige Fehler bei der Wahl des richtigen Zeitpunkts fallen im Rahmen der internationalen Zusammenarbeit erheblich ins Gewicht, da sie, wie die siebziger Jahre zeigten, international gleichlaufende Konjunkturzyklen oder, als anderes Extrem, große Zahlungsbilanzungleichgewichte und Devisenmarktstörungen hervorbringen können. Zweitens hätte ein solcher Ansatz den zusätzlichen Vorteil, langfristige Engpässe aufzuzeigen, die den aufgrund kurzfristiger Prognosen scheinbar bestehenden Handlungsspielraum einengen.

Was läßt sich in dieser Hinsicht sagen?

Erstens, daß die Inflation ebenso eine unbestreitbare Tatsache wie ein langfristiges Problem ist. Die Teuerungsraten sind hoch und mancherorts noch im Steigen begriffen. Zugegeben: In diesem Bericht wurde argumentiert, die Chancen, den Inflationsauftrieb zu brechen, seien relativ gut zu veranschlagen, vorausgesetzt, daß ein wirksamer restriktiver Kurs verfolgt wird. Längerfristig betrachtet sind indessen mehrere Tatsachen zu berücksichtigen. Die Inflation hat sich in fast allen westlichen Industrieländern bereits seit langem festgesetzt und wird wohl nach dem Gesetz der Trägheit noch lange andauern, wenn auch mit weniger spektakulären Raten. Mit anderen Worten: Der „Inflationssockel“ ist wohl immer noch hoch und läßt sich nur schwer abtragen. Schließlich begann der jüngste Auftrieb in der Zehnergruppe bei einer im historischen Vergleich hohen durchschnittlichen Teuerungsrate von 7%. Eine weitere Tatsache ist, daß jene Länder, die in der Vergangenheit beachtliche Erfolge im Kampf gegen die Inflation erzielten, dies mit Hilfe einer Aufwertung ihrer Währungen erreichten. Diese Länder weisen jetzt sämtlich ein Leistungsbilanzdefizit auf, weshalb es weniger wahrscheinlich ist, daß sie eine Verteuerung ihrer Währung als Waffe im Kampf gegen die Inflation einsetzen können. Was aber noch wichtiger ist: Die allgemeine Erkenntnis, daß eine Abwertung ein großes Handikap in einem weltweiten Inflationsklima darstellt, wie es jedem großen Land, auch bei einer günstigen Zahlungsbilanz, zunehmend erschweren, in dem Ausmaß in den Vorteil der positiven preisdämpfenden Wirkungen einer Aufwertung zu kommen, wie dies Deutschland und die Schweiz in der Vergangenheit erlebten. Die Inflation als Allgemeinübel muß mit Mitteln bekämpft werden, die nicht mit dem Makel eines Aufwertungswettlaufs behaftet sind.

Zweitens hat uns die jüngste Geschichte gelehrt, daß die Inflation in den Industrieländern letztlich die Investitionen und damit das Wachstum schwächt. Dies nicht nur, weil der Preisauftrieb allein durch restriktive Maßnahmen, die natürlich auch die Investitionen drosseln, zum Stillstand gebracht werden kann. Die Geldentwertung schafft zwangsläufig auch ein Klima der Unsicherheit — Inflationsraten sind niemals stabil, noch sind es die Zinsen in einer inflationären Umwelt —, das seinerseits die Investitionsneigung beeinträchtigt.

Drittens lassen sich Lehren aus den Rohstoffbooms von 1973/74 und 1979 ziehen. Beide Male hatte die starke Verteuerung der industriellen Rohstoffe maßgeblichen Anteil an dem beschleunigten Auftrieb der Großhandelspreise in den

wichtigsten Industrieländern. Keiner dieser Preisschübe bei den Rohstoffen kann als vorwiegend „exogener“ Schock angesehen werden, der durch Angebotsausfälle oder Preisabsprachen hervorgerufen wurde, wenn auch bei einzelnen Produkten natürlich derartige äußere Einflüsse erkennbar waren. Vielmehr spricht viel für die Annahme, daß beide Rohstoffbooms durch die dynamische Gesamtnachfrage in den großen Industrieländern ausgelöst wurden und somit weltwirtschaftlich endogen waren. Es gab auch Anzeichen für einen spekulativen Lageraufbau, der durch eine relativ nachgiebige Geldpolitik ermöglicht wurde.

Diese Erfahrungen lassen zwei Schlußfolgerungen zu. Die eine ist, daß die Weltrohstoffmärkte bei dem derzeitigen Produktionspotential und der gegebenen Organisation der Märkte das Tempo bremsen, mit dem die industrielle Produktion in den westlichen Industrieländern ohne Auslösung eines Inflationsprozesses wachsen kann. Die andere besteht darin, daß eine übermäßige Steigerung der industriellen Produktion das Ergebnis parallel laufender expansiver Maßnahmen sein kann, die so nicht beabsichtigt waren, sondern eine Folge wirtschaftspolitischer Fehlschläge oder falscher kurzfristiger Prognosen sind. Problematisch war 1979 nicht, daß sich das Wachstum in der Bundesrepublik Deutschland und Japan beschleunigte, sondern daß sich die Gesamtnachfrage in den USA nicht wie vorausgesagt abschwächte. Vorfälle dieser Art lassen ernste Zweifel an der Wirksamkeit und damit Zweckmäßigkeit einer weltweiten konjunkturellen Feinsteuerung aufkommen.

Schließlich müssen vor allem Lehren aus der Wiederholung des Ölschocks gezogen werden. Was soeben allgemein über die Rohstoffe gesagt wurde, gilt erst recht für den Ölmarkt. Preissteigerungen bei industriellen Rohstoffen ebbten gewöhnlich nach einer Weile ab, Ölpreiserhöhungen offenbar nicht: Auf die Preishöchststände bei industriellen Rohstoffen 1973/74 und 1979 folgte, jedenfalls vorübergehend, zumeist ein Rückgang, während sich der reale Ölpreis im letzten Jahrfünft nur relativ wenig abschwächte und gegenwärtig überhaupt nicht zu fallen scheint. Allein schon aus diesem Grund sind die inflationären Auswirkungen des Ölschocks sehr viel weniger vorübergehender Natur. Gleichzeitig wirkt die Ölverteuerung allgemeiner, einschneidender und länger auf die Zahlungsbilanzen als selbst ein recht umfassender Anstieg der Rohstoffpreise. Ihr Einfluß ist allgemeiner, weil alle Länder Öl verbrauchen, einschneidender, weil die Welt deutlich in eine kleine Gruppe ölausführender und eine große Gruppe öleinführender Länder geteilt ist, während es sehr viel mehr rohstoffexportierende Länder gibt, hauptsächlich Entwicklungsländer, aber auch einige Industriestaaten; und die Wirkung hält gewöhnlich länger an, weil einer Handvoll Ölproduzenten mit niedriger Absorption ein beträchtliches Gewicht zukommt.

Kann die Verteuerung des Öls, so wie die der industriellen Rohstoffe, teilweise dem weltweiten Nachfragedruck angelastet werden? Zwei Argumente lassen sich dagegen anführen: Erstens hatte die Unterbrechung der Öllieferungen als Folge der iranischen Revolution eine direkte ursächliche Wirkung, und zweitens besitzt die OPEC faktisch ein Preismonopol. Dem kann andererseits entgegengehalten werden, daß die Lieferausfälle im Iran rascher am Weltmarkt hätten abgefangen werden können, wenn eine angemessene Sicherheitsmarge nicht nur bei den Vorräten, sondern auch im Verhältnis von Produktionspotential und Endnachfrage bestanden hätte. Ein solcher Sicherheitsspielraum hätte auch die Preissetzungsmacht der OPEC

begrenzt, die kein Monopol, sondern bestenfalls ein Oligopol darstellt; und bekanntlich wird der organisatorische Zusammenhalt einer oligopolistischen Produzentengruppe durch einen Verkäufermarkt sehr gestärkt.

Diese Überlegungen münden in mehrere allgemeine wirtschaftspolitische Empfehlungen.

Die erste betrifft Dauer und Wesen antiinflationärer wirtschaftspolitischer Strategien. Die Behörden der westlichen Industrieländer haben sowohl einzeln als auch in ihrer Gesamtheit deutlich gemacht, daß ihre erste Priorität auf der Inflationsbekämpfung liegt. Unglücklicherweise reicht dies nicht. Sie sollten auch klarstellen, daß sie weiterhin alle verfügbaren stabilitätspolitischen Instrumente so lange einsetzen werden, bis die Inflation beträchtlich das Niveau unterschritten hat, das vor der Ölpreisexplosion in den verschiedenen Volkswirtschaften als „Inflationssockel“ angesehen wurde. Ohne eine solche ausdrückliche Verpflichtung wird der derzeitige wirtschaftspolitische Kurs unglaubwürdig und ein dauerhafter Sieg der gegenwärtigen Politik des knappen Geldes über die Inflation unmöglich.

Längerfristig betrachtet gibt es keine Alternative zu dem empfohlenen Kurs, denn je länger die Inflation andauert, desto schmerzhafter wird die Heilung. Eine Stimulierung der Nachfrage mag kurzfristig wirkungsvoll sein, doch längerfristig gibt es keine Wahlmöglichkeit zwischen Wachstum und stabilen Preisen. Aus den siebziger Jahren geht klar hervor, daß das Bemühen, aus der Stagflationsfalle durch eine Strategie des „forcierten Wachstums“ auszubrechen, letzten Endes die Inflation wie auch die Arbeitslosigkeit verschlimmerte. Aus heutiger Sicht läßt sich freilich auch nicht feststellen, daß ein radikaler wirtschaftspolitischer Kurs dieser Art zwangsläufig unerträgliche Produktions- oder Beschäftigungseinbußen nach sich zieht. Die Argumentation in diesem Bericht geht dahin, daß 1979 die nominalen und realen Lohnzuwächse von sehr wenigen Ausnahmen abgesehen wesentlich niedriger waren als in der ersten Hälfte der siebziger Jahre, was den Grundstein legt für einen möglichen raschen Sieg über die Inflation.

Die Forderung nach dem Einsatz „aller verfügbaren stabilitätspolitischen Instrumente“ verlangt eine gewisse Klarstellung. Sie bedeutet, daß die Geldpolitik — und zwar in den einzelnen Ländern in jeweils unterschiedlichem Maße — nicht nur durch die Finanzpolitik unterstützt werden muß, sondern ebenso durch eine Einkommenspolitik, die auf die Institutionen und Lebensverhältnisse des jeweiligen Landes zugeschnitten ist. Zwar ist der Inflationsprozeß insoweit eine monetäre Erscheinung, als Preissteigerungen nicht fortauern können, soweit sie nicht durch eine Geldschöpfung alimentiert werden. Dies bedeutet zweifellos, daß man sie nur eindämmen kann, wenn die Geldpolitik ihre bisher nachgiebige Haltung aufgibt. In den Ländern freilich, wo sich die Inflation gewissermaßen zu einer Lebensform entwickelt hat, kann ein ausschließlicher Einsatz der Geldpolitik durchaus zu einem sehr scharfen und langwierigen realen Produktionsrückgang führen, bis schließlich eine dauerhafte Wirkung auf die Preise erzielt wird. In solchen Fällen kann sich daher eine Einkommenspolitik insoweit als hilfreich erweisen, als sie den Konsens herzustellen sucht, der zur Verringerung der deflationären Wirkungen der Geldpolitik auf Produktion und Beschäftigung erforderlich ist.

Eine zweite wirtschaftspolitische Empfehlung betrifft den Anpassungsprozeß an die durch den zweiten Ölchock ausgelösten Störungen. Die 1973/74 erstellten Prognosen eines dauerhaft hohen OPEC-Zahlungsbilanzüberschusses gingen vor allem deshalb völlig daneben, weil die Fähigkeit und die Bereitschaft der Ölexporteure zur Einfuhr von Gütern und Dienstleistungen unterschätzt wurden. Es ist unmöglich vorherzusagen, inwieweit der Absorptionsprozeß im Verein mit einer gewissen Umkehr des für die Ölexporteure zunächst günstigeren realen Austauschverhältnisses dem früheren Muster gleichen wird. Offensichtlich wäre es für die Weltwirtschaft sehr gefährlich, wenn keiner dieser Korrekturvorgänge eintritt, und es wäre sogar noch gefährlicher, wenn sich der reale Ölpreis weiter nach oben schraubt. Diese Ungewißheit unterstreicht die dringende Notwendigkeit anderer Anpassungsformen. Die einzige rationale Methode ist eindeutig die Einsparung von Öl entweder durch Energieerhaltung oder die Substitution von Öl durch andere Energiequellen. Ein Fortschritt auf diesem Weg ist bereits erzielt worden, doch ist es für die Weltwirtschaft von kardinaler Bedeutung, daß er durch Ausschöpfung aller möglichen Anreize, einschließlich höherer Preise der Energienutzung, noch beschleunigt wird, um beide Formen der Öleinsparung voranzutreiben.

Selbst unter den optimistischsten Annahmen ist allerdings die Erzielung beträchtlicher Öleinsparungen eine langfristige Aufgabe, und dies wirft die Frage auf, was inzwischen getan werden kann. Es wurde vorgeschlagen, den Ölexporteurinnen Finanzanlagen zu bieten, die sie veranlassen, ihre Förderung aufrechtzuerhalten oder möglicherweise sogar noch auszuweiten. Diese Anregungen sollte man prüfen, wenn auch die Schaffung spezieller Anlagemöglichkeiten für eine bestimmte Gruppe von Investoren grundsätzliche Probleme wie auch viele technische Schwierigkeiten entstehen lassen dürfte. Wahrscheinlicher ist, daß sich die westlichen Industrieländer in diesen Übergangsjahren mit einem Wachstum werden begnügen müssen, das so bescheiden ist, daß es ein vernünftiges Gleichgewicht zwischen dem Ölangebot und der Ölnachfrage gewährleistet. Das enttäuschende Fazit lautet, daß eine Welt voller politischer Unsicherheiten und daher auch möglicher weiterer Angebotschocks dringend ein Sicherheitspolster benötigt.

Kurz gesagt lassen der Zustand der Öl- und Rohstoffmärkte wie die Notwendigkeit einer unmißverständlichen Verpflichtung zum Abbau der Inflation — und zwar sogar auf ein Niveau, das unterhalb des Anfang 1979 vorherrschenden „Sockels“ liegt — für die westliche industrielle Welt einen ausgedehnten Zeitraum einschneidend geringen Wachstums erwarten. Dieses Szenario wirft freilich kritische Probleme in anderen Bereichen auf.

Die Liste wird angeführt von dem Problem einer hohen und möglicherweise wachsenden Arbeitslosigkeit. Da diese in vielen Industrieländern bereits zu hoch ist, ist es legitim, darüber nachzudenken, ob die Vorteile eines radikalen Angriffs auf die Inflation sowie einer Eindämmung des Ölüberschusses auf ein erträgliches Ausmaß die sozialen und menschlichen Opfer überwiegen, die dafür wohl zu entrichten wären. Kurzfristig gesehen übertreffen sie diese wahrscheinlich nicht, doch auf längere Sicht gibt es hierzu einfach keine Alternative. Wie oben erwähnt, sichert die Duldung einer höheren Inflation langfristig keineswegs ein stärkeres Wachstum. Doch wird die Hinnahme eines geringeren Wachstums es erleichtern, die Inflation

zu bekämpfen und schließlich eine erneute wirtschaftliche Expansion herbeizuführen. Inzwischen liegt es bei den einzelnen Industriestaaten, mit ihren Traditionen und gesellschaftlichen Strukturen vereinbare Mittel und Wege zu finden, um die aus der Arbeitslosigkeit erwachsenden Probleme zu lösen.

Die zweite entscheidende Frage in den westlichen Industrieländern betrifft die Investitionen. Ein geringeres Wachstum würde Erweiterungsinvestitionen weder anregen noch erforderlich machen. Eine hohe Investitionstätigkeit wäre jedoch in allen Energieeinsparungsbereichen wie auch bei der Entwicklung neuer Energiequellen nötig. Investitionen wären ebenfalls erforderlich, um den Strukturwandel in der Industrie zu erleichtern und so die Voraussetzungen für die nächste Phase einer erneuten Expansion zu schaffen. Auch hier wird man Lösungen finden müssen, die sicherstellen, daß ein schwächeres Wachstum nicht vor derartigen Investitionen zurückhält. Eine Quelle der Hoffnung besteht darin, daß der technologische Fortschritt immer noch beachtlich ist und eine Rückkehr zu einem weniger inflationären und damit auch weniger unsicheren Klima das Wachstum autonomer Investitionen fördern würde. Eine weitere ergibt sich aus der anscheinend dauerhaften Verteuerung der Energie gegenüber dem Kapital wie auch der Arbeit. Diese Verschiebungen der relativen Preise sollten für sich genommen einen Anreiz für energiesparende und vielleicht sogar arbeitsschaffende Investitionen bieten.

Der wichtigste internationale Problembereich wäre die Finanzierung der beträchtlichen Leistungsbilanzdefizite der weniger wohlhabenden, kleineren Industrieländer sowie der Entwicklungsländer ohne Erdölvorkommen. Offensichtlich können es sich diese Länder insgesamt nicht leisten, dem Beispiel der großen wohlhabenden Industrieländer auf dem Weg zu einem beträchtlich schwächeren Wachstum zu folgen. So werden sie einen größeren Teil des weltweiten Öldefizits übernehmen müssen, das selbst nach diesem Szenario wohl umfangreich und dauerhaft ist, wenn auch hoffentlich niedriger als 1980.

Von gegenseitigem Vorteil für diese Länder wie für die großen Industriestaaten wäre es, wenn man unbefangenen Möglichkeiten prüfen würde, mehr Kapital für die zusätzliche Gewinnung von Rohstoffen und Energie in den kleineren Ländern und den Entwicklungsländern zur Verfügung zu stellen.

Zweifellos wird allerdings das internationale Bankensystem bei der Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite eine wichtige Rolle übernehmen müssen. Aus den im Hauptteil dieses Berichts dargelegten Gründen ist es schwieriger als nach dem ersten Ölschock, eine fortwährende geordnete Beteiligung der Banken am Prozeß der Rückschleusung des neuen OPEC-Überschusses zu gewährleisten.

Eine notwendige Voraussetzung zur Sicherung dieser Beteiligung besteht darin, daß innerhalb der beiden erwähnten Ländergruppen im einzelnen Verlagerungen von einem Defizit zum Gleichgewicht und umgekehrt stattfinden sollten. Eine weltweite Anpassung ist offensichtlich unmöglich; „periodische Neuanpassungen“ lassen sich durchaus erreichen. Solche Verlagerungen würden die Fähigkeit bestimmter Schuldnerländer zu einer wirksamen Anpassung unter Beweis stellen und könnten so zur Aufrechterhaltung des Vertrauens sehr wesentlich beitragen. Eine weltweite Vertrauenskrise entsteht wahrscheinlich eher aus einem anhaltenden hartnäckigen Finanzierungsbedarf einzelner Schuldner als aus dem großen weltweiten

Finanzbedarf einer Gruppe von Ländern. Diese Lehre geht sicher aus den Erfahrungen mit dem inländischen Bankgeschäft hervor.

Eine weitere, noch wichtigere Voraussetzung besteht darin, daß Mittel aus offiziellen Quellen einen größeren Anteil der Zahlungsbilanzfinanzierung übernehmen. Es gibt eindeutig einen Spielraum dafür, daß der IWF, der während der letzten Jahre durch den Schuldnermarkt bei internationalen Bankkrediten „verdrängt“ wurde, hierbei eine viel bedeutendere Rolle spielen könnte. Wenn auch die gegenwärtige Liquiditätsverfassung des IWF durchaus zufriedenstellend ist, bestehen doch Zweifel, ob dies in den kommenden Jahren so bleiben wird. Die Größenordnung des absehbaren Defizits der Entwicklungsländer ist ganz beträchtlich. Es mag deshalb bald die Zeit dafür reifen, die Bedingungen zu untersuchen, unter denen der IWF seine Mittel durch direkte Kreditaufnahme bei Überschußländern oder auf dem Markt beträchtlich vergrößern könnte. Es besteht eine begründete Hoffnung, daß diese beiden Vorbedingungen erfüllt werden könnten.

Als allgemeines Fazit bleibt festzuhalten, daß sich die schwierigsten Probleme, mit denen die Weltwirtschaft gegenwärtig konfrontiert ist, aus dem Ungleichgewicht der internationalen Energie- und Rohstoffmärkte sowie aus der der Inflation eigenen Dynamik ergeben. Die Lösung dieser Probleme erfordert zuallererst eine reale wie auch finanzielle Anpassung der westlichen Industrieländer. In dem Umfange, wie wirksame Schritte zur Bewältigung dieser Probleme unternommen werden, werden die sich für das internationale Währungs- und Finanzsystem ankündigenden Schwierigkeiten wahrscheinlich weniger gravierend sein.

RENÉ LARRE
Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG
VOM 31. MÄRZ 1980

AKTIVA

BILANZ VOM
(vor und nach Verwendung)

| | <u>Goldfranken</u> |
|--|------------------------------|
| Gold | 5 313 151 938 |
| Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ... | 15 504 444 |
| Schatzwechsel | 155 032 236 |
| Terminguthaben und Kredite | |
| bis zu 3 Monaten | 11 017 468 563 |
| von mehr als 3 Monaten | <u>3 469 478 416</u> |
| | 14 486 946 979 |
| Sonstige Wertpapiere | |
| bis zu 3 Monaten | 3 634 229 829 |
| von mehr als 3 Monaten | <u>633 722 987</u> |
| | 4 267 952 816 |
| Verschiedenes | 169 827 753 |
| Land, Gebäude und Geschäftsausstattung | 1 |
| | <u><u>24 409 416 167</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-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.</p> <p>Anmerkung 2: Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1950: 164 204 075 Goldfranken.</p> | |

31. MÄRZ 1980
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 | <u>1 500 000 000</u> | |
| Begeben: 473 125 Aktien | <u>1 182 812 500</u> | |
| mit 25%iger Einzahlung | 295 703 125 | 295 703 125 |
| Reserven | | |
| Gesetzlicher Reservefonds | 30 070 313 | 30 070 313 |
| Allgemeiner Reservefonds | 383 952 793 | 397 152 793 |
| Besonderer Dividenden-Reservefonds | 16 530 055 | 17 530 055 |
| Freier Reservefonds | <u>127 930 236</u> | <u>146 730 236</u> |
| | 558 483 397 | 591 483 397 |
| Einlagen (Gold) | | |
| Zentralbanken | | |
| auf Sicht | 4 398 619 874 | |
| bis zu 3 Monaten | 46 569 012 | |
| von mehr als 3 Monaten | 8 611 110 | |
| Andere Einleger | | |
| auf Sicht | <u>33 082 685</u> | |
| | 4 486 882 681 | 4 486 882 681 |
| Einlagen (Währungen) | | |
| Zentralbanken | | |
| auf Sicht | 353 147 840 | |
| bis zu 3 Monaten | 15 665 746 738 | |
| von mehr als 3 Monaten | 2 013 061 158 | |
| Andere Einleger | | |
| auf Sicht | 13 144 928 | |
| bis zu 3 Monaten | 325 889 418 | |
| von mehr als 3 Monaten | <u>381 208 518</u> | |
| | 18 752 198 598 | 18 752 198 598 |
| Verschiedenes | 265 170 988 | 265 170 988 |
| Gewinn- und Verlustrechnung | 50 977 378 | — |
| <i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1980</i> | — | 17 977 378 |
| | <u>24 409 416 167</u> | <u>24 409 416 167</u> |

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH, BASEL

Nach unserer Ansicht geben die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen, auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage, eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1980 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, 28. April 1980

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1980 abgeschlossene Geschäftsjahr

| | <u>Goldfranken</u> |
|--|--------------------|
| Nettozinsen und sonstige Einnahmen | 69 358 154 |
| Abzüglich: Verwaltungskosten: | |
| Verwaltungsrat | 170 421 |
| Direktion und Personal | 11 683 415 |
| Geschäfts- und Bürokosten | <u>5 168 581</u> |
| Geschäftsertrag | 52 335 737 |
| Zuzüglich: Nettoerlös aus dem Verkauf des alten Bankgebäudes | <u>2 630 695</u> |
| Erträge insgesamt | 54 966 432 |
| | |
| Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten | <u>3 989 054</u> |
| Reingewinn für das am 31. März 1980 abgeschlossene Geschäftsjahr | 50 977 378 |
| | |
| Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden: | |
| | |
| Dividende zahlbar auf 473125 Aktien: | |
| 110 Schweizer Franken je Aktie als Jahresdividende | 14 648 234 |
| 25 Schweizer Franken je Aktie als Sonderbonus «fünfzigjähriges Jubiläum» | <u>3 329 144</u> |
| | <u>17 977 378</u> |
| | 33 000 000 |
| | |
| Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds | <u>13 200 000</u> |
| | 19 800 000 |
| | |
| Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds | <u>1 000 000</u> |
| | 18 800 000 |
| | |
| Zuweisung an den Freien Reservefonds | <u>18 800 000</u> |
| | <u>—</u> |
| | <u>—</u> |

ÄNDERUNGEN DES EINGEZAHLTEN KAPITALS UND DER RESERVEN DER BANK

während des am 31. März 1980 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

I. Herabsetzung des eingezahlten Kapitals infolge der Annullierung von 8000 Aktien der Danziger Ausgabe gemäß Beschluß der außerordentlichen Generalversammlung vom 11. Juni 1979

| | | | | |
|--|-----|-----|-----|---------------------------|
| Stand am 1. April 1979; 481125 Aktien von je 2500 Goldfranken mit 25%iger Einzahlung | ... | ... | ... | 300 703 125 |
| Abzüglich: 8000 Aktien, annulliert gemäß Beschluß der außerordentlichen Generalversammlung vom 11. Juni 1979 | ... | ... | ... | <u>5 000 000</u> |
| Stand am 31. März 1980 (473125 Aktien) | ... | ... | ... | <u><u>295 703 125</u></u> |

II. Berichtigung der Reservefonds im Zusammenhang mit der Änderung des für die Umrechnung von Währungen in Goldfranken verwendeten Goldpreises von US-\$ 42,22... auf US-\$ 208 je Feinunze und Zuweisungen an diese für das Geschäftsjahr 1979-80

| | <u>Gesetzlicher Reservefonds</u> | <u>Allgemeiner Reservefonds</u> | <u>Besonderer Dividenden-Reservefonds</u> | <u>Freier Reservefonds</u> |
|--|----------------------------------|---------------------------------|---|----------------------------|
| Stand am 1. April 1979 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1978-79 | 30 070 313 | 576 247 193 | 83 175 781 | 643 718 200 |
| Abzüglich: Bewertungsverlust aufgrund der Umstellung im Juni 1979 auf neue Basis zur Umrechnung von Währungen in Goldfranken | — | <u>192 294 400</u> | <u>86 645 726</u> | <u>515 787 964</u> |
| Stand am 30. Juni 1979 | 30 070 313 | 383 952 793 | 16 530 055 | 127 930 236 |
| Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1979-80 | — | <u>13 200 000</u> | <u>1 000 000</u> | <u>18 800 000</u> |
| Stand am 31. März 1980 laut Bilanz | <u><u>30 070 313</u></u> | <u><u>397 152 793</u></u> | <u><u>17 530 055</u></u> | <u><u>146 730 236</u></u> |

III. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds standen am 31. März 1980 (nach Gewinnverwendung) gegenüber:

| | <u>Eingezahltes Kapital</u> | <u>Reserven</u> | <u>Zusammen</u> |
|----------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Nettoaktiva in | | | |
| Gold | 295 703 125 | 366 362 057 | 662 065 182 |
| Währungen | — | <u>225 121 340</u> | <u>225 121 340</u> |
| | <u><u>295 703 125</u></u> | <u><u>591 483 397</u></u> | <u><u>887 186 522</u></u> |

FÜR VERGLEICHSZWECKE

PRO FORMA
BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG
VOM 31. MÄRZ 1980

(ALTE UMRECHNUNGSBASIS - IN ANWENDUNG BIS ZUM ENDE
DES GESCHÄFTSJAHRES 1978-79)

**PRO
BILANZ VOM**

AKTIVA

(alte Umrechnungsbasis – vor Verwendung der Gesamterträge)

| | Goldfranken |
|---|-------------------------------|
| Gold | 5 313 151 938 |
| Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken ... | 76 411 634 |
| Schatzwechsel | 769 445 112 |
| Terminguthaben und Kredite | |
| bis zu 3 Monaten | 54 308 352 275 |
| von mehr als 3 Monaten | <u>17 103 213 650</u> |
| | 71 411 565 925 |
| Sonstige Wertpapiere | |
| bis zu 3 Monaten | 17 922 279 096 |
| von mehr als 3 Monaten | <u>3 125 004 033</u> |
| | 21 047 283 129 |
| Verschiedenes | 1 482 656 306 |
| Land, Gebäude und Geschäftsausstattung | <u>1</u> |
| | <u><u>100 100 514 045</u></u> |

Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 42,22... je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 0,394 1...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

FORMA
31. MÄRZ 1980

des Geschäftsjahres – nur für statistische Vergleichszwecke)

PASSIVA

| | | <u>Goldfranken</u> |
|--|--------|------------------------|
| Stammkapital | | |
| Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken | ... .. | <u>1 500 000 000</u> |
| Begeben: 473 125 Aktien | ... .. | <u>1 182 912 500</u> |
| mit 25%iger Einzahlung | ... .. | 295 703 125 |
| Reserven | | |
| Gesetzlicher Reservefonds | ... .. | 30 070 313 |
| Allgemeiner Reservefonds | ... .. | 576 247 193 |
| Besonderer Dividenden-Reservefonds | ... .. | 83 175 781 |
| Freier Reservefonds | ... .. | <u>643 718 200</u> |
| | | 1 333 211 487 |
| Einlagen (Gold) | | |
| Zentralbanken | | |
| auf Sicht | ... .. | 4 399 619 874 |
| bis zu 3 Monaten | ... .. | 46 569 012 |
| von mehr als 3 Monaten | ... .. | 8 611 110 |
| Andere Einleger | | |
| auf Sicht | ... .. | <u>33 082 686</u> |
| | | 4 486 882 681 |
| Einlagen (Währungen) | | |
| Zentralbanken | | |
| auf Sicht | ... .. | 1 741 480 390 |
| bis zu 3 Monaten | ... .. | 77 232 986 713 |
| von mehr als 3 Monaten | ... .. | 9 925 781 346 |
| Andere Einleger | | |
| auf Sicht | ... .. | 64 777 529 |
| bis zu 3 Monaten | ... .. | 1 605 936 618 |
| von mehr als 3 Monaten | ... .. | <u>1 679 843 393</u> |
| | | 92 450 805 988 |
| Verschiedenes | ... .. | 1 263 278 199 |
| Gewinn- und Verlustrechnung (Erträge insgesamt) | ... .. | 270 632 566 |
| | | <u>100 100 514 045</u> |

Anmerkung 2: Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1980: 164 204 075 Goldfranken.

**PRO FORMA
GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**
für das am 31. März 1980 abgeschlossene Geschäftsjahr
(alte Umrechnungsbasis)

| | | <u>Goldfranken</u> |
|---|--------|---------------------------|
| Nettozinsen und sonstige Einnahmen | ... .. | 341 529 129 |
| Abzüglich: Verwaltungskosten: | | |
| Verwaltungsrat | | 839 543 |
| Direktion und Personal | | 57 554 722 |
| Geschäfts- und Bürokosten | ... .. | <u>25 481 751</u> |
| Geschäftsertrag | ... .. | 257 673 113 |
| Zuzüglich: Nettoerlös aus dem Verkauf des alten Bankgebäudes | ... .. | <u>12 959 453</u> |
| Erträge insgesamt | ... .. | <u><u>270 632 566</u></u> |

VERWALTUNGSRAT

| | |
|--|---|
| Dr. J. Zijlstra, Amsterdam | Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank |
| The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, London | Stellvertretender Vorsitzender |

Baron Ansiaux, Brüssel
Prof. Paolo Baffi, Rom
Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Bernard Clappier, Paris
Renaud de la Genière, Paris
Dr. Fritz Leutwiler, Zürich
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a.M.
The Rt. Hon. Gordon Richardson, London
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel
Cecil de Strycker, Brüssel
Lars Wohlin, Stockholm

Stellvertreter

Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.
Georges Janson, Brüssel
A.D. Loehnis, London, oder
M. J. Balfour, London
Dr. Mario Sarcinelli, Rom, oder
Dr. Giovanni Magnifico, Rom
Marcel Théron, Paris, oder
Gabriel Lefort, Paris

DIREKTION

| | |
|----------------------------|---|
| René Larre | Generaldirektor |
| Dr. Günther Schleiminger | Beigeordneter Generaldirektor |
| R.T.P. Hall | Chef der Bankabteilung |
| Prof. Alexandre Lamfalussy | Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung |
| Dr. Giampietro Morelli | Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats |
| Maurice Toussaint | Direktor |
| Prof. Dr. F.E. Klein | Rechtsberater |

| | |
|----------------------|----------------------------|
| Robert Chaptinel | Stellvertretender Direktor |
| Dr. Warren D. McClam | Stellvertretender Direktor |
| M.G. Dealtry | Stellvertretender Direktor |
| R.G. Stevenson | Beigeordneter Direktor |
| Rémi Gros | Beigeordneter Direktor |
| André Bascoul | Beigeordneter Direktor |
| Paul A. Hauser | Beigeordneter Direktor |
| Joachim Mix | Beigeordneter Direktor |
| Dr. H.W. Mayer | Beigeordneter Direktor |
| Jean Vallet | Beigeordneter Direktor |