

**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**  
**VOM 31. MÄRZ 1972**

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

**AKTIVA**

	<u>Goldfranken</u>
<b>Gold</b> ... ..	4 252 402 814
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ...	75 445 317
<b>Schatzwechsel</b> ... ..	1 117 052 805
<b>Terminguthaben und Kredite</b>	
Gold	
bis zu 3 Monaten ... ..	252 042 834
Währungen	
bis zu 3 Monaten ... ..	8 660 895 553
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>4 119 054 768</u>
	13 031 993 155
<b>Sonstige Wertpapiere</b>	
Gold	
bis zu 3 Monaten ... ..	41 333 328
von mehr als 3 Monaten ... ..	237 825 165
Währungen	
bis zu 3 Monaten ... ..	9 187 134 469
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>1 418 020 413</u>
	10 884 313 375
<b>Verschiedenes</b> ... ..	943 890
<b>Land, Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	1
	<u>29 362 151 157</u>
Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten.	
<b>PRO-MEMORIA-KONTEN</b>	<u>Goldfranken</u>
a) Goldtermingeschäfte:	
Saldo: zu lieferndes Gold (zu erhaltende Währungen) ... ..	393 075 329
b) Guthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere, die von der Bank für Rechnung Dritter verwaltet oder verwahrt werden:	
Gold ... ..	969 099 272
Bankguthaben ... ..	19 399 296
Wechsel und sonstige Wertpapiere ... ..	399 463 462

**31. MÄRZ 1972**

des Reingewinns)

PASSIVA

	<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
	<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
<b>Stammkapital</b>		
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken ...	<u>1 500 000 000</u>	
Begeben: 481 125 Aktien ... ..	<u>1 202 812 500</u>	
mit 25%iger Einzahlung ... ..	300 703 125	300 703 125
<b>Reserven</b>		
Gesetzlicher Reservefonds ... ..	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds ... ..	144 133 210	205 133 210
Besonderer Dividenden-Reservefonds ... ..	36 807 964	61 207 964
Freier Reservefonds ... ..	<u>120 200 000</u>	<u>156 800 000</u>
	331 211 487	453 211 487
<b>Einlagen (Gold)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... ..	3 052 089 200	
bis zu 3 Monaten ... ..	111 953 071	
von mehr als 3 Monaten ... ..	369 109 135	
Andere Einleger		
auf Sicht ... ..	<u>166 881 545</u>	
	3 700 032 951	3 700 032 951
<b>Einlagen (Währungen)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... ..	46 432 491	
bis zu 3 Monaten ... ..	21 292 188 676	
von mehr als 3 Monaten ... ..	2 253 106 985	
Andere Einleger		
auf Sicht ... ..	22 170 676	
bis zu 3 Monaten ... ..	475 175 947	
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>128 133 537</u>	
	24 217 208 314	24 217 208 314
<b>Wechsel</b>		
von mehr als 3 Monaten ... ..	483 677 691	483 677 691
<b>Verschiedenes</b> ... ..		
	98 419 824	98 419 824
<b>Rückstellung für Bauvorhaben</b> ... ..		
	82 065 109	82 065 109
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> ... ..		
	148 832 656	—
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1972</i> ... ..	—	<u>26 832 656</u>
	<u>29 362 151 157</u>	<u>29 362 151 157</u>

**BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, BASEL**

Nach unserer Ansicht sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung eine angemessene und getraute Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1972 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, den 26. April 1972

PRICE WATERHOUSE & CO.

# GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1972 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... ..	172 741 185
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... ..	265 915
Direktion und Personal ... ..	12 561 590
Geschäfts- und Bürokosten ... ..	<u>3 549 608</u>
	<u>16 377 113</u>
Geschäftsertrag ... ..	156 364 072
Abzüglich:	
Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ... ..	<u>7 531 416</u>
Reingewinn für das am 31. März 1972 abgeschlossene Geschäftsjahr ... ..	148 832 656

Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:

Dividende von 6% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
37,50 Goldfranken je Aktie auf 464 725 Aktien für zwölf Monate ...	17 427 187
28,125 Goldfranken je Aktie auf 16 400 Aktien für neun Monate ...	<u>461 250</u>
	<u>17 888 437</u>
	130 944 219
Zusatzdividende (statutarisches Maximum) von 3% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
18,75 Goldfranken je Aktie auf 464 725 Aktien für zwölf Monate ...	8 713 594
14,0625 Goldfranken je Aktie auf 16 400 Aktien für neun Monate ...	<u>230 625</u>
	<u>8 944 219</u>
	122 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... ..	<u>61 000 000</u>
	61 000 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds (statutarisches Maximum) ...	<u>24 400 000</u>
	36 600 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds ... ..	<u>36 600 000</u>
	<u>          </u>
	<u>          </u>



# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **ZWEIUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT**

1. APRIL 1971 – 31. MÄRZ 1972

**BASEL**

12. Juni 1972

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung . . . . .	I
I. Die Krise des Dollars und des Weltwährungssystems . . . . .	3
Die amerikanische Zahlungsbilanz (S. 3); die amerikanischen Maßnahmen zur Begrenzung des Defizits (S. 12); die Bilanz der Überschüsse und Defizite (S. 15); das wachsende Ungleichgewicht des Systems (S. 18); Vorspiel zum 15. August 1971 (S. 26); das Floating (S. 30); das Washingtoner Abkommen (S. 32); die Entwicklung nach dem Washingtoner Abkommen (S. 33)	
II. Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen und Maßnahmen	37
Die allgemeine binnenwirtschaftliche Lage (S. 37); Geld, Kredit und Kapitalmärkte (S. 43); Länderüberblick: <i>Vereinigte Staaten</i> (S. 48), <i>Kanada</i> (S. 53), <i>Japan</i> (S. 55), <i>Vereinigtes Königreich</i> (S. 58), <i>Bundesrepublik Deutschland</i> (S. 62), <i>Frankreich</i> (S. 66), <i>Italien</i> (S. 68), <i>Belgien</i> (S. 71), <i>Niederlande</i> (S. 73), <i>Schweiz</i> (S. 74), <i>Österreich</i> (S. 76), <i>Dänemark</i> (S. 77), <i>Norwegen</i> (S. 78), <i>Schweden</i> (S. 79), <i>Finnland</i> (S. 82), <i>Spanien</i> (S. 83), <i>Portugal</i> (S. 84), <i>Jugoslawien</i> (S. 85), <i>Australien</i> (S. 86), <i>Südafrika</i> (S. 87), <i>Osteuropa: Sowjetunion</i> (S. 88), <i>DDR</i> (S. 89), <i>Polen</i> (S. 89), <i>Tschechoslowakei</i> (S. 90), <i>Ungarn</i> (S. 90), <i>Rumänien</i> (S. 91), <i>Bulgarien</i> (S. 91)	
III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr . . . . .	92
Welthandel (S. 92); Zahlungsbilanzen (S. 94): <i>Vereinigte Staaten</i> (S. 96), <i>Kanada</i> (S. 99), <i>Japan</i> (S. 101), <i>Vereinigtes Königreich</i> (S. 103), <i>Bundesrepublik Deutschland</i> (S. 105), <i>Frankreich</i> (S. 108), <i>Italien</i> (S. 110), <i>Belgien-Luxemburg</i> (S. 112), <i>Niederlande</i> (S. 113), <i>Schweiz</i> (S. 114), <i>Österreich</i> (S. 116), <i>Dänemark</i> (S. 117), <i>Norwegen</i> (S. 117), <i>Schweden</i> (S. 119), <i>Finnland</i> (S. 120), <i>Spanien</i> (S. 120)	
IV. Gold, Reserven und Devisen . . . . .	122
Gold: Produktion, Märkte und Reserven (S. 122); das Wachstum der Weltwährungsreserven (S. 127); Devisenbilanzen: <i>Vereinigte Staaten</i> (S. 130), <i>Vereinigtes Königreich</i> (S. 132), <i>Bundesrepublik Deutschland</i> (S. 135), <i>Frankreich</i> (S. 136), <i>Italien</i> (S. 137), <i>Niederlande</i> (S. 138), <i>Belgien-Luxemburg</i> (S. 140), <i>Schweiz</i> (S. 141), <i>Österreich</i> (S. 142), <i>Schweden</i> (S. 142), <i>Norwegen</i> (S. 142), <i>Dänemark</i> (S. 142), <i>Finnland</i> (S. 143), <i>Spanien</i> (S. 143), <i>Portugal</i> (S. 143), <i>sonstige europäische Länder</i> (S. 143), <i>Japan</i> (S. 143), <i>Kanada</i> (S. 144); <i>Internationaler Währungsfonds</i> (S. 145); <i>Devisenmärkte</i> (S. 147); <i>die Devisenmarktregelungen zwischen den Mitgliedern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft</i> (S. 147), <i>Pfund Sterling</i> (S. 149), <i>Deutsche Mark</i> (S. 149), <i>Gulden</i> (S. 152), <i>belgischer Franken</i> (S. 152), <i>französischer Franken</i> (S. 153), <i>Schweizer Franken</i> (S. 154), <i>Lira</i> (S. 154), <i>Schilling</i> (S. 155), <i>Yen</i> (S. 155), <i>kanadischer Dollar</i> (S. 155), <i>andere Währungen</i> (S. 156); <i>sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse</i> (S. 157)	

V. Der Eurogeldmarkt . . . . . 166

Allgemeine Entwicklung (S. 166); der Eurogeldmarkt während der Währungskrisen (S. 168); die Struktur der Veränderungen (S. 171); Herkunft und Verwendung (S. 172); einzelne Berichtsländer (S. 177); Zinsentwicklung (S. 181)

VI. Das Europäische Währungsabkommen . . . . . 184

Überprüfung des Abkommens (S. 184); die Geschäfte im Rahmen des Abkommens: *Europäischer Fonds* (S. 184), *multilateraler Zahlungsausgleich* (S. 186); Ausweis des Europäischen Fonds (S. 188); die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens (S. 190)

VII. Die Tätigkeit der Bank . . . . . 191

Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 191); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 191): *Passiva (Mittelaufkommen)* (S. 193), *Aktiva (Mittelverwendung)* (S. 198); die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 201); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 203); die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen) (S. 204); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 204); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 205)

Schlußbemerkungen . . . . . 207

\* \* \*

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1972

# VERZEICHNIS DER TABELLEN UND DIAGRAMME

(♣: Diagramm)

Seite

## I. Die Krise des Dollars und des Weltwährungssystems

### Vereinigte Staaten:

Zahlungsbilanz 1950-1971 . . . . .	5
Bruttosozialprodukt und kommerzielle Importe ♣ . . . . .	7
Kommerzielle Importe gemessen an Inlandsindikatoren . . . . .	8
Veränderung der relativen Kosten- und Preisposition 1961-1971 . . . . .	9
Veränderungen der Währungsreserven (einschließlich SZR) 1950-1971 . . . . .	16
Veränderung der zentralen Währungsgoldbestände . . . . .	19
Angebot von Gold und Nettokäufe westlicher amtlicher Stellen ♣ . . . . .	21
Veränderung der Weltwährungsreserven 1955-1969 . . . . .	24
Das Realignment führender Währungen, 5. Mai-18. Dezember 1971 . . . . .	33
Ausgewählte Währungen: Kassakurse für den US-Dollar ♣ . . . . .	34

## II. Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen und Maßnahmen

Veränderung des Bruttosozialprodukts, der Löhne und der Preise ♣ . . . . .	38
Produktion, Preise und Löhne ♣ . . . . .	40
Angebot und Nachfrage . . . . .	42
Veränderung von Forderungen und Verbindlichkeiten des Bankensystems . . . . .	44
Kurz- und langfristige Zinssätze ♣ . . . . .	47
Änderungen der offiziellen Diskontsätze seit 1970 . . . . .	49
Vereinigte Staaten:	
Nettoleistung des Kreditmarktes . . . . .	50
Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung . . . . .	52
Kanada: Nettoleistung des Kreditmarktes . . . . .	54
Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung . . . . .	57
Vereinigtes Königreich:	
Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung . . . . .	59
Inländische Kreditexpansion . . . . .	61
Bundesrepublik Deutschland: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung . . . . .	65
Frankreich: Änderungen der Reservesätze . . . . .	67
Italien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung . . . . .	69
Schweden: Nettokreditgewährung . . . . .	81
Osteuropäische Volkswirtschaften: Erzeugung nach Sektoren und produziertes Nationaleinkommen . . . . .	89

## III. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Welthandel . . . . .	92
Wachstum der Exporte aus wichtigen Industrieländern . . . . .	94
Zahlungsbilanzen:	
Zehnergruppenländer . . . . .	95
Vereinigte Staaten . . . . .	98
Kanada . . . . .	100

Zahlungsbilanzen:	
Japan . . . . .	102
Vereinigtes Königreich . . . . .	104
Bundesrepublik Deutschland . . . . .	106
Frankreich . . . . .	108/109
Italien . . . . .	110
Belgien-Luxemburg . . . . .	112
Niederlande . . . . .	114
Schweiz . . . . .	115
Österreich . . . . .	116
Nordeuropäische Länder . . . . .	118
Spanien . . . . .	121

#### IV. Gold, Reserven und Devisen

Weltgolderzeugung . . . . .	122
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte) . . . . .	123
Goldmarktpreise ♦ . . . . .	124
Weltgoldreserven . . . . .	126
Veränderung der Weltwährungsreserven . . . . .	128
Erweiterte Devisenbilanzen:	
Vereinigte Staaten . . . . .	131
Vereinigtes Königreich . . . . .	134
Bundesrepublik Deutschland . . . . .	136
Frankreich . . . . .	137
Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan . . . . .	139
Internationaler Währungsfonds: Ziehungen und Rückkäufe 1971 . . . . .	146
Kurse für den US-Dollar:	
Yen, Deutsche Mark, Schilling, Schweizer Franken, Pfund Sterling, französischer Franken ♦ . . . . .	150
belgischer Franken, Gulden, Lira, schwedische Krone ♦ . . . . .	151

#### V. Der Eurogeldmarkt

Acht berichtende europäische Länder: Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland ♦ . . . . .	166
Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen . . . . .	169
Volumen des Eurogeldmarktes (Schätzung) . . . . .	173
Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber Devisen- ausländern . . . . .	174
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Landes- und Fremd- währungen in den einzelnen berichtenden Ländern . . . . .	178
Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken in Dollar und anderen Fremdwährungen in den einzelnen berichtenden Ländern . . . . .	179
Zinssätze für Dreimonatsgeld auf nationalen Märkten und auf dem Euromarkt ♦ . . . . .	182

#### VI. Das Europäische Währungsabkommen

Europäischer Fonds:	
Inanspruchnahme der Kredite . . . . .	185
Zusammengefaßter Ausweis . . . . .	189

## VII. Die Tätigkeit der Bank

Entwicklung der Bilanzsumme . . . . .	192
Pro-memoria-Konten. . . . .	193
Passiva ♦ . . . . .	193
Struktur der Passiva . . . . .	196
Fremdmittel:	
Herkunft . . . . .	196
Laufzeit und Art . . . . .	197
Aktiva ♦ . . . . .	198
Struktur der wichtigsten Aktiva. . . . .	199
„Terminguthaben und Kredite“ sowie „sonstige Wertpapiere“ . . . . .	200
Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) . . . . .	202
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) . . . . .	202
Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930 . . . . .	203
Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl . . . . .	203

# ZWEIUNDVIERZIGSTER JAHRESBERICHT

## AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

in Basel am 12. Juni 1972

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das zweiundvierzigste Geschäftsjahr vom 1. April 1971 bis 31. März 1972 vorzulegen.

Im Verlaufe des Geschäftsjahres wurden wiederum 16 400 Aktien an Zentralbanken ausgegeben, womit sich die Zahl der begebenen und zu 25 Prozent eingezahlten Aktien auf 481 125 erhöht hat. Diese kleine Änderung in der Kapitalstruktur der Bank wird in Kapitel VII dieses Berichts näher erläutert.

Nach Zuweisung von 7 531 416 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das abgeschlossene Geschäftsjahr ein Reingewinn von 148 832 656 Goldfranken (im Vorjahr: 99 448 906 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank einen Betrag von 17 888 437 Goldfranken zur Zahlung der Vorrangdividende von 6 Prozent p.a. = 37,50 Goldfranken je Aktie zu verwenden und vom verbleibenden Reingewinn einen — innerhalb des statutarischen Rahmens von 20 Prozent bleibenden — Betrag von 8 944 219 Goldfranken als höchstzulässige Zusatzdividende von 3 Prozent p.a. = 18,75 Goldfranken je Aktie auszuschütten. Diese Dividenden wären auf 464 725 Aktien für das volle Geschäftsjahr und auf die 16 400 Ende Juni 1971 ausgegebenen Aktien für neun Monate zu zahlen.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 61 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 24 400 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und 36 600 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen beträgt die Dividende des Geschäftsjahres 1971/72 für 464 725 Aktien 56,25 Goldfranken je Aktie und für die 16 400 im Juni 1971 begebenen Aktien 42,1875 Goldfranken je Aktie. Diese Beträge wären am 1. Juli 1972

in Schweizer Franken an die Aktionäre zu zahlen, und zwar — auf der Basis des derzeit geltenden Leitkurses — in Höhe von 76,60 bzw. 57,45 Schweizer Franken je Aktie.

Kapitel I dieses Berichts analysiert die Krise des Dollars und des Weltwährungssystems. Die drei anschließenden Kapitel enthalten Einzeluntersuchungen über wirtschaftliche und monetäre Ereignisse und Maßnahmen, Außenhandel und Zahlungsbilanzen, Goldproduktion, Veränderungen der Währungsreserven, Devisenmärkte und Devisenbestimmungen. Das fünfte Kapitel gibt einen Überblick über die Entwicklung auf dem Eurogeldmarkt, und das sechste ist den im Rahmen des Europäischen Währungsabkommens durchgeführten Operationen gewidmet. Kapitel VII befaßt sich mit der Tätigkeit der Bank im Geschäftsjahr, mit der Bilanz und mit den finanziellen Ergebnissen.

## I. DIE KRISE DES DOLLARS UND DES WELTWÄHRUNGSSYSTEMS

Im Jahr 1971 hatten die langdauernden Defizit-Tendenzen in der amerikanischen Zahlungsbilanz und die wachsenden Anspannungen im internationalen Währungssystem die Belastungsgrenze erreicht. Nach mehrmonatigen akuten Störungen auf den Devisenmärkten mußten die Vereinigten Staaten am 15. August die Konvertierbarkeit des Dollars formell aufheben, und fast alle größeren Währungen hatten eine Periode des „Floating“ zu durchlaufen. Einige Monate lang wurde mehr oder minder heftig über die erforderlichen Maßnahmen zur Wiederherstellung der Ordnung im System diskutiert, bis dann in einer Ministertagung der Zehnergruppe in Washington am 18. Dezember eine Vereinbarung über ein neues Gefüge fester Wechselkursrelationen zustande kam. Inhalt dieser Vereinbarung war unter anderem eine Abwertung des Dollars und eine Aufwertung verschiedener anderer Währungen der Zehnergruppe sowie eine Erweiterung der Bandbreiten von vorher 1 Prozent beiderseits der Parität auf  $2\frac{1}{4}$  Prozent.

Alles in allem war dies in der Geschichte der internationalen Währungsbeziehungen eine Episode einmaliger Art. Sie unterschied sich von den Paritätenänderungen des Jahres 1949 ganz wesentlich sowohl in ihren Ursachen wie in den Verfahrensweisen, und auch insofern war sie anders, als sie fundamentale Änderungen im System von Bretton Woods implizierte, deren voller Umfang freilich noch nicht abzusehen ist.

Die folgenden Faktoren, die in der Entwicklung der Krise von 1971 eine Rolle spielten, sollen nachstehend erörtert werden: erstens das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten; zweitens die wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu seiner Verminderung; drittens die Überschüsse, die das Gegenstück zum amerikanischen Defizit bildeten; viertens die wachsende Instabilität des Währungssystems an sich; fünftens die Ereignisse, die unmittelbar die Krise auslösten. Das Kapitel schließt mit einem Überblick über die Washingtoner Vereinbarungen vom 18. Dezember und die Reaktionen an den Devisenmärkten bis zum Frühjahr 1972.

### **Die amerikanische Zahlungsbilanz**

Unter den Faktoren, die zur letztjährigen Währungskrise beitrugen, stand die fortschreitende Verschlechterung der Zahlungsposition der Vereinigten Staaten zweifellos an vorderster Stelle. In diesem Abschnitt wird die Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz im Hinblick darauf zurückverfolgt, wie das fundamentale Ungleichgewicht entstanden ist.

Aus dem Zweiten Weltkrieg ging die amerikanische Wirtschaft, im Gegensatz zum Produktionspotential der meisten anderen kriegführenden Länder, gewaltig gestärkt hervor. Die dadurch bedingte dominierende Stellung der Vereinigten Staaten in der Weltwirtschaft fand ihren Niederschlag in der Stärke der Zahlungsbilanz. Trotz

einschneidenden mengenmäßigen Einfuhrbeschränkungen der meisten anderen Länder erzielten die Vereinigten Staaten im Warenhandel und Dienstleistungsverkehr der vier Jahre 1946–1949 einen Überschuß von 32 Mrd. Dollar. Obwohl über 26 Mrd. Dollar für Auslandshilfe und -kredite aufgewendet wurden, flossen also immer noch fast 6 Mrd. Dollar in die Reserven. Das war zweifellos eine unhaltbare Situation.

Die Abwertungen gegenüber dem Dollar, die viele Länder im Herbst 1949 vornahmen, kennzeichneten einen bedeutenden Wendepunkt. Seit damals war die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten insgesamt fast stets passiv, so daß sich die amerikanische Reserveposition zunehmend verschlechterte. Die Defizit-Ära setzte 1950 schlagartig mit einem Fehlbetrag von 3,3 Mrd. Dollar in der Bilanz der zentralen Reservetransaktionen ein. Dieser unmittelbare Wechsel war jedoch nicht einfach durch die Abwertungen bedingt; der Rückgang des Überschusses im Außenhandel von 5,3 Mrd. Dollar 1949 auf 1,1 Mrd. Dollar 1950 beruhte zu einem guten Teil auch auf den noch andauernden Nachkriegs-Umstellungen im Welthandel und auf dem Ausbruch des Koreakrieges. Die unmittelbare Auswirkung der Paritätenänderungen dürfte nicht übermäßig groß gewesen sein, da der amerikanische Außenhandel 1949 stark auf Kanada, das um nur 9 Prozent abwertete, und auf die lateinamerikanischen Länder ausgerichtet war, die ihr Verhältnis zum Dollar weitgehend beibehielten. Später jedoch, als die europäischen Volkswirtschaften sich erholten und ihr Außenhandelspotential ausdehnten, war das Realignment von 1949 zweifellos ein wichtiger Faktor in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Industrieländer.

Immerhin kletterte der Ausfuhrüberschuß 1951, auch wenn er nicht mehr die Höhen früherer Jahre erreichte, wieder auf 3,1 Mrd. Dollar, und 1956 kam er auf 4,8 Mrd. Dollar. Betrachtet man für die gleiche Zeit die anderen Bereiche der Zahlungsbilanz, so stellt man bei den öffentlichen Netto-Auslandsausgaben keine große Veränderung fest; ihr Jahresdurchschnitt lag bei etwa 4,5 Mrd. Dollar, wobei sich freilich der Schwerpunkt von der Wiederaufbauhilfe mehr zu den Militärausgaben hin verschob — zum Teil unter dem Einfluß des Koreakrieges. Der Nettoabfluß privaten Kapitals, der später so große Sorgen bereiten sollte, nahm — wenigstens vor 1956 — kein nennenswertes Ausmaß an. Alles in allem ergab sich 1950–1956 ein jahresdurchschnittliches Gesamtdefizit von 1,2 Mrd. Dollar, ohne klaren Trend in der einen oder anderen Richtung. In dieser Periode wurde die grundlegende Stärke des Dollars nicht in Frage gestellt, und das Defizit galt vorwiegend als konstruktiver Beitrag zur Erholung und Expansion der Weltwirtschaft sowie als Mittel einer wünschenswerten Reservenverteilung.

1957 ergab sich ein ziemlich aus dem Rahmen fallender Überschuß. In gewisser Weise schienen die Optimisten recht behalten zu haben, doch war kaum mit Wiederholungen in den anschließenden Jahren zu rechnen. Mit 1,1 Mrd. Dollar erreichte der Gesamtüberschuß die Ausmaße aus der Zeit vor 1950, und gleiches galt für den Ausfuhrüberschuß von 6,3 Mrd. Dollar, auf dem die Gesamtposition beruhte. Jedoch hatten die Exporte — besonders von Erdöl und Agrarprodukten — sowie die Einnahmen aus der Schifffahrt stark von der Schließung des Suezkanals profitiert, und einen zusätzlichen vorübergehenden Auftrieb hatte die amerikanische Außenwirtschaft durch die überaus gute Konjunktur in den meisten europäischen Ländern bei beginnender Rezession in den Vereinigten Staaten erhalten.

Wie unwiederholbar das Ergebnis von 1957 war, illustrierten die Salden von 1958 und 1959. Im zweiten dieser beiden Jahre betrug der Ausfuhrüberschuß nur noch 1 Mrd. Dollar, und die Gesamtbilanz schloß mit einem Minus von 2,3 Mrd. Dollar; der Goldvorrat schrumpfte in zwei Jahren um 3,3 Mrd. Dollar. 1958 war es die konjunkturelle Konstellation, die sich für den US-Außenhandel ungünstig gestaltete, da sich die amerikanische Wirtschaft gerade im Erholungsstadium, die europäische hingegen in der Rezession befand; und 1959 ergab sich eine zusätzliche Benachteiligung durch den amerikanischen Stahlarbeiterstreik. Doch verschlechterte sich der Ausfuhrüberschuß mehr, als allein mit solchen Faktoren erklärt werden kann. In der Tat zeigte der kräftige Anstieg der Importe, besonders von Automobilen, die Wettbewerbskraft an, die im Ausland in den fünfziger Jahren herangewachsen war.

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz 1950-1971\*

Saldo	Jahr bzw. Jahresdurchschnitt							
	1950-1956	1957	1958-1959	1960-1964	1965-1967	1968-1969	1970	1971
	Milliarden Dollar							
Kommerzieller Warenhandel . . . . .	2,6	6,3	2,3	5,4	4,2	0,6	2,1	- 2,9
Militärausgaben . . . . .	- 2,0	- 2,8	- 3,0	- 2,4	- 2,7	- 3,2	- 3,4	- 2,9
Reiseverkehr und Transport . . . . .	- 0,1	- 0,2	- 0,7	- 1,1	- 1,5	- 1,7	- 2,0	- 2,2
Kapitalerträge . . . . .	1,8	2,4	2,5	3,9	5,5	6,1	6,3	7,9
Sonstige Dienstleistungen, Übertragungen . . . . .	- 0,5	- 0,5	- 0,6	- 0,6	- 0,7	- 0,8	- 0,8	- 0,7
Warenhandel, Dienstleistungen und Überweisungen . . . . .	1,8	5,2	0,5	5,2	4,8	1,0	2,2	- 0,8
Unentgeltliche staatliche Leistungen . . . . .	- 2,2	- 1,6	- 1,6	- 1,9	- 1,8	- 1,6	- 1,7	- 2,0
Laufende Rechnung . . . . .	- 0,4	3,6	- 1,1	3,3	3,0	- 0,6	0,5	- 2,8
Langfristige Kapitaleleistungen öffentlich . . . . .	- 0,3	- 0,9	- 0,6	- 1,0	- 1,8	- 2,1	- 2,0	- 2,4
privat . . . . .	- 0,9	- 2,9	- 2,1	- 3,0	- 3,4	0,6	- 1,5	- 4,1
Grundbilanz . . . . .	- 1,6	- 0,2	- 3,8	- 0,7	- 2,2	- 2,1	- 3,0	- 9,3
Kurzfristige Kapitaleleistungen	0,1	0,3	0,8	- 0,5	1,3	5,8	- 6,5	- 10,3
Statistisch nicht aufgliederbar . . . . .	0,3	1,0	0,3	- 1,0	- 0,6	- 1,5	- 1,1	- 10,9
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	-	-	-	-	-	0,8	0,7
Zentrale Reservetransaktionen . . . . .	- 1,2	1,1	- 2,7	- 2,2	- 1,5	2,2	- 9,9	- 29,9

\* Einzelne Zahlen für 1950-1959 sind dem 1963 vom NBER in New York herausgegebenen Werk von H. B. Lary „Problems of the United States as World Trader and Banker“, Seite 13, entnommen.

Als weitere Belastung kam in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre ein beträchtlicher Abfluß langfristigen Privatkapitals hinzu. In den ersten Jahren der Dekade war dieser Abfluß noch bescheiden gewesen; 1956 und 1957 schwoll sein Nettowert aber stark an. Insbesondere vergrößerten sich die privaten Direktinvestitionen im Ausland — auf fast 2 Mrd. Dollar 1956 und 2,4 Mrd. Dollar 1957; den größten Teil erhielten Kanada und Lateinamerika (die zum Dollarraum gehörten) — letzteres vor allem wegen des Ölbooms, der die westliche Hemisphäre nach der Suezkrise erfaßte.

Die Aussichten am Ende der fünfziger Jahre standen also nicht gut; nur in zwei Jahren der Dekade war die Gesamtbilanz aktiv gewesen; in diesem ganzen Zeitraum hatte sich ein Defizit von über 12 Mrd. Dollar akkumuliert; gegen Ende der Dekade gab es Anzeichen dafür, daß neue Wettbewerbsprobleme auf die Vereinigten Staaten zukamen; und außerdem mußte mit einer Vergrößerung des Kapitalabflusses gerechnet werden. In seinem Wirtschaftsbericht 1972 spricht der Präsident von der „ununterbrochenen Besorgnis über das Mißverhältnis zwischen den amerikanischen Zahlungen an das Ausland und den Einnahmen aus dem Ausland seit 1959“.

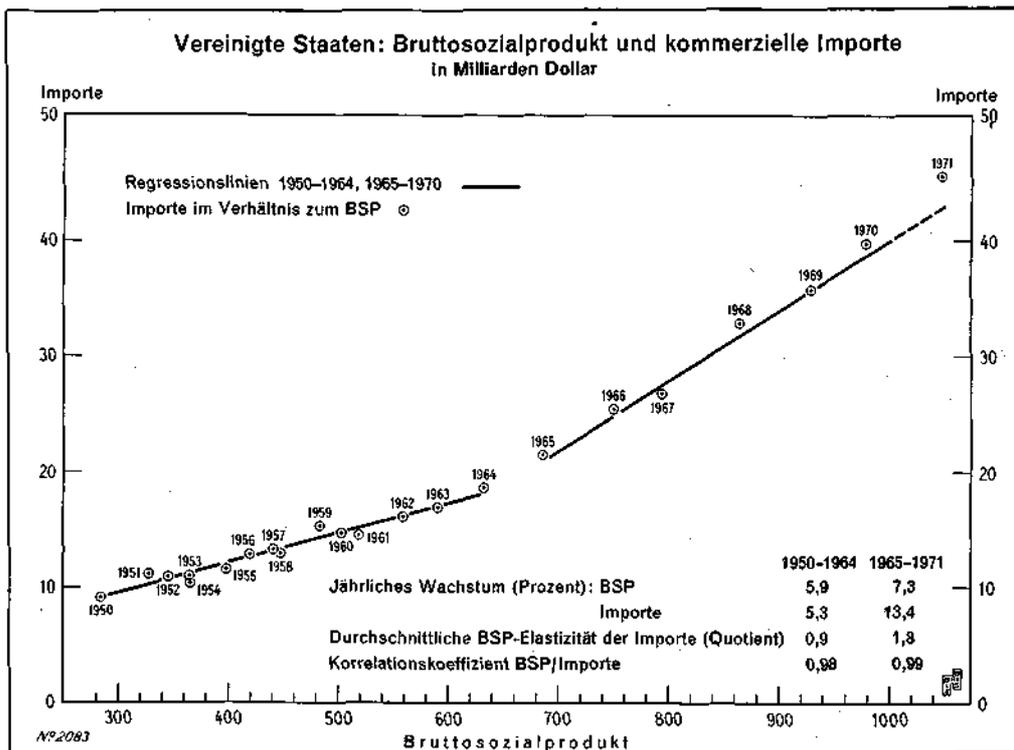
In der ersten Hälfte der sechziger Jahre summierten sich die Defizite zu fast 11 Mrd. Dollar. Der Ausfuhrüberschuß betrug im Jahresdurchschnitt dieser Periode 5,4 Mrd. Dollar, nachdem er 1959 nur auf 1,1 Mrd. Dollar gekommen war. Ein besseres Ergebnis hatte freilich erwartet werden können: Europa befand sich in jener Periode, bei brachliegenden Kapazitäten in den Vereinigten Staaten, zumeist in einer anhaltenden Hochkonjunktur, die Preise waren in Amerika bedeutend stabiler, und die US-Agrarexporte profitierten zeitweise von schlechten Ernten im Ausland. Zur Verbesserung im kommerziellen Warenhandel gesellte sich ein nennenswerter Rückgang der Netto-Militärausgaben, und die Kapitalerträge stiegen als Ergebnis der früher im Ausland vorgenommenen Kapitalanlagen immer weiter an. Andererseits war wegen der Intensivierung des Auslandsreiseverkehrs das Defizit in der Reise- und Transportbilanz wesentlich größer.

Der Kapitalverkehr dieser Periode schloß wie gesagt mit wachsenden Defiziten. Fast die gesamte Verbesserung in der laufenden Rechnung wurde durch Abflüsse von kurz- und langfristigem Kapital absorbiert. Gründe für die Vergrößerung des Kapitalabflusses waren der Boom an ausländischen Märkten, das vermehrte Vertrauen in die politische Stabilität und der allgemeine Übergang zur Konvertibilität 1958. Zusätzlich wirkte das Interesse am Gemeinsamen Markt. In dieser Periode versuchten die amerikanischen Behörden erstmals, sich der Flut der in das Ausland drängenden Anlagemittel durch gezielte Maßnahmen entgegenzustemmen.

Mit wachsender Bedeutung der ihrer Natur nach reversiblen Ströme kurzfristigen Kapitals richtet sich das Augenmerk zunehmend auf die Grundbilanz (Bilanz der laufenden Transaktionen und der langfristigen Kapitaleistungen) als Indikator der grundlegenden Zahlungsposition. In der Tat begannen Gesamt- und Grundbilanz 1959 stärker zu divergieren, und in den anschließenden fünf Jahren fehlten in der Grundbilanz nur 3,3 Mrd. Dollar, wobei die Jahre 1961 und 1964 sogar kleine Überschüsse erbrachten. Etwaige Hoffnungen jedoch, die Überschüsse von 1961 und 1964 würden einen anhaltenden Verbesserungstrend ankündigen, zerschlugen sich bald. Nach 1964 verdüsterte sich das außenwirtschaftliche Bild zusehends; auch wenn die verschiedenen Teilbilanzen in einzelnen Jahren kräftige Ausschläge aufwiesen. Der Kern der Verschlechterung war, daß der Ausfuhrüberschuß nachhaltig zusammenschmolz.

Seit jeher ist der Außenhandel der bedeutendste Bestandteil und somit die eigentliche Grundlage der amerikanischen Zahlungsposition gewesen. Zudem hat er in dem hier untersuchten Zeitraum außerordentlich stark zugenommen: die Exporte vergrößerten sich von 14,2 Mrd. Dollar 1951 auf 42,0 Mrd. Dollar 1970, die Importe von 11,2 auf 39,9 Mrd. Dollar. Unter Ausschluß der Lieferungen für militärische Zwecke brachte der Außenhandel, bei allen Schwankungen, den Vereinigten Staaten einen jahresdurchschnittlichen Überschuß von 2,9 Mrd. Dollar in den fünfziger Jahren und von 5,4 Mrd. Dollar in der ersten Hälfte der sechziger Jahre ein. In seiner besten Zeit kam der Überschuß auf rund 30 Prozent der Exporte und mehr als 1 Prozent des Bruttosozialprodukts. Bemerkenswerterweise wuchs der Ausführüberschuß aber gleichwohl viel weniger als der gesamte Außenhandel: während dieser sich 1951–1965 fast verdoppelte, vergrößerte sich der Überschuß nur um gut 60 Prozent.

Im Jahresdurchschnitt 1965–1970 erreichte der Überschuß nur 2,7 Mrd. Dollar, und nach Ausschaltung der konjunkturellen Faktoren sowohl in den Vereinigten Staaten wie im Ausland war der Trend entschieden ungünstig. Vergleicht man — im Sinne einer groben Konjunkturbereinigung — den Durchschnitt von 1969–1970 mit dem Durchschnitt von 1964–1965, so wuchsen die amerikanischen Exporte um 51 Prozent und damit etwa ebenso rasch wie zwischen 1959–1960 und 1964–1965, während die Importe um 90 Prozent und die Fertigwarenimporte allein um 140 Prozent zunahmen. Vor allem dies machte die Verschlechterung der Handelsbilanz aus. Wie das nachstehende Diagramm zeigt, hat sich die Relation zwischen Importen und Bruttosozialprodukt nach 1964 deutlich geändert. In der folgenden Tabelle



werden besondere Einfuhrkategorien an entsprechenden Nachfrageindikatoren gemessen. Vergleicht man die erste und die zweite Hälfte der Dekade, so ist die Meßziffer für die Gesamtimporte um 22 Prozent gestiegen; dabei haben sich die Meßziffern für Nahrungsmittel sowie für Roh- und Halbwaren kaum verändert, während diejenigen für Investitionsgüter, Personenkraftwagen und Konsumgüter um 84 bzw. 66 und 46 Prozent größer geworden sind. Wie sind diese Ergebnisse zu erklären?

Vereinigte Staaten: Kommerzielle Importe gemessen an Inlandsindikatoren

	Durchschnitt		1970	1971
	1960-64	1965-69		
	Prozent			
Gesamtimporte ÷ gesamte Inlandsnachfrage . . . . .	2,92	3,56	4,11	4,36
Ausländische Personenkraftwagen . . Einfuhr ausländischer Modelle ÷ gesamte inländische PKW-Nachfrage . . . . .	5,64	9,34	16,13	16,67
Investitionsgüter Einfuhr von Investitionsgütern (ohne Fahrzeuge) ÷ produktive Anlage- investitionen (ohne Fahrzeuge) . . . . .	3,01	5,54	7,34	7,66
Konsumgüter (ohne Nahrungs- mittel, PKW, Benzin und Öl) Einfuhr ÷ Konsumausgaben . . . . .	2,41	3,51	4,67	4,98
Nahrungs- und Genußmittel Einfuhr ÷ Konsumausgaben . . . . .	4,15	4,27	4,67	4,66
Roh- und Halbwaren Einfuhr gewerblicher Roh- und Halb- waren ÷ Inlandsnachfrage (ohne Dienstleistungen) . . . . .	2,49	2,62	2,69	2,80

Quelle: US Department of Commerce, Survey of Current Business, März 1972, Seite 38.

Die offensichtlichsten Veränderungen in der amerikanischen Wirtschaftslage der letzten sechziger Jahre waren die Übernachfrage und die ziemlich rasche Preisinflation, die beide durch den Vietnamkrieg ausgelöst wurden. Während vorher die amerikanischen Produktionsfaktoren jahrelang nicht voll ausgelastet gewesen waren, verhielt es sich 1966-1969 umgekehrt, und die Arbeitslosigkeit lag im Durchschnitt deutlich unterhalb von 4 Prozent der Erwerbsbevölkerung. Erst nach der restriktiven Gestaltung der Geldpolitik im Jahr 1969 folgte 1970 eine ausgeprägte Rezession. Der während des größten Teils der Periode herrschende Nachfragedruck war zweifellos einer der Gründe für den durchschnittlich niedrigeren Ausfuhrüberschuß. Doch selbst nach Konjunkturbereinigung ist eine ständige Verschlechterung zu erkennen, die der weiteren Erklärung bedarf.

In der Tat hat die starke Übernachfrage jener Zeit eine deutliche Intensivierung der Kosteninflation eingang gesetzt. In der Fertigwarenindustrie stiegen die Arbeitskosten je Produkteinheit, nachdem sie bis 1964 einen abnehmenden Trend aufgewiesen hatten, in den anschließenden fünf Jahren um 13 Prozent. Dies hat — zusammen mit dem per Saldo nachteiligen Effekt der damaligen Wechselkursänderungen — die Wettbewerbsposition der Vereinigten Staaten im Welthandel eindeutig geschwächt.

Bis zur Mitte der sechziger Jahre hatten die Vereinigten Staaten die Lohnkostenentwicklung im allgemeinen besser im Griff gehabt als andere Länder, trotz langsamem Produktivitätswachstum. Wie die folgende Tabelle zeigt, vermochte sich das Ausland als Ganzes damals keineswegs einen immer größeren Kostenvorteil zu verschaffen; dies gelang nur einzelnen Ländern, zum Beispiel Japan. Nach der Mitte der sechziger Jahre kehrte sich der Trend jedoch um, bis dann 1970 den Vereinigten Staaten der europäische Inflationsschub zugute kam. Ein ähnliches Bild ergibt sich aus den Zahlen über die komparativen Exportpreise.

Vereinigte Staaten: Veränderung der relativen Kosten- und Preisposition 1961-1971

	Arbeitskosten je Produkteinheit in der Fertigwarenindustrie	Durchschnittswerte der Ausfuhr von Fertigwaren
	Quotient Vereinigte Staaten/Konkurrenten, 1964 = 100	
1961 . . . . .	104,6	99,9
1962 . . . . .	103,9	101,2
1963 . . . . .	101,0	100,8
1964 . . . . .	100,0	100,0
1965 . . . . .	96,9	102,3
1966 . . . . .	96,5	103,4
1967 . . . . .	99,4	105,2
1968 . . . . .	104,7	107,7
1969 . . . . .	106,4	108,4
1970 . . . . .	100,8	106,9
1971 (1. Halbjahr) . . . . .	98,0	107,6

Quelle: Economic Report of the President, Januar 1972, Seite 152.

Eine inflationsbedingte Einbuße an Wettbewerbsfähigkeit der Vereinigten Staaten ist daher für die Periode 1966-1969 als Teilerklärung des damaligen Entwicklungsverlaufs der US-Handelsbilanz unverkennbar. Jedoch hatte der Ausfuhrüberschuß auch schon vorher mehr als zehn Jahre lang nur ziemlich langsam zugenommen. Daran ist zu sehen, daß die längerfristig unbefriedigende Entwicklung der Handelsbilanz nicht nur durch die Inflation verursacht war. Dies gilt besonders, wenn man bedenkt, daß es zugunsten des US-Exports ein bedeutendes „Feedback“ von den wachsenden amerikanischen Nettoausgaben für militärische Zwecke und im Kapitalverkehr sowie von der staatlichen Auslandshilfe (einschließlich der Kredite) gegeben haben muß.

Betrachtet man die längerfristige Entwicklung in den einzelnen Kategorien des amerikanischen Außenhandels, so ist zu sehen, daß das Defizit bei Nahrungsmitteln sowie gewerblichen Roh- und Halbwaren 1970 etwa ebenso groß wie 1950 war. Bei Kraftfahrzeugen jedoch wurde aus dem kleinen Exportüberschuß, der bis zum Ende der sechziger Jahre bestanden hatte, 1970 ein Defizit von 2,3 Mrd. Dollar. Diese Verschlechterung setzte nach dem Kraftfahrzeug-Abkommen mit Kanada 1965 ein, doch auch die Importe aus Europa und Japan nahmen sehr stark zu. Noch wichtiger war, daß im Bereich der sonstigen Konsumgüter der amerikanische Überschuß nach 1957 verschwand. Die Importe dieser Kategorie verdoppelten sich von 1961 bis 1966 und dann nochmals von 1966 bis 1970, wogegen die entsprechenden Exporte für die

Verdoppelung ihres Werts die ganze Dekade benötigten; so war bis 1970 ein Defizit von 4,8 Mrd. Dollar herangewachsen. Währenddessen gab es aber einen Lichtblick bei den Investitionsgütern (ohne Kraftfahrzeuge), wo der Überschuß von 2,2 Mrd. Dollar 1950 auf 10,6 Mrd. Dollar 1970 stieg. Der Übergang zu einer Außenhandelsstruktur, in der Nettoimporte von Konsumgütern durch Exporte von Investitionsgütern finanziert werden, ist vermutlich ein Merkmal fortgeschrittener wirtschaftlicher Reifung; allerdings ist das betreffende Land dann sehr stark auf eine ständige Ausweitung seiner Nettoexporte von Investitionsgütern angewiesen. Eine solche Ausweitung kam zwar zustande, doch war sie nicht groß genug: die Investitionsgüterimporte, auch wenn sie dem absoluten Betrage nach recht bescheiden blieben, wuchsen in den sechziger Jahren rund doppelt so rasch wie die entsprechenden Exporte.

Bei der Beurteilung dieser Trends ist zu bedenken, daß sich die relative Wettbewerbsposition der Vereinigten Staaten allmählich verschlechterte, je mehr andere Länder Produktionskapazität aufbauten und technologisch aufholten. In den ersten Nachkriegsjahren konnten sich die Vereinigten Staaten einfach auf ihre überlegene Produktionskraft verlassen. In Westeuropa erreichte das reale Volkseinkommen pro Kopf der Bevölkerung erst 1949 den Vorkriegsstand, während es in den Vereinigten Staaten damals bereits um rund 60 Prozent darüber lag; für das gleiche Wachstum brauchte Europa zwölf weitere Jahre. Deshalb bestand bei relativer Irrelevanz der Preise ein gewaltiger Hunger nach amerikanischen Waren — ein Hunger, dem die Dollarknappheit entgegenstand und der nur insoweit gestillt werden konnte, als Dollars aus amerikanischen Importen oder durch die verschiedenen Kredit- und Hilfsprogramme verfügbar wurden. Bis weit in die fünfziger Jahre, solange die Dollarknappheit die Aufnahmefähigkeit der übrigen Welt für amerikanische Güter beschränkte, zeigte jede Ausweitung der amerikanischen Importe die Tendenz, durch die mit ihr verbundenen Dollarzahlungen auch die amerikanischen Exporte wachsen zu lassen.

Doch allmählich wurde die Produktionsdominanz der Vereinigten Staaten geringer, denn in der gesamten Zwanzigjahresperiode 1951-1970 wuchs die amerikanische Produktion real nur um  $3\frac{1}{2}$  Prozent pro Jahr, während die anderen OECD-Länder zusammen ein Jahreswachstum von  $5\frac{1}{2}$  Prozent hatten. Wäre hierbei nur der Nachfrageschaffungseffekt im Spiel gewesen, so hätte die amerikanische Ausfuhr von dieser rascheren Expansion im Ausland wiederum profitieren können, so daß der Exportüberschuß von einer Stärkephase in die nächste geraten wäre.

Ein wichtiger Gegenfaktor war jedoch die strukturelle Veränderung auf der Angebotsseite, die mit diesem rascheren Wachstum in anderen Volkswirtschaften einherging. Die Industrialisierung schritt zügig voran, erleichtert durch eine Landflucht von beträchtlichen Ausmaßen und durch die rasche Übernahme neuer Technologien. Unterdessen blieben die Tariflöhne in den Vereinigten Staaten viel höher als anderswo. Mit zunehmender Größe und Leistungsfähigkeit der Industrie in anderen Ländern wurden Güter, die in ihrer Qualität dem US-Angebot vergleichbar waren, im Ausland vielfach zu außerordentlich wettbewerbsgünstigen Preisen hergestellt. So bröckelte von der Vorherrschaft etablierter amerikanischer Erzeugnisse sowohl auf Auslandsmärkten als auch in den Vereinigten Staaten ein Stück nach dem anderen ab. Zudem begann die ausländische Industrie Produkte auf den Markt zu bringen,

die in den Vereinigten Staaten überhaupt nicht hergestellt wurden — man denke nur an die Kleinwagen. Zwar dürfte hier die allzu zögernde Anpassung der amerikanischen Produzenten an den Wandel des Publikumsgeschmacks mitgespielt haben, doch der Hauptgrund war, daß es den amerikanischen Firmen immer schwerer fiel, mit den Preisen von Produzenten zu konkurrieren, die von Ländern mit viel niedrigeren Lohnsätzen aus operierten und in technologischer Hinsicht gegenüber ihren amerikanischen Wettbewerbern genügend aufgeholt hatten. Bei anderer Entwicklung der komparativen Lohnsätze innerhalb und außerhalb der Vereinigten Staaten hätte es entsprechend andere Wettbewerbsrelationen und somit andere Außenhandelsresultate gegeben. In Wirklichkeit divergierten aber die Zuwachsraten der Lohnsätze nur verhältnismäßig wenig, und das sehr viel höhere Niveau der Geldlöhne, das in den Vereinigten Staaten am Ende des Zweiten Weltkriegs bestand, blieb die ganze Periode hindurch erhalten, wobei die Diskrepanz anfangs durch die Wechselkursänderungen von 1949 sogar noch vergrößert wurde.

Was die anderen Kategorien der Zahlungsbilanz in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre betrifft, so trieb der Vietnamkrieg das Defizit in der Bilanz der militärischen Transaktionen, das sich in den Jahren nach 1958 etwas verringert hatte, stark in die Höhe: 1970 betrug es 3,4 Mrd. Dollar, verglichen mit 2,1 Mrd. Dollar 1964 und 1965. Gleichzeitig wuchs das Defizit in der Reise- und Transportbilanz weiter; 1970 erreichte es einen Umfang von 2,0 Mrd. Dollar. Die Netto-Kapitalerträge waren durchweg eine zuverlässige und meist wachsende Überschußquelle. Dieser Aktivsaldo erhöhte sich stetig auf schließlich 6,2 Mrd. Dollar 1968, doch in den anschließenden zwei Jahren stieg er nicht mehr an, da die Zinszahlungen an Ausländer ziemlich kräftig expandierten.

Bei der Betrachtung des Kapitalverkehrs dieser Periode ist zu berücksichtigen, daß die — noch zu erörternden — Bemühungen der Behörden um Eindämmung des Gesamtdefizits hauptsächlich auf diesen Bereich gerichtet waren. Im allgemeinen war diesen Maßnahmen bis zum Ende der Dekade einiger Erfolg beschieden. Der Nettoabfluß langfristigen Privatkapitals verringerte sich von rund 4,5 Mrd. Dollar 1964 und 1965 auf jahresdurchschnittlich 1,2 Mrd. Dollar in den anschließenden fünf Jahren, wobei es 1968 sogar einen Nettozufluß gab. Zu einem wesentlichen Teil beruhte dieser Wandel auf einer Welle von Käufen langfristiger amerikanischer Wertpapiere durch Ausländer; die Zuflüsse waren 1968 und 1969 sehr kräftig und gingen weit über die bereits beträchtlichen amerikanischen Portfolioinvestitionen im Ausland hinaus. In der Bilanz der privaten Direktinvestitionen erreichte der Nettoabfluß 1966 einen Betrag von 3,6 Mrd. Dollar; bis 1969 waren daraus infolge der behördlichen Maßnahmen 2,4 Mrd. Dollar geworden, doch 1970 waren es bereits wieder 3,5 Mrd. Dollar. Die Entwicklungsstruktur dieses Defizits deutete schon an sich auf eine wachsende Überbewertung des Dollars hin. Denn während die Direktinvestitionen im Ausland früher hauptsächlich der Beschaffung von Rohstoffen für die amerikanische Wirtschaft gedient hatten, wurden sie nun (zumindest bis zu ihrer behördlichen Beschränkung) immer mehr in der verarbeitenden Industrie vorgenommen, oft wegen der erwähnten niedrigeren Arbeitskosten, aber auch, um von der größeren Nähe zu Lieferanten und Märkten zu profitieren und Zollmauern zu überspringen. Dieser Vorgang stärkte die Wettbewerbsfähigkeit der Auslandsproduktion als Ganzes. Selbstverständlich gab es, wie bei allen Direktinvestitionen im Ausland, günstige

Rückwirkungen auf die amerikanische Handels- und Kapitalertragsbilanz. Gleichwohl dürfte, auch wenn der außenwirtschaftliche Gesamteffekt einer bestimmten Investition natürlich nie genau ermittelt werden kann, davon auszugehen sein, daß Investitionen in der Verarbeitungsindustrie wegen der besonderen ihnen zugrunde liegenden Motive für die Gesamtzahlungsbilanz letztlich weniger günstig sind als Investitionen in der Rohstoffindustrie.

Laufende Transaktionen und langfristige Kapitaleistungen zusammengenommen ergaben in der Grundbilanz von 1965–1970 ein hartnäckiges, hohes Defizit, das 1967, 1969 und 1970 jeweils rund 3 Mrd. Dollar betrug. Dem stand freilich in jedem der Jahre 1965–1969 ein Nettozufluß kurzfristigen Kapitals gegenüber, da sich amerikanische Banken und Unternehmen im Ausland in großem Umfang verschuldeten. 1969 erreichte dieser Zufluß, unter Berücksichtigung der in jenem Jahr kompensatorischen nichterfaßten Kapitaleistungen, den hohen Wert von 5,6 Mrd. Dollar. Die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen schloß 1968 und 1969 sogar mit einem erheblichen Überschuß ab. Diese Ergebnisse waren für die Gesamtbilanz die besten seit den vierziger Jahren, doch was immer sie an Stärke zu belegen schienen, war durchaus oberflächlicher Art, denn ihre Basis wurde durch kräftige Zuflüsse kurzfristiger Gelder gebildet, die ihrer ganzen Natur nach sowohl unbeständig als auch reversibel waren. So überrascht es kaum, daß dann 1970 per Saldo nicht weniger als 7,6 Mrd. Dollar an kurzfristigen Geldern abflossen, was dazu beitrug, daß die Gesamtbilanz mit einem einmalig hohen Fehlbetrag von 9,8 Mrd. Dollar schloß. Dies wiederum drückte auf die amerikanischen Reserven, an denen bereits die Defizite zweier Jahrzehnte gezehrt hatten. Unter Berücksichtigung der hohen Verbindlichkeiten, die sich gegenüber amtlichen ausländischen Stellen angesammelt hatten, war die außenwirtschaftliche Position bis Ende 1970 wirklich sehr schwach und in höchstem Maße krisenanfällig geworden.

### **Die amerikanischen Maßnahmen zur Begrenzung des Defizits**

Das plötzliche Auftreten erheblicher Zahlungsdefizite und Goldverluste in den Jahren 1958 und 1959 wurde von den US-Behörden als außerordentlich störend empfunden und gab auch in den folgenden Jahren Anlaß zur Beunruhigung. Der Rahmen der wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Behebung des Defizits war jedoch von Anfang an durch den Vorrang mehrerer anderer Erwägungen begrenzt. Erstens waren die Produktionskräfte in der Periode 1958–1965 im allgemeinen nicht überbeansprucht, so daß eine restriktive Fiskal- und Kreditpolitik nicht in Frage kam. Das galt auch 1970–1971. Zweitens wollten die Behörden keine einseitigen Außenhandelsmaßnahmen ergreifen und von allgemeinen Einfuhrhemmnissen absehen. Die im Laufe der Jahre zustande gekommenen spezifischen Einfuhrbeschränkungen waren nicht zahlungsbilanzorientiert, sondern hatten Schutzfunktion. Drittens wurde es für gefährlich gehalten, den Gesamtbestand der Sicherheitsverpflichtungen im Ausland nur aus Gründen der Zahlungsbilanz zu vermindern. Und schließlich war es ein immer beharrlicher verteidigter Glaubensartikel, daß die amtliche Dollarparität unantastbar sei und nicht zwecks allgemeiner Erhöhung des offiziellen Goldwertes oder zwecks Neuordnung von Wechselkursen geändert werden dürfe.

Der verbleibende Spielraum war daher darauf beschränkt, militärische Devisenausgaben einzusparen, das Ausland zu Verteidigungsausgaben in den Vereinigten

Staaten zu veranlassen, die an das Ausland gehende Wirtschaftshilfe zu binden und zu vermindern und die Kapitalausfuhr zu kontrollieren. Weniger bestimmt waren die Exportförderungs- und Exportkreditmaßnahmen und die Bemühungen, die Vereinigten Staaten für ausländische Touristen attraktiver zu machen.

Die Bindung von Entwicklungshilfe an den Erwerb amerikanischer Güter begann unter der Regierung Eisenhower, die in begrenztem Umfang auch darauf hinarbeitete, die Beschaffung von Verteidigungsgütern aus dem Ausland nach den Vereinigten Staaten zu verlegen. Gleichzeitig wurden Schritte unternommen, um andere Länder zu veranlassen, die verbliebenen Beschränkungen für Dollarimporte abzubauen, ihre Beiträge zur Entwicklungshilfe zu steigern und sich an den Devisenkosten der amerikanischen Verteidigungsausgaben in Europa zu beteiligen. Anfang 1960 wurde die erste einer Reihe von Exportförderungskampagnen gestartet.

Zu Beginn des Jahres 1961 gab die neue Regierung Kennedy weitere Maßnahmen bekannt. Beschaffungen für die im Ausland stationierten Streitkräfte sollten vorrangig in den Vereinigten Staaten vorgenommen werden, und zwar auch bei Mehrkosten bis zu 25 und später sogar bis zu 50 Prozent. Die bilaterale amerikanische Entwicklungshilfe wurde größtenteils gebunden, und für die Kosten der Stationierung amerikanischer Streitkräfte in Europa wurde ein Devisenausgleich ausgehandelt. Hinzu kamen die Kürzung des den amerikanischen Touristen bei der Rückreise gewährten Zollfreibetrages von 500 auf 100 Dollar und die Aufhebung bestimmter steuerlicher Anreize für Investitionen im Ausland.

In dem Versuch, sich dem Abfluß von Geldern entgegenzustemmen, die von den verhältnismäßig höheren Zinssätzen in Europa angezogen wurden, bemühten sich die Währungsbehörden in der „operation twist“, die kurzfristigen Sätze durch entsprechende Staatspapiertransaktionen steigen zu lassen; Ende 1961 erhöhten sie die Zinsobergrenzen für Termineinlagen bei US-Banken. Als sich herausstellte, daß dies unzureichend war, wurde Mitte 1963 die Zinsausgleichssteuer eingeführt, die amerikanische Bürger zu entrichten hatten, wenn sie Wertpapiere erwerben wollten, die von Kreditnehmern in entwickelten Ländern begeben wurden.

Bald wurde der Rückzug auf Kontrollen des privaten Kapitalverkehrs immer häufiger. Im Februar 1963 wurden neue Regelungen bekanntgegeben, so ein Programm zur freiwilligen Beschränkung der Bankkredite an das Ausland und der Abflüsse für Direktinvestitionen von Großunternehmen sowie die Ausdehnung der Zinsausgleichssteuer auf längerfristige Kredite von Banken und Nichtbanken an Ausländer. Flankierende Maßnahmen waren Personaleinsparungen des Staates im Ausland und Kürzungen der Militärhilfe an das Ausland. Noch restriktivere Mengenbeschränkungen enthielt dann das Kapitalexportprogramm für 1966 und 1967. Doch im öffentlichen Bereich gingen die früher erzielten Einsparungen bald in der Flut der mit Vietnam zusammenhängenden Ausgaben unter.

Ziemlich drastische neue Maßnahmen wurden im Januar 1968 bekanntgegeben. Durch sie sollte das erwartete Jahresdefizit um wenigstens 2½ Mrd. Dollar vermindert werden — allein um 1½ Mrd. Dollar durch umfassendere und einschneidendere Kontrollen des Abflusses von privatem Kapital. Diese Kontrollen wurden für Unternehmen obligatorisch; Abflüsse für Direktinvestitionen, die für 1968 in Westeuropa

geplant waren, mußten zurückgestellt werden, und die Wiederanlage von Kapitalerträgen in diesem Gebiet wurde strikt begrenzt. Auch die Abflüsse für Direktinvestitionen in anderen entwickelten Ländern waren zu vermindern, und die kurzfristigen Anlagen im Ausland durften nicht erhöht werden. Die mit ausländischem Kapital finanzierten Investitionen blieben natürlich frei und schwollen in der Folge rasch an. Der Plafond für die gesamten Auslandsforderungen der Banken wurde gesenkt. Ferner wurden die Banken aufgefordert, europäischen Schuldnern keine längerfristigen Kredite zu gewähren oder zu verlängern und ihre kurzfristigen Europa-Kredite während des Jahres 1968 um 40 Prozent zu verringern. Die anderen Finanzinstitute sollten ihre gesamten Auslandsforderungen reduzieren und von Kreditgewährungen oder Kapitalanlagen in Europa absehen.

Die neue Regierung Nixon war auf den Grundsatz einer Lockerung der direkten Investitionskontrollen festgelegt. Im April 1969 setzte sie den Höchstbetrag der vom Programm nicht erfaßten Investitionen von 200 000 auf 1 Mio. Dollar herauf, wodurch die Anzahl der vierteljährlich meldenden Firmen von 3 400 auf 650 sank. Für 1971 wurde die Grenze dann weiter auf 2 Mio. Dollar angehoben. Eine Anzahl von Vorschriften, darunter jene über die Wiederanlage von im Ausland erzielten Kapitalerträgen, wurden liberalisiert und die für die Banken bestehenden Leitlinien gelockert, insbesondere zur Förderung der Exportfinanzierung, die schließlich im August 1971 ganz von den Beschränkungen freigestellt wurde.

Neue Vereinbarungen mit anderen Ländern zur Begrenzung ihrer Exporte nach den Vereinigten Staaten — wie sie eine Zeitlang für Rindfleisch, Stahl und Baumwolltextilien bestanden hatten — traten im vergangenen Jahr für Woll- und Kunstfasertextilien in Kraft. Durch gesetzliche Maßnahmen von Anfang August wurden die finanziellen Mittel der Export-Import-Bank abermals aufgestockt und amerikanische Unternehmen ermächtigt, im Inland Exportniederlassungen mit ähnlichen Steueraus-schubvergünstigungen zu errichten, wie sie auch Auslandsniederlassungen haben.

Damit waren die Behörden allmählich am Ende ihrer Erfindungs- und Willenskraft. Der ganze Wust von Maßnahmen zur Stützung der Dollarposition hatte sich gegen die zur Abwertung drängenden Kräfte als unzulänglich erwiesen, obwohl man sich hie und da noch immer der Hoffnung hingab, diese Lösung vermeiden zu können. Solche Hoffnungen gründeten sich auf die Erwartung, die heimische Inflation zum Stillstand zu bringen und das Ausland zu bewegen, dem amerikanischen Export die eine oder andere der zusätzlich zu den Zöllen errichteten Schranken zu öffnen. Auch von der anhaltenden Rückbildung der Feindseligkeiten in Vietnam versprach man sich Erleichterung, und es war die Überzeugung zu hören, daß bestimmte andere Währungen aufgewertet werden sollten. Doch selbst wenn solche Anpassungen zeitlich möglich gewesen wären, hätten sie kaum den grundlegenden Trend der Dollarschwäche beseitigen können, den wie gesagt fundamentalere Kräfte bewirkten.

Insoweit das US-Defizit durch bestimmte Prioritäten bedingt war — etwa durch das Ziel, eine bessere Auslastung der heimischen Produktionsfaktoren zu erreichen oder im Ausland ausreichende Streitkräfte zu unterhalten oder für angemessene Kapital- und Hilfeleistungen an das Ausland zu sorgen —, war eine souveräne Nation im Rahmen des Systems von Bretton Woods nicht verpflichtet, der Zahlungsbilanz den Vorrang zu geben. Selbst bezüglich der Inflation, die mit dem Vietnamkrieg

einherging, waren die Vereinigten Staaten nicht das erste Land, das ein solches Problem nicht in den Griff bekam. Unvereinbar mit dem Geist des Systems war jedoch der unnachgiebig vertretene Standpunkt, daß eine grundlegende außenwirtschaftliche Anpassung mittels Änderung der Dollarparität nicht einmal zu erwägen sei. Das Urteil darüber, wie und wann eine Anpassung dieser Art hätte richtig sein können, setzt auch eine Analyse der Entwicklung außerhalb der Vereinigten Staaten voraus.

### **Die Bilanz der Überschüsse und Defizite**

Im Weltwährungssystem muß bekanntlich die Summe der von den amtlichen Stellen zu deckenden Defizite rein rechnerisch genau so groß wie die Summe der Überschüsse sein, wenn man davon absieht, daß ein Zuwachs an Währungsgold und neuerdings auch an Sonderziehungsrechten einen Überschuß ohne entsprechendes Defizit entstehen läßt. Bezogen auf die Vereinigten Staaten folgt aus dieser Gleichung, daß die anderen Länder insgesamt einen Netto-Überschuß in Höhe des amerikanischen Defizits haben müssen. In der Reservenstatistik der nächsten Tabelle können jedoch auch die folgenden Umstände Differenzen bedingen: 1. von den Reserven außerhalb der Vereinigten Staaten und Großbritanniens sind nur die negativen EZU- und IWF-Positionen, jedoch keine sonstigen zentralen Verbindlichkeiten abgezogen; 2. einige Dollarreserven befinden sich bei Banken außerhalb der Vereinigten Staaten und erscheinen daher nicht in der amerikanischen Statistik der zentralen Verbindlichkeiten; 3. die Angaben enthalten sicherlich einige statistische Diskrepanzen.

Man muß sich darüber im klaren sein, daß die obengenannte Gleichung eine einfache Größenidentität bezeichnet, die nichts über die Ursachen der Plus- oder Minusentwicklung aussagt. Daß einzelne Länder anhaltend hohe Überschüsse haben, die zwangsläufig anderswo Defizite bedingen, kann ebensogut sein, wie es möglich ist, daß Defizite der Vereinigten Staaten, die auf das Ausbleiben wirksamer Anpassungsmaßnahmen zurückgehen, andere Länder in den Überschußbereich treiben. Ferner erzwingt das System als solches eine Anpassung nur im Falle einer überbewerteten Währung — weil für die Deckung der dann ständig auftretenden Defizite schließlich keine Reserven und Kreditfazilitäten mehr greifbar sind —, jedoch nicht im Falle einer unterbewerteten Währung. Infolgedessen kann die Frage, welchen Ländern die Berichtigung eines allgemeinen Ungleichgewichts obliegt, nicht einfach rechnerisch beantwortet werden; sie ist dem Urteil anheimgestellt und läßt somit Meinungsdivergenzen zu.

Betrachtet man unter diesem Gesichtspunkt die Reservenbewegungen von 1950–1957, so fällt auf, daß der deutsche Überschuß weit herausragt, und man kann sagen, daß die DM-Abwertung von 1949 entweder ein Irrtum war oder daß ihr später im Zuge der Erholung der deutschen Volkswirtschaft eine Aufwertung hätte folgen müssen. Daß diese bis 1961 auf sich warten ließ, kann nicht den Behörden, sondern höchstens der damals allgemein starren Haltung in der Frage der Änderung amtlicher Paritäten angelastet werden. Die deutschen Behörden haben ja als erste die negativen Aspekte eines großen, anhaltenden Überschusses erkannt. Sie zogen eine Aufwertung 1956 in Betracht, und dann erneut 1957 unter beträchtlichem Druck von seiten mehrerer EZU-Partner; doch konnten die verschiedenen Meinungen nicht so weit kristallisiert werden, daß aus ihnen konkrete Maßnahmen hervorgegangen wären. Die Überschüsse Italiens, der Niederlande und Österreichs waren dem absoluten Betrage nach

Veränderungen der Währungsreserven (einschließlich SZR) 1950-1971

	1950-1957	1958-1968	1969	1970	1971						
					Ganzes Jahr	Januar-März	April-Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.-Dez.
Milliarden US-Dollar											
<b>Vereinigte Staaten</b>											
Zentrale Reserven . . .	- 1,2	- 9,1	+ 1,2	- 2,5	- 2,4	- 0,1	- 0,5	- 0,3	- 0,2	- 1,2	+ 0,0
Zentrale Verbindlichkeiten . . .	- 5,9	- 9,9	+ 1,5	- 7,3	-27,4	- 4,6	- 7,2	+ 1,5	- 2,3	- 7,6	- 7,3
Zusammen . . .	- 7,1	-19,0	+ 2,7	- 9,8	-29,8	- 4,7	- 7,7	+ 1,2	- 2,5	- 8,8	- 7,3
<b>Vereinigtes Königreich</b>											
Zentrale Reserven . . .	+ 0,6	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,3	+ 3,6	+ 0,5	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,9	+ 1,7
Zentrale Verbindlichkeiten . . .	- 0,1	- 7,8	+ 1,2	+ 2,9	+ 0,4	+ 1,3	- 0,3	- 0,2	+ 0,2	+ 0,5	- 1,0
Zusammen . . .	+ 0,5	- 7,6	+ 1,3	+ 3,2	+ 4,0	+ 1,8	- 0,1	- 0,1	+ 0,4	+ 1,4	+ 0,7
<b>Sonstige entwickelte Länder . . . . .</b>	<b>+ 8,9</b>	<b>+25,8</b>	<b>- 2,4</b>	<b>+13,8</b>	<b>+28,2</b>	<b>+ 5,8</b>	<b>+ 5,2</b>	<b>- 0,3</b>	<b>+ 1,2</b>	<b>+ 9,5</b>	<b>+ 6,8</b>
Belgien . . . . .	+ 0,2	+ 1,0	+ 0,2	+ 0,5	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,2	- 0,1	+ 0,1	+ 0,2	- 0,2
Deutschland (BR) . . . . .	+ 5,0	+ 4,8	- 2,8	+ 6,5	+ 4,3	+ 2,2	+ 3,2	- 2,3	+ 0,3	- 0,3	+ 1,2
Frankreich . . . . .	- 0,4	+ 3,7	- 0,9	+ 1,0	+ 3,5	+ 0,5	+ 0,5	+ 0,0	+ 0,5	+ 1,7	+ 0,2
Italien . . . . .	+ 0,6	+ 3,9	- 0,3	+ 0,3	+ 1,1	+ 0,7	+ 0,1	- 0,1	+ 0,0	+ 0,4	- 0,0
Japan . . . . .	+ 0,5	+ 2,1	+ 0,7	+ 1,2	+10,4	+ 1,1	+ 1,2	+ 0,7	+ 0,3	+ 4,4	+ 2,7
Kanada . . . . .	+ 0,7	+ 1,1	+ 0,1	+ 1,6	+ 0,9	+ 0,2	+ 0,0	- 0,0	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6
Niederlande . . . . .	+ 0,6	+ 1,4	+ 0,1	+ 0,7	+ 0,3	+ 0,3	- 0,0	- 0,0	- 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Österreich . . . . .	+ 0,4	+ 1,0	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,5	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,1
Schweden . . . . .	+ 0,2	+ 0,3	- 0,1	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,1
Schweiz . . . . .	+ 0,2	+ 2,4	+ 0,1	+ 0,7	+ 1,6	- 0,5	- 0,7	+ 1,2	- 0,6	+ 2,1	+ 0,1
Spanien . . . . .	- 0,0	+ 1,0	+ 0,1	+ 0,5	+ 1,4	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,4
Australien . . . . .	+ 0,2	+ 0,1	- 0,2	+ 0,4	+ 1,6	+ 0,4	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,5
Neuseeland . . . . .	-	- 0,1	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Südafrika . . . . .	+ 0,0	+ 1,2	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,1	- 0,0	- 0,1	- 0,0	- 0,0	- 0,1
Sonstige . . . . .	+ 0,5	+ 1,9	+ 0,5	+ 0,5	+ 2,0	+ 0,4	- 0,1	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,4	+ 1,1
<b>Weniger entwickelte Länder . . . . .</b>	<b>+ 1,6</b>	<b>+ 3,2</b>	<b>+ 1,5</b>	<b>+ 3,7</b>	<b>+ 4,2</b>	<b>+ 0,8</b>	<b>- 0,1</b>	<b>+ 1,6</b>	<b>- 0,0</b>	<b>+ 0,0</b>	<b>+ 1,9</b>
<b>Insgesamt, ohne US und VK . . .</b>	<b>+10,5</b>	<b>+29,0</b>	<b>- 0,9</b>	<b>+16,9</b>	<b>+32,3</b>	<b>+ 6,5</b>	<b>+ 5,1</b>	<b>+ 1,4</b>	<b>+ 1,2</b>	<b>+ 9,5</b>	<b>+ 8,7</b>
<b>Nachrichtlich:</b>											
Neues Währungsgold* . . . . .	+ 3,8	+ 2,1	+ 0,1	+ 0,3	- 0,1	-0,04	+0,01	-	-0,01	-0,02	-0,04

\* Bewertet zu 35 \$ je Unze.

viel kleiner, aber gemessen an den internationalen Transaktionen dieser Länder insofern ebenfalls überhöht, als die Gesamtreserven des Systems in einem gigantischen Ausmaß hätten wachsen müssen, wenn alle Länder vergleichbare Überschüsse aufgewiesen hätten. Damit soll nicht bestritten werden, daß eine gewisse Umverteilung von Reserven in den fünfziger Jahren für einzelne Länder und für das System als Ganzes durchaus sinnvoll war.

Eines steht freilich fest: ein paar vereinzelte Aufwertungen hätten das amerikanische Defizit nicht nennenswert verringern können, da sie auch vielen anderen

Ländern zugute gekommen wären. Im allgemeinen war es so, daß die meisten Länder mäßige Überschüsse hatten, denen einige — insgesamt bedeutend geringere — Defizite gegenüberstanden. Und wenn die Überschüsse in so großem Ausmaß in Dollar angelegt wurden, so läßt dies erkennen, daß für die meisten Länder im System die Norm galt, mit der Vergrößerung ihres außenwirtschaftlichen Volumens auch ein gewisses Wachstum ihrer Dollarreserven anzustreben. In diesem Sinne wurde dem Dollar als der Reservewährung des Systems ein Defizit aufgezwungen. Unter solchen Umständen kann für die damalige Zeit nicht von einer allgemeinen Überbewertung des Dollars gesprochen werden — und schon gar nicht angesichts der umfassenden USAuslandhilfe und der im Ausland weitverbreiteten Diskriminierung von Importen aus Amerika. Die Vereinigten Staaten spielten für das System die Rolle des Reserveschöpfers, in die sie nach dem Krieg durch die damals herrschenden Umstände hineingeraten waren.

Die nächste Periode in der Tabelle, 1958–1968, läßt einen dramatischen Wandel erkennen. Das jahresdurchschnittliche amerikanische Defizit war im Vergleich zur Vorperiode praktisch doppelt so hoch. Gleichzeitig wuchs der jahresdurchschnittliche Überschuß der anderen entwickelten Länder (ohne Großbritannien, dessen Zahlungsbilanz tief ins Defizit geriet) auf mehr als das Doppelte, nämlich von 1,1 Mrd. auf 2,3 Mrd. Dollar. Der größte Teil davon entfiel auf wenige Staaten: Deutschland, Frankreich, Italien und die Schweiz, wobei Frankreich, wenn man die Periode mit der Krise vom Mai 1968 abschließen läßt, seinen Reserven insgesamt sogar fast 6½ Mrd. Dollar zuführte. Aber auch die meisten anderen industrialisierten und entwickelten Länder (wiederum ohne Großbritannien) hatten in den sechziger Jahren recht beträchtliche Reservenzuwächse, und ab 1968 nahmen die japanischen Reserven ebenfalls sehr rasch zu. Somit traf beides zu: bestimmte Währungen erschienen als unterbewertet, und der Dollar war irgendwann im Laufe dieser Jahre gegenüber den Währungen der meisten anderen entwickelten Länder überbewertet geworden. Stellt man dabei noch in Rechnung, was die Vereinigten Staaten alles unternommen haben, um das Defizit möglichst klein zu halten (vgl. den vorhergehenden Abschnitt dieses Kapitels), so spricht noch mehr dafür, daß der Dollar zu hoch bewertet war.

Wann trat die Überbewertung des Dollars zutage? Im Rückblick sieht manches natürlich anders aus; gleichwohl kann man sagen, daß die Defizite von 1958–1960, die im Jahresdurchschnitt fast 3 Mrd. Dollar betrugten, stärkere Beachtung hätten finden können. Sie waren mehr als rein konjunkturbedingte und zufällige Abweichungen: sie signalisierten nicht nur den Nachkriegs-Wiederaufbau der europäischen Wirtschaft, sondern auch deren sehr viel größer gewordene Kraft. Wie aus der Hausse am Goldmarkt 1960 abzulesen ist, gab es nicht wenige, die eine Abwertung der Dollarparität für eine nicht bloß theoretische Möglichkeit hielten. In den Vereinigten Staaten ist oft behauptet worden, die Goldparität des Dollars könne nicht geändert werden, ohne daß dies sofort eine vergleichbare universelle Paritätenänderung nach sich ziehen würde. Dem steht jedoch die harte Tatsache gegenüber, daß die Deutsche Mark und der Gulden 1961 einseitig aufgewertet worden sind, und vermutlich hätten im Paritätengefüge noch bedeutendere Änderungen erreicht werden können, wenn die amerikanische Politik in diese Richtung orientiert worden wäre.

Als die grundlegende Situation sich mit dem Beginn des Vietnamkrieges verschlechterte, wurde die Wahrscheinlichkeit einer Überbewertung des Dollars zur

Gewißheit, besonders nachdem die Pfundabwertung eine Sanierung der britischen Zahlungsbilanz erwarten ließ — mit unvermeidlichen nachteiligen Rückwirkungen auf den Dollar. Ein unübersehbares Beweisstück war die Verringerung des amerikanischen Ausfuhrüberschusses auf 0,6 Mrd. Dollar 1968. Ein weiteres war, daß dieser Überschuß im Rezessionsjahr 1970 nur um 1,4 Mrd. Dollar stieg — ein Ergebnis, das trotz Sonderfaktoren mit dem des Rezessionsjahres 1960 verglichen werden mag: damals hatte die Verbesserung, bei nicht einmal halb so großem Außenhandelswert, 3,8 Mrd. Dollar betragen.

### **Das wachsende Ungleichgewicht des Systems**

Die Erosion der amerikanischen Reserveposition seit 1950 hing nicht nur mit den oben erörterten Defizitfaktoren zusammen, sondern auch damit, daß sich im System von Bretton Woods selber ein fast permanenter Krisenzustand herausbildete. Dies trat erstmals 1960 deutlich zutage.

Der Kern des Systems von Bretton Woods war die Aufrechterhaltung von festen Paritätswerten für die Währungen der IWF-Mitgliedsländer — außer bei einem fundamentalen Ungleichgewicht — und die Förderung liberaler Handels- und Devisenpraktiken. Als Mittel zur Sicherung dieser Ziele im Falle vorübergehender Schwierigkeiten waren Goldreserven, in Gold konvertierbare Dollar und Kreditfazilitäten des IWF gedacht. Da der internationale Handels- und Zahlungsverkehr stetig wuchs, konnte das System nur unter zwei Voraussetzungen wirksam funktionieren: die Gesamtreserven und IWF-Fazilitäten mußten regelmäßig zunehmen, und zwar in einem Maße, daß Länder mit realistischen Wechselkursen mögliche größere Zahlungsbilanzschwankungen zu finanzieren vermochten; und der Zuwachs an Gesamtreserven des Systems mußte sich auf Gold und Dollar so verteilen, daß bei angemessener Wirtschaftspolitik der Vereinigten Staaten die Goldkonvertibilität des Dollars gewährleistet blieb. Es war diese zweite Voraussetzung, die im Herbst 1960 ins Zwielficht geriet, als sich die Versorgung mit neuem Währungsgold im Verhältnis zum Wachstum der zentralen US-Verbindlichkeiten verknappte. Dies unterminierte die Arbeitsweise des Systems, indem sich der Weltbedarf an Währungsgold immer mehr an die Goldreserve der Vereinigten Staaten verwiesen sah.

Die Situation, die 1960 ihren dramatischen Auftakt erlebte, hatte sich allerdings bereits die ganzen fünfziger Jahre hindurch angebahnt, obwohl zunächst nur allmählich: die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten war passiv, während die übrige Welt insgesamt einen Überschuß hatte, der ein gutes Stück über das hinausging, was die Länder in neuem Währungsgold anlegen konnten und in Dollar anlegen wollten. 1950–1957 wurde den nichtamerikanischen Reserven Gold für 5,5 Mrd. Dollar zugeführt, darunter 2,6 Mrd. durch Dollarkonversion beim US-Schatzamt, und die Dollarreserven in Form kurzfristiger Forderungen gegen die Vereinigten Staaten nahmen um 5 Mrd. Dollar zu. Somit ging von den nichtamerikanischen Reserven zuwachsen dieser acht Jahre ein großer Teil zu Lasten der US-Nettoreserveposition. Dies war ohne Gefährdung der Dollarkonvertibilität nur dank dem riesigen Goldvorrat von 24,6 Mrd. Dollar möglich, über den die Vereinigten Staaten anfangs der fünfziger Jahre verfügten. Selbst Ende 1957 war die amerikanische Reserveposition noch sehr stark: einem Goldvorrat von 22,9 Mrd. Dollar standen Reserveverbindlichkeiten von 7,9 Mrd. Dollar gegenüber.

Veränderung der zentralen Währungsgoldbestände

	Insgesamt (= neues Währungsgold)	Vereinigte Staaten	Internationale Institutionen	Übrige Welt
	Milliarden US-Dollar			
1950-1957 . . . . .	+ 3,8	- 1,7	-	+ 5,5
1958-1960 . . . . .	+ 1,7	- 5,1	+ 1,0	+ 5,8
1961-1965 . . . . .	+ 2,7	- 4,0	- 0,8	+ 7,5
1966-Mai 1968 . . . . .	- 2,8	- 3,3	+ 0,8	- 0,3
Juni 1968-Juli 1970 . . . . .	+ 0,8	+ 1,5	- 0,4	- 0,3
August 1970-August 1971 . . . . .	-	- 1,7	+ 2,9	- 1,2

Von 1958 an verschlechterte sich die Position, mit einem wesentlich höheren amerikanischen Defizit, viel schneller. In den zweieinhalb Jahren von Ende 1957 bis Mitte 1960 mußte das US-Schatzamt an andere Länder per Saldo Gold für 3,4 Mrd. Dollar abgeben — erheblich mehr als in den ganzen acht Jahren davor. Gleichzeitig erhöhten sich die zentralen Dollarreserven dieser Länder weiter um 1,7 Mrd. Dollar. Allmählich wurde klar, daß der Dollar einer schwierigen Zeit entgegenging, die nur durch energische Gegenmaßnahmen, unter möglichem Einschluß einer Anhebung des Dollarpreises für Gold, abgewendet werden konnte.

Ab Mitte 1960 verloren die Vereinigten Staaten noch mehr Gold; im dritten Viertel jenes Jahres waren es 632 Mio. Dollar. Dies machte die ohnehin wachsende Unsicherheit bezüglich des Dollars noch schlimmer; und die bevorstehende Präsidentenwahl vom November weckte zusätzliche Zweifel über das Verhältnis des Dollars zum Gold. Infolgedessen schwoll die Goldnachfrage des Marktes stark an, so daß der Londoner Fixing-Preis von 35,09 Dollar je Feinunze Mitte Juli auf 35,24 Dollar Mitte September stieg. Damit befand sich der Marktpreis erstmals, seitdem der Londoner Goldmarkt im März 1954 wiedereröffnet worden war, über jenem Punkt, an dem es sich gelohnt hätte, Gold vom US-Schatzamt zu kaufen und nach London zu verbringen, um es auf dem Markt zu verkaufen. Mit anderen Worten: der Marktpreis des Goldes hatte sich vom monetären Preis gelöst. Für den Zuwachs an Marktnachfrage waren damals großenteils private Käufer verantwortlich, doch wurde Gold auch von Währungsbehörden gekauft — selbst nach der Lösung des Marktpreises vom monetären Preis. Offensichtlich zogen es einige Währungsbehörden vor, einen etwas höheren Preis für Gold am Markt zu zahlen, anstatt Dollars beim amerikanischen Schatzamt zu konvertieren.

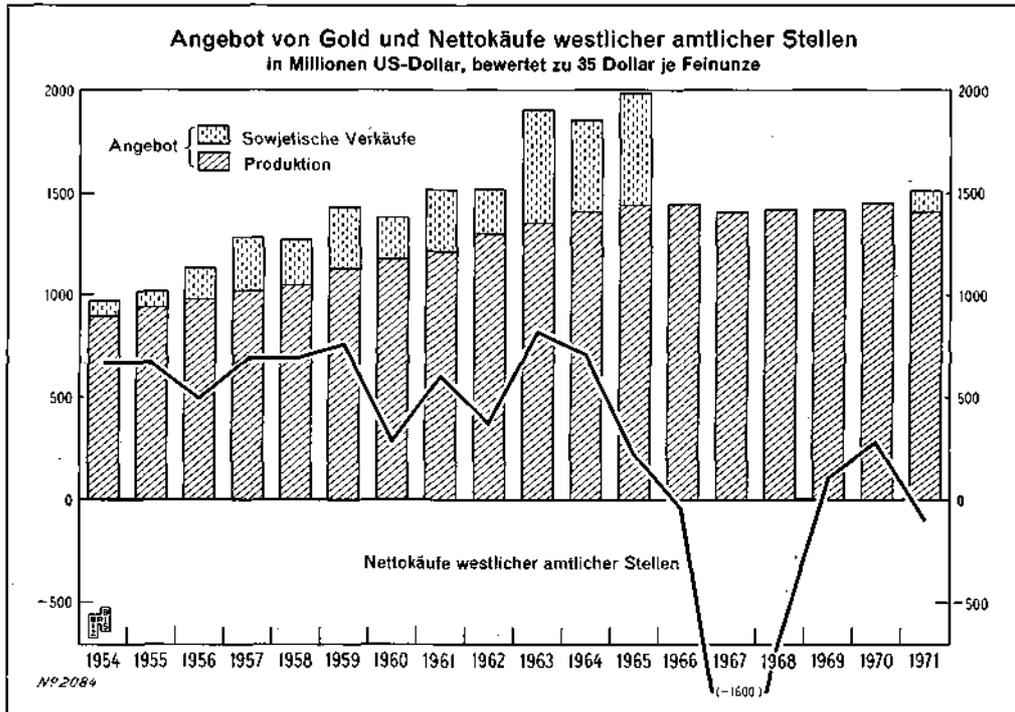
Eine erneute Nachfragewelle trieb die Notierungen gegen Ende Oktober für kurze Zeit auf nicht weniger als 40 Dollar je Feinunze. Nachdem dann der demokratische Präsidentschaftskandidat dementiert hatte, daß eine Änderung der amerikanischen Goldparität beabsichtigt sei, beruhigte sich die Lage ziemlich rasch; doch erst im Februar 1961 kam der Marktpreis wieder in Übereinstimmung mit dem monetären Preis. Das weite Feld, das in den letzten Oktobertagen von 1960 zwischen den beiden Preisen entstanden war, läßt sich als Wasserscheide in der Entwicklung des Systems von Bretton Woods bezeichnen. Die Welt war darauf aufmerksam geworden, daß die Versorgung mit neuem Gold immer knapper wurde und der Dollar dadurch Gefahr lief, früher oder später zur bestehenden Parität nicht mehr in Gold eingelöst werden zu können.

Obwohl sich die Verhältnisse am Goldmarkt bis Februar 1961 vorübergehend wieder normalisiert hatten, wurde das frühere absolute Vertrauen in den Dollar nie mehr ganz wiederhergestellt. Der Goldmarkt war immer weniger imstande, Angebot und Nachfrage zu 35 Dollar je Feinunze auszugleichen; die amerikanischen Reserven nahmen weiter ab; und das Weltwährungssystem büßte mehr und mehr von seiner Fähigkeit ein, für ein ausreichendes autonomes Wachstum der Gesamtreserven zu sorgen. Dies geschah freilich nicht von heute auf morgen; erst im März 1968 wurde der Marktpreis des Goldes vom offiziellen Wert gelöst. Daß der Prozeß so langsam ablief, wurde durch eine Reihe verschiedener Hilfsmaßnahmen und -regelungen ermöglicht, die teils auf unabhängigen Beschlüssen der Vereinigten Staaten, teils auf gemeinsamen Aktionen der finanziell führenden Länder beruhten. Auch wenn es dadurch oft gelang, vorübergehend wieder Vertrauen zu schaffen, so führte jeder dieser Schritte doch auch ständig vor Augen, wie brüchig das System geworden war.

In bezug auf den Goldmarkt wurden die Behörden erstmals kurz nach der Krise vom Oktober 1960 aktiv. In den letzten Wochen des Jahres 1960 begannen die Vereinigten Staaten Gold auf dem Markt zu verkaufen, um die Normalisierung zu beschleunigen. Anfang 1961 bekräftigte dann Präsident Kennedy erneut die Absicht seines Landes, am bestehenden offiziellen Dollarpreis des Goldes festzuhalten. Bis März 1961 war der Londoner Fixing-Preis des Goldes auf 35,08 Dollar je Feinunze zurückgegangen. Doch Ende August 1961 stand er wieder bei 35,20 Dollar: die Vereinigten Staaten hatten weiterhin ein großes Defizit und erhebliche Goldverluste, und außerdem war die Berlinkrise ausgebrochen. An diesem Punkt beschlossen die führenden europäischen Zentralbanken, kein Gold mehr am Markt zu kaufen. Im weiteren Verlauf jenes Jahres begannen die Vereinigten Staaten mit europäischen Ländern die Idee konzertierter amtlicher Goldverkäufe an den Markt zu diskutieren, durch die in Zeiten großer Nachfrage verhindert werden sollte, daß sich der Marktpreis vom monetären Preis löste. Im November 1961 kamen die Zentralbanken Belgiens, Deutschlands, Frankreichs, Großbritanniens, Italiens, der Niederlande, der Schweiz und der Vereinigten Staaten überein, das hierfür erforderliche Gold dem Markt gemeinsam zuzuführen; der Anteil der Vereinigten Staaten betrug dabei 50 Prozent.

Schon bald nach Beginn des Jahres 1962 schien es, als könne es auf dem Goldmarkt einen Angebotsüberschuß geben, und so vereinbarte dieselbe Gruppe von Zentralbanken die Koordinierung auch ihrer Käufe, und zwar mit dem gleichen Verteilungsschlüssel wie für die Marktverkäufe. Diese An- und Verkaufsvereinbarungen wurden als der Goldpool bekannt. Sein Agent war die Bank von England.

Von seinen Anfängen bis Ende 1965 hatte der Goldpool zuweilen Verkäufe, zuweilen Käufe vorzunehmen. Per Saldo war er in dieser Periode jedoch Käufer, da — nicht zuletzt dank ziemlich umfangreichen sowjetischen Goldabgaben — die Versorgung mit neuem Gold noch ausreichte, um die gesamten zentralen Goldreserven Jahr für Jahr wachsen zu lassen. Damals stimmte also noch die Annahme eines längerfristigen Angebotsüberschusses, die dem Goldpool zugrunde lag. Seit dem Jahresende 1965 gab die Sowjetunion jedoch kein Gold mehr an den Markt ab, und 1966 gingen die gesamten Währungsgoldbestände erstmals leicht — um 45 Mio. Dollar — zurück. Von da an war die Lage ziemlich prekär; der Goldpool mußte per Saldo Gold verkaufen.



1967 verstärkte sich diese Tendenz; in den ersten neun Monaten jenes Jahres schrumpften die monetären Goldbestände um 230 Mio. Dollar. Unmittelbar nach der Pfundabwertung vom November wurde die Goldnachfrage des Marktes so groß wie noch nie. Die Pfundabwertung erschien dem Markt als Vorläufer einer Dollarabwertung, obwohl die amerikanischen Stellen erneut dementierten. Der Pool stabilisierte den Preis durch äußerst massive Verkäufe, mit der Folge, daß sich die gesamten monetären Goldbestände im letzten Viertel des Jahres um 1,4 Mrd. Dollar verringerten. Um einen gleich hohen Betrag schrumpften sie im ersten Quartal 1968, nachdem im März jenes Jahres eine noch kräftigere Kaufwelle den Markt überrollte. Daraufhin wurde beschlossen, den Goldpool zu suspendieren und es dem Markt zu überlassen, den für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage geeigneten Preis zu finden. Die Spaltung des Goldpreises in einen amtlichen und einen freien war eine grundlegende Änderung im System von Bretton Woods.

Gewiß hing die Goldkrise vom März 1968 mit der Pfundabwertung und dem anhaltenden amerikanischen Zahlungsdefizit zusammen; doch die fundamentalere Ursache war, daß sich das Verhältnis zwischen der Neuversorgung mit Gold und der nichtspekulativen Goldnachfrage während mindestens eines Jahrzehnts gewandelt hatte. 1966 war die Goldnachfrage der Verarbeiter und Sparer ungefähr doppelt so groß wie 1956; praktisch absorbierte sie damit die gesamte laufende Produktion des Westens. Für die Währungsreserven stand daher kein neues Gold mehr zur Verfügung, sofern nicht die Sowjetunion Verkäufe vornahm. So mußte fast die gesamte spekulative Nachfrage 1967–1968 vom Goldpool befriedigt werden. Unter solchen Umständen verblieb als Quelle für künftige Erhöhungen nichtamerikanischer Goldreserven im wesentlichen, falls überhaupt, nur noch der Goldbestand der

Vereinigten Staaten. Dieser betrug im März 1968 10,7 Mrd. Dollar: für weitere Dollarkonversionen beim amerikanischen Schatzamt war nicht mehr viel Raum.

Sobald die Goldverluste so groß geworden waren, daß die Aufrechterhaltung der Goldkonvertibilität des Dollars zur bestehenden Parität bedroht erschien, begannen sich die amerikanischen Behörden anfangs der sechziger Jahre — ganz unabhängig von der Defizitbekämpfung — um Regelungen zur Erleichterung der Defizitfinanzierung zu bemühen, die den Goldbestand schonten. Unter anderem wurden zu diesem Zweck für Dollarbeträge, die von Zentralbanken auf dem Markt erworben worden waren und zur Konversion hätten präsentiert werden können, Kursgarantien gegeben. Dies geschah auf zweierlei Weise: zum einen schloß die Federal Reserve Bank of New York mit anderen Zentralbanken Swapoperationen zum Ausgleich von Geldbewegungen ab, die für temporär gehalten wurden, und zum anderen ließen sich ausländische Währungsbehörden US-Schatzpapiere ausstellen, die auf ihre eigene Währung lauteten.

Die ersten Swapfazilitäten wurden mit Genehmigung des Federal Open Market Committee 1962 geschaffen, indem die New Yorker Federal Reserve Bank mit bestimmten Zentralbanken und der BIZ ein Netz wechselseitiger Kreditlinien vereinbarte. Im August 1962 bestanden bereits Fazilitäten von 700 Mio. Dollar, und in den anschließenden Jahren wurde das Swapnetz stetig erweitert, bis es Mitte 1970 einen Umfang von über 11 Mrd. Dollar erreicht hatte. Diese enorme Expansion ging allerdings nicht nur auf den Devisenbeschaffungsbedarf der Federal Reserve Bank zurück. Die Fazilitäten wurden auch benutzt, um der Bank von England bei der Finanzierung der riesigen britischen Zahlungsdefizite von 1964–1968 behilflich zu sein; darüber hinaus wurde das Swapnetz periodisch erweitert, um zu demonstrieren, daß die Behörden gegen spekulative Bewegungen kurzfristiger privater Gelder jeglichen Umfangs gerüstet waren.

Insgesamt nahm die Federal Reserve Bank im Zeitraum März 1962–August 1971 an solchen Swapbeträgen brutto 11,8 Mrd. Dollar in Anspruch. Die ausstehenden Beträge waren in diesem Zeitraum jedoch meist verhältnismäßig klein; selten gingen sie über 500 Mio. Dollar hinaus. Ausnahmen gab es nur um die Jahreswende 1967/68, als das Obligo einmal fast 2 Mrd. Dollar erreichte, und in der Periode September 1970–August 1971, in der es von 0,3 auf 3,0 Mrd. Dollar stieg. So blieb der eigentliche Charakter der Swaps als kurzfristiger Fazilität gewahrt. Im allgemeinen wurden sie für drei Monate mit der Möglichkeit mehrmaliger Verlängerung abgeschlossen. Die Rückzahlung erfolgte stets innerhalb eines Jahres: entweder kehrten sich die Marktströme um, die den Swap ursprünglich notwendig gemacht hatten, oder die Rückzahlung wurde aus den amerikanischen Reserven geleistet, oder die Swapschuld wurde durch US-Schatzpapiere mit Dollarwertgarantie ersetzt. Das Netz erwies sich als flexibles und nützliches Instrument zur Bewältigung der Geldströme am Markt.

Die Ausgabe von Fremdwährungsbonds war für den amerikanischen Goldbestand eine Art zweite Verteidigungslinie hinter dem Swapnetz. Beide dienten dem gleichen Zweck: die Finanzierung des amerikanischen Zahlungsdefizits zu erleichtern. Die ersten Bonds wurden 1961–1962 an Italien und die Schweiz ausgeben. Bis September 1965 war ein Nettovolumen von fast 1,3 Mrd. Dollar emittiert,

davon vier Fünftel zugunsten Deutschlands und der Schweiz. Bis Mitte 1967 verringerte sich der ausstehende Betrag auf unter 0,9 Mrd. Dollar. 1969 erreichte er ein neues Rekordvolumen von 2,3 Mrd. Dollar; hiervon befanden sich fast 90 Prozent in Deutschland und der Schweiz. In den anschließenden zwölf Monaten verringerte er sich um rund 1 Mrd. Dollar; vor allem die Bundesrepublik löste solche Papiere ein, um die deutschen Devisenreserven nach der DM-Aufwertung von 1969 wiederaufzufüllen. Nachdem dann die Schweiz 1971 in großem Umfang Bonds hinzuerworben hatte, kam der ausstehende Betrag am Ende des vergangenen Jahres wieder auf fast 2 Mrd. Dollar.

Die Vereinigten Staaten versuchten ihren Goldvorrat auch dadurch zu schonen, daß sie andere Reserveforderungen heranzogen, nämlich ihre Reserveposition im IWF und seit 1970 ihre Sonderziehungsrechte. Diese Finanzierungstypen glichen den Swaps und den Fremdwährungsbonds, weil das Gläubigerland eine Garantie gegen eine Dollarabwertung erhielt, darüber hinaus aber auch einer Einlösung in Gold, weil die Garantie auf den Goldwert bezogen war.

Die ersten amerikanischen Ziehungen auf den IWF erfolgten Anfang 1964; von diesem Zeitpunkt bis zum August 1971 nahmen die Vereinigten Staaten den Fonds brutto mit insgesamt fast 3,4 Mrd. Dollar in Anspruch. Hiervon waren 1,1 Mrd. Dollar sogenannte „technische“ Ziehungen, durch die anderen Ländern geeignete Währungen für Rückzahlungen an den Fonds beschafft wurden, wenn der US-Dollar nicht für solche Rückzahlungen verwendet werden konnte und diese daher vielleicht zu Lasten der amerikanischen Goldreserve vorgenommen worden wären. Die verbleibenden 2,3 Mrd. Dollar zogen die amerikanischen Behörden vorwiegend, um von ausländischen Währungsbehörden überschüssige Dollarbeträge zu übernehmen.

Die Fähigkeit, in diesem Umfang Währungen vom Fonds zu beziehen, ohne ihre Goldtranche aufzubrechen, verdankten die Vereinigten Staaten hauptsächlich dem Umstand, daß andere Länder — vor allem Großbritannien und Frankreich — in derselben Zeit ihrerseits erhebliche Dollarbeträge beim Fonds borgten. Dadurch und auch auf andere Weise verschafften die Zahlungsdefizite dieser beiden Länder den Vereinigten Staaten eine zusätzliche Gnadenfrist in bezug auf die Loslösung vom Gold. In der Tat kann man sagen, daß der Zusammenbruch des Gold-Dollar-Systems in seine letzte Phase gegen Ende 1969 geriet, als sich die Zahlungsbilanz sowohl Großbritanniens als auch Frankreichs entscheidend aktivierte.

Auch mit politischen Mitteln und moralischem Druck vermochten die Vereinigten Staaten die Verringerung des Goldbestandes bis zu einem gewissen Grade zu bremsen — allein schon wegen ihres politischen Gewichts, aber auch durch Nutzung der weitverbreiteten Überzeugung, daß eine Aufhebung der Dollarkonvertibilität mit einem, wie es hieß, Kollaps des Währungssystems enden würde. Dieser Ausdruck weckte vage Assoziationen des Unangenehmen mit schrecklichen Folgen für das wirtschaftliche Wohlergehen und die politische Stabilität.

Neben den bisher genannten Anzeichen deutete auch der Wandel in der Art und Weise des Reservenwachstums in den sechziger Jahren auf die wachsende Anspannung im System hin. Als der Mangel an neuem Währungsgold akuter wurde und die zentralen Dollar-Auslandsverbindlichkeiten der Vereinigten Staaten im

Verhältnis zu den amerikanischen Reserven immer mehr anschwellen, wäre es denkbar gewesen, daß die Gesamtreserven einfach nicht mehr ausreichend hätten zunehmen können. Statt dessen hat sich das Wachstum der Reserven in Form von Gold, Devisen und IWF-Reservepositionen sogar ziemlich stark beschleunigt, nämlich von jährlich 2,3 Prozent 1955-1961 auf jährlich 3,1 Prozent 1962-1968. Doch wurde dies mit einem kräftigen Wandel in der Struktur des Reservenzuwachses bezahlt, in dem die Devisenbestände zu Lasten des Goldes und der IWF-Reservepositionen immer stärker in den Vordergrund traten.

*Veränderung der Weltwährungsreserven 1955-1969*

	1955-61	1962-66	1967-68	1962-68	1969
	Milliarden US-Dollar				
Insgesamt . . . . .	+ 9,1	+ 10,1	+ 4,7	+ 14,8	+ 0,9
Gold . . . . .	+ 3,9	+ 2,0	- 2,0	+ 0,1	+ 0,2
Devisen . . . . .	+ 2,9	+ 5,9	+ 6,5	+ 12,4	+ 0,4
darunter:					
Sondertransaktionen . . .	-	+ 3,8	+ 9,2	+ 13,0	- 2,6
Reservepositionen im IWF	+ 2,3	+ 2,2	+ 0,2	+ 2,3	+ 0,3

Die Goldreserven, die 1955-1961 noch um 3,9 Mrd. Dollar zugenommen hatten, wuchsen 1962-1968 praktisch überhaupt nicht mehr. Auch wenn die Jahre 1967-1968, in denen die Goldreserven arg dahinschmolzen, außer Betracht gelassen werden, bleibt für 1962-1966 ein gegenüber 1955-1961 erheblich verringerter Jahreszuwachs. Und dies trotz größerer Versorgung mit neuem Gold: Gewinnung in westlichen Ländern und sowjetische Verkäufe zusammen stiegen von jahresdurchschnittlich 1,3 Mrd. Dollar 1955-1961 auf 1,7 Mrd. Dollar 1962-1966.

Andererseits nahmen die Devisenreserven in der Periode 1962-1968 mehr als viermal so stark zu wie 1955-1961; die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate erhöhte sich von 2,3 auf 7,2 Prozent. Dies beruhte auf der Ad-hoc-Schaffung von Devisenreserven durch Sondertransaktionen zwischen Währungsbehörden — fast ausschließlich innerhalb der Zehnergruppe. Überwiegend handelte es sich um Transaktionen der Vereinigten Staaten zur Begrenzung ihrer Goldverluste sowie um Devisenkredite, die Großbritannien in der Zeit seiner großen Zahlungsdefizite — von Ende 1964 bis Ende 1968 — zur Verteidigung des Pfundkurses aufnahm. Die Bedeutung dieser Sondertransaktionen wird daraus ersichtlich, daß sie 1962-1968 den Zuwachs an Gold-, Devisen- und IWF-Reserven zusammen zu fast 90 Prozent und der Devisenreserven allein zu mehr als 100 Prozent bestritten. Und als Großbritannien 1969 seine Devisenschulden zurückzahlen begann, hatte dies unter anderem zur Folge, daß die Weltwährungsreserven in jenem Jahr noch nicht einmal ein Wachstum von 1 Mrd. Dollar erreichten.

Mit anderen Worten: der Bedarf an zusätzlichen Reserven war nur noch zu befriedigen, wenn einige Länder Zahlungsdefizite hatten, deren Finanzierung eine besondere Ad-hoc-Kreditschöpfung bedingte. Und da Ad-hoc-Kredite auf krisenartige Situationen beschränkt waren, ergab sich, daß die Weltwährungsreserven im großen und ganzen für ihr Wachstum Krisen brauchten. Unter einem anderen

Blickwinkel kann man sagen, das imposante Volumen der besonderen Reservetransaktionen habe dazu gedient, grundlegende Anpassungen hinauszuzögern.

Daß der immer größere Mangel an neuen Goldreserven und die außenwirtschaftliche Schwäche des Dollars eines Tages zu einer Krise führen würden, hatte Prof. Robert Triffin bereits 1959 vorausgesehen. 1963 wurde deutlich, daß sich die amtlichen Stellen den Kern dieser allgemeinen These zu eigen gemacht hatten: die an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF beteiligten Länder, die den Namen „Zehnergruppe“ erhielten, und der IWF gingen daran, das Währungssystem und den möglichen künftigen Bedarf an internationalen Reserven zu prüfen. Die kontroversen Fragen des monetären Goldpreises und eines neuen Systems mit flexiblen Wechselkursen wurden dabei jedoch ausgeschlossen.

Schon bald schälten sich aus den Diskussionen weit auseinanderklaffende Meinungen über das heraus, was als das Hauptproblem zu gelten habe. Auf der einen Seite wurde die wesentliche Schwierigkeit im Ausbleiben des Anpassungsprozesses in den führenden Ländern — besonders in den Vereinigten Staaten — gesehen. Nach Meinung der anderen Seite bestand das Hauptproblem des Systems darin, für ein ausreichendes künftiges Reservenwachstum ohne Gold und Dollar zu sorgen, da angesichts der zunehmenden Knappheit an neuem Gold auch die Dollarreserven nicht im bisherigen Tempo vergrößert werden sollten.

Bis Mitte 1966 hatte sich allgemein die Überzeugung durchgesetzt, daß es früher oder später nötig werden könnte, die bestehenden Typen von Reserven durch eigens geschaffene Reservenmittel zu ergänzen. Ein Rahmenplan für eine neue Fazilität von „Sonderziehungs“-Rechten beim IWF wurde 1967 der Jahresversammlung des IWF in Rio de Janeiro vorgelegt und von dieser angenommen. Die Zuteilung von Sonderziehungsrechten an alle Teilnehmerländer sollte dazu beitragen, den längerfristigen Bedarf des Währungssystems an mehr internationaler Liquidität zu decken. Sie war aufgrund von Vorschlägen des Geschäftsführenden Direktors des IWF mit wenigstens 85 Prozent der Gesamtstimmzahl der Teilnehmerländer zu beschließen. Deren Anteile sollten sich nach dem Verhältnis ihrer IWF-Quoten richten.

Bis April 1968 war der Rahmenplan zu einem Rechtsdokument in Form einer Ergänzung des IWF-Abkommens herangereift. Diese trat im Juli 1969 in Kraft, nachdem sie von der erforderlichen Mehrheit der Fonds-Mitglieder gebilligt worden war. Vor allem auf Verlangen jener Länder, die nicht aufgehört hatten, das Hauptproblem im Anpassungsprozeß zu sehen, wurden in die neue Regelung Vorschriften aufgenommen, die verhindern sollten, daß SZR zur Finanzierung hartnäckiger Defizite und Überschüsse verwendet wurden. Darüber hinaus wurde die erste SZR-Zuteilung von der „Erreichung eines besseren Zahlungsbilanzgleichgewichts“ und der „Wahrscheinlichkeit eines besseren Funktionierens des Anpassungsprozesses in der Zukunft“ abhängig gemacht. Dies war besonders auf die Defizite der Vereinigten Staaten und Großbritanniens gemünzt. Zwar stand im Sommer 1969 keineswegs fest, daß diese Länder mit Sicherheit eine Besserung in ihrer Zahlungsbilanz erreichen würden, doch hielt man eine Schwächung ihrer diesbezüglichen Bemühungen durch die Erstzuteilung von SZR für unwahrscheinlich. Auch sah man ein, daß diese Länder, sobald sie einmal definitiv einem besseren außenwirtschaftlichen Gleichgewicht entgegengingen, in ihren Anstrengungen behindert werden würden, wenn andere Länder wegen

eines ungenügenden Gesamtreservenwachstums Maßnahmen zum Schutz ihrer eigenen Zahlungsbilanz ergreifen müßten. In diesem Zusammenhang war von Bedeutung, daß nur wenige Länder bereit zu sein schienen, eine wesentliche Verringerung ihrer Währungsreserven hinzunehmen. Dementsprechend wurden Zuteilungen von 3,5 Mrd. Dollar am 1. Januar 1970 und von je 3 Mrd. Dollar 1971 und 1972 beschlossen.

Mit der Einführung der Sonderziehungsrechte hatte man einen wesentlichen Schritt zur bewußten internationalen Planung und Steuerung des Wachstums an Weltwährungsreserven zu tun gedacht. Doch entwickelten sich die Dinge dann so, daß parallel zu diesem Schritt das amerikanische Zahlungsdefizit 1970 kräftig und 1971 noch kräftiger wuchs. Die Zuteilung von 6½ Mrd. Dollar an SZR in diesen beiden Jahren verblaßte daher neben der gleichzeitigen Erhöhung der Devisenreserven um 47 Mrd. Dollar.

### Vorspiel zum 15. August 1971

In den vorstehenden Abschnitten sind die Kräfte analysiert worden, die die Reserveposition der Vereinigten Staaten unterhöhlt haben. Nun bleiben nur noch die Blitze zu notieren, die das Unwetter über dem Dollar endgültig zur Entladung brachten. Das erste Wetterleuchten war schon 1970 aufgetreten. Gegen Ende jenes Jahres ergab sich im amerikanischen Außenhandel eine ausgeprägte Verschlechterung: der durchschnittliche Monatsüberschuß sank, nach den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik, von 235 Mio. Dollar im dritten auf 45 Mio. Dollar im vierten Quartal. Zudem floß 1970, bedingt durch die international unterschiedliche Währungspolitik und das Zinsgefälle, auch sehr viel kurzfristiges Geld von den Vereinigten Staaten nach Europa. Diese Geldabflüsse, zusammen mit dem Defizit in der amerikanischen Grundbilanz, machten die Gesamtbilanz in einem Ausmaß passiv, das noch nie dagewesen war, jedoch bereits im nächsten Jahr gewaltig übertroffen werden sollte.

Das Jahr 1970 war nicht das erste, in dem das Zinsgefälle Geld in großem Umfang von einer Seite des Atlantiks auf die andere strömen ließ. 1966 beispielsweise — damals hatte das Federal Reserve System die Kreditversorgung stark verknappt, um die Inflation zu bekämpfen, die gerade durch den Vietnamkrieg eingang gesetzt worden war — stiegen die amerikanischen Zinssätze auf den höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten. Um sich etwas mehr Spielraum zu verschaffen, griffen die amerikanischen Banken erstmals in erheblichem Maße auf den Eurodollarmarkt zurück; sie nahmen an ihm etwa 3 Mrd. Dollar kurzfristig auf und sorgten dadurch für eine knappe Aktivierung in der US-Bilanz der zentralen Reservetransaktionen — die erste seit 1957 —, obwohl in der Grundbilanz 1,6 Mrd. Dollar fehlten.

Dasselbe geschah 1969, nur in viel größerem Umfang. Mit der erneuten Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik gegen Ende 1968 nahmen die Banken in den ersten neuneinhalb Monaten von 1969 knapp 9 Mrd. Dollar bei ihren Auslandsniederlassungen auf. Dieser Nachfragedruck trieb die Kosten für Dreimonatsgeld am Eurodollarmarkt von 7 Prozent im Dezember 1968 auf 12 Prozent im Juni 1969 hinauf und beeinflusste auch die europäischen Zinssätze stark. Die am Eurodollarmarkt aufgenommenen Gelder stammten zu einem nicht geringen Teil

ursprünglich aus amerikanischen Quellen, was den positiven Effekt auf die US-Zahlungsbilanz natürlich etwas reduzierte; dennoch verbesserte sich die amerikanische Nettoreserveposition 1969 um 2,7 Mrd. Dollar, trotz einem Defizit von 2,9 Mrd. Dollar in der Grundbilanz.

Diese Episode von 1969 enthielt bereits einen Keim der Krise von 1971. Selbstverständlich konnte nicht damit gerechnet werden, daß die amerikanischen Banken so hohe Schulden gegenüber ihren Auslandsniederlassungen ewig beibehalten würden. Maßnahmen hiergegen wurden schon Mitte 1969, auf dem Höhepunkt der Kreditverknappung, in die Wege geleitet; und als die Geldpolitik 1970 gelockert wurde, begannen die Banken diese Schulden abzubauen — zuerst allmählich, dann aber von der Jahresmitte an ziemlich schnell. Im gesamten Jahr kam der Abfluß kurzfristiger Gelder aus den Vereinigten Staaten auf 6,5 Mrd. Dollar (zuzüglich 1,1 Mrd. Dollar an nichterfaßten Transaktionen); 5,1 Mrd. Dollar davon zahlten die Banken zur Tilgung der im Vorjahr aufgenommenen Kredite. Dieser Abfluß war es, der 1970 im Verein mit einem Grundbilanzdefizit von 3 Mrd. Dollar den Saldo der zentralen Reservetransaktionen, nach dem künstlich positiven Ergebnis von 1969, auf minus 9,8 Mrd. Dollar stürzen ließ.

Der ziemlich heftige Richtungswechsel der amerikanischen Geldpolitik von Restriktion 1969 auf Lockerung 1970 traf mit einer Umorientierung in umgekehrter Richtung in Europa zusammen. Diese begann bereits 1969, als es darum ging, den Abfluß von Geldern aus Europa einzudämmen; 1970 wurde sie, nun zur Bekämpfung der heimischen Inflation, fortgesetzt. Den härtesten Gegensatz zur amerikanischen Politik gab es in dieser zweiten Phase in Deutschland. Im März 1970, zu einer Zeit, als das Federal Reserve System dabei war, den Kredithahn wieder aufzudrehen, verstärkte die Deutsche Bundesbank ihre restriktive Politik, indem sie ihren Diskontsatz von 6 auf 7½ Prozent erhöhte. So wurde der Abfluß aus den Vereinigten Staaten größtenteils zu einem Zufluß nach Deutschland. In den letzten neun Monaten von 1970 wuchsen die deutschen Reserven um 5,8 Mrd. Dollar, woran der Import kurzfristiger Gelder mit 5,1 Mrd. Dollar beteiligt war. Da die Dreimonatssätze auf dem Eurodollarmarkt von 8¾ Prozent im Mai auf 7¼ Prozent im November 1970 sanken, während die vergleichbaren Inlandssätze bei 9–9½ Prozent lagen, bestand für den deutschen Nichtbankensektor ein beträchtlicher Anreiz — und völlige Freiheit —, sich auswärts zu finanzieren. Zwar nahm die Bundesbank ihre Sätze im selben Jahr wieder zurück, doch nur, um ein noch größeres Zinsgefälle zu verhindern.

Ende 1970 ergab sich daher das folgende Bild: die amerikanische Grundbilanz siechte dahin, hatte fast keinen Ausfuhrüberschuß mehr und gewärtigte den nächsten Schlag von der Belebung der Konjunktur; die diesem Ziel dienende Kreditpolitik mußte 1971 weiteres Geld ins Ausland treiben; und die dort verfolgte Kreditpolitik würde ihm den Weg zusätzlich ebnen. Dabei konnten sich die Vereinigten Staaten keine weiteren großen Reserveverluste mehr leisten, während zugleich in der Zehnergruppe nach Einführung der SZR viel von der Notwendigkeit flexiblerer Wechselkurse die Rede war und aus der Zeit von August 1969 bis Juni 1970 die Abwertung des französischen Frankens, die Freigabe und schließliche Aufwertung der Deutschen Mark und die Freigabe des kanadischen Dollars vor Augen stand. Fügt man alle diese Zutaten zueinander, so braute sich eine explosive Mischung zusammen.

Im neuen Jahr verschlimmerte sich die Lage. Im ersten Quartal war die Erholung des amerikanischen Ausfuhrüberschusses eindeutig unzureichend, und der Abfluß kurzfristiger Gelder beschleunigte sich bei weiter sinkenden Inlandszinsen. Die amerikanischen Banken zahlten an ihre Auslandsniederlassungen wiederum fast 5 Mrd. Dollar zurück, so daß sich das zentral zu finanzierende Defizit in diesem Quartal auf 5,5 Mrd. Dollar stellte.

In dem Bestreben, den Abfluß wenigstens zum Teil von den Reserven anderer Länder fernzuhalten, gaben die Export-Import-Bank und das US-Schatzamt in den Monaten Januar–April 1971 an die Auslandsniederlassungen amerikanischer Banken Schuldverschreibungen im Betrage von 3 Mrd. Dollar ab. In der Bundesrepublik nahm der Netto-Geldzufluß und mit ihm das Tempo der Währungsreservenbildung jedoch zu. Trotz erheblichen saisonalen Geldexporten der Banken im Januar strömten im ersten Quartal per Saldo monatsdurchschnittlich 700 Mio. Dollar herein. Vom Februar an versuchte die Bundesbank Einfluß zu nehmen, indem sie Dollar per Termin auf dem Devisenmarkt kaufte, um den Zinsanreiz für die kursgesicherte Verlegung von Geldern nach Deutschland zu verringern. Nachdem dann gegen Ende März die Spekulation auf die Deutsche Mark eingesetzt hatte, senkte die Bundesbank Anfang April ihren Diskontsatz von 6 auf 5 Prozent, und die Devisenkäufe per Termin wurden von ihr fortgesetzt, einfach um den Kassamarkt zu entlasten. Am Kassa- und Terminmarkt zusammen erwarb sie allein im April 3 Mrd. Dollar.

An den ersten zwei Werktagen des Mai kam es zur Krise; es strömten nochmals 2 Mrd. Dollar herein, was die deutschen Behörden veranlaßte, die Devisenbörsen zu schließen. Zwei Ursachen hatten die Krise unmittelbar ausgelöst: führende deutsche Wirtschaftsforschungsinstitute waren gleichzeitig und öffentlich für die Freigabe des DM-Kurses eingetreten; und es wurde bekannt, daß der Ministerrat der Europäischen Gemeinschaften die Möglichkeit einer größeren Flexibilität der EWG-Währungen gegenüber dem Dollar erörterte. Die Krise machte aber auch klar, was geschehen kann, wenn die Geldpolitik wichtiger Länder nachdrücklich gegeneinandergerichtet ist. Darüber hinaus haben weder die Vereinigten Staaten noch die Bundesrepublik ihr Ziel erreicht, die Lohninflation durch geldpolitische Restriktion zu stoppen.

Belgien, die Niederlande, Österreich und die Schweiz, deren Währungen alle in die Turbulenz hineingezogen wurden, folgten dem deutschen Beispiel und schlossen ihre Devisenmärkte am 5. Mai. Deutschland prüfte die Möglichkeit einer nachhaltigen Lockerung seiner Geldpolitik, einer direkten Devisenabwehr und einer nochmaligen einseitigen Aufwertung und beschloß sodann, den Kurs der Deutschen Mark vom 10. Mai an freizugeben. Die Niederlande folgten diesem Schritt. Belgien eröffnete seinen amtlichen Devisenmarkt wieder auf der früheren Grundlage, schottete ihn jedoch vollständiger vom freien Markt ab. Österreich wertete um 5,05, die Schweiz um 7,07 Prozent auf.

Durch diese Maßnahmen gelang es, die Geldbewegungen eine Zeitlang aufzuhalten und teilweise sogar umzukehren. In der Schweiz, wo die Nationalbank am 5. Mai bis zur Schließung des Devisenmarktes 600 Mio. Dollar gekauft hatte, waren die Reserven Ende Mai nur um 160 Mio. Dollar höher als einen Monat vorher. Im Juni verbesserte sich dann die amerikanische Nettoreserveposition um 1,2 Mrd.

Dollar, während sich die deutsche um 2,3 Mrd. verminderte. In der ganzen Zeit von Anfang Juni bis 6. August gab die Bundesbank insgesamt sogar einen Bruttobetrag von 4,8 Mrd. Dollar an den Devisenmarkt ab, wobei sie freilich in Kauf nehmen mußte, die Deutsche Mark gegen den Dollar hochzusteigern. Gleichzeitig flossen ihr 2,7 Mrd. Dollar aus fällig werdenden Terminkontrakten zu.

Trotz alledem blieben die Devisenmärkte nervös, und bald wuchs sich das, was im Mai zu einem großen Teil ein Aufwärtsdruck gegen die Deutsche Mark gewesen war, zu einer allgemeinen Dollarkrise aus. Gegen Ende Mai wurde bekannt, daß sich der amerikanische Außenhandel im April stark verschlechtert und sogar mit einem Defizit abgeschlossen hatte. Dieses blieb in den folgenden Monaten bestehen. Gewiß wurde der Außenhandel durch die Konjunkturkonstellation — Erholung in den Vereinigten Staaten, Rezession in vielen anderen Ländern — sowie durch die amerikanischen Arbeitsauseinandersetzungen ungünstig beeinflusst. Daneben trug nun die anschwellende Wechselkurspekulation zur Verschlechterung der Lage bei, insbesondere zur Beschleunigung der Importe. Doch auch unabhängig von allen diesen konjunkturellen und verzerrenden Einflüssen schnitt der amerikanische Außenhandel sehr schlecht ab.

Die in den Außenhandelszahlen zutage getretene bedenkliche Schwäche wirkte psychologisch um so mehr, als bereits zwei Währungen gegenüber dem Dollar aufgewertet worden und zwei andere nach ihrer Freigabe am Markt gestiegen waren. Immer mehr verbreitete sich die Überzeugung, daß die bestehende Relation zwischen dem Dollar und praktisch allen anderen wichtigeren Währungen vielleicht nicht mehr lange halten würde.

Die eigentliche August-Krise brach am 6. des Monats aus, als eben diese Überzeugung in dem Bericht eines vom amerikanischen Kongreß gebildeten Unterausschusses zum Ausdruck kam. Der Bericht hielt zur Sanierung der Lage eine allgemeine Neuordnung der Wechselkurse gegenüber dem Dollar für erforderlich und fügte hinzu, daß die Vereinigten Staaten andernfalls vielleicht keine andere Wahl hätten, als einseitig die Konvertierbarkeit des Dollars zu suspendieren. Die übrige Welt nahm dies wie einen heißen Tip aus erster Hand. In der anschließenden Woche schwemmte die Spekulation gegen den Dollar anderen Ländern 3,7 Mrd. Dollar in die Reserven, davon allein 1,7 Mrd. Dollar in die der Schweiz. Doch auch die britischen und die französischen Behörden mußten erhebliche Dollarbeträge aus dem Markt nehmen, und kleinere Ströme ergossen sich in die Dollarreserven einer Anzahl anderer Länder. Der Verkaufsdruck auf den Dollar war somit allgemein.

Für die Konversion der von den Zentralbanken erworbenen Dollarbeträge oder für deren Kursgarantie verwendeten die Vereinigten Staaten in der ersten Augusthälfte Reserven im Betrag von 1,1 Mrd. Dollar, was den gesamten Reservenverlust seit Jahresbeginn auf 3,1 Mrd. Dollar brachte. 2,4 Mrd. Dollar wurden außerdem durch das Swapnetz der Federal Reserve Bank mobilisiert. Doch da die Lage unhaltbar geworden war, hob Präsident Nixon am Sonntag, dem 15. August, die Konvertibilität des Dollars auf.

Gleichzeitig wurden die zollpflichtigen nichtkontingentierten Importe mit einer Sondersteuer von 10 Prozent belegt und importierte Investitionsgüter von der für

neue Kapitalanlagen gewährten Steuergutschrift ausgenommen. Diese Maßnahmen sollten so lange in Kraft bleiben, bis andere Währungen ausreichend aufgewertet, verschiedene gegen amerikanische Exporte errichtete Schranken geöffnet, die Verteidigungslasten besser aufgeteilt und Vereinbarungen über eine Reform des internationalen Währungssystems getroffen waren.

### Das Floating

Nach einwöchiger Schließung wurden die wichtigsten europäischen Devisenmärkte am Montag, dem 23. August, wiedereröffnet. Alle europäischen Länder mit einer Ausnahme entschlossen sich für das Floating, und sofort ging der Dollar auf diesen Märkten zurück. Lediglich Frankreich hielt den Wechselkurs innerhalb der vorherigen Grenzen, allerdings nur für kommerzielle und amtliche Transaktionen; im übrigen errichtete es einen Finanzmarkt mit freier Kursbildung.

Der japanische Markt wurde am 15. August nicht geschlossen; die Bank von Japan kaufte noch zwei Wochen lang den Dollar am oberen Interventionspunkt. Da Tokio nun der einzige noch offene Devisenmarkt von Bedeutung war, brandete sofort eine Flut von Geldern ins Land — vor allem in der Form, daß japanische Unternehmen Auslandskredite aufnahmen und daß sich die Zahlungstermine verschoben. Trotz weiterer Verschärfung der Devisenabwehr wurde die Bank von Japan dermaßen mit Dollars überschwemmt — nämlich mit rund 4 Mrd. —, daß am 28. August der Yen-Kurs ebenfalls freigegeben wurde. Somit stand Ende August mindestens zweierlei fest: das System der festen Paritäten war suspendiert, und der seit langem überfällige Anpassungsprozeß war ingang gebracht worden.

Darüber hinaus wurde aus vielen diesbezüglichen Erklärungen amtlicher Stellen bald klar, daß alle wichtigen Länder zu festen Wechselkursen zurückzukehren wünschten und bereit waren, hierfür eine neue und realistischere Basis zu akzeptieren. Wie und zu welchen Bedingungen dies zu geschehen habe, war indessen umstritten. Nach Ansicht der Vereinigten Staaten war das bestehende allgemeine De-facto-Floating — ohne Änderung der gesetzlichen Dollarparität — für die Herausbildung eines neuen Gefüges von Gleichgewichtskursen durchaus genügend. In der Tat hat es nach dem 15. August ein bedeutendes und fortschreitendes Realignment gegeben, zusätzlich zu dem bereits früher im Jahr erreichten. Neue Gleichgewichtskurse konnten sich nach amerikanischer Auffassung auf diese Weise nur bilden, wenn die Marktkräfte freies Spiel erhielten. Außerdem machten die Vereinigten Staaten ihre Zustimmung zu einer Kursneuordnung und die Beseitigung der Einfuhrsondersteuer von der Erfüllung ihrer anderen Ziele — besonders der handelspolitischen — abhängig. Wie auch immer dieser Standpunkt beurteilt werden mag — und die Vereinigten Staaten waren im Einvernehmen mit anderen großen Ländern lange Zeit für feste Kurse eingetreten —, Aussicht auf Verwirklichung hatte er nicht. Die anderen Länder waren nicht bereit, ihre Währungen zu sehr und zu schnell steigen zu lassen, und griffen daher zur Marktberuhigung ein — teils durch neue Maßnahmen zur Devisenabwehr, teils in der Form, daß sie generell fortführen, Dollars aus dem Markt zu nehmen, wenn und insoweit sie es für richtig hielten. Dies war vor allem in Deutschland und Japan der Fall; dort wuchsen die Bruttoreserven in den letzten vier Monaten des Jahres um 1,7 bzw. 2,8 Mrd. Dollar. Auch Großbritannien verbuchte in diesen Monaten einen beträchtlichen Reservengewinn.

Daß die Länder keine Neigung zeigten, ihre Währungen völlig frei fluktuieren zu lassen, hatte verschiedene, offensichtliche Gründe. Da war zunächst die heftige politische Opposition interessierter Gruppen, etwa der Exportwirtschaft, gegen eine Anhebung des Währungswerts, sei es durch Floating oder Aufwertung. Diese Opposition erhielt dadurch Verstärkung, daß sich das Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern abgeschwächt hatte. Zum Teil wurde am Markt auch wegen der Uneinheitlichkeit der Wertsteigerungen im Verhältnis zum Dollar interveniert, die zur Folge hatte, daß auf die Wettbewerbsfähigkeit nicht nur gegenüber den Vereinigten Staaten, sondern ebenso gegenüber anderen Ländern Bedacht zu nehmen war. Auch herrschte in den meisten Ländern die Überzeugung, daß das Ausmaß möglicher spekulativ bedingter Wechselkursbewegungen nur eine entfernte Verwandtschaft mit dem Kurs aufwies, den das längerfristige Gleichgewicht der Grundbilanz erforderte. Ferner fanden die Vereinigten Staaten mit ihrem Gedanken, die Goldparität des Dollars nicht in das Realignment einzubeziehen, bei den anderen Ländern keinen Anklang. Aus diesen Gründen hüteten sich diese Länder davor, den Wert ihrer Währungen bis zum *fait accompli* einer hinreichenden Kursneuordnung steigen zu lassen.

Die Idee der Vereinigten Staaten, sich aus dem Realignment herauszuhalten, wurde nicht nur wegen ihrer offensichtlichen politischen Nachteile für andere Länder abgelehnt, sondern stieß auch auf sonstige Einwände — so vor allem auf den, daß die Vereinigten Staaten sich ihrer durch die IWF-Regeln statuierten Verantwortung entzogen, wenn sie ihre Währung nicht abwerten wollten, die sie immerhin als in einem fundamentalen Ungleichgewicht befindlich bezeichnet hatten. Dies war keineswegs, wie manche zu glauben liebten, eine akademische Frage, denn bald wurde klar, daß kaum Aussicht auf ausreichende Kursanpassungen bestand, wenn die Länder mit einem fundamentalen Ungleichgewicht ihren Beitrag verweigerten. Insbesondere gab es Staaten, die zwar bei einer Dollarabwertung stillhalten wollten, jedoch nicht zu einer Änderung ihrer eigenen amtlichen Parität zu bewegen gewesen wären. Eindruck machte das Argument, daß man keine Wiederherstellung des Marktvertrauens erwarten könne, wenn die Vereinigten Staaten mit ihrem jahrelangen Zahlungsdefizit den Dollar nicht abwerteten. Einige Länder waren ferner der Meinung, daß sie angesichts ihrer im Falle einer Aufwertung hinzunehmenden Verluste bei den Dollarreserven einen Anspruch auf einen gewissen Ausgleich bei ihren Goldbeständen und goldwertigen Reserven hätten.

Als offensichtlich wurde, daß zu den von den Vereinigten Staaten vorgeschlagenen Bedingungen keine Rückkehr zu festen Kursen zu erreichen war, während sich zugleich in der Wirtschaft immer unverkennbarer eine Erschütterung des Vertrauens in die weitere Entwicklung abzeichnete, gingen die amerikanischen Vertreter von ihrer harten Verhandlungslinie ab, und der Weg für ein multilateral vereinbartes Realignment der Wechselkurse war frei. Vorher mußten freilich einigermaßen einheitliche Vorstellungen über das Ausmaß der erforderlichen Anpassung in der amerikanischen Grundbilanz — als Basis für die Bestimmung der Paritätenänderungen — entwickelt werden. Die Vereinigten Staaten rechneten folgendermaßen: bei vorausgesetzter „Vollbeschäftigung“ sowohl im Inland als auch bei den wichtigsten Handelspartnern würde die amerikanische Zahlungsbilanz 1972 ein Gesamtdefizit von 11 Mrd. Dollar aufweisen: 4 Mrd. Dollar aus laufenden Transaktionen, 6 Mrd. Dollar durch

staatliche Auslandshilfe und langfristige private Kapitaleistungen zugunsten von Ländern außerhalb Westeuropas, Kanadas und Japans und 1 Mrd. Dollar als statistisch nicht aufklärbarer Rest. Demgegenüber wurde ein Gesamtüberschuß von 2 Mrd. Dollar für nötig erachtet: in erster Linie als Sicherheitsmarge, aber auch, um einige Jahre lang einen Überschuß als Beitrag für die Wiederherstellung der Reserveposition zu erhalten — was ja allgemein ein Zweck von Abwertungen ist. Das ergab eine erforderliche Anpassung von 13 Mrd. Dollar — und zwar ausschließlich in der laufenden Rechnung, da das eingeplante Defizit aus staatlicher Auslandshilfe und langfristigen privaten Kapitaleistungen als nicht weiter reduzierbar betrachtet wurde.

Im Unterschied hierzu hielt sich die erforderliche Anpassung nach Berechnungen des IWF und der OECD in einer Größenordnung von 9 Mrd. Dollar. Diese niedrigere Zahl kam zustande, weil erstens kein amerikanischer Überschuß von 2 Mrd. Dollar eingeplant und zweitens für die konjunkturbereinigte amerikanische Leistungsbilanz von 1972 eine erheblich weniger pessimistische Prognose gestellt wurde. Obwohl sie die Vereinigten Staaten jahrelang gedrängt hatten, ihre Zahlungsbilanz in Ordnung zu bringen, zogen es die anderen an den Diskussionen hauptsächlich beteiligten Länder nun einhellig vor, den Umfang der für erforderlich gehaltenen Verbesserung nach den Berechnungen der internationalen Organisationen zu bemessen.

Ernsthafte Verhandlungen über das neue Wechselkursgefüge begannen Ende November, als die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe in Rom zusammentraten. Die Nichtdollarwährungen der Zehnergruppe mit Ausnahme des kommerziellen französischen Frankens hatten damals ihre Dollarparität bereits in einem Ausmaß überstiegen, das von knapp 2½ Prozent für die Lira und den französischen Finanzfranken bis zu über 10 Prozent für die Deutsche Mark und den Yen reichte. In Rom kamen die Vereinigten Staaten den Ansichten anderer Zehnergruppenmitglieder ein gutes Stück entgegen. Sie erklärten sich damit einverstanden, nicht nur ein Realignment, das auf eine Verbesserung von weniger als 13 Mrd. Dollar in der amerikanischen Zahlungsbilanz kalkuliert war, sondern als dessen Bestandteil auch eine mögliche Abwertung des Dollars zu erwägen.

Zwar wurde in Rom noch keine Vereinbarung erzielt, doch war der Weg für die Absprache in Washington am 18. Dezember bereitet. Die Nichtdollarwährungen der Zehnergruppe hatten unterdessen — angesichts der nun offenkundigen Bereitschaft der Vereinigten Staaten, eine Dollarabwertung in Betracht zu ziehen — weiter an Wert gewonnen. Am 17. Dezember reichte die De-facto-Aufwertung, abgesehen vom kommerziellen französischen Franken, von rund 4 Prozent (Lira) bis fast 12½ Prozent (DM und Yen). Und sogar der kommerzielle französische Franken stand an jenem Tage in New York, nachdem der Pariser Markt geschlossen hatte, fast 2 Prozent über der Parität.

### **Das Washingtoner Abkommen**

Am 18. Dezember wurde in Washington die Aufhebung der amerikanischen Einfuhrsondersteuer und eine Neuordnung der Wechselkurse vereinbart; dabei verpflichteten sich die US-Behörden, dem Kongreß eine Dollarabwertung um 7,9 Prozent zu empfehlen, was einer Erhöhung des amtlichen amerikanischen Goldpreises von 35 auf 38 Dollar je Feinunze entsprach. Vier Länder erklärten sich bereit, ihre

Währung gegenüber dem Gold aufzuwerten: Belgien und die Niederlande um 2,8, Deutschland um 4,6 und Japan um 7,7 Prozent. Frankreich und Großbritannien akzeptierten einfach die vorgesehene Dollarabwertung. Italien und Schweden hatten vor, ihre Währung um 1 Prozent abzuwerten. Die Schweiz beschloß, den diesmaligen Aufwertungseffekt für den Franken gegenüber dem Dollar auf 6,4 Prozent zu begrenzen. Kanada blieb beim Floating.

Das Realignment führender Währungen,  
5. Mai-18. Dezember 1971

	Änderung gegenüber dem Gold	Änderung gegenüber dem US-Dollar	Neuer Leit- bzw. Mittelkurs für den US-Dollar	Neue Unter- und Obergrenze gegenüber dem Dollar
	Prozent		Einheiten Landeswährung für 1 US-Dollar	
Japanischer Yen . . . . .	+ 7,7	+ 16,9	308,00	314,93 - 301,07
Schweizer Franken . . . . .	+ 7,1	+ 13,9	3,84	3,9265 - 3,7535
Österreichischer Schilling . . . . .	+ 5,1	+ 11,6	23,30	23,82 - 22,78
Deutsche Mark . . . . .	+ 4,6	+ 13,6	3,2225	3,295 - 3,150
Belgischer Franken . . . . .	+ 2,8	+ 11,6	44,8159	45,8250 - 43,8075
Holländischer Gulden . . . . .	+ 2,8	+ 11,6	3,2447	3,3175 - 3,171875
Pfund Sterling . . . . .	—	+ 8,6	2,60571*	2,5471 - 2,6643*
Französischer Franken . . . . .	—	+ 8,6	5,1157	5,2310 - 5,0005
Italienische Lira . . . . .	- 1,0	+ 7,5	581,50	594,6 - 568,4
Schwedische Krone . . . . .	- 1,0	+ 7,5	4,8129	4,920 - 4,705
US-Dollar . . . . .	- 7,9	—	—	—

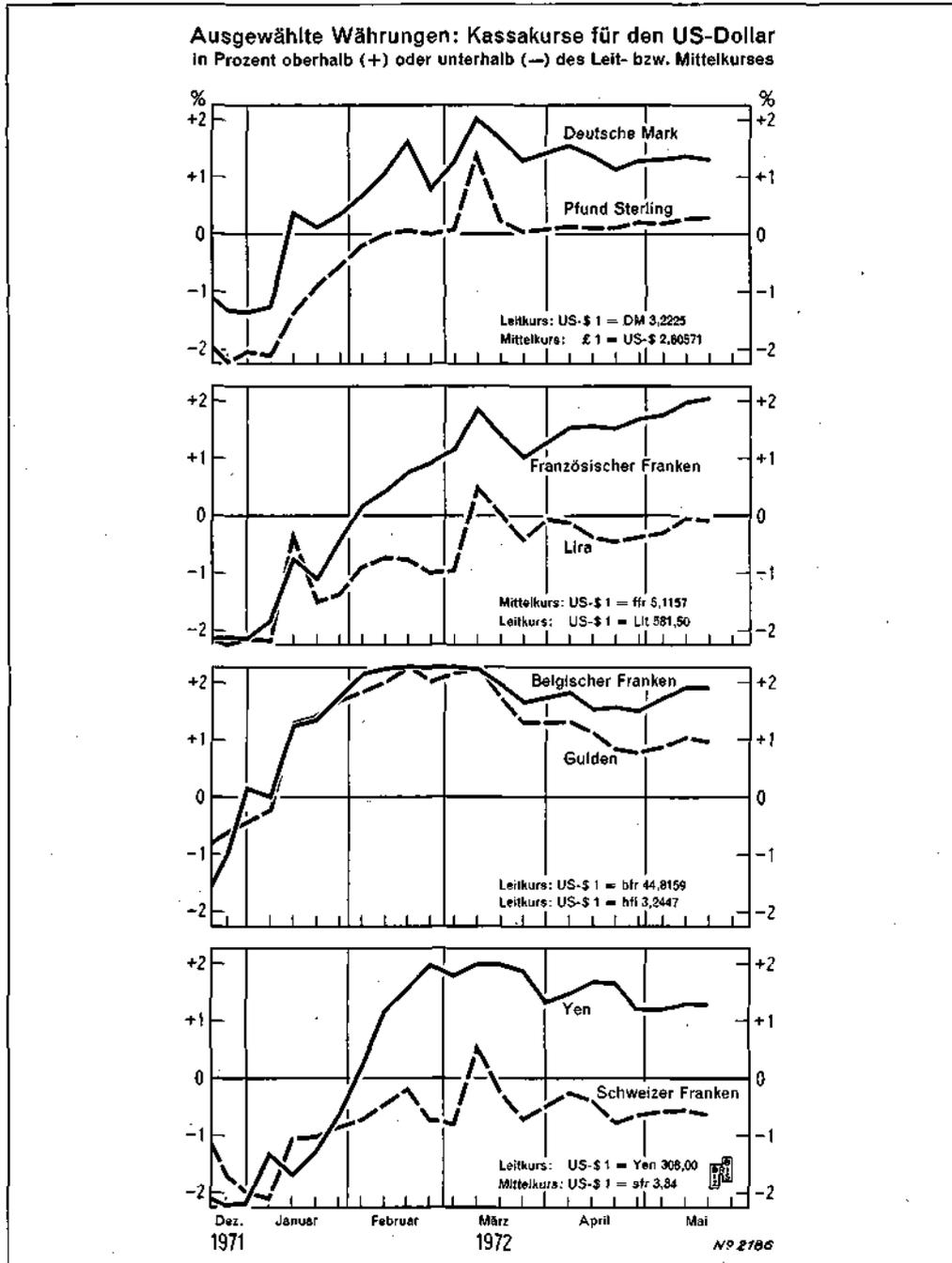
\* US-Dollar für 1 Pfund Sterling.

Da die Dollarabwertung noch der Billigung durch den amerikanischen Kongreß bedurfte, taten die Länder, die ihre amtliche Goldparität ändern wollten, dies nicht sofort, sondern erklärten statt dessen für ihre Währungen „Leitkurse“ gegenüber dem Dollar, die den vorgesehenen neuen Paritäten entsprachen, während die Länder, die ihre Goldparität beibehielten, „Mittelkurse“ gegenüber dem Dollar festlegten. Gleichzeitig wurde vereinbart, beiderseits der neuen Kurse gegenüber dem Dollar „auf temporärer Basis“ eine Bandbreite von  $2\frac{1}{4}$  (statt bisher 1) Prozent „zuzulassen“, wodurch sich eine gesamte Bandbreite von  $4\frac{1}{2}$  Prozent ergab. Die erweiterten Bandbreiten wurden sofort für alle führenden Währungen angewendet. Am 3. April 1972 unterzeichnete Präsident Nixon dann das Gesetz, das die zugesagte Änderung des Paritätswertes für den Dollar genehmigte und regelte. Am Freitag, dem 5. Mai, teilten die Vereinigten Staaten diese Änderung formell dem IWF mit. Am darauffolgenden Montag trat sie in Kraft.

**Die Entwicklung nach dem Washingtoner Abkommen**

Die ersten Reaktionen auf die Washingtoner Beschlüsse waren allgemein sehr positiv; sie zeugten von der Erleichterung, daß die Zeit der schwankenden Wechselkurse vorüber war. Bei der Wiedereröffnung der Devisenmärkte wurden alle wichtigen Währungen deutlich unterhalb ihrer neuen Kurse gegenüber dem Dollar notiert, und einige — so das britische Pfund, der französische Franken und die Lira — befanden sich nur knapp über ihrer neuen Untergrenze. Anfänglich floß von dem riesigen Volumen an Spekulationsgeldern, die vorher die Vereinigten Staaten verlassen hatten, ein Teil wieder zurück — freilich kein großer. Ein Faktor, der den

Rückfluß begrenzte, war die nach wie vor bestehende Disparität zwischen den kurzfristigen Zinssätzen in den Vereinigten Staaten und in den meisten anderen führenden Ländern. Dieses Zinsgefälle nahm in den ersten Wochen von 1972 wegen der weiter sinkenden amerikanischen Sätze sogar noch zu. Außerdem war es, da sich die Währungen weit in der unteren Hälfte ihrer neuen zugelassenen Bandbreite von  $4\frac{1}{2}$  Prozent gegenüber dem Dollar befanden, nicht ausgeschlossen, an den



Devisenmärkten durch Zuwarten beträchtliche Gewinne zu realisieren. In der Tat war am Jahresanfang die Meinung ziemlich weit verbreitet, daß, solange dieser Zustand anhielt, ganz abgesehen von der Zinslage kein nennenswerter Rückfluß zu erwarten sei.

Doch bald begannen sich die Verhältnisse an den Devisenmärkten zu wandeln. Im Januar zogen die meisten führenden Währungen gegenüber dem Dollar merklich an, und am Ende jenes Monats hatten insbesondere der belgische Franken und der Gulden einen Punkt erreicht, der rund  $1\frac{3}{4}$  Prozent über dem neuen Leitkurs lag. Dieser Anstieg, weit davon entfernt, den Geldrückfluß in die Vereinigten Staaten endlich richtig ingang zu bringen, wuchs sich vielmehr zu einer neuen Welle der Spekulation gegen den Dollar aus, die den belgischen Franken, den Gulden, die Deutsche Mark und den Yen im Februar und Anfang März an ihre neuen Obergrenzen oder zumindest ganz in deren Nähe trieb. Tatsache war, daß auf dem Markt die Dauerhaftigkeit der Washingtoner Vereinbarungen allmählich in Zweifel gezogen wurde, als man erkannte, daß der Anpassungsprozeß beträchtliche Zeit erfordern würde — Zeit, in der die Zentralbanken immer noch mit Dollars überschwemmt werden konnten.

Einige Wochen später besserte sich das Klima an den Devisenmärkten jedoch zusehends, und Zentralbankinterventionen erübrigten sich weitgehend. Verschiedene Faktoren ließen den Markt nun das neue Wechselkursgefüge günstiger beurteilen. Zum einen konnte nicht bezweifelt werden, daß die Zentralbanken entschlossen waren, zu den Vereinbarungen zu stehen und dem Anpassungsprozeß dadurch Gelegenheit zu geben, zum Tragen zu kommen. Davon zeugten ihre Bereitschaft, Dollars aus umfangreichen spekulativen Geldbewegungen anzukaufen, sowie neue Maßnahmen zur Abwehr solcher Bewegungen. Zum andern wurde klargestellt, daß von dem neuen Wechselkursgefüge letztlich eine erhebliche Verbesserung für die amerikanische Zahlungsbilanz zu erwarten ist. Und bis diese eintritt, könnte die Finanzierung der amerikanischen Defizite weitgehend einem Rückfluß spekulativer Gelder überlassen werden, der es den Zentralbanken ersparen würde, in größerem Umfang zur Stützung des Dollars zu intervenieren.

\* \* \*

Zusammenfassend kann man den Zusammenbruch des Wechselkursgefüges im letzten Jahr auf drei Hauptfaktoren zurückführen. Erstens wurde der Dollar zunehmend überbewertet, je mehr nach dem Krieg der Wiederaufbau in anderen Ländern voranschritt und diese zu neuen Produktions- und Leistungsfähigkeitsrekorden gelangten. Die Vereinigten Staaten behielten einen bedeutenden Produktivitätsvorsprung, doch ihr höheres Kostenniveau war der neuen Lage immer weniger angemessen. Und bis zu einem gewissen Grade wurde dies dann noch durch die Unterbewertung einiger anderer Währungen verschlimmert. Zweitens überzog der Vietnamkrieg die amerikanische Volkswirtschaft mit Nachfragedruck und Inflation, und diese Kräfte setzten der Handelsbilanz nachhaltig zu. Drittens erbten die Vereinigten Staaten als das Reservewährungsland des Systems ein gewisses Maß an Zahlungsdefizit auch dadurch, daß die Gesamtheit der anderen Länder ihren jährlichen Reservenbedarf immer weniger aus der Goldgewinnung decken konnte. Infolgedessen bröckelte von der Fähigkeit der Vereinigten Staaten, mit ihrer Reserveposition und sogar mit

ihren effektiven Reserven die Konvertierbarkeit des Dollars zu gewährleisten, Stück um Stück ab. Schon daraus ergab sich ganz unabhängig von der Entstehung des Wechselkursungleichgewichts das Dilemma, entweder den allgemeinen amtlichen Goldwert oder aber das Gold-Dollar-System ändern zu müssen.

Effektiv hatte sich das System bereits vor 1971 in zweifacher Hinsicht gewandelt: im März 1968 wurde der Goldpreis in einen amtlichen und einen freien aufgespalten, wonach der Dollar nicht viel mehr als formal konvertierbar war; und im Januar 1970 wurde mit den Sonderziehungsrechten ein neues Reservemedium eingeführt. Im vergangenen Dezember kam dann die Wechselkursneuordnung hinzu, durch die der Überbewertung des Dollars und der Unterbewertung der anderen großen Währungen ein Ende gemacht wurde.

Heute ruht das System auf einer neuen Grundlage. Die Konvertierbarkeit des Dollars in Gold oder goldwertige Reserven bleibt notgedrungen suspendiert. Für kleinere Länder und private Dollarbesitzer ist der Dollar auf dem Markt in andere Währungen umtauschbar; größere Länder haben natürlich die Möglichkeit, jeden beliebigen Teil ihrer Dollarbestände zu verwenden, doch stößt die Diversifizierung ihrer Reserven in praktischer Hinsicht auf Grenzen. Gleichzeitig haben nahezu alle Länder für feste Kurse durch Bindung ihrer Währungen an den nichtkonvertierbaren Dollar optiert. So wie die Lage ist, können die Gesamtreserven im System auf viererlei Weise zunehmen: durch weitere Dollaransammlung, durch SZR-Zuteilung, durch Erhöhung der IWF-Reservepositionen und durch Reservehaltung von Nichtdollarwährungen.

Erörterungen über weitere Änderungen im System stehen bevor, doch bis jetzt ist noch nicht abzusehen, von welcher Art sie sein werden.

## II. WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN UND MASSNAHMEN

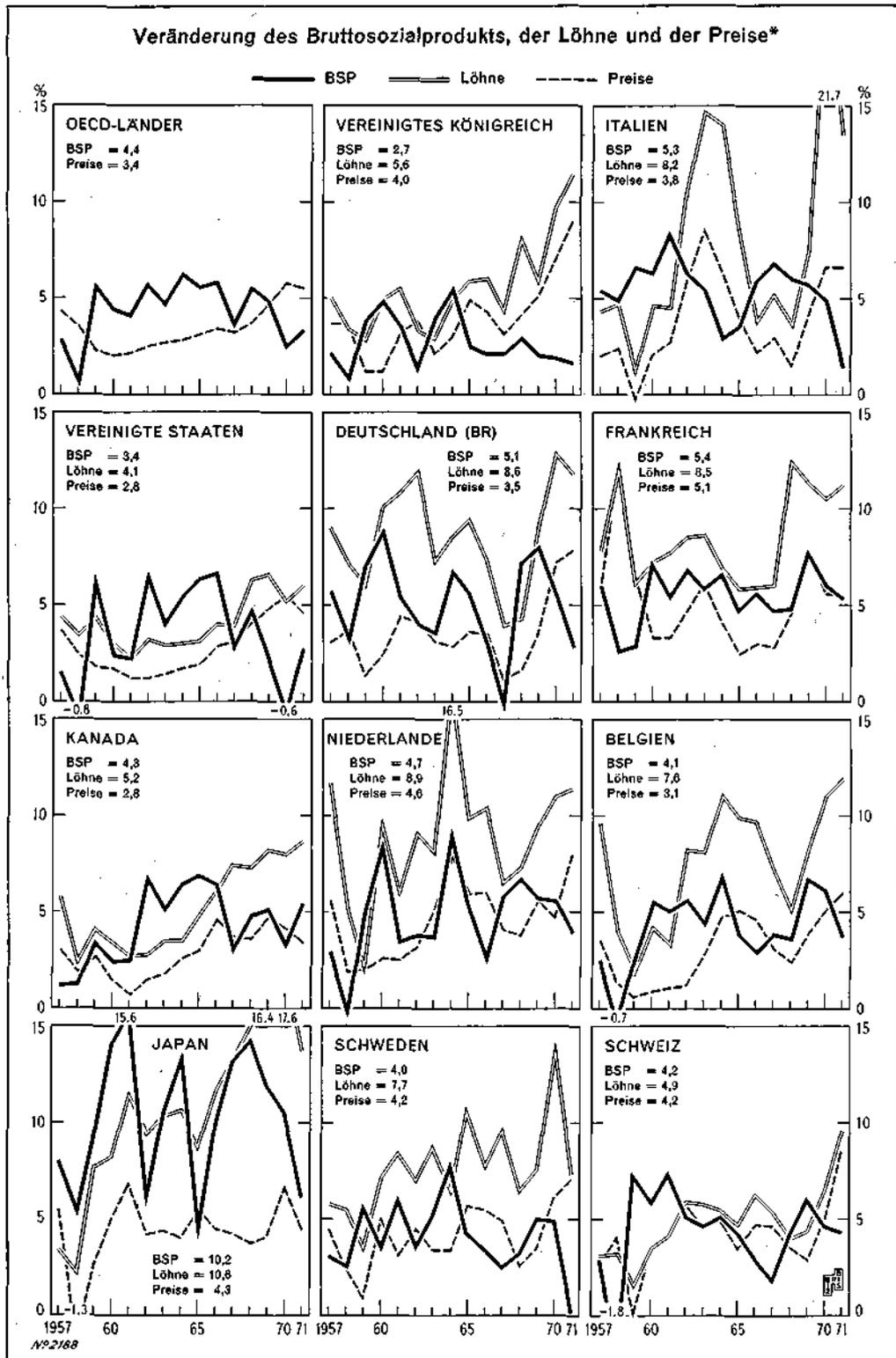
### Die allgemeine binnenwirtschaftliche Lage

Wie sich herausgestellt hat, sind die Konjunkturabläufe des letzten Jahres erstaunlich wenig von den eingetretenen internationalen Währungsstörungen berührt worden. In den meisten Industrieländern schwächte sich das Produktionswachstum, das sich 1970 zu verlangsamen begonnen hatte, 1971 weiter ab, und im Frühling dieses Jahres dauerte die Flaute immer noch an. Diese relative Stagnation war im allgemeinen ausgeprägter als 1967, kam jedoch an die von 1957–1958 weder an Intensität noch in ihrer geographischen Ausbreitung heran. Dieser Entwicklung voraus waren die Vereinigten Staaten und Kanada; dort hatte die Flaute im Spätsommer 1969 begonnen, und im vergangenen Jahr ging es schon wieder aufwärts. In einigen Ländern, so in Belgien, Frankreich, den Niederlanden und der Schweiz, entfernte sich das Expansionstempo 1971 nicht sehr vom längerfristigen Trend. Beträchtlich war die Konjunkturabschwächung hingegen in Deutschland und noch mehr in Italien, Schweden und Japan. Großbritannien verharrte in der Stagnation.

Die Inflation blieb jedoch ungewöhnlich stark. Der Preisindex des Brutto-sozialprodukts aller OECD-Länder zusammen stieg 1970 und 1971 im Jahresdurchschnitt um 5,6 Prozent; diese Erhöhung lag deutlich über dem längerfristigen Mittelwert. Etwas geringer als im Vorjahr war die Teuerung 1971 in den Vereinigten Staaten, Kanada und Japan, während sie sich in den westeuropäischen Ländern generell — in einigen Fällen recht kräftig — verstärkte.

Die Veränderungen von Löhnen, Preisen und Produktion werden in dem Diagramm auf der nächsten Seite miteinander verglichen. Eine Beschleunigung des Preisanstiegs war im allgemeinen mit einem schnelleren Lohnauftrieb im Verhältnis zum Produktionswachstum verbunden. Von größerer Bedeutung ist, daß sich in vielen Ländern das Verhalten der Löhne und Preise in den letzten Jahren offensichtlich aus den gewohnten Relationen zur Produktionsentwicklung gelöst hat. Wenn früher das Realprodukt langsamer wuchs — ob wirtschaftspolitisch oder durch autonome Kräfte bedingt —, ging mit großer Wahrscheinlichkeit auch die Lohn- und Preisinflation kräftig zurück. Gerade dieser Zusammenhang hat die Länder zu dem Versuch veranlaßt, die jüngste Inflation durch Nachfragebeschränkung zu zügeln.

Doch die Ergebnisse waren enttäuschend. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Kanada stiegen die Löhne viel schneller als vorher, und die Preisinflation nahm bedenkliche Ausmaße an. Noch eindrücklicher war die Erfahrung Großbritanniens; dort wurde der Lohn- und Preisauftrieb von den letzten Monaten des Jahres 1969 an zunehmend rascher. Und auch in Ländern wie Belgien, den Niederlanden und der Schweiz sprachen die Lohn/Preis-Trends nicht mehr so sehr wie früher auf Veränderungen der Nachfrageintensität an. Darüber hinaus ereigneten sich in bestimmten Ländern wie etwa Frankreich und Italien ziemlich unerwartet Lohnexplosionen, die



\* BSP = reales BSP; Löhne: Tariflöhne oder Verdienste; Preise = Preisindex des BSP. Die Zahlen in den Diagrammen geben die durchschnittliche jährliche Zuwachsrate für 1957-1971 an.

nicht ohne weiteres durch Übernachfrage erklärt werden konnten. In Deutschland und Japan löste sich das Lohnverhalten ebenfalls etwas vom bisherigen Muster.

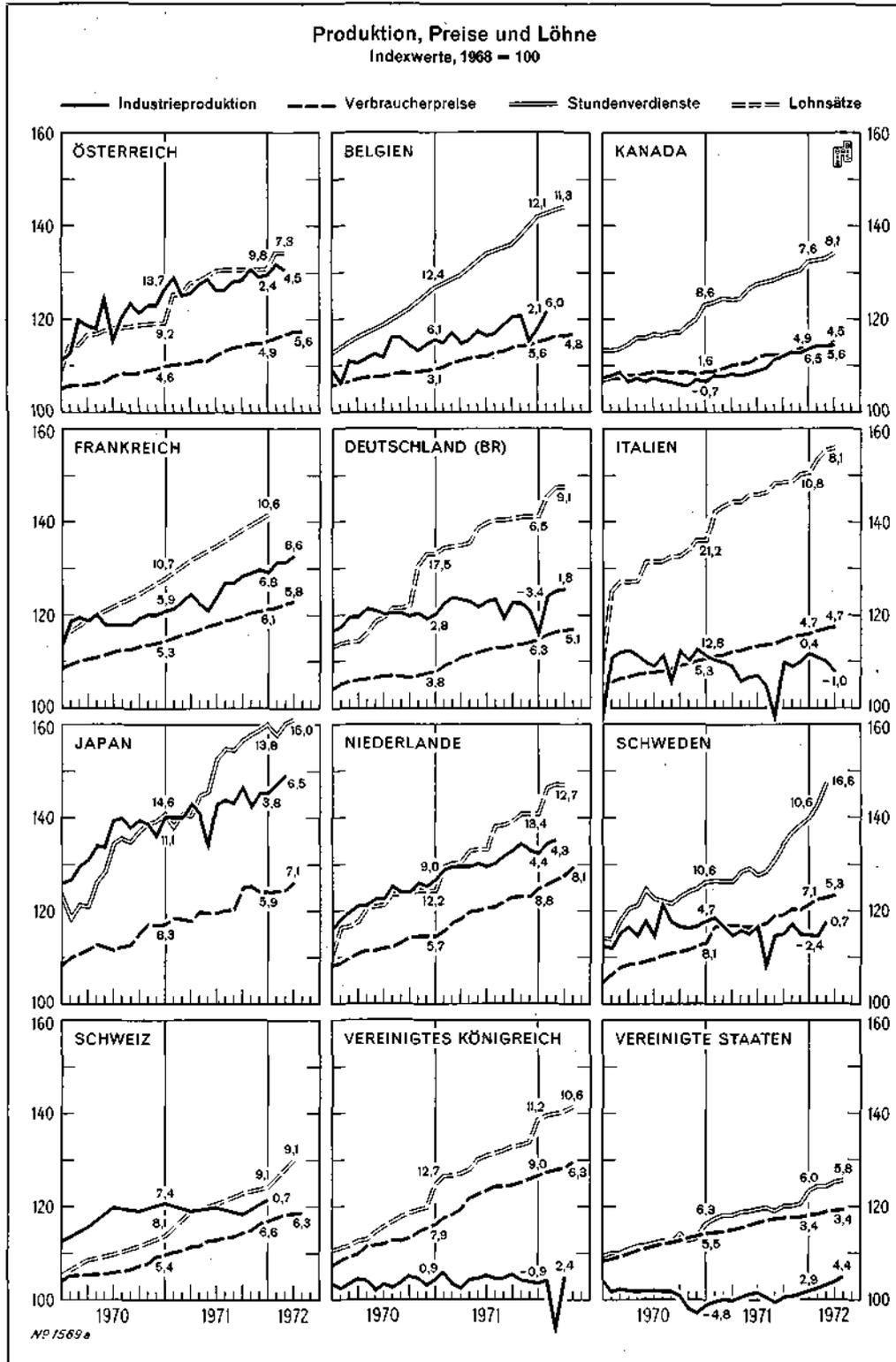
Gegen diesen Hintergrund gaben die Wirtschaftsindikatoren Anfang 1972 keine sehr erfreuliche Lektüre ab. Die Industrieproduktion nahm nur in Kanada und Frankreich befriedigend zu. In den Vereinigten Staaten und in gewissem Grade in Italien und Schweden schnitt sie zwar wieder besser, doch verglichen mit früheren Rekordjahren noch immer nicht gut ab. Auch in Japan, Österreich, Belgien und den Niederlanden expandierte sie im Vergleich zu früher sehr langsam — obgleich ziemlich stetig — und in den beiden letztgenannten Ländern etwa ab der Jahreswende überhaupt nicht mehr. In Großbritannien und der Schweiz kam sie praktisch nicht aus der Stagnation heraus. In Deutschland freilich setzte 1972 schon bald eine kräftige Belebung ein, die das langsame Absinken aus den Vormonaten wieder ausglich.

Gleichzeitig hatte sich das Problem der Arbeitslosigkeit weiter ausgebreitet. Während sie in den Vereinigten Staaten und Kanada 1970 beträchtlich zugenommen und sich danach nur sehr wenig abgeschwächt hatte, trat sie in Westeuropa erst allmählich im Laufe des Jahres 1971 und in den ersten Monaten von 1972 auf. Weitaus am schlimmsten war sie in Großbritannien, wo die Zahl der Arbeitslosen Anfang 1972 die Millionengrenze überschritt. In einer Reihe von Ländern wurden Arbeitskräfte in beträchtlicher Zahl freigesetzt, während die Produktivität je Erwerbstätigenstunde sich um 5 Prozent und mehr verbesserte.

Dennoch überstiegen die Löhne in den meisten westeuropäischen Ländern Anfang 1972 ihren Vorjahresstand immer noch um etwa 10 bis 15 Prozent. Nur Deutschland und Italien war es bis zu einem gewissen Grade gelungen, die Lohnspirale auf ein niedrigeres Tempo zu bringen. Anderswo ging der Lohnauftrieb kaum vermindert weiter, und in den Niederlanden und der Schweiz verstärkte er sich sogar noch. Selbst in den Vereinigten Staaten, wo die Behörden Mitte August Lohn- und Preiskontrollen einführten, bestand kein Zweifel, daß inflationäre Lohnforderungen ein hartnäckiges Problem bleiben würden. Auch in Kanada und Japan schwächte sich der Lohnauftrieb nur unwesentlich ab.

Unter diesen Verhältnissen stiegen die Verbraucherpreise in einer Reihe von Ländern 1971 beschleunigt, aber danach geringfügig langsamer. Die wichtigsten Ausnahmen bildeten die Vereinigten Staaten, Japan und Schweden; in diesen Ländern hat sich die Teuerung die ganze Zeit hindurch abgeschwächt. In den Vereinigten Staaten waren die Verbraucherpreise im März 1972 um 3,5 Prozent, in den anderen Ländern dagegen um 5 bis 8 Prozent höher als ein Jahr vorher. Die Großhandelspreise zogen in den Vereinigten Staaten und Kanada der Tendenz nach wenigstens ebenso schnell an wie die Verbraucherpreise. Außerhalb Nordamerikas erhöhten sie sich meist etwas langsamer, oder sie gingen sogar zurück, insbesondere wegen der Verbilligung von Rohstoffen auf den Weltmärkten (ausgenommen vor allem Erdöl) und in einer Anzahl von Ländern auch dank den Aufwertungseffekten.

Was die einzelnen Kategorien der Nachfrage betrifft, so war die Wachstums- einbuße während der letzten zwei Jahre in den meisten Ländern mit einer Verminderung der Exportausweitung verbunden, mit der eine ausgeprägte Abschwächung der inländischen Anlagekapitalbildung einherging. Japan und Großbritannien waren die einzigen größeren Länder, in denen das reale Exportwachstum 1971 nicht nachließ.



Anmerkung: Die Zahlen innerhalb der Diagramme geben die jeweilige prozentuale Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand an.

In den Vereinigten Staaten trug der Exportrückgang, der im vergangenen Frühjahr einsetzte, zur Dollarkrise bei und war ein Hemmschuh für die Konjunkturerholung. Die reale Expansionsrate der Importe erhöhte sich im vergangenen Jahr in den Vereinigten Staaten, in Großbritannien, Kanada und Frankreich. Deshalb beruhte die weitverbreitete Verlangsamung des Exportwachstums weitgehend auf der Abschwächung der Importnachfrage auf dem europäischen Kontinent und in Japan.

Die industriellen Anlageinvestitionen wuchsen in den meisten Ländern nur schwach. In Kanada entwickelten sie sich befriedigend. In den Vereinigten Staaten war der Zuwachs nach dem Rückgang von 1970 nicht groß. Innerhalb Europas schrumpften die industriellen Anlageinvestitionen in Italien, Schweden und Spanien. In Deutschland, Finnland, den Niederlanden und Großbritannien erhöhten sie sich kaum. Nur in Frankreich, Norwegen und Österreich nahmen sie befriedigend zu. Die Gesamtergebnisse spiegeln zum Teil die vorangegangenen restriktiven Maßnahmen wider, die in Westeuropa weit in das Jahr 1970 hinein und in einigen Fällen auch noch 1971 ergriffen worden waren. Mitbestimmend war aber auch der durch den kräftigen Anstieg der Lohnkosten bewirkte starke Druck auf die Gewinnspannen.

Der Wohnungsbau entwickelte sich viel weniger einheitlich. In den Vereinigten Staaten hat er dank der reichlichen Kreditversorgung außerordentlich stark zugenommen, und eine ähnliche, allerdings nicht ganz so ausgeprägte Expansion war in Kanada zu verzeichnen. In Großbritannien hat der Wohnungsbau — nach zweijähriger beträchtlicher Rückbildung — wieder expandiert. In Deutschland, den Niederlanden und Österreich glich seine kräftige Ausweitung zum Teil die Abschwächung der produktiven Anlageinvestitionen aus. Andererseits war der Wohnungsbau in Italien das weitaus schwächste Element. In den skandinavischen Ländern schnitt er ebenfalls schlechter als im Vorjahr ab, was mit den vorangegangenen restriktiven Maßnahmen und mit der Verringerung des Nachfrageüberhangs zusammenhing. In Frankreich und Belgien entwickelte sich der Wohnungsbau ebenfalls nicht sehr dynamisch. In der Schweiz blieben Bauten gewisser Kategorien durch behördliche Maßnahmen beschränkt.

Der private Verbrauch hat in den letzten zwei Jahren sein Wachstum in vielen Ländern verlangsamt. In Kanada erholte er sich im vergangenen Jahr kräftig, und in Japan behielt er das beträchtliche Vorjahrestempo bei. In den Vereinigten Staaten, Großbritannien und den meisten kontinentaleuropäischen Ländern steigerten die Verbraucher ihre Ausgaben im großen und ganzen jedoch nur wenig.

Daß die privaten Haushalte in den letzten Jahren viel gespart haben, war einigermaßen überraschend, und es gibt mehrere mögliche Erklärungen dafür. Eine ist die, daß mit der Arbeitslosigkeit und den Arbeitsstreitigkeiten auch die Einkommensungewißheiten gewachsen sind. Ebenso hat der Wunsch, den „realen“ Wert der flüssigen Mittel aufrechtzuerhalten, und auch der Widerstand, den die Verbraucher höheren Preisen entgegensetzten, eine Rolle gespielt. Ein weiterer Grund ist in einigen Ländern, daß die Stagnation im Wohnungsbau auf die Ausgaben für Haushaltsgeräte gedrückt hat.

Der öffentliche Verbrauch war 1971 in den meisten Ländern ein dynamisches Element. In den Niederlanden allerdings wurde die Erhöhung der öffentlichen

## Angebot und Nachfrage

	Jahr	Elemente der Nachfrage					Angebot		
		Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Ausfuhr von Gütern und Leistungen	Einfuhr von Gütern und Leistungen	Brutto-sozialprodukt
		Privat	Öffentlich	Insgesamt	Produktivinvestitionen	Wohnungs-bau			
							Reale Veränderung in Prozent		
Belgien . . . . .	1969	5,9	6,5	5,6	7,0	1,2	15,9	15,9	6,7
	1970	3,9	4,5	7,0	8,0	3,5	14,1	9,8	6,1
	1971	3,9	5,1	5,1	.	.	4,8	6,3	4,2
Dänemark . . . . .	1969	9,2	7,6	13,0	10,4	25,8	9,3	13,4	8,4
	1970	4,0	6,4	5,2	6,3	0,4	6,9	8,0	3,0
	1971	1,9	6,5	4,2	5,7	- 3,0	4,0	2,0	3,1
Deutschland (BR) .	1969	6,0	5,6	12,1	15,7	- 0,2	12,6	16,9	8,0
	1970	6,9	4,3	11,5	13,6	2,9	8,1	15,2	5,4
	1971	5,3	6,1	4,0	3,1	7,7	6,2	9,2	2,8
Finnland . . . . .	1969	10,0	4,1	11,7	11,5	12,3	17,6	22,5	10,4
	1970	6,3	6,0	11,9	9,7	19,3	8,5	18,3	8,1
	1971	2,6	4,3	0,9	0,8	1,1	- 1,3	- 0,2	1,2
Frankreich . . . . .	1969	6,7	4,4	9,9	11,8	8,5	17,9	22,5	7,7
	1970	4,3	3,8	6,8	7,8	6,1	17,0	8,5	6,0
	1971	6,4	3,2	6,0	6,3	3,0	9,2	9,2	5,3
Italien . . . . .	1969	6,1	3,1	8,1	5,2	14,8	13,6	20,6	5,7
	1970	7,8	1,9	3,4	8,5	- 7,4	6,6	17,5	4,9
	1971	2,6	4,2	- 4,9	- 2,2	- 11,8	6,5	0,5	1,4
Japan . . . . .	1969	9,4	6,4	17,1	25,3	14,7	20,0	14,4	11,9
	1970	7,6	7,0	13,8	7,0	12,0	16,1	20,8	10,5
	1971	7,9	7,4	7,5	8,3	3,8	18,3	3,1	6,1
Kanada . . . . .	1969	5,6	3,2	4,5	2,7	12,1	8,0	11,2	5,1
	1970	2,0	9,6	1,1	4,2	- 10,7	9,9	- 0,1	3,3
	1971	6,1	4,5	6,2	4,0	16,1	5,0	9,8	5,4
Niederlande . . . . .	1969	4,3	2,2	0,5	1,7	- 4,5	15,7	14,6	5,7
	1970	7,4	5,5	7,2	9,1	- 1,0	13,7	15,0	5,6
	1971	3,4	3,9	2,0	0,4	8,3	9,7	6,3	3,9
Norwegen . . . . .	1969	7,8	7,7	- 5,7	- 7,6	3,6	6,9	5,0	5,7
	1970	2,8	0,5	14,7	14,5	15,5	1,4	12,2	3,0
	1971	5,6	3,7	12,1	13,0	8,0	2,9	3,7	4,9
Österreich . . . . .	1969	3,3	2,6	0,6	2,5	- 10,4	16,9	7,7	6,1
	1970	6,0	2,3	11,6	13,6	- 3,2	18,5	18,6	7,8
	1971	7,2	3,6	12,0	.	.	4,7	6,9	5,2
Schweden . . . . .	1969	4,2	5,3	4,5	4,9	2,9	12,8	14,2	5,0
	1970	2,2	7,2	3,4	5,2	- 2,6	9,1	9,9	4,9
	1971	- 0,2	4,2	- 2,4	- 1,5	- 5,6	5,2	- 2,4	0,2
Schweiz . . . . .	1969	5,2	2,6	7,0	5,8	11,1	12,9	13,0	6,0
	1970	5,3	2,3	8,0	9,2	4,7	8,6	13,7	4,6
	1971	5,5	3,7	7,9	10,0	1,4	2,9	5,4	4,3
Spanien . . . . .	1969	7,0	5,5	12,3	13,0	9,4	13,5	15,8	7,6
	1970	5,0	6,5	5,3	5,6	3,8	21,1	7,5	6,8
	1971	4,2	5,0	- 1,0	.	.	15,7	4,4	4,9
Vereinigtes Königreich . . . . .	1969	0,3	- 1,3	- 0,8	1,3	- 9,4	10,3	3,9	2,0
	1970	2,9	1,2	1,3	3,8	- 10,0	4,8	5,6	1,9
	1971	2,5	3,2	0,6	0,1	2,9	5,6	6,3	1,6
Vereinigte Staaten.	1969	3,7	- 0,6	2,5	3,0	0,4	6,1	8,1	2,6
	1970	1,4	- 4,0	- 3,7	- 2,7	- 7,6	7,6	3,1	- 0,6
	1971	3,3	0,1	5,2	0,4	25,9	- 0,2	4,8	2,7

Konsumausgaben gebremst, und in Schweden war die Wachstumsabschwächung das verspätete Resultat früher beschlossener Haushaltsmaßnahmen. In den Vereinigten Staaten blieb der öffentliche Verbrauch konstant, nachdem er zwei Jahre lang zurückgegangen war.

In den Monaten um die Jahreswende 1971/72 hatten praktisch alle wichtigeren Länder eine expansive Fiskal- und Geldpolitik. In den meisten Fällen sind die vorhandenen Kapazitäten allerdings immer noch verhältnismäßig schlecht genutzt, und daran dürfte sich 1972 kaum etwas ändern. Auch ist man sich ziemlich allgemein über die Exportentwicklung nach den Wechselkursanpassungen im unklaren. Dennoch bleibt die Gefahr bestehen, daß eine zunehmende Expansion geduldet wird, ohne daß die Preis/Lohn-Spirale wirksam unter Kontrolle gebracht worden ist.

### **Geld, Kredit und Kapitalmärkte**

Es wäre vielleicht übertrieben, die monetäre Entwicklung des vergangenen Jahres als „Explosion“ zu bezeichnen, doch unzweifelhaft waren die Geld- und Kreditausweitungen ungewöhnlich stark. Während das nominale Bruttosozialprodukt im allgemeinen um rund 8–12 Prozent wuchs, lag die Vergrößerung der Geld- und Quasigeldmenge mehr bei 12–16 Prozent und in mehreren Ländern weit darüber.

Vor allem drei Faktoren haben zu dieser Entwicklung beigetragen: Erstens hat der Preis- und Lohnanstieg den Geld- und Kreditbedarf beträchtlich aufgebläht. Mit anderen Worten: der vor allem lohnseitig induzierte Kostenauftrieb bedurfte einer entsprechenden Finanzierungsbasis, wenn eine ausgeprägtere konjunkturelle Abschwächung vermieden werden sollte. Zweitens bestand für viele Unternehmen und Einzelpersonen nach der langen kreditpolitischen Restriktion die Notwendigkeit, ihre Liquiditätsausstattung zu verbessern. Und drittens gab es die großen internationalen Geldströme, die durch Wechselkursungewisheiten ausgelöst und in erheblichem Maße durch die Kreditexpansion in den Vereinigten Staaten finanziert wurden. Alle diese Faktoren führten zu einer starken Inanspruchnahme der Kapitalmärkte und der Banken.

In den Vereinigten Staaten beruhte die beschleunigte Ausweitung des Geld- und Kreditvolumens weitgehend auf den vermehrten Staatspapierkäufen des Federal Reserve System, die sich von 4,2 Mrd. Dollar 1970 auf 7,5 Mrd. Dollar 1971 erhöhten. Demgegenüber wurde die monetäre Expansion außerhalb der Vereinigten Staaten vorwiegend durch große Netto-Devisenzufüsse alimentiert, die in der nachstehenden Tabelle bei der Veränderung der Nettoauslandsforderungen des Bankensystems erfaßt sind.

Die Behörden der betreffenden Länder versuchten, die Liquiditätsfluten teils durch Wechselkurs- oder Devisenmaßnahmen abzuwehren, teils auf traditionelle Weise durch Erhöhung der Mindestreserveanforderungen, durch Offenmarktgeschäfte und dergleichen unter Kontrolle zu bringen. Dennoch trugen, da in praktisch allen Ländern die kurzfristigen Netto-Auslandspositionen der Geschäftsbanken eine Verschlechterung aufwiesen, die daraus resultierenden Netto-Geldzuflüsse zu einer sehr starken Vermehrung des Zentralbankgeldes (Zentralbankguthaben der Banken und

Veränderung von Forderungen und Verbindlichkeiten des Bankensystems

	Jahr	Forderungen			Verbindlichkeiten		Inlandskredite <sup>1</sup>	Geld und Quasigeld <sup>1</sup>	Nominales BSP <sup>2</sup>
		Nettoauslandsforderungen	Inlandskredite an den		Geld	Quasigeld			
			öffentlichen Sektor	privaten Sektor					
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in									
Milliarden Einheiten der Landeswährung							Prozent		
Belgien . . . . .	1969	7,50	28,50	16,20	9,80	29,50	9,7	7,7	10,9
	1970	11,20	21,40	27,00	32,20	12,90	9,6	8,2	11,5
	1971	27,70	19,70	37,50	45,40	31,50	10,3	12,9	10,2
Dänemark . . . . .	1969	- 0,61	- 1,00	6,76	3,05	1,96	11,4	10,4	13,3
	1970	0,29	- 1,26	3,87	- 0,33	2,28	4,6	3,6	10,5
	1971	1,17	- 0,55	6,16	2,90	2,53	9,5	9,8	9,8
Deutschland (BR) . . . . .	1969	- 2,98	1,59	51,22	5,96	35,70	12,9	10,6	11,7
	1970	14,65	6,97	44,04	8,79	32,71	11,0	9,5	13,2
	1971	12,19	10,16	59,95	13,30	47,98	13,7	12,9	10,7
Finnland <sup>3</sup> . . . . .	1969	203	- 64	2 096	472	1 478	13,8	13,0	14,2
	1970	341	- 112	2 686	819	1 959	15,4	16,4	11,5
	1971	993 <sup>4</sup>	- 47 <sup>4</sup>	2 588 <sup>4</sup>	691 <sup>4</sup>	1 927 <sup>4</sup>	13,5 <sup>4</sup>	13,8 <sup>4</sup>	9,3
Frankreich . . . . .	1969	- 9,35	3,51	22,99	0,76	16,64	10,0	6,1	16,2
	1970	13,71	- 1,42	44,12	23,15	22,13	14,5	15,1	12,0
	1971	17,78	1,77	49,57	26,06	33,79	15,2	17,3	11,1
Italien . . . . .	1969	- 751	1 162	4 285	3 364	1 104	15,2	12,0	10,2
	1970	299	2 544	4 139	6 873	- 518	16,2	15,3	11,8
	1971	487	2 793	4 448	5 111	2 062	15,1	14,9	8,1
Japan . . . . .	1969	802	500	7 336	3 128	4 119	17,0	18,5	16,5
	1970	399	185	8 790	3 077	4 761	16,6	16,9	17,8
	1971	2 341	- 397	13 081	6 334	6 827	20,2	24,3	10,8
Kanada . . . . .	1969	0,07 <sup>5</sup>	- 0,89	2,05	- 0,69	1,41	4,7	2,6	10,0
	1970	1,40 <sup>5</sup>	0,46	1,08	1,66	1,59	6,0	11,6	7,5
	1971	1,04 <sup>5</sup>	- 0,18	4,70	3,96	1,16	16,5	16,4	9,1
Niederlande . . . . .	1969	0,85	0,26	2,65	1,57	2,18	12,7	11,1	11,7
	1970	2,02	0,23	2,63	2,70	- 0,12	11,1	6,9	10,5
	1971	2,63	- 0,79	3,04	3,91	1,41	7,9	13,3	12,2
Norwegen . . . . .	1969	- 0,38	1,27	3,17	1,15	2,57	13,0	10,1	9,1
	1970	1,16	2,73	3,03	1,94	4,28	15,0	15,4	15,2
	1971	0,77	1,46	3,97	1,97	3,92	12,3	12,6	11,9
Österreich . . . . .	1969	3,26	3,90	19,74	4,69	16,59	14,1	12,0	9,7
	1970	3,45	3,53	23,65	4,29	20,66	14,4	12,5	12,6
	1971	3,30	4,98	32,59	10,84	23,36	17,5	15,3	11,2
Schweden . . . . .	1969	- 1,77	2,80	2,24	- 0,64	1,72	9,2	2,1	8,7
	1970	0,67	- 0,43	2,66	1,48	0,94	3,7	4,6	11,3
	1971	1,36	2,41	4,71	1,64	4,26	11,5	10,7	7,3
Schweiz . . . . .	1969	0,57 <sup>6</sup>	1,42	11,45	4,30	11,53	14,6	19,3	9,0
	1970	3,04 <sup>6</sup>	0,33	8,87	4,51	8,85	9,1	13,6	9,8
	1971	4,84 <sup>6</sup>	0,96	8,71	8,08	2,63	8,8	9,6	13,2
Spanien . . . . .	1969	-17,21	16,97	271,02	89,41	178,88	18,2	18,8	11,4
	1970	46,47	23,22	226,73	41,24	214,49	14,4	15,1	12,3
	1971	83,71	28,15	314,54	175,15	292,55	17,2	24,0	13,3
Vereinigtes Königreich <sup>3</sup> . . . . .	1969	808	- 822	524	27	476	- 1,4 <sup>7</sup>	3,1	7,2
	1970	786	- 116	1 126	830	756	4,6 <sup>7</sup>	9,7	9,2
	1971	1 889	- 739	1 615	1 055	1 335	3,8 <sup>7</sup>	13,3	10,7
Vereinigte Staaten . . . . .	1969	1,30 <sup>8</sup>	- 5,70	19,30	7,80	-12,40	3,0	- 1,2	7,5
	1970	- 2,50 <sup>8</sup>	25,50	13,40	8,10	44,60	8,4	13,4	4,8
	1971	- 1,50 <sup>8</sup>	26,70	32,50	15,80	26,50	11,8	9,5	7,5

<sup>1</sup> Dezember gegenüber Dezember. <sup>2</sup> Jahreswert gegenüber Vorjahreswert. <sup>3</sup> Alle Beträge in Millionen Einheiten der Landeswährung. <sup>4</sup> November gegenüber November. <sup>5</sup> Nur Währungsbehörden. <sup>6</sup> Nur Nationalbank. <sup>7</sup> Geschätzt. Quelle: IWF, *International Financial Statistics*. Für Belgien, Deutschland, Frankreich, Japan, Spanien und Vereinigtes Königreich nationale Statistiken.

Bargeldumlauf) bei. Gleichzeitig wurde dessen zweiter Bestimmungsfaktor (die Inlandsforderungen der Währungsbehörden) entweder reduziert oder zumindest nicht erhöht. Bis zu einem gewissen Grade erfolgte diese Verringerung natürlich mehr oder minder automatisch, da die Banken Liquiditätsüberschüsse zur Verbesserung ihrer Zentralbankposition verwendeten. Doch schrumpften daneben, weitgehend auf Initiative der Währungsbehörden, auch die Zentralbankforderungen gegenüber dem Staat. Die hauptsächlichlichen Ausnahmen waren Italien und Schweden, die eine besonders schwache Gesamtnachfrage hatten und eine recht expansive Geldpolitik betrieben.

Ein zusätzliches Problem war in vielen Ländern das im Vergleich zur kräftigen Geldmengenexpansion bescheidene Wachstum der Spar- und Termineinlagen. Ausnahmen bildeten vor allem Belgien, Deutschland, Frankreich und die Vereinigten Staaten; dort war der Zuwachs an Spareinlagen reichlich, da sie nach wie vor verhältnismäßig gut verzinst wurden. In Großbritannien und den Vereinigten Staaten erhielten außerdem auch Nichtbanken-Institute, die Hypothekarkredite erteilen, in bedeutendem Umfang Spareinlagen.

Die Bankkredite an den privaten Sektor haben im vergangenen Jahr aus den bereits angeführten Gründen sehr stark zugenommen. Ein weiterer Grund war in einigen Ländern, daß die Banken im Zuge der Entplafondierung wieder Kreditbedarf zu decken hatten, der vorher auf andere Weise befriedigt worden war. Bemerkenswerte Beispiele waren Frankreich, Schweden und Großbritannien. In Deutschland traten zudem inländische Bankkredite vermehrt an die Stelle von Krediten des Auslands. Ebenso waren die Konsumkredite in Deutschland, Frankreich, Kanada und besonders in Großbritannien, wo sie von allen Kontrollen befreit wurden, im Zuwachs der Kredite an den privaten Sektor gut vertreten. Außerdem nahm in Deutschland, Kanada, Großbritannien und den Vereinigten Staaten auch der Wohnungsbau sehr viel mehr Kreditmittel in Anspruch. Und schließlich finanzierten die Banken in mehreren Ländern, so in Kanada, Italien, den Niederlanden und den Vereinigten Staaten, den privaten Sektor in beträchtlichem Umfang auch durch Erwerb neuer Wertpapiere.

Die Bankkredite an den öffentlichen Sektor haben sich von Land zu Land recht uneinheitlich entwickelt. In Japan, Kanada, Schweden, Spanien, Großbritannien und den Vereinigten Staaten gab es spezielle fiskalpolitische Lockerungsmaßnahmen. In ziemlich vielen Ländern war ferner die Konjunkturabschwächung ein Grund dafür, daß sowohl bei den zentralen als auch bei den nichtzentralen öffentlichen Haushalten die Einnahmen zurückblieben, während die Ausgaben durch den Lohn- und Preisanstieg in die Höhe getrieben wurden. Andererseits ermöglichte es die Aufnahmefähigkeit des Rentenmarktes vielen öffentlichen Stellen, beträchtlich mehr langfristige Mittel und entsprechend weniger kurzfristigen Kredit aufzunehmen. In Kanada, den Niederlanden und Großbritannien ließ dies das Volumen der Bankkredite an den öffentlichen Sektor schrumpfen. Dagegen gab es in Belgien, Schweden und den Vereinigten Staaten einen Ausgleichsfaktor: den Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch die Banken, der das Volumen der Bankkredite an diesen Sektor kräftig wachsen ließ. In Italien schwoll das Haushaltsdefizit abermals stark an, und der Mehrbetrag wurde vorwiegend mit kurzfristigen Bankkrediten finanziert. In Deutschland hat sich die Kassenlage der öffentlichen Haushalte im vergangenen Jahr weiter verschlechtert; doch ist bei der Beurteilung des Zuwachses an Verpflichtungen gegenüber dem Bankensystem 1970 und 1971 zu berücksichtigen, daß die öffentlichen Stellen

in jedem dieser beiden Jahre über 4 Mrd. DM — hauptsächlich Konjunkturausgleichsrücklagen und Konjunkturzuschlag — auf Zentralbankkonten stillgelegt haben. Auch in Frankreich, Österreich und der Schweiz hat der öffentliche Sektor die Geschäftsbanken etwas stärker als im Vorjahr in Anspruch genommen. Dagegen blieb in Dänemark und Finnland die Budgetpolitik restriktiv, so daß der Staat seine Position gegenüber dem Bankensystem per Saldo verbessert hat. In Japan, wo das Haushaltsdefizit gestiegen ist, hat sich der Staat in großem Umfang bei den Depositenbanken neu verschuldet, hauptsächlich durch Wertpapierverkäufe; die kräftige Kontraktion der Zentralbankkredite kam nur durch eine erhebliche Ausweitung der Kreditaufnahme bei der Postsparkasse zustande.

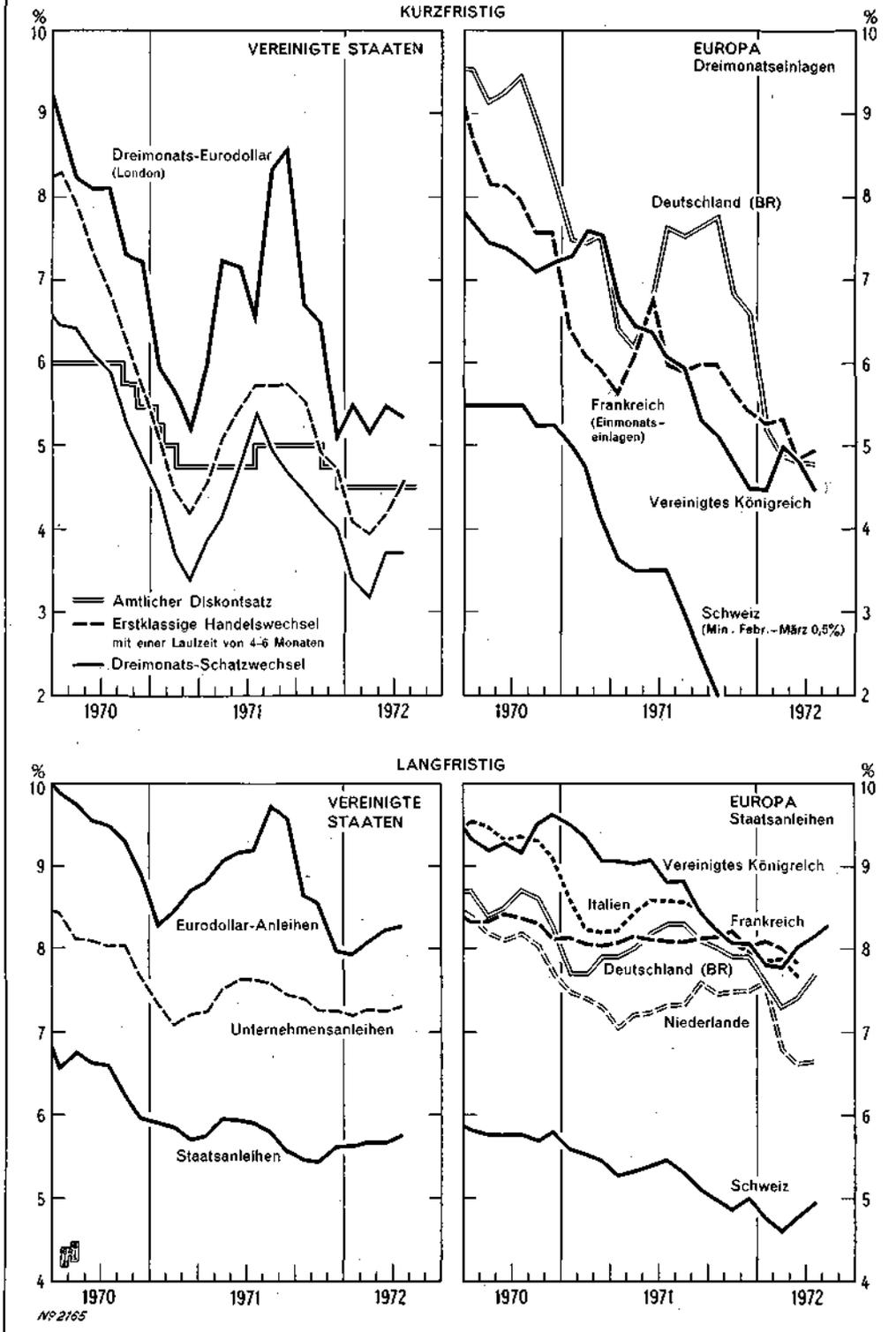
Die letztjährige monetäre Expansion war im allgemeinen von einem Emissionsboom an den nationalen Kapitalmärkten begleitet. Stark gefragt waren Rentenwerte durch Banken und andere Finanzinstitute, die in den meisten Fällen einen Rekordbetrag an Einlagen erhielten. Auch die Auslandsnachfrage war oft recht lebhaft, obgleich viele Länder Wertpapierkäufe des Auslands durch Devisenkontrollmaßnahmen beschränkten. Das breite Anlegerpublikum könnte durch die Erwartung eines Zinsrückgangs zu Käufen angeregt worden sein, doch war dies offenbar nicht der einzige Faktor.

In den Vereinigten Staaten kamen die Anleiheemissionen des privaten Sektors fast wieder auf ihren — sehr hohen — Vorjahresumfang und die Aktienemissionen weit darüber hinaus, da die Unternehmen weiterhin Liquiditätsreserven anlegten und kurzfristige Schulden konsolidierten. In einer Anzahl von Ländern, so in Dänemark, Deutschland, Schweden, der Schweiz und Großbritannien, erhöhten sich sowohl die Anleihe- wie die Aktienemissionen des privaten Sektors beträchtlich. In anderen Ländern wurde die Aktienaussage vielfach durch die langsamere Erholung der Börsen limitiert, doch wuchsen dafür die Anleiheemissionen der Unternehmen um so kräftiger. In Deutschland und den Niederlanden wurde auch ein wesentlich größeres Volumen von Hypothekendarlehen aufgelegt.

Unter den gegebenen Umständen wurde der Rentenmarkt vom öffentlichen Sektor ebenfalls verstärkt in Anspruch genommen — oft sogar über den laufenden Finanzierungsbedarf hinaus. Der Mehrerlös diente zur Verbesserung der Kassenposition oder, wie in Belgien, zur Rückzahlung von Auslandsschulden. In Italien wurden die Staatsunternehmen im Rahmen der Bemühungen, eine Aufblähung der Inlandsliquidität durch Devisenzuflüsse zu verhindern, zu Inlandsemissionen und zur Rückzahlung von Eurokrediten veranlaßt. In Kanada wurden die langfristigen Zinssätze auf das US-Niveau abgesenkt, um die inländischen Kapitalnehmer dazu zu bringen, sich mehr an kanadische Kapitalquellen zu halten.

In den Vereinigten Staaten zeigte der Trend der kurzfristigen Zinssätze, der in den ersten Monaten von 1971 abwärtsgerichtet gewesen war, vom beginnenden Frühjahr an bis zum August wieder nach oben; doch anschließend sanken sie unter den Stand vom Jahresanfang. Außerhalb der Vereinigten Staaten war der Rückgang im Jahresergebnis noch ausgeprägter, so daß sich das Gefälle zu den amerikanischen Sätzen weiter verringerte. In den ersten Monaten von 1972, in denen der erwartete Rückfluß von Geldern nach den Vereinigten Staaten noch immer keine größeren Ausmaße angenommen hatte, setzte sich die Baisse fort — besonders in Deutschland

### Kurz- und langfristige Zinssätze



und noch mehr in der Schweiz, wo das Überangebot an Mitteln so groß war, daß der Satz für Dreimonats-Interbankeinlagen eine Zeitlang nur noch rund  $\frac{1}{2}$  Prozent betrug.

Die langfristigen Zinssätze sind im Jahresergebnis 1971 im allgemeinen weiter gesunken, jedoch wirklich stark nur in Großbritannien und Italien, wo sie außergewöhnlich hoch gewesen waren, und in der Schweiz, der besonders viel Kapital aus dem Ausland zufloß. Im allgemeinen war bei den langfristigen Sätzen ein Trend zur Konvergenz auf einem im Verhältnis zu den kurzfristigen Sätzen sehr hohen Stand zu erkennen. In den ersten Monaten von 1972 neigten die langfristigen Sätze in den Vereinigten Staaten, trotz dem Einbruch bei den kurzfristigen Sätzen, zur Stabilisierung, doch in Europa blieb ihre Tendenz bis zum Frühjahr abwärtsgerichtet, wonach sie langsam wieder anzogen.

Auf dem internationalen Kapitalmarkt erhöhten sich die Emissionen von ausländischen und internationalen („Euro-“)Anleihen kräftig von 4,8 Mrd. Dollar 1970 auf 6,5 Mrd. Dollar im vergangenen Jahr. Die Ausgabe von konventionellen Auslandsanleihen, die an jeweils einem einzelnen nationalen Markt begeben werden, stieg dabei von 2,0 auf 2,8 Mrd. Dollar; der Zuwachs bestand fast ausschließlich aus Emissionen in Europa, besonders in der Schweiz. In ihm kam eine geographisch weitgestreute Verstärkung der Kapitalnachfrage zum Ausdruck; unter den Ausnahmen sind vor allem Kanada und Japan zu nennen. Die Ausgabe von internationalen Anleihen erhöhte sich von 2,8 auf 3,7 Mrd. Dollar; an ihr waren europäische Kapitalnehmer fast zur Hälfte und amerikanische Gesellschaften zu mehr als einem Viertel beteiligt. Im ersten Quartal 1971 war die Emissionstätigkeit lebhaft, wobei zum Teil Wechselkursüberlegungen eine Rolle spielten. Doch dann schwächte sie sich wesentlich ab, bevor sie im Schlußquartal und in den ersten Monaten von 1972 wieder einen normaleren Umfang erreichte. Betrachtet man die Gesamtergebnisse von 1971, so entfielen rund drei Fünftel des Emissionsvolumens auf US-Dollar-Anleihen und fast ein Viertel auf Begebungen in DM. Insofern blieben die Relationen von 1970 im großen und ganzen bestehen. Die Rendite der internationalen Dollar-Anleihen stieg von rund  $8\frac{1}{4}$  Prozent im Januar 1971 auf einen Krisensatz von  $9\frac{3}{4}$  Prozent im August, doch danach ging sie bis auf 8 Prozent zurück. Die Renditen der DM-Anleihen bewegten sich das ganze Jahr 1971 hindurch um 8 Prozent, schwächten sich dann aber deutlich ab; im beginnenden Frühjahr 1972 lagen sie bei nur noch 7 Prozent. Von da an zogen die Renditen sowohl der Dollar- als auch der DM-Anleihen wieder etwas an.

### **Länderüberblick**

*Vereinigte Staaten.* Präsident Nixons Programm vom 15. August teilt das vergangene Jahr in ein „Davor“ und ein „Danach“. Die Maßnahmen jenes Tages zielten genau auf das Dilemma, die Konjunktur bei beharrlichem Preis- und Lohnauftrieb anzukurbeln. Sogar bei den außenwirtschaftlichen Maßnahmen war man über den Einfluß der Zahlungsbilanz auf die Binnenkonjunktur besorgt, wie die Einführung der 10prozentigen Importsondersteuer zeigt.

Diese Besorgnis hatte sich seit einiger Zeit herausgebildet. Obgleich die Produktion im ersten Quartal 1971 nach dem Streik bei General Motors vom Herbst wieder kräftig aufholte, wurde bald die grundlegende Schwäche der Nachfrage offenbar. Das

Änderungen der offiziellen Diskontsätze seit 1970

Land und Zeitpunkt der Änderung	Offizieller Diskont- satz	Land und Zeitpunkt der Änderung	Offizieller Diskont- satz	Land und Zeitpunkt der Änderung	Offizieller Diskont- satz
	Prozent		Prozent		Prozent
<b>Belgien</b>		<b>Italien</b>		<b>Schweden</b>	
18. September 1969 . . .	7½	14. August 1969 . . . . .	4	11. Juli 1969 . . . . .	7
22. Oktober 1970 . . . . .	7	9. März 1970 . . . . .	5½	19. März 1971 . . . . .	6½
10. Dezember 1970 . . . . .	6½	5. April 1971 . . . . .	5	23. April 1971 . . . . .	6
25. März 1971 . . . . .	6	14. Oktober 1971 . . . . .	4½	10. September 1971 . . . . .	5½
23. September 1971 . . . . .	5½	7. April 1972 . . . . .	4	12. November 1971 . . . . .	5
6. Januar 1972 . . . . .	5				
3. Februar 1972 . . . . .	4½	<b>Japan</b>		<b>Spanien</b>	
2. März 1972 . . . . .	4	1. September 1969 . . . . .	6¼	22. Juli 1969 . . . . .	5½
		28. Oktober 1970 . . . . .	6	23. März 1970 . . . . .	6½
<b>Dänemark</b>		20. Januar 1971 . . . . .	5¼	22. Januar 1971 . . . . .	6¼
12. Mai 1969 . . . . .	9	8. Mai 1971 . . . . .	5½	5. April 1971 . . . . .	6
20. Januar 1971 . . . . .	8	28. Juli 1971 . . . . .	5¼	22. Oktober 1971 . . . . .	5
15. April 1971 . . . . .	7½	29. Dezember 1971 . . . . .	4¼		
10. Januar 1972 . . . . .	7			<b>Südafrika</b>	
		<b>Kanada</b>		27. August 1968 . . . . .	5½
<b>Deutschland (BR)</b>		16. Juli 1969 . . . . .	8	31. März 1971 . . . . .	6½
11. September 1969 . . . . .	6	12. Mai 1970 . . . . .	7¼		
9. März 1970 . . . . .	7½	1. Juni 1970 . . . . .	7	<b>Türkei</b>	
16. Juli 1970 . . . . .	7	1. September 1970 . . . . .	6¼	1. Juli 1961 . . . . .	7½
18. November 1970 . . . . .	6½	12. November 1970 . . . . .	6	1. September 1970 . . . . .	9
3. Dezember 1970 . . . . .	6	15. Februar 1971 . . . . .	5¼		
1. April 1971 . . . . .	5	24. Februar 1971 . . . . .	5¼	<b>Vereinigtes Königreich</b>	
14. Oktober 1971 . . . . .	4½	25. Oktober 1971 . . . . .	4¼	27. Februar 1969 . . . . .	8
23. Dezember 1971 . . . . .	4			5. März 1970 . . . . .	7½
25. Februar 1972 . . . . .	3	<b>Niederlande</b>		15. April 1970 . . . . .	7
		4. August 1969 . . . . .	6	1. April 1971 . . . . .	6
<b>Finnland</b>		5. April 1971 . . . . .	5½	2. September 1971 . . . . .	5
28. April 1962 . . . . .	7	15. September 1971 . . . . .	5		
1. Juni 1971 . . . . .	8½	6. Januar 1972 . . . . .	4¼	<b>Vereinigte Staaten</b>	
1. Januar 1972 . . . . .	7¼	2. März 1972 . . . . .	4	4. April 1969 . . . . .	8
				13. November 1970 . . . . .	5¼
<b>Frankreich</b>		<b>Österreich</b>		4. Dezember 1970 . . . . .	5¼
9. Oktober 1969 . . . . .	8	11. September 1969 . . . . .	4¼	8. Januar 1971 . . . . .	5¼
27. August 1970 . . . . .	7½	22. Januar 1970 . . . . .	5	22. Januar 1971 . . . . .	5
20. Oktober 1970 . . . . .	7			19. Februar 1971 . . . . .	4¼
8. Januar 1971 . . . . .	6¼	<b>Portugal</b>		16. Juli 1971 . . . . .	5
13. Mai 1971 . . . . .	6¼	1. September 1965 . . . . .	3	19. November 1971 . . . . .	4¼
28. Oktober 1971 . . . . .	6¼	25. April 1970 . . . . .	3¼	17. Dezember 1971 . . . . .	4¼
13. Januar 1972 . . . . .	6	6. Februar 1971 . . . . .	3¼		
6. April 1972 . . . . .	5¼				

einzig dynamische Element war der Wohnungsbau, dem etwas niedrigere Zinssätze und eine reichliche Versorgung mit Hypothekengeldern zugute kamen. Die Konsumenten schienen kein richtiges Vertrauen in die konjunkturelle Entwicklung zu haben; ihre Ausgaben, denen eine kräftige Erholung vorausgesagt worden war, wuchsen ab März nur sehr langsam, und die Sparquote blieb auf dem hohen Stand von über 8 Prozent. Die realen Anlageinvestitionen der Wirtschaft stagnierten, und die Vorratsbildung, die 1970 ihren Umfang gehalten hatte, nahm geringfügig ab, statt den normalerweise in der konjunkturellen Erholung zu erwartenden Anstieg aufzuweisen. Der Bund steigerte seine nichtmilitärischen Verbrauchsausgaben, jedoch nicht genug, um die Kürzungen bei den Verteidigungs- sowie bei den Luft- und Raumfahrttausgaben wettzumachen. Daß sein Defizit nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung von 13,6 Mrd. Dollar im Kalenderjahr 1970 auf 23,1 Mrd. Dollar 1971 answoll, beruhte somit auf höheren Transferzahlungen und konjunkturbedingten Steuerausfällen. Darüber hinaus wurden die Ergebnisse im kommerziellen Außenhandel wesentlich schlechter; vom Frühjahr an war dessen Saldo passiv.

Das Ergebnis war, daß das reale Bruttosozialprodukt im Frühjahr und Sommer nur wenig wuchs und im dritten Quartal 1971 lediglich um 2,4 Prozent größer war als ein Jahr vorher. Es blieb viel Kapazität ungenutzt, und die Arbeitslosigkeit hielt sich beharrlich bei 6 Prozent. Dennoch stellten die Gewerkschaften weiterhin erhebliche Lohnforderungen, und die in den neuen Tarifvereinbarungen vorgesehenen Aufbesserungen im ersten Jahr kamen auf durchschnittlich fast 12 Prozent. Der Index der Einzelhandelspreise stieg in den ersten acht Monaten von 1971 langsamer, aber die Großhandelspreise erhöhten sich in einem Jahrestempo von rund 5 Prozent.

Da die Lohn/Preis-Spirale sich weiterdrehte und gleichzeitig die Geldmenge sich rasch ausdehnte, befürchteten die Behörden das Wiederaufleben inflationärer Erwartungen. Zwar wollten sie nicht die Produktionsbelebung gefährden, aber sie meinten doch, daß ein gewisses Maß an Restriktion erforderlich geworden war, besonders angesichts des Dollarabflusses ins Ausland. Außerdem beschleunigte sich das Wachstum des gesamten Kreditvolumens ganz erheblich, was damit zusammenhing, daß in großem Umfang neue Wertpapiere ausgegeben wurden und der private Nichtbankensektor dazu überging, anstelle von direkten Anlagen wieder mehr Termin- und Spareinlagen bei den Banken zu unterhalten. Wie die folgende Tabelle zeigt, setzte dieser Vorgang in großem Umfang im zweiten Halbjahr 1970 ein, als Termineinlagen in bezug auf die Rendite wieder mit Geldmarktpapieren konkurrenzfähig wurden, und lief im ersten Halbjahr 1971 mit unverminderter Kraft weiter.

Vereinigte Staaten: Nettoleistung des Kreditmarktes

Finanzierungsart bzw. Sektor	1968	1969	1970*		1971*	
			1. Halbjahr	2. Halbjahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
Milliarden Dollar						
<b>Mittelnachfrage</b>						
Wertpapiere des Bundes . . . . .	13,4	- 3,6	9,5	16,1	22,5	28,6
Dividendenwerte . . . . .	- 0,7	4,8	6,0	7,6	12,3	14,8
Unternehmens- und Auslandsanleihen . . . . .	14,0	13,1	18,7	23,5	24,6	14,8
Wertpapiere der nichtzentralen öffentlichen Haushalte . . . . .	9,6	8,1	9,6	14,1	21,0	16,2
Hypothekarkredite . . . . .	27,3	27,9	21,8	29,8	38,4	52,0
Konsumkredite . . . . .	11,1	9,3	5,5	3,2	6,6	14,2
Bankkredite . . . . .	13,4	15,7	8,3	- 2,9	8,8	14,5
Sonstiges . . . . .	8,9	15,1	13,1	11,2	9,0	3,8
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>
<b>Direkt bereitgestellt durch</b>						
Bund . . . . .	4,7	2,7	4,2	4,6	2,4	2,0
Banken . . . . .	43,2	16,4	15,5	57,0	57,2	55,5
Sonstige Finanzinstitute . . . . .	34,2	30,1	33,8	43,9	76,6	60,8
Private Haushalte, Unternehmen, nichtzentrale öffentliche Haushalte	12,3	39,8	29,5	-15,2	-21,7	12,7
Ausland . . . . .	2,5	1,3	9,5	12,3	28,8	28,0
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>
<b>Mittelherkunft</b>						
Geldmenge (M <sub>1</sub> ) . . . . .	14,8	7,1	4,5	7,8	19,3	7,9
Termin- und Spareinlagen . . . . .	33,7	- 2,4	29,5	80,4	90,4	68,4
Sonstige finanzielle Forderungen . .	48,4	85,7	58,5	14,4	33,5	82,6
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>

\* Bereinigte Jahreswerte.

Ab April 1971 unternahmen die Behörden Schritte zur Verknappung des Geldmarktes. Die Rendite für Dreimonats-Schatzwechsel stieg von einem Tief von 3,3 Prozent im März auf 5,4 Prozent im Juli; in jenem Monat wurde der offizielle Diskontsatz auf 5 Prozent erhöht. Der Kapitalzins zog ebenfalls an, was unter anderem darauf beruhte, daß die Unternehmen sowie die nichtzentralen öffentlichen Haushalte in beträchtlichem Umfang Wertpapiere emittierten. Die Wachstumsrate des Geldvolumens (Bargeld plus Sichteinlagen), die im zweiten Quartal 1971 auf 10 Prozent gestiegen war, sank in den anschließenden Monaten erheblich.

Das Programm von Mitte August war in binnenwirtschaftlicher Hinsicht vor allem wegen seines neuen einkommens- und preispolitischen Zugriffs bedeutsam. Die früheren Maßnahmen in diesem Bereich — hier sind insbesondere die Lohn-Leitlinien vom März 1971 für die Bauwirtschaft zu erwähnen — wurden durch die neuen Regelungen weit in den Schatten gestellt: Preis- und Einkommensstopp auf 90 Tage und Einsetzung eines Lebenshaltungskosten-Rates mit der Aufgabe, sich der Einkommenspolitik auf permanenterer Basis anzunehmen. Später wurden andere Gremien für Teilbereiche der Einkommenspolitik errichtet. Die wichtigsten waren der Lohnausschuß, die Preiskommission und der Ausschuß für Zinsen und Dividenden.

Im November gab jedes dieser Gremien Leitlinien heraus; das allgemeine Limit wurde für den jährlichen Lohnanstieg auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent (gegen die Stimmen der Gewerkschaftsvertreter), für die jährlichen Preissteigerungen auf  $2\frac{1}{2}$  Prozent und für die Erhöhung von Unternehmensdividenden im Jahr 1972 auf 4 Prozent der größten Zahlung aus den letzten drei Jahren festgesetzt. Begrenzungsfrei blieben die Preise für Agrar- und Exportprodukte sowie die internationalen Schiffsfrachtraten. Im Januar 1972 wurden dann auch Niedriglöhne von der Begrenzung freigestellt; diese Maßnahme betraf ungefähr 15 Prozent der Erwerbsbevölkerung.

Der Dreimonatsstopp hat den Lohn- und Preisauftrieb ohne Zweifel zurückgestaut, aber das wirkliche Erfolgskriterium der neuen Politik wird sein, ob sie die Spirale längerfristig abbremsen kann. Der Lohnausschuß konnte nicht umhin, im Januar und Februar mehrere Lohnerhöhungen von weit mehr als  $5\frac{1}{2}$  Prozent zu genehmigen, und Besorgnis weckte auch die erhebliche — teils saisonale — Verteuerung freigestellter Agrarprodukte. Die Verbraucherpreise stiegen jedoch ab August 1971 bis März 1972 langsamer als in den vorangegangenen sieben Monaten; und die Regierung war zuversichtlich, daß nach der Entladung des durch den Stopp entstandenen Staus die Inflationsrate in den kommenden Monaten beträchtlich weiter sinken würde.

Was den fiskalischen Teil der August-Maßnahmen betrifft, so bestätigte er die expansive Ausrichtung der Finanzpolitik, ohne sie auf kurze Sicht wesentlich zu verstärken. Eine Senkung der Einkommenssteuer, die Abschaffung der Autokaufsteuer von 7 Prozent und die Einführung neuer Möglichkeiten der Steuergutschrift bei der Anschaffung von Ausrüstungsgütern wurden durch Kürzungen der Staatsausgaben ausgeglichen.

Die Geldpolitik wurde durch den direkten Angriff auf die Kosteninflation von einer Aufgabe entlastet, für die sie nicht sehr geeignet war, und die Währungsbehörden sahen sich in der Lage, allmählich die Zügel wieder etwas zu lockern. Erleichtert wurde

ihnen dies auch insofern, als der Markt damit rechnete, daß die August-Maßnahmen die Belegung der Produktionstätigkeit beschleunigen und die Inflation verlangsamten würden. Die Zinssätze begannen zu sinken; Ende Oktober befand sich der Schatzwechselsatz bei 4,4 Prozent und die Rendite von Industrieanleihen bei 7,8 Prozent. Danach stabilisierten sich die langfristigen Zinsen, doch die kurzfristigen setzten ihren Rückgang fort. Der amtliche Diskontsatz wurde im November und dann nochmals im Dezember auf schließlich 4½ Prozent gesenkt. Bis Mitte Februar 1972 war die Schatzwechselrendite auf fast 3 Prozent und die von verschiedenen Großbanken berechnete Prime rate auf 4½ Prozent zurückgegangen. Überdies hatten die Banken wieder einen Saldo an freien Reserven beim Zentralbanksystem, und die Jahreswachstumsrate des Geldvolumens im ersten Quartal 1972 betrug rund 10 Prozent.

Da jedoch die Kreditnachfrage lebhaft blieb und der Dollar auf den Devisenmärkten noch immer schwach notierte, beschlossen die Behörden, die von der Geldpolitik ausgehende stimulierende Wirkung etwas zu vermindern. Die kurzfristigen Zinssätze begannen im März zu steigen, und Mitte April brachten Dreimonats-Schatzwechsel bereits wieder rund 3,8 Prozent, während die Prime rate der Banken auf 5¼ Prozent gestiegen war.

Während die Geldpolitik somit einem uneinheitlichen Kurs folgte, dehnte sich das Kreditvolumen das ganze Jahr 1971 hindurch rasch aus. Die gesamte Kreditaufnahme übertraf ungeachtet der schwachen Leistung der Wirtschaft mit 150 Mrd. Dollar das bisher größte Jahresergebnis um 50 Prozent. Unternehmen und Kommunalverwaltungen konzentrierten sich darauf, Schulden zu konsolidieren und ihre Liquidität

Vereinigte Staaten: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Private Haushalte	Unternehmen	Nicht-zentrale öffentliche Haushalte	Bund	Banken	Nicht banken-Finanzinstitute	Ausland*
Bruttoersparnis . . . . .	1969	147,0	78,9	- 4,5	5,8	3,5	- 0,2	
	1970	163,5	82,0	- 6,0	- 16,0	3,5	1,5	
	1971	183,1	93,3	- 4,0	- 26,2	3,6	2,9	
Investitionen (-) . . . . .	1969	-116,7	-109,2			- 1,0	- 0,8	
	1970	-112,9	-109,1			- 1,1	- 0,9	
	1971	-130,6	-118,9			- 0,8	- 1,0	
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (-) . . . . .	1969	30,3	- 30,3	- 4,5	5,8	2,5	- 1,0	0,9
	1970	50,6	- 27,1	- 6,0	- 16,0	2,4	0,6	- 0,4
	1971	52,5	- 25,6	- 4,0	- 26,2	2,8	1,9	2,7
Entsprechende Veränderung der finanziellen Forderungen . . . . .	1969	55,2	29,6	2,7	12,2	23,5	48,4	10,3
	1970	70,6	21,2	6,5	11,4	40,5	51,4	5,2
	1971	95,7	23,4	13,4	7,7	60,7	76,4	21,7
finanziellen Verbindlichkeiten (-) . . . . .	1969	- 30,7	- 65,3	- 9,0	- 6,8	- 21,7	- 50,5	- 6,6
	1970	- 20,6	- 50,1	- 12,7	- 26,6	- 38,5	- 51,7	- 4,5
	1971	- 43,1	- 61,5	- 19,3	- 33,4	- 59,0	- 73,3	- 8,3
statistischen Differenz . . . . .	1969	5,8	5,4	1,8	0,4	0,7	1,1	- 2,8
	1970	0,6	1,8	0,2	- 0,8	0,4	0,9	- 1,1
	1971	- 0,1	12,5	1,9	- 0,5	1,1	- 1,2	- 10,7

\* Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) der Vereinigten Staaten gegenüber dem Ausland.

zu verbessern, wobei die Unternehmen in Erwartung der Dollarabwertung auch schnell noch Liquidität ins Ausland verlagerten. In der vorstehenden Tabelle findet dies seinen Niederschlag darin, daß die Unternehmen 1971 eine als „statistische Differenz“ erscheinende Ansammlung liquider Forderungen von insgesamt 12,5 Mrd. Dollar aufzuweisen hatten.

Die Aufschwungphase des Konjunkturzyklus setzte im November ein, gewann jedoch erst im Frühjahr 1972 an Dynamik. Die Zahl der Beschäftigten ist ziemlich kräftig gestiegen, hingegen die Arbeitslosigkeit nur wenig gesunken; im Durchschnitt waren gut 5,8 Prozent der Erwerbsbevölkerung im ersten Quartal 1972 ohne Beschäftigung. Wirtschaftsprognosen sagten jedoch eine kräftige Erholung der industriellen Investitionen im späteren Verlauf des Jahres voraus, und der Anstieg der Unternehmensgewinne im ersten Quartal war ermutigend.

Eine anhaltend expansive Wirkung versprach man sich auch vom Bundeshaushalt. Nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung war in dem im Januar vorgelegten Budget ein revidiertes Defizit von 35 Mrd. Dollar für das im Juni 1972 endende Fiskaljahr (verglichen mit 18,4 Mrd. Dollar für das Fiskaljahr 1971) und ein Defizit von 28 Mrd. Dollar für 1972/73 veranschlagt. Als entsprechende Salden bei Vollbeschäftigung wurden ein Defizit von 8 Mrd. Dollar für 1971/72 und ein kleiner Überschuß für 1972/73 errechnet. Für das Bruttosozialprodukt von 1972 wurde amtlicherseits ein Zuwachs von nominal 9,4 und real 6 Prozent prognostiziert. Private Vorausberechnungen waren etwas weniger optimistisch, doch allseits wird erwartet, daß 1972 ein Jahr guter Erholung wird.

*Kanada.* Nachdem Fiskal- und Geldpolitik schon früh im Jahr 1970 einen expansiven Kurs eingeschlagen hatten, erlebte Kanada im vergangenen Jahr einen ziemlich kräftigen Aufschwung. Wie in den Vereinigten Staaten weitete sich der Wohnungsbau ganz erheblich aus, doch im Gegensatz zu seinem großen Nachbarn wuchsen in Kanada auch die Verbrauchsaufwendungen, die öffentlichen Ausgaben und die Exporte sehr stark. Die reale Expansionsrate des Bruttosozialprodukts lag das ganze Jahr 1971 hindurch bei 6 Prozent und damit über ihrem längerfristigen Mittelwert. Jedoch ging die saisonbereinigte Arbeitslosenziffer, bei beträchtlichen Produktivitätsfortschritten und rasch wachsender Erwerbsbevölkerung, nur wenig zurück, nämlich von 6,9 Prozent — dem im Sommer erreichten Höchststand — auf 6,2 Prozent Anfang 1972. Gleichzeitig kletterten die Verbraucherpreise 1971 ein gutes Stück aufwärts: teils verteuerten sich die Nahrungsmittel, teils wurden mit lebhafter werdender Nachfrage die Gewinnmargen wieder auf das früher übliche Maß ausgeweitet. Auch die Löhne stiegen zügig weiter; die Anhebungen, die im vierten Quartal 1971 in der verarbeitenden Industrie vereinbart wurden, betrugen im Durchschnitt 9,8 Prozent.

Stimulierende Maßnahmen enthielt zuerst ein Nachtragshaushalt von Dezember 1970, sodann das (im Juni vorgelegte) Budget für 1971/72 und schließlich nochmals ein weiterer Nachtragshaushalt vom Oktober 1971: die Einkommens- und Körperschaftssteuern wurden gesenkt, die Abschreibungsfreibeträge heraufgesetzt, neue öffentliche Arbeitsprogramme beschlossen, mehr Mittel für den Wohnungsbau bereitgestellt und höhere Arbeitslosengelder gezahlt. Die Folge für den Staatshaushalt war ein Defizit von 690 Mio. Dollar im Kalenderjahr 1971, während sich 1969 noch ein Überschuß von 605 Mio. Dollar ergeben hatte. Da die Regierung im vergangenen Jahr

außerdem vermehrt Kredit gewährte und abermals einen Zuwachs an Devisenreserven (allerdings einen kleineren als 1970) zu finanzieren hatte, stellte sich ihr gesamter Kreditbedarf auf 2 160 Mio. Dollar (1970: 1 905 Mio. Dollar; 1969: —395 Mio. Dollar). Effektiv aufgenommen — hauptsächlich durch Verkauf von Sparbonds — wurden aber 2 985 Mio. Dollar; der Mehrerlös diente der Verbesserung der Liquidität.

**Kanada: Nettoleistung des Kreditmarktes**

	1969	1970	1971
	Millionen kanadische Dollar		
<b>Mittelnachfrage</b>			
Unternehmen außerhalb des Finanzsektors . . .	3 790	2 875	5 010
Verbraucher . . . . .	1 265	670	1 310
Hypothekenschuldner . . . . .	1 610	1 460	2 355
Nichtzentrale öffentliche Haushalte . . . . .	2 360	2 615	3 100
Bund . . . . .	280	1 995	2 985
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>9 305</b>	<b>9 615</b>	<b>14 760</b>
<b>Bereitgestellt durch</b>			
<b>Inländische Finanzinstitute</b>			
Kredite . . . . .	4 360	2 375	5 910
Wertpapiererwerb <sup>1</sup> . . . . .	670	3 510	4 375
Anlegerpublikum (Direktkredite) . . . . .	1 775	2 470	3 615
Ausland <sup>2</sup> . . . . .	2 300	1 260	860
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>9 305</b>	<b>9 615</b>	<b>14 760</b>

<sup>1</sup> Auch Staatspapierkäufe der Bank von Kanada. <sup>2</sup> Erwerb von auf Fremd- oder Landeswährung lautenden Wertpapieren durch Ausländer sowie Nettodirektinvestitionen des Auslands.

Da auch alle anderen Sektoren wesentlich mehr Kredit aufnahmen, erhöhte sich die gesamte Nettoleistung des Kreditmarktes um über 50 Prozent auf knapp 14,8 Mrd. Dollar. Diese Expansion ist prozentual derjenigen in den Vereinigten Staaten vergleichbar; jedoch ist sie in Verbindung mit der Zunahme der zentralen Reserven und dem kräftigen Wachstum des realen Bruttosozialprodukts zu sehen. Auf der Angebotsseite nahm die Kreditgewährung des Auslands in Übereinstimmung mit den wirtschaftspolitischen Zielen wiederum erheblich ab, während über die Banken, die sonstigen Finanzinstitute und die Märkte sehr viel mehr Mittel als im Vorjahr bereitgestellt wurden. Alles in allem erhöhte sich der Anteil der inländischen Quellen am gesamten Kreditaufkommen auf 94 Prozent (1970: 87 Prozent; 1969: 75 Prozent).

Arbeitslosigkeit und Wechselkursbewegungen veranlaßten die Währungsbehörden, ihre Politik der Konjunkturförderung das ganze Jahr 1971 hindurch fortzusetzen. Die Bankrate, die bereits 1970 von 8 auf 6 Prozent zurückgenommen worden war, wurde bis Oktober 1971 nochmals in drei Etappen auf schließlich 4,75 Prozent gesenkt. Aktiva und Passiva der Geschäftsbanken wuchsen 1971 um 19 Prozent, wobei sich die Hypothekarkredite für den Wohnungsbau um fast drei Fünftel ausdehnten. Die Kreditgewährung an die Unternehmen, die 1970 nur um 3 Prozent zugenommen hatte, vergrößerte sich um fast 25 Prozent. Angesichts der raschen Ausweitung der monetären Größen suchten die Behörden nach der Jahresmitte einen gewissen mäßigenden Einfluß auszuüben, und die Liquiditätsquote der Banken — die von 27 Prozent im Dezember 1969 auf 31 Prozent im Januar 1971 zugenommen hatte — verringerte sich bis zum Jahresende auf 29 Prozent.

An Wertpapieren (einschließlich kanadischer Sparbonds) wurden netto 8,2 Mrd. Dollar abgesetzt: über ein Viertel mehr als 1970 und fast zwei Drittel mehr als 1969. Auf beiden Seiten des Kapitalmarktes haben sich im Vergleich zu 1969 nennenswerte strukturelle Änderungen ergeben. Die auf Fremdwährung lautenden Emissionen schrumpften von 1,7 auf 0,4 Mrd. Dollar, die auf Landeswährung lautenden schwollen von 3,3 auf 7,8 Mrd. Dollar an: ein schöner Erfolg der Behörden in ihrem Bestreben, die Kapitalaufnahme vom Ausland auf den heimischen Markt zu verlagern. Nahezu der gesamte Zuwachs seit 1969 geht auf Transaktionen des öffentlichen Sektors zurück; das Volumen der Emissionen von Unternehmen ist nur geringfügig größer geworden.

Die Zinsrelationen zu den Vereinigten Staaten haben sich in den letzten ein bis zwei Jahren wesentlich geändert. Von dem im April 1971 erreichten Tiefpunkt aus zogen die kurzfristigen kanadischen Sätze bis August gemeinsam mit den amerikanischen an, ohne sie jedoch einzuholen. In den anschließenden Wochen hatten sie einen relativen Anstieg zu verzeichnen, doch nach der Diskontsenkung von Ende Oktober näherten sie sich tendenziell immer mehr den US-Sätzen, die erneut sanken. Bei den langfristigen Sätzen waren die zugunsten Kanadas bestehenden Differenzen bis Anfang 1971 kleiner geworden oder ganz verschwunden, und von da an blieb es bei den neuen Relationen. Diese Veränderungen im Zinsgefüge erleichterten es den Behörden, die Kapitalzuflüsse einzudämmen und die Aufwärtsbewegung des kanadischen Dollars auf dem Devisenmarkt in Grenzen zu halten.

Die Fiskalpolitik soll gemäßigt expansiv bleiben. In dem im Mai 1972 vorgelegten Haushaltsplan für 1972/73 sind etwas höhere Rentenzahlungen, eine Heraufsetzung der Abschreibungsfreibeträge und ab 1973 eine Ermäßigung der Körperschaftssteuer vorgesehen. Bei einem konjunkturbedingten Anstieg der Einnahmen wird für das Haushaltsdefizit ein von 600 auf 450 Mio. Dollar verringerter Betrag veranschlagt.

*Japan.* Ein Jahreswachstum von 6,1 Prozent wäre für die meisten Volkswirtschaften sehr zufriedenstellend, wenn nicht gar beneidenswert. Für Japan hingegen bedeutete es eine konjunkturell schwache Expansion mit halber Kraft. Die gesamten Anlageinvestitionen vergrößerten sich nur um 7,5 Prozent, verglichen mit einem rund doppelt so hohen längerfristigen Durchschnitt. Die privaten Ausrüstungsinvestitionen wuchsen dabei verhältnismäßig wenig, während die Vorratsinvestitionen auf rund die Hälfte ihres gewöhnlichen Umfangs schrumpften. Die Zunahme des privaten Verbrauchs hielt sich mit 7,9 Prozent ungefähr im Vorjahresrahmen, und das Volumen der Ausfuhr von Gütern und Leistungen setzte seine phänomenale Expansion mit einem Zuwachs von 18,3 Prozent fort. Demgegenüber erweiterten sich die Importe nur um 3 Prozent.

Die Konjunkturberuhigung von 1971 resultierte mehr aus endogenen Kräften des Investitionszyklus als aus Restriktionsmaßnahmen; allerdings hatten sich die Behörden um Drosselung der Inflation bemüht. Im Laufe des Jahres 1971 stiegen die Löhne um 13,8 Prozent — weniger als in jedem anderen Jahr seit 1967. Auch die Verteuerung des Konsums verlangsamte sich geringfügig, und die Großhandelspreise gingen sogar ein wenig zurück. Der Preisindex des Bruttosozialprodukts stieg um 4,4 Prozent; diese Rate war nicht weit vom längerfristigen Durchschnitt entfernt.

Die Wirtschaft reagierte nur langsam auf die fortschreitende wirtschaftspolitische Lockerung, die im Oktober 1970 einsetzte. Der Haushaltsplan für 1971/72 war schon von vornherein verhältnismäßig expansiv, und im Juni und dann nochmals im Oktober wurden weitere fiskalische Anreize gegeben — vor allem in Form von Investitionen der öffentlichen Hand —, so daß in dem im März 1972 beendeten Finanzjahr schließlich Anleihemittel von insgesamt 1 220 Mrd. Yen aufgenommen werden mußten; das war fast das Dreifache des zuerst veranschlagten Betrags. Dennoch blieb das Wirtschaftswachstum ziemlich weit hinter den ursprünglich prognostizierten 10 Prozent zurück. Zwar schien die zyklische Lageranpassung im Herbst 1971 abgeschlossen zu sein und die Anlageinvestition wieder Aussicht auf mehr Dynamik zu bieten, doch die Freigabe des Yen-Kurses und die damit verbundenen Ungewißheiten trugen wieder einige Zweifel in die Wirtschaft. Und die Aufwertung selbst verdisterte die Konjunkturaussichten, da von ihr eine Schwächung der Gesamtnachfrage zu erwarten war. In Wirklichkeit kam es dann aber so, daß der Ausfuhrüberschuß anhaltend groß blieb, wodurch er zu einem lästigen Problem geworden ist: erneut stehen die verantwortlichen Stellen vor der Frage, wie schnell die Inlandsnachfrage angepaßt werden soll, damit weniger Produktion in den Export überfließt.

Im Haushaltsvoranschlag für das im März 1973 endende Jahr wurde daher der Ausgabenrahmen nochmals kräftig erweitert, wobei die Aufnahme von 1 950 Mrd. Yen durch Anleihen vorgesehen ist. Da einerseits eine Verringerung des Exportwachstums erwartet — und erhofft — und andererseits aus dem einstweilen noch bestehenden Kapazitätsspielraum darauf geschlossen wird, daß die privaten Ausrüstungsinvestitionen in nächster Zeit nur mäßig zunehmen dürften, wurde die Gelegenheit benutzt, eine dringend benötigte Steigerung der Infrastruktur- und Sozialausgaben einzuplanen — ein Schwerpunkt, der in den nächsten Jahren beibehalten werden soll. Jedoch wirken solche Maßnahmen nicht von heute auf morgen. In den Anfangsmonaten von 1972 jedenfalls deutete nicht viel darauf hin, daß die Konjunktur endgültig auf raschere Touren gekommen wäre; erst im dritten Quartal dürfte dies erreicht sein — womit die Flaute dann fast zwei Jahre gedauert hätte. Immerhin ist Japan aber nicht das einzige Land, das mit einer anhaltenden Stagnation Bekanntschaft gemacht hat.

Der amtliche Diskontsatz wurde in der Zeit von Oktober 1970 bis Ende 1971 in fünf Etappen um insgesamt  $1\frac{1}{2}$  Prozentpunkte auf schließlich  $4\frac{3}{4}$  Prozent gesenkt. Die stufenweise Einebnung des Vorzugssatzes für Kredite, die mit der Exportfinanzierung zusammenhängen, war bis August abgeschlossen. Diese Schritte stimmten mit der Notwendigkeit überein, die Binnenkonjunktur anzukurbeln und den Zahlungsbilanzüberschuß zu verringern. Der Tagesgeldsatz kam von maximal  $8\frac{1}{2}$  Prozent 1970 auf ein Tief von 5 Prozent im Januar 1972.

Daß sich das Geldvolumen 1971 um 30 Prozent ausdehnte — so stark wie seit 1955 nicht mehr —, war zu fast einem Fünftel unmittelbar durch den riesigen Zahlungsbilanzüberschuß bedingt. Dieser blähte auch die Bankenliquidität enorm auf, und das Volumen der Bankkredite erweiterte sich während des Jahres um ein Viertel. Das gesamte Nettokreditaufkommen aller Art zugunsten der nichtfinanziellen Sektoren war 1971 um 41 Prozent größer als 1970; für diesen Zuwachs sorgten überwiegend die Unternehmen, vor allem durch Aufnahme von Bankkrediten, und der öffentliche Sektor, der sich auf den Emissionsmarkt konzentrierte.

**Japan: Volkswirtschaftliche Finanzierungsrechnung**

	Jahr	Unter- nehmen	Private Hau- halte	Staat	Staats- unter- nehmen, nicht- zentrale öffent- liche Stellen	Banken- system	Andere Finanz- institute	Aus- land <sup>1</sup>
Finanzierungs- überschuß bzw. -defizit (→) . . . . .	1969	- 3 455	5 180	380	-1 340			- 765
	1970	- 4 510	5 750	1 050	-1 580			- 710
	1971	- 4 090	7 530	830	-2 235			-2 035
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen und Verbindlichkeiten<sup>2</sup></i>								
Geld und Termineinlagen	1969	3 065	6 525	-1 190	220	- 5 235	-3 385	
	1970	3 670	6 715	-1 400	210	- 5 685	-3 510	
	1971	8 225	8 185	-1 820	255	-10 755	-4 085	
Versicherungs- und Trust- forderungen . . . . .	1969	165	1 815	- 280	5	10	-1 705	
	1970	185	2 175	- 360	10	25	-2 035	
	1971	375	2 590	- 475	5	5	-2 505	
Wertpapiere (netto) . . .	1969	- 445	1 045	- 75	- 880	255	335	
	1970	- 770	1 420	340	- 820	125	65	
	1971	- 500	1 745	410	-1 355	- 785	815	
Kredite . . . . .	1969	- 7 865	-2 715	1 705	- 650	4 650	4 875	
	1970	- 9 420	-3 240	2 115	- 965	5 700	5 810	
	1971	-13 620	-3 825	2 490	-1 135	9 530	6 555	
Zentrale Reserven . . . .	1969							- 220
	1970							- 280
	1971							-3 775
Sonstige Auslands- forderungen (netto) . .	1969	- 210	-	165	- 20	525	-	- 595
	1970	- 85	-	170	15	220	10	- 525
	1971	- 1 130	20	185	- 5	760	25	1 740
Verschiedene Transaktionen <sup>3</sup> . . . . .	1969	1 830	-1 485	55	- 20	- 200	- 120	50
	1970	1 910	-1 320	185	- 30	- 385	- 210	100
	1971	2 560	-1 185	45	-	2 765	- 810	-

<sup>1</sup> Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Japans gegenüber dem Ausland.  
<sup>2</sup> Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten. <sup>3</sup> Einschließlich Handelskrediten und statistischen Differenzen.  
 Quelle: Bank von Japan.

Die reichlichere Liquiditätsausstattung ermöglichte es den Geschäftsbanken, ihre langjährige hohe Verschuldung bei der Bank von Japan praktisch mit einem Schlag abzubauen. Darüber hinaus verkauften die Behörden einen erheblichen Nettobetrag an Staatspapieren, ohne jedoch die allgemeine wirtschaftspolitische Richtung zu ändern. Die Liquiditätsfülle war sogar so groß, daß die Bank von Japan nicht mehr genügend geeignete Wertpapiere zur Abschöpfung der Überschüsse hatte; im August füllte sie diese Lücke mit neugeschaffenen Wechsell, auf denen sie sowohl Aussteller als auch Zahlungsempfänger ist.

Im Dezember schloß ein den Finanzminister beratender Ausschuß seine Untersuchungen über das System der Reserveverpflichtungen ab. Entsprechend seinen Empfehlungen wurden bald darauf bestimmte Finanzinstitute neu in die Reservepflicht

einbezogen, die Höchstgrenzen der Reservesätze angehoben, die Bestands- durch Zuwachsreserven ergänzt und Yen-Guthaben von Ausländern einem möglichen Sonderreservesatz von bis zu 100 Prozent unterstellt. Dieser letztgenannte Schritt war ein weiteres Beispiel für die in der Geldpolitik erforderlich gewordene Berücksichtigung von potentiell unerwünschten außenwirtschaftlichen Einflüssen, wie sie erstmals 1971 aufgetreten waren.

Die Unternehmen verzeichneten 1971 bei der konjunkturellen Flaute beträchtliche Gewinneinbußen, doch da sie gleichzeitig mit Investitionen zurückhielten, war ihr Finanzierungsdefizit mit 4 090 Mrd. Yen etwas kleiner als 1970 — gemessen an früheren Verhältnissen freilich immer noch groß. Sie nahmen wie gesagt hohe Kredite bei Banken und anderen Finanzinstituten auf, was ihnen dazu verhalf, ihre Bankguthaben insgesamt um 8 225 Mrd. Yen aufzustocken. Damit hatten sie ihre Liquidität, die in der Anfangsphase der geldpolitischen Restriktion stark eingengt worden war, wieder reichlich aufgefüllt. Die Finanzlage der Unternehmen profitierte auch unmittelbar von den Zuflüssen aus dem Ausland — vermutlich in der Form, daß, trotz Abwehrmaßnahmen der Behörden, per Saldo mehr Vorauszahlungen für Exporte geleistet wurden. An Wertpapieren hingegen setzte der Sektor netto nur den bescheidenen Betrag von 500 Mrd. Yen ab. Demgegenüber nahmen die öffentlichen Unternehmen und die nichtzentralen öffentlichen Haushalte auf diesem Wege 1 355 Mrd. Yen auf (1970: 820 Mrd. Yen). Die privaten Haushalte schließlich hatten einen ungewöhnlich stark vergrößerten Finanzierungsüberschuß, was sich zu einem wesentlichen Teil in einer kräftigen Erhöhung ihrer Bankguthaben niederschlug.

Gegen Ende Mai 1972 wurde ein umfassendes Programm von Maßnahmen zur Erzielung eines besseren außen- und binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts im Entwurf vorgelegt.

*Vereinigtes Königreich.* Die Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik wurde 1971 zunächst noch recht vorsichtig betrieben. Die Konjunktur war ziemlich flau, und in der Zahlungsbilanz entstand ein großer Überschuß; doch der Anstieg der Löhne und Preise kam auf Jahresraten von über 10 Prozent, und die Behörden waren bestrebt, diese Entwicklung nicht durch übereilte Nachfrageausweitung zu verstärken. Auch wurde damit gerechnet, daß die Erholung der Verbrauchsausgaben weitergehen würde.

Im Budget wurden Ende März unter anderem Senkungen von direkten und indirekten Steuern im Gesamteffekt von 550 Mio. Pfund vorgesehen, und den Banken wurde gestattet, das Volumen ihrer Pfundkredite um 2½ Prozent je Quartal zu erweitern. Die Bankrate wurde ebenfalls — um einen vollen Punkt auf 6 Prozent — ermäßigt, hauptsächlich zur Abwehr der Geldzuflüsse aus dem Ausland; doch stimmte dieser Schritt auch mit der binnenwirtschaftlichen Strategie überein, die der Budgetgestaltung zugrunde lag.

Mit Hilfe dieser Maßnahmen sollte erreicht werden, daß die gesamte Endnachfrage im zweiten Halbjahr 1972 ihren entsprechenden Vorjahreswert real um 4 Prozent übertraf. Jedoch wurde die Schwäche der Nachfrage zur Zeit der Budgetvorlage unterschätzt — zum Teil weil die relevanten Wirtschaftszahlen wegen des Poststreiks im ersten Quartal später als gewöhnlich zur Verfügung standen. Die realen Verbrauchangaben waren im ersten Halbjahr 1971 um ¼ Prozent niedriger als im Vorhalbjahr, während mit einem Anstieg von über 1 Prozent gerechnet worden war, und

**Vereinigtes Königreich: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung**

	Jahr	Öffentliche Haushalte	Ausland <sup>1</sup>	Private Haushalte	Industrie und Handel	Banken	Andere Finanzinstitute
		Millionen Pfund Sterling					
Ersparnis und Nettovermögensübertragungen . .	1969	4 107		2 059	3 526		218
	1970	4 971		2 443	3 274		271
	1971	4 209		2 664	4 043		303
Bruttoinlandsinvestitionen (—)	1969	— 3 754		— 1 165	— 3 983		— 554
	1970	— 4 109		— 1 265	— 4 261		— 596
	1971	— 4 636		— 1 588	— 3 952		— 565
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (—) . . . .	1969	353	— 443 <sup>2</sup>	893	— 357		— 336
	1970	862	— 611 <sup>1</sup>	1 178	— 987		— 325
	1971	— 427	— 952 <sup>2</sup>	1 076	91		— 262
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen und Verbindlichkeiten<sup>3</sup></i>							
Bankkredite . . . . .	1969	155	— 4 859	77	— 664	5 271	20
	1970	— 402	— 2 539	— 59	— 1 125	4 206	— 81
	1971	445	— 2 255	— 576	— 731	3 535	— 418
Bargeld und Bankguthaben . .	1969	— 130	4 734	381	— 130	— 5 040	185
	1970	— 187	3 328	937	333	— 4 683	272
	1971	— 205	3 358	1 151	1 096	— 5 507	107
Zentrale Finanzierungs- transaktionen mit dem Ausland . . . . .	1969	743	— 743				
	1970	1 287	— 1 287				
	1971	3 228	— 3 228				
Auslandskredite und -anlagen	1969	30	— 214		202		— 18
	1970	297	— 144		— 112		— 41
	1971	358	33		— 358		— 33
Staatsanleihen und Schatzwechsel . . . . .	1969	203	42	78	— 12	— 592	281
	1970	— 280	44	— 227	9	140	314
	1971	— 3 700	473	454	— 1	1 383	1 391
Sonstige Staatsschuld . . . . .	1969	— 211	59	— 235	375	14	— 2
	1970	326	— 32	— 50	— 231	— 21	8
	1971	— 172	— 28	396	— 184	— 16	4
Verschuldung der nichtzentralen öffentlichen Haushalte . .	1969	— 601	29	230	— 84	312	114
	1970	— 538	— 38	— 75	— 119	483	287
	1971	— 657	81	— 217	25	772	— 4
Forderungen an andere Finanzinstitute <sup>4</sup> . . . . .	1969		— 2	2 534	56		— 2 588
	1970		51	3 414	— 10		— 3 455
	1971		57	4 219	— 22		— 4 254
Wertpapiere <sup>5</sup> . . . . .	1969	13	114	— 352	— 175	26	374
	1970	6	— 108	— 753	125	67	663
	1971	85	128	— 1 184	— 130	180	921
Sonstige Inlandskredite <sup>4</sup> . . . .	1969	146		— 953	— 241	— 6	1 056
	1970	154		— 1 335	— 288	39	1 430
	1971	65		— 1 946	25	91	1 765
Nichtaufklärbarer Rest . . . . .	1969	5	397	— 867	316	259	
	1970	199	114	— 674	431	47	
	1971	126	429	— 1 221	371	— 178	

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

Quelle: Bank von England.

da sich auch die Investitionen des privaten Sektors rückläufig entwickelten, schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt um 1 Prozent. Die Unternehmen hielten nicht nur mit Investitionen zurück; sie trennten sich auch von nichtbenötigten Arbeitskräften und erhöhten die Preise. Das heißt: das Wachstum des Gesamteinkommens der privaten Haushalte wurde durch eine plötzliche Intensivierung der Arbeitslosigkeit gebremst und kaufkraftmäßig durch Preisaufschläge beschnitten.

Zur selben Zeit, in der die Grundzüge dieser Entwicklung erkennbar wurden, zeichneten sich gewisse Aussichten auf eine Verlangsamung der Lohn/Preis-Spirale ab. Durch das Scheitern des Poststreiks im März sah sich die Regierung in ihrer Politik bestätigt, sich massiven Lohnforderungen im öffentlichen Sektor zu widersetzen, und um die Jahresmitte forderte die Confederation of British Industry (CBI) aus eigener Initiative 200 ihrer größten Mitgliedsfirmen auf, sich zu verpflichten, ihre Preise in den nächsten zwölf Monaten nicht um mehr als 5 Prozent zu erhöhen.

Deshalb beschloß die Regierung, die Nachfrage zusätzlich zu stimulieren. Am 20. Juli wurden alle Beschränkungen des Konsumkredits aufgehoben und sämtliche Kaufsteuersätze um rund 18 Prozent gesenkt. Der Anregung der Investitionstätigkeit diene ein neuer Satz von 80 Prozent — statt bisher 60 — für die Erstjahres-Abschreibung von Anlagen, die vor August 1973 investiert werden, sowie die Ausdehnung der „freien Abschreibung“ (mit einem Abschreibungssatz von 100 Prozent), die bereits für Industriebetriebe in Förderungsgebieten galt, auf Dienstleistungsbetriebe desselben geographischen Bereichs. Ferner wurden zusätzliche öffentliche Arbeitsprogramme beschlossen. Im Preisbereich begrüßte die Regierung die Initiative der CBI und forderte ihrerseits die Staatsbetriebe auf, Preissteigerungen in den kommenden zwölf Monaten ebenfalls auf 5 Prozent zu begrenzen.

Weitere Schritte kamen im Herbst. Nach dem 15. August ließ man das Pfund im Kurs ein wenig steigen, mehrere Maßnahmen wurden gegen die spekulativen Zuflüsse ergriffen, und anfangs September folgte eine Senkung der Bankrate von 6 auf 5 Prozent. Mitte September trat ein neues System der Bankkreditlenkung mit Mindestreservesätzen für alle Banken und Finanzhäuser in Kraft. Zwar handelte es sich um eine eher strukturelle Reform, die dazu gedacht war, mehr Wettbewerb zwischen den Banken zu schaffen und die Kreditvergabe stärker vom Preismechanismus bestimmen zu lassen; doch trug ihre Einführung auch zur Lockerung der Geldpolitik bei. Die Banken und Finanzhäuser wurden aus der Kreditplafondierung entlassen; obwohl die Rückzahlung aller ausstehenden Sonderdepositen dadurch kompensiert wurde, daß die Banken für rund 750 Mio. Pfund kurzfristige Staatsschuldverschreibungen zeichneten, waren ihre Reservequoten bei der Inkraftsetzung der neuen Regelung keineswegs knapp. Im November wurden zusätzliche öffentliche Ausgaben angekündigt, darunter insbesondere 185 Mio. Pfund an Ausgabensteigerungen vor allem der Staatsbetriebe in den nächsten zwei Jahren.

Diese Maßnahmen bewirkten im Verein mit der starken Zahlungsbilanzposition eine erhebliche monetäre Expansion. Die Geldmenge im weiteren Sinne, die im vierten Quartal um 5,7 Prozent zunahm, wuchs im gesamten Jahr um 13,3 Prozent (1970: 9,7 Prozent; 1969: 3,1 Prozent). Weitgehend war die letztjährige Beschleunigung jedoch durch den Zahlungsbilanzüberschuß bedingt, denn die inländische Kreditexpansion wies nur einen bescheidenen Anstieg von 1 035 auf 1 160 Mio. Pfund auf. Zwar erhöhte sich der Kreditbedarf des öffentlichen Sektors sprunghaft von Null im

Jahr 1970 auf 1 370 Mio. Pfund im vergangenen Jahr, doch das Geldvolumen wurde davon insofern nicht berührt, als diesem Kreditbedarf eine noch viel größere Ausweitung des Absatzes an Wertpapieren — vorwiegend längerfristigen Staatspapieren — gegenüberstand, die der öffentliche Sektor per Saldo bei Nichtbanken des privaten Sektors unterbrachte. Die starke Nachfrage nach längerfristigen Staatspapieren erleichterte übrigens im Mai 1971 den Übergang zu einer neuen Markttechnik der Behörden: seit damals besteht keine Gewähr mehr, daß sie Papiere mit Fälligkeiten von mehr als einem Jahr jederzeit ankaufen. Die Bankkredite an den privaten Sektor schließlich erhöhten sich kräftig, vor allem in der zweiten Jahreshälfte, obwohl die Kreditaufnahme der verarbeitenden Industrie in einem bescheidenen Rahmen blieb.

Vereinigtes Königreich: Inländische Kreditexpansion

	1967	1968	1969	1970	1971
	Millionen Pfund Sterling				
Kreditbedarf des öffentlichen Sektors* . . . . .	1 830	1 315	- 475	-	1 370
Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors bei Nichtbanken des privaten Sektors (→) . . . . .	- 630	- 20	- 345	- 115	-2 105
Bankkredite an den privaten Sektor . . . . .	575	570	520	1 125	1 600
Bankkredite in Landeswährung an das Ausland . . . . .	25	140	150	25	295
<b>Inländische Kreditexpansion . . . . .</b>	<b>1 800</b>	<b>2 005</b>	<b>- 150</b>	<b>1 035</b>	<b>1 160</b>

\* Die Differenz zwischen dem Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors (s. Tabelle auf Seite 59) und seinem Nettokreditbedarf erklärt sich durch Darlehen verschiedener Art, durch die Refinanzierung von Exportkrediten und durch Importdepot-Transaktionen.

Die privaten Haushalte steigerten ihren Verbrauch im zweiten Halbjahr 1971 mit Hilfe vermehrter Kreditaufnahme um 3¼ Prozent über das sehr mäßige Ergebnis des Vorsemesters hinaus, und der private Wohnungsbau erreichte wiederum einen wesentlich größeren Umfang. Andererseits schwächte sich das Wachstum der öffentlichen Ausgaben und der Exporte ab, und die private Industrie hielt weiterhin mit Anlageinvestitionen zurück und baute Vorräte ab. Ungünstig beeinflusst wurde die Gesamtproduktion unter anderem von der verhältnismäßig hohen steuerlichen Belastung langlebiger Gebrauchsgüter, denen ein großer Teil der zusätzlichen Nachfrage galt, und von der wachsenden Neigung zur Einfuhr von Konsumgütern, besonders Automobilen.

Insgesamt war das Bruttoinlandsprodukt daher im zweiten Halbjahr 1971 trotz Steuersenkungen und Kreditlockerung kaum 1½ Prozent größer als ein Jahr vorher — ein Zuwachs, der wiederum, wie schon 1969 und 1970, einen erheblichen Teil des Wirtschaftspotentials unausgenutzt ließ. Im Januar 1972 hatte die Zahl der registrierten Arbeitslosen saisonbedingt mehr als eine Million erreicht — das waren rund 4,3 Prozent der Erwerbsbevölkerung. Diese Vorgänge implizieren eine erhebliche Produktivitätssteigerung; das Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen vergrößerte sich um rund 4 Prozent. Es bleibt abzuwarten, ob dieser Produktivitätsgewinn von Dauer ist oder nur die vorübergehende Reaktion der Industrie auf die jüngsten großen Lohnerhöhungen zum Ausdruck bringt.

Was die Inflation betrifft, so schwächte sich die Teuerung ab — zum Teil dank der Initiative der CBI —, und die Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor konnten generell im Rahmen von 7–8 Prozent gehalten werden. In der privaten Wirtschaft

kam es hingegen weiterhin häufig zu Aufbesserungen von wesentlich mehr als 10 Prozent. Zweifellos hat dies die Bergleute in ihrer Entschlossenheit bestärkt, sich durch den Streik, den sie am 9. Januar 1972 begannen, massive Lohnerhöhungen zu erkämpfen. Die Arbeit wurde erst Ende Februar wieder aufgenommen. Die erzielte Anhebung um rund 16 Prozent auf Jahresbasis war ein offensichtlicher Einbruch in die antiinflationäre Strategie der Regierung. Die durch den Streik bedingten Unterbrechungen in der Energieversorgung hinterließen ihre Spuren auch im Bruttoinlandsprodukt des ersten Quartals.

Die Regierung war nun überzeugt, daß die zu erwartende beträchtliche Unterbeschäftigung der Produktionsfaktoren, und zwar sowohl der Arbeit wie der Anlagen, eine nochmalige kräftige Stimulierung der Nachfrage erforderlich machte. Die Notwendigkeit einer Produktionsbelebung und einer Verbesserung der Beschäftigungslage wog schwerer als das mögliche Risiko einer Verschlimmerung der Inflation oder der Zahlungsbilanz. In dem am 21. März vorgelegten Budget wurden umfassende Steuerermäßigungen vorgesehen, die 1972/73 insgesamt 1 200 Mio. Pfund und in einem vollen Geltungsjahr rund 1 800 Mio. Pfund ausmachen sollen. Insbesondere wurden die Einkommenssteuerfreibeträge kräftig erweitert und die Kaufsteuersätze von 45 und 30 auf 25 Prozent ermäßigt. Die Ruhegelder und andere Sozialleistungen sollen im Herbst 1972 um 12½ Prozent angehoben werden, allerdings weitgehend mit Hilfe höherer Beiträge. Auch die den Unternehmen gewährten Steuervergünstigungen wurden großzügiger gestaltet, vor allem der Erstjahres-Abschreibungssatz; dieser beträgt nunmehr 100 Prozent für alle Fabrikationsanlagen und Maschinen (außer Kraftfahrzeugen) und 40 Prozent für Industriebauten im ganzen Land. Für die Mehrwertsteuer und die neugeregelte Einkommenssteuer, die im April 1973 eingeführt werden sollen, wurden vorläufige Sätze bekanntgegeben, die darauf schließen lassen, daß die Steuerlast zu jenem Zeitpunkt weiter verringert werden könnte.

Die Budgetänderungen waren so berechnet, daß sie in Verbindung mit den höheren öffentlichen Ausgaben den gesamten Kreditbedarf des Staates für 1972/73 auf 3 116 Mio. Pfund bringen; das sind rund 2 400 Mio. Pfund mehr als im vorangegangenen Fiskaljahr. Für die gesamte Endnachfrage wird nach Berücksichtigung der Auswirkungen des Bergarbeiterstreiks eine Ausweitung um rund 6 Prozent im ersten Halbjahr 1973 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum erwartet — beim Einfuhrvolumen etwas mehr, dafür beim Bruttoinlandsprodukt nur rund 5½ Prozent.

Für eine weitere Zinssenkung wurde nichts mehr unternommen. Die Rendite für langfristige Staatsanleihen, die von 9,7 Prozent Ende 1970 auf rund 7,7 Prozent im Januar 1972 zurückgegangen war, stieg in den anschließenden Monaten wieder auf über 8 Prozent. Offenbar herrschte die Meinung, die Volkswirtschaft sei durch die fiskalischen Maßnahmen und durch das bereits stattfindende beträchtliche Wachstum der Geldmenge genügend stimuliert worden. Der Schatzkanzler sah in seiner Budgetrede davon ab, die Ziele der Geldpolitik zahlenmäßig zu umreißen; sie werde, sagte er, mit der gebotenen Flexibilität als integraler Bestandteil der allgemeinen Konjunkturpolitik herangezogen werden.

*Bundesrepublik Deutschland.* Die wirtschaftliche Lage in der Bundesrepublik Deutschland hat sich während der vergangenen zwölf Monate verbessert. Der übermäßige Nachfragedruck ist beseitigt und die Inflationsrate etwas verringert worden,

ohne daß es ernsthafte Produktionseinbußen gegeben hätte, während zugleich der Leistungsbilanzüberschuß wesentlich abgenommen hat.

Der Konjunkturaufschwung, der sich seit dem Frühjahr 1970 allmählich abgeflacht hatte, erhielt Anfang 1971 vorübergehend neue Impulse. Die Investitionsausgaben der Wirtschaft wurden durch die Wiedereinführung großzügigerer Abschreibungsmöglichkeiten und durch die Ermäßigung der Investitionssteuer im Januar angeregt. Der öffentliche und der private Verbrauch sowie die Exporte nahmen ebenfalls kräftig zu, und die Industrieproduktion wuchs im ersten Quartal mit einer Jahresrate von etwa 13 Prozent.

Die Bundesbank behielt in dieser Situation die monetäre Restriktion bei. Im April senkte sie aus außenwirtschaftlichen Gründen den Diskontsatz, kürzte jedoch zur gleichen Zeit die Rediskontkontingente der Banken um 10 Prozent. Diese Maßnahmen wurden jedoch dadurch überrollt, daß deutsche Firmen im Ausland Kredit aufnahmen und daß die Spekulation zugunsten der Deutschen Mark einsetzte. In den ersten fünf Monaten von 1971 flossen an kurzfristigen Geldern (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) per Saldo rund 17 Mrd. DM ins Land, und unter der Wucht dieser Zuflüsse wuchsen die Bestände an Geld und Quasigeld (ohne Spar- und langfristige Termineinlagen) mit einer Jahresrate von 20 Prozent, während die Liquiditätsquote der Banken auf über 10 Prozent stieg.

Die Wende kam im Mai mit der Entscheidung, die Deutsche Mark nach oben floaten zu lassen. Der Geldzufluß aus dem Ausland hörte auf, und die Währungsbehörden vermochten die Kontrolle über die inländische Geldversorgung wiederzugewinnen. Die Wirtschaftsunternehmen wurden von der Aufnahme von Auslandskrediten auch durch die Ankündigung baldiger neuer gesetzlicher Maßnahmen abgehalten, die vorsahen, daß ein Teil solcher Kreditaufnahmen auf unverzinslichen Zentralbankkonten einzuzahlen wäre („Bardepot“). Da die Wirtschaft Kredite nunmehr eher im Inland als im Ausland nachfragte, beschleunigte sich die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor stark, und die Liquiditätsquote der Banken sank auf rund 6 Prozent.

Die Entscheidung, zu floaten, war von einschränkenden fiskalischen Maßnahmen begleitet gewesen, die vor allem in einer Kürzung der für 1971 geplanten Ausgaben des Bundes und der Länder um 1,8 Mrd. DM sowie in einer Erhöhung ihrer bei der Bundesbank unterhaltenen Konjunkturausgleichsrücklagen um 1,7 Mrd. DM bestanden. Zudem scheint die Wechselkursfreigabe die Gesamtnachfrage, insbesondere die Exporte (deren Ausdehnung zu Beginn des Jahres spekulative Elemente enthalten haben dürfte) und die Investitionen der Unternehmen auch direkt gedämpft zu haben. So schwächte sich die Konjunktur ab, und die Produktion, vor allem der verarbeitenden Industrie, ging vom zweiten Quartal an zurück. Die Anspannung auf dem Arbeitsmarkt ließ ebenfalls nach. Die saisonbereinigte Arbeitslosenrate, die seit etwa achtzehn Monaten ständig bei rund 0,7 Prozent gelegen hatte, stieg allmählich auf 1,0 Prozent im vierten Quartal, und die Zahl der offenen Stellen ging zurück.

Als sich die Entspannung fortsetzte, begann sich hinsichtlich der weiteren Konjunkturaussichten in deutschen Wirtschaftskreisen Pessimismus auszubreiten. Das Zusammentreffen stark steigender Lohnkosten mit einer fortschreitenden Höherbewertung der Deutschen Mark kaum zwei Jahre nach der Aufwertung von 1969 schien zu

einer ernststen Bedrohung für die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie zu werden. Obwohl sich dieser Pessimismus als übertrieben herausstellte, hatte er wahrscheinlich doch einigen Einfluß sowohl auf die Lohnverhandlungen als auch auf den zeitlichen Ablauf der fiskalischen und monetären Lockerungen.

Was die Lohnentwicklung anbelangt, so endete der vierwöchige Streik der Metallarbeiter im November/Dezember mit einer Lohnerhöhung von 7,5 Prozent, und andere Abschlüsse Anfang 1972 brachten ähnliche oder etwas geringere Erhöhungen. Das bedeutete eine ins Gewicht fallende Reduktion der Steigerungsrate, die während der Hochkonjunktur bei rund 14 Prozent gelegen hatte. Die jährliche Erhöhungsrate der Großhandelspreise industrieller Produkte ging ebenfalls zurück, nämlich von 5 Prozent im ersten Halbjahr 1971 auf weniger als 3 Prozent im ersten Quartal 1972. Die Verbraucherpreise lagen dagegen vom Herbst an um fast 6 Prozent über ihrem jeweiligen Vorjahresstand, obwohl sich die Importpreise durch die Höherbewertung der Deutschen Mark um 5 Prozent vermindert hatten.

Die monetäre Restriktion wurde im November 1971 gelockert: die Mindestreservesätze für Inlandsverbindlichkeiten wurden um 10 Prozent gesenkt. Trotz einem weiteren Anstieg der Bankausleihungen an den privaten und noch mehr an den öffentlichen Sektor stieg die Liquiditätsquote der Banken in den ersten Monaten von 1972 auf rund 7½ Prozent. Der Diskontsatz der Bundesbank wurde, der Zinsentwicklung im Ausland folgend, im Oktober und nochmals im Dezember auf schließlich 4 Prozent gesenkt.

Neben den kreditpolitischen Erleichterungen gab die Bundesregierung im Januar 1972 ihre Absicht bekannt, erforderlichenfalls von fiskalpolitischen Maßnahmen zur Verhinderung eines ernsthaften Konjunkturreinbruchs Gebrauch zu machen. Zu diesem Zweck wollte sie 1. die Eventualhaushalte des Bundes und der Länder aktivieren und ihre Konjunkturausgleichsrücklagen von 4,2 Mrd. DM freigeben und 2. den Konjunkturzuschlag zu den Einkommenssteuern in Höhe von 5,9 Mrd. DM zurückzahlen.

Diese Ankündigung trug im Verein mit maßvolleren Tarifabschlüssen und der Washingtoner Übereinkunft vom Dezember dazu bei, die Industrie optimistischer zu stimmen. Die Verbrauchsausgaben und der Wohnungsbau hatten ohnehin stetig zugenommen, und in den ersten Monaten von 1972 belebte sich auch wieder der Auftragszugang in der Exportwirtschaft und bei den Investitionsgüterindustrien. Die Industrieproduktion erholte sich im Januar/Februar nach einem durch den Metallarbeiterstreik im November/Dezember bedingten leichten Einbruch kräftig und erreichte wieder ihren Vorjahresumfang. Auf dem Arbeitsmarkt hörte die Arbeitslosenziffer zu steigen und die Zahl der offenen Stellen zu sinken auf.

In den ersten Monaten von 1972 kam es erneut zu umfangreichen Zuflüssen von lang- und kurzfristigem Kapital; die Gründe hierfür waren das vergleichsweise hohe Zinsniveau in der Bundesrepublik sowie die erneute Dollarschwäche. Gegen Ende Februar wurden Maßnahmen zur Eindämmung der Zuflüsse und zur Verminderung der Bankenliquidität bekanntgegeben. Die Bundesbank senkte den Diskontsatz auf 3 Prozent, die Rediskontkontingente der Banken wurden um 10 Prozent gekürzt und die für den Zuwachs der Auslandsverbindlichkeiten geltenden Mindestreservesätze

von 30 auf 40 Prozent erhöht. Außerdem wurde die (im Dezember vom Parlament beschlossene) Bardepotpflicht für die Aufnahme von bestimmten Auslandskrediten durch deutsche Firmen am 1. März in Kraft gesetzt, mit einem Bardepotsatz von 40 Prozent. Kreditverträge, die vor dem 1. Januar 1972 abgeschlossen worden sind,

Bundesrepublik Deutschland: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Private Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	Öffentliche Haushalte	Ausland <sup>1</sup>	Banken <sup>2</sup>	Andere Finanzinstitute <sup>3</sup>
Nettoersparnis und Vermögensübertragungen . . .	1969	42,05	5,25	23,00	27,20		- 0,20	0,35
	1970	46,60	6,50	30,25	30,05		5,85	0,30
	1971	53,35	8,10	21,40	29,75		- 0,50	1,00
Nettoinvestitionen (-) . . .	1969		-22,40	-51,00	-20,25		- 1,25	- 0,75
	1970		-26,20	-64,00	-25,90		- 1,55	- 0,70
	1971		-31,80	-59,95	-26,95		- 1,65	- 0,85
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit . . .	1969	42,05	-17,15	-28,00	6,95	- 1,95 <sup>4</sup>	- 1,45 <sup>5</sup>	- 0,40
	1970	46,60	-19,70	-33,75	4,15	- 1,15 <sup>4</sup>	4,30	- 0,40
	1971	53,35	-23,70	-38,55	2,80	8,15 <sup>4</sup>	- 2,15 <sup>5</sup>	0,15
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen und Verbindlichkeiten*</i>								
Bargeld, Sichteinlagen, Termingelder, Spareinlagen	1969	26,15	0,10	11,75	7,85	7,25	-54,65	1,55
	1970	26,75	0,15	17,15	7,46	11,55	-64,75	1,75
	1971	35,65	0,15	22,90	9,00	3,85	-75,75	4,15
Geldanlagen bei Nichtbanken-Finanzinstituten . . . . .	1969	11,05	-	1,35	0,05	0,05	0,10	-12,60
	1970	12,70	-	1,35	0,15	-	0,10	-14,30
	1971	15,20	-	1,75	0,20	0,05	0,10	-17,25
Geldmarktpapiere . . . . .	1969	-	-	1,15	6,25	0,10	- 5,20	-
	1970	-	-	0,30	1,85	1,45	- 3,50	-
	1971	-	-	0,55	0,55	0,50	0,50	-
Festverzinsliche Wertpapiere und Aktien:								
Erwerb . . . . .	1969	8,80	-	4,10	0,40	- 0,75	11,10	3,05
	1970	11,10	-	3,55	0,70	1,10	3,40	2,20
	1971	9,65	-	2,70	2,65	3,00	6,80	3,40
Absatz . . . . .	1969	-	- 0,05	- 3,05	0,45	-10,80	-13,10	- 0,10
	1970	-	- 0,05	- 4,70	0,75	- 3,55	-12,80	- 0,20
	1971	-	- 0,05	- 6,50	1,95	- 0,50	-16,15	- 0,10
Bankkredite . . . . .	1969	- 3,75	-11,00	-37,60	- 8,60	-13,45	74,65	- 0,25
	1970	- 3,10	-11,05	-31,00	- 8,15	- 4,10	57,85	- 0,45
	1971	- 5,25	-16,15	-39,15	-10,60	- 0,30	71,85	- 0,45
Andere Darlehen . . . . .	1969	- 0,10	- 5,65	- 1,55	- 0,65	-	-	7,95
	1970	- 0,35	- 8,15	- 1,55	- 0,55	-	-	10,60
	1971	- 0,45	- 6,75	- 2,65	- 0,55	-	-	10,40
Übrige Forderungen und Verbindlichkeiten . . . . .	1969	- 0,10	- 0,55	- 1,90	1,20	1,35	-	-
	1970	- 0,55	- 0,55	-16,80	3,50	16,45	-	-
	1971	- 0,50	- 0,90	-16,15	4,60	12,90	-	-
Gold- und Devisenbestand . . . . .	1969					14,40	-14,40 <sup>5</sup>	
	1970					-24,05	24,05	
	1971					-10,45	10,45 <sup>5</sup>	

<sup>1</sup> Negative Zahl: Zunahme der Forderungen (bzw. Abnahme der Verbindlichkeiten) Deutschlands gegenüber dem Ausland. <sup>2</sup> Einschließlich Bundesbank. <sup>3</sup> Bausparkassen, Versicherungen, Pensionskassen. <sup>4</sup> Nettoauslandsanlagen (= Saldo der Leistungsbilanz) unter Berücksichtigung der Aufwertungsverluste von 1969 und 1971. <sup>5</sup> Unter Berücksichtigung des Aufwertungsverlustes der Deutschen Bundesbank (der Gegenposten erscheint unter „Ausland“). <sup>6</sup> Negative Zahl: Abnahme der Forderungen bzw. Zunahme der Verbindlichkeiten.

sowie der Großteil derjenigen Kredite, die mit Außenhandelstransaktionen zusammenhängen, wurden freigestellt. Auf der anderen Seite wurden der Bardepotpflicht die von Banken aufgenommenen langfristigen Auslandskredite (von vier Jahren und mehr) unterstellt, die nicht mindestreservspflichtig sind und von den Banken in wachsendem Umfang als Mittel zur Erhaltung ihrer Liquidität genutzt worden waren.

Mitte März gab der Wirtschafts- und Finanzminister bekannt, daß er angesichts der Anzeichen eines erneuten Aufschwunges für die nahe Zukunft keine Notwendigkeit zur Aktivierung der Eventualhaushalte des öffentlichen Sektors sehe. Hingegen wird der Konjunkturzuschlag von 5,9 Mrd. DM im Juni und Juli 1972 zurückgezahlt, wobei der expansive Effekt durch Erhöhung der Mindestreservesätze und Kürzung der Rediskontkontingente kompensiert wird. Im Frühjahr schien sich allerdings der Spielraum für einen inflationsfreien Aufschwung plötzlich zu verengen. Das Wachstum des Auftragseingangs in der Exportwirtschaft, des Wohnungs- und Industriebaus und der persönlichen Einkommen bei bereits hoher Geldentwertungsrate deutete darauf hin, daß neue Anspannungen schneller als zuvor vermutet kommen könnten.

*Frankreich.* Das reale Produktionswachstum hat sich im vergangenen Jahr zwar etwas verlangsamt, blieb aber dennoch nicht weit hinter dem vergleichsweise hohen Durchschnitt der letzten Jahre zurück. Die Kreditbeschränkungen waren gegen Ende 1970 gelockert worden, und bis Januar 1971 hatte die Banque de France den Diskontsatz von 8 auf  $6\frac{1}{2}$  Prozent gesenkt. Der Verbrauch blieb im vergangenen Jahr zunächst schwunglos, erholte sich dann aber, und die weitere Verlangsamung der privaten Investitionen wurde teilweise durch den Anstieg der Investitionen des öffentlichen Sektors ausgeglichen. Die Exporte konnten ihren Umfang halten — nicht zuletzt dank der noch immer andauernden Wirkung der Abwertung von 1969 und der im letzten Jahr betriebenen Devisenpolitik. In letzter Zeit wurde, bei gesteigener Arbeitslosigkeit und immer noch starkem Preisauftrieb, eine leichte weitere Lockerung der Fiskal- und Geldpolitik mit nachhaltigeren direkten Preismaßnahmen kombiniert.

Das Geld- und Kreditvolumen weitete sich 1971 zunächst rasch aus, zum Teil als normale Reaktion nach der Aufhebung der Kreditplafondierung im Oktober 1970. Jedoch war die Banque de France bestrebt, die durch Kapitalzuflüsse verursachte zusätzliche monetäre Expansion in Grenzen zu halten; sie tat dies, indem sie den Banken die Möglichkeit gab, sich bei ihr größtenteils zu Geldmarkt-Interventionsätzen zu refinanzieren, die so festgesetzt waren, daß kein Anreiz zur Kreditaufnahme im Ausland bestand. Andererseits beließ sie den Diskontsatz, der immer noch für bestimmte inländische Sollzinssätze maßgeblich war, zunächst bei  $6\frac{1}{2}$  Prozent, bis sie ihn dann im Mai auf  $6\frac{3}{4}$  Prozent erhöhte. Im April wurden die Frankenverbindlichkeiten der Kreditinstitute gegenüber ausländischen Banken sowie — aus binnenwirtschaftlichen Gründen — die Zuwächse des Gesamtvolumens der von Banken und bestimmten anderen Finanzinstituten gewährten Kredite reservspflichtig gemacht. Kräftige Erhöhungen der verschiedenen Reservesätze in der Zeit von Mai bis Anfang August sollten die aus dem Ausland hereinströmende Liquidität weitgehend absorbieren. Während der internationalen Währungskrise vom August wurden dann neue Devisenmaßnahmen ergriffen.

Im September vereinbarte die Regierung, nachdem sie den Lohn- und Preisanstieg durch entschlossene Nutzung der bestehenden Regelungen zu bremsen ver-

Frankreich: Änderungen der Reservesätze

Datum der Änderung	Vorgeschriebene Barreserven für				Kredite an Nichtbanken <sup>1</sup>
	Verbindlichkeiten in französischen Franken gegenüber inländischen Nichtbanken		ausländischen Banken		
	Sichteinlagen	Sonstige Einlagen	Sichteinlagen	Sonstige Einlagen	
Prozent					
1970 10. Juli . . . . .	7½	2½	0	0	—
1971 1. April . . . . .	7½	2½	2½	2½	¼
6. Mai . . . . .	8½	3½	3½	3½	¼
21. Mai . . . . .	9½	4½	9½	9½	½
21. Juli . . . . .	10½	5½	10½	10½	1½
5. August . . . . .	12½	6½	12½	12½	3
21. Dezember . . . . .	10	4	10	4	2
1972 21. März . . . . .	8	3	10	4	2
10. Juni . . . . .	8	3	10	4	4
Gesetzliches Maximum . . .	15	15	100 <sup>2</sup>	100 <sup>2</sup>	10

<sup>1</sup> Nur jener Teil, der den Basisbetrag überschreitet; Basisbetrag: bis 21. Juli 1971 80 Prozent des Volumens vom 5. Januar 1971; danach 90 Prozent des Volumens vom 31. März 1971. <sup>2</sup> Seit 18. Mai 1971; vorher 15 Prozent.

sucht hatte, mit der Industrie auf nationaler Ebene eine Begrenzung des gesamten Preisanstiegs für Fertigwaren auf 1½ Prozent im Zeitraum Mitte September–Mitte März. Darüber hinaus wurden die prozentualen Handelsspannen stabilisiert und die Preise für Dienstleistungen blockiert. Die Regierung ihrerseits verpflichtete sich, während sechs Monaten die Preise im öffentlichen Sektor und die Produktionskosten von Firmen dieses Sektors nicht zu erhöhen.

Das Risiko von Kapitalzuflüssen verringerte sich nach den Devisenmaßnahmen vom August. Gegen Jahresende ergriffen die Behörden zwecks Anregung der Gesamtnachfrage Maßnahmen, um die inländische Kreditversorgung zu erleichtern. Im Oktober nahm die Banque de France den Diskontsatz auf 6½ Prozent zurück, und im Dezember wurden die den Banken vorgeschriebenen Reservesätze ermäßigt. Auch wurden erste Schritte zur Herabsetzung des Kapitalzinses unternommen, der seit Jahresbeginn fast überhaupt nicht gesunken war. Weitere Maßnahmen dienten vor allem der Förderung des Investitionskredits: Die Banken übernahmen vom Crédit National eine Sonderremission mittelfristiger Schuldverschreibungen, und der Rahmen für die mittelfristige Bankverschuldung der staatlichen Unternehmen wurde für 1972 kräftig erweitert. Im Laufe des Jahres wurden übrigens im System des den Banken gewährten Refinanzierungskredits der Zentralbank umfassende Änderungen vorgenommen, die mit der zunehmenden Abkehr vom Rediskontkredit zugunsten von Offenmarktinterventionen zusammenhingen.

Der Staatshaushalt wurde 1971 nach zwei Jahren einschneidender Ausgabenbeschränkungen mäßig expansiv und schloß mit einem Gesamtdefizit von 3,5 Mrd. französischen Franken; 1970 hatte sich ein ungefähr ebenso großer Überschuß ergeben. Jedoch konnte die Regierung ihre Inanspruchnahme von Bankkrediten weiter reduzieren, vor allem deshalb, weil die Staatskasse beachtliche Beträge über die Postsparkasse und die Sparkassen erhielt.

Das Geld- und Quasigeldvolumen wuchs im gesamten Jahr um 17,3 Prozent (1970: 15,1 Prozent). Der Bestand an Quasigeld allein vergrößerte sich dabei aber

um 30,6 Prozent (1970: 24,8 Prozent), da die Sparzinssätze auf einem verhältnismäßig attraktiven Stand belassen wurden. Die Kreditgewährung der Banken an Unternehmen und private Haushalte expandierte um 20 Prozent. Die größte Zuwachsteigerung wiesen dabei die kurzfristigen Kredite, besonders für Teilzahlungskäufe von Konsumgütern, sowie die längerfristigen nichtrediskontierbaren Kredite auf, die in den letzten Jahren mehr Bedeutung erlangt haben. Auf dem Kapitalmarkt weitete sich das gesamte Emissionsvolumen kräftig aus. Zwar hielt sich die Regierung nach wie vor vom Markt fern, und auch die Aktienemissionen erreichten nicht mehr ganz ihren großen Vorjahresumfang, doch um so mehr wuchs dafür das Volumen der Anleiheemissionen des privaten Sektors und der Finanzinstitute.

Im Januar 1972 gab es eine Reihe fiskalischer Maßnahmen zur Investitionsförderung, doch galt in diesem Stadium noch das Ziel, den Staatshaushalt für das ganze Jahr auszugleichen. Die Regierung gestaltete die Regelung für die Rückerstattung von Mehrwertsteuergutschriften großzügiger und zog bestimmte Investitionsprojekte des Staates und der Staatsbetriebe vom zweiten auf das erste Halbjahr vor. Verschiedene Ausgaben, die vorher erwogen worden waren, wurden endgültig beschlossen. Ferner wurden die Finanzierungsbedingungen für den Wohnungsbau verbessert.

In den Anfangsmonaten von 1972, als die Geldmarktsätze angesichts der Entwicklung im Ausland weiter gesenkt wurden, ergriffen auch die Währungsbehörden einige Maßnahmen zur Herabsetzung anderer Inlandszinsen. Im Januar nahm die Banque de France ihren Diskontsatz auf 6 Prozent zurück, und im März wurden die kontrollierten Sätze für bestimmte Spareinlagen, für langfristige Kredite und für Neuemissionen des öffentlichen Sektors gesenkt. Ferner wurden die den Banken vorgeschriebenen Reservesätze für Inlandsverbindlichkeiten reduziert. Dem Ziel, bessere Möglichkeiten für eine Ermäßigung der Sollzinsen zu schaffen, diente der Beschluß, alle noch bestehenden Bindungen zwischen diesen und dem Diskontsatz zu beseitigen. Als symbolische Maßnahme senkte die Banque de France den Diskontsatz im April auf  $5\frac{3}{4}$  Prozent. Den Banken wurde die Haltung börsennotierter Wertpapiere zur Erfüllung ihres Mindestkoeffizienten für mittelfristige Papiere gestattet, und zur Auflockerung des Geldmarktes wurde dieser Koeffizient im Mai von 14 auf 12,5 Prozent herabgesetzt.

Angesichts des bescheidenen Ausmaßes der Konjunkturabschwächung wurde bewußt von Maßnahmen größerer Reichweite abgesehen. Auch galt eine wesentliche Sorge noch immer der Inflation. Unter diesen Umständen wurde das System der Preisvereinbarungen mit der Industrie mit nur geringfügigen Lockerungen fortgesetzt; das Ziel ist jetzt, die Verteuerung der Fertigwaren in den zwölf Monaten bis Ende März 1973 auf 3 Prozent zu beschränken. Anfang Juni 1972 wurde, da die monetäre Expansion zur Beschleunigung tendierte, der von der Kreditgewährung berechnete Reservesatz auf 4 Prozent erhöht.

Das Gesamtergebnis war, daß es Frankreich wie nur wenigen europäischen Ländern im letzten Jahr gelungen ist, Störungen durch die Wechselkursunruhe von der Binnenwirtschaft fernzuhalten und für eine ansehnliche Expansionsrate zu sorgen.

*Italien.* Im letzten Jahr erlebte die Volkswirtschaft ihren schlimmsten Rückschlag seit dem Kriege. Die Phase der Stagnation, die früh im Jahr 1970 begonnen hatte und deren Kennzeichen Arbeitskonflikte, ein Nachlassen der Gesamtnachfrage und ein weitverbreitetes Gefühl der Ungewißheit waren, ging 1971 in eine Rezession über, die

Italien: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung

	Jahr	Öffentliche Haushalte	Öffentliche und halb-öffentliche Unternehmen <sup>1</sup>	Sonstige Unternehmen und Wohnungswirtschaft	Private Haushalte	Banken und Finanzinstitute	Ausland <sup>2</sup>
Ersparnis und Vermögensübertragungen . . . . .	1970	— 550	700	6 025	6 955	550	
	1971	— 2 365	685	5 815	9 150	650	
Bruttoinlandsinvestitionen (—) . . . . .	1970	— 1 725	— 2 230	— 9 010		— 240	
	1971	— 1 885	— 2 640	— 7 945		— 280	
Finanzierungsüberschuß bzw. -defizit (—) . . . . .	1970	— 2 275	— 1 530	— 2 985	6 955	310	— 475
	1971	— 4 250	— 1 955	— 2 130	9 150	370	— 1 185
<i>Entsprechende Veränderung der</i>							
<i>Forderungen</i>							
Liquide Forderungen . . . . .	1970	— 160	— 80	1 735	4 650	615	— 90
	1971	755	30	2 420	5 840	1 795	40
Rentenwerte, Aktien und Beteiligungen . . . . .	1970	285	130	305	1 150	1 430	380
	1971	815	115	520	1 815	2 610	395
Sonstige Forderungen (netto) . . . . .	1970	395	35	295	1 295	8 100	2 875
	1971	310	80	405	1 635	8 200	2 015
<i>Verbindlichkeiten (—)<sup>3</sup></i>							
Kurzfristige Verbindlichkeiten <sup>4</sup> . . . . .	1970	— 3 080	— 665	— 1 610	— 140	— 7 835	— 2 425
	1971	— 3 590	— 840	— 1 030	— 140	— 9 825	— 2 545
<i>Langfristige Verbindlichkeiten gegenüber</i>							
<i>Inländern . . . . .</i>							
	1970	— 775	— 110	— 1 930	—	— 805	— 845
	1971	— 1 030	— 320	— 3 350	—	— 440	— 670
<i>Ausländern . . . . .</i>							
	1970	— 65	— 525	20	—	— 500	—
	1971	— 30	145	— 380	—	— 255	—
Rentenwerte, Aktien und Beteiligungen . . . . .	1970	— 50	— 315	— 860	—	— 815	— 370
	1971	— 1 525	— 1 165	— 785	—	— 1 675	— 390
Statistische Differenz . . . . .	1970	1 175	—	— 940	—	120	—
	1971	45	—	70	—	40	30

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

sich fast über das ganze Jahr erstreckte. Das Volkseinkommen wuchs real nur ganz wenig; es erhielt seine Impulse lediglich von den Dienstleistungen des privaten und des öffentlichen Sektors sowie von der Agrarproduktion. Die Investitionen verringerten sich um 5 Prozent, und die Zahl der in der Industrie Beschäftigten nahm ebenfalls ab. Fiskal- und Geldpolitik waren beide expansiv, doch mehrere Faktoren beeinträchtigten die Wirksamkeit der getroffenen Maßnahmen.

Der Rückgang der Bruttoinvestitionen war zu mehr als der Hälfte dadurch bedingt, daß die Vorratsbildung nach ihrem kräftigen Anstieg von 1970 reduziert wurde; dies war zum Teil darauf zurückzuführen, daß es keine angemessene Übergangsregelung

für die Zeit bis zur — verspäteten — Einführung der Mehrwertsteuer gab. Der Wohnungsbau erhielt von der Gesetzgebung ab 1970, im Gegensatz zu vorher, keine Anreize mehr, so daß er 1971 um 12 Prozent schrumpfte; das machte allein ein Drittel des gesamten Investitionsrückgangs aus. Im Juli wurden einige Maßnahmen zur Förderung der privaten Investitionstätigkeit ergriffen, doch blieben sie wegen der schlechten Kapazitätsnutzung, der anhaltenden Gewinnschrumpfung und der immer noch angespannten Beziehungen zwischen den Tarifpartnern wirkungslos. Deshalb mußte das Schwergewicht vor allem auf hohe Investitionsausgaben der öffentlichen und halböffentlichen Unternehmen gelegt werden; und da deren Selbstfinanzierungskraft stark beeinträchtigt worden war, erreichten ihre Finanzierungsdefizite Rekordbeträge. Der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte vergrößerte sich ebenfalls erheblich, da die Fiskaleinnahmen sanken und zugleich die laufenden Ausgaben stark beschleunigt zunahmen. So schlossen im vergangenen Jahr die laufenden Rechnungen der öffentlichen Verwaltungen (ohne Vermögensübertragungen) mit einem Defizit von fast 500 Mrd. Lire; das war gemessen an dem 1970 erzielten Überschuß eine Verschlechterung um 1 300 Mrd. Lire. Das gesamte Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors einschließlich der öffentlichen und halböffentlichen Unternehmen stellte sich auf 6 200 Mrd. Lire (1970: 3 800 Mrd.; 1969: rund 2 900 Mrd.).

Die kreditpolitischen Zügel wurden locker geführt, damit der vermehrte Finanzierungsbedarf der Wirtschaft befriedigt werden konnte. Die Banca d'Italia gab dem öffentlichen Sektor zur Deckung seines Kassenbedarfs per Saldo nur noch 1 035 Mrd. Lire Kredit — ein Betrag, der weit hinter den 1970 verzeichneten 2 740 Mrd. Lire zurückblieb. Hingegen weitete der Sektor seine Nettoinanspruchnahme des Rentenmarktes, von dem er 1970 nur einen außerordentlich geringen Betrag erhalten hatte, auf nicht weniger als 1 555 Mrd. Lire aus. Die Emissionen des öffentlichen Sektors und der Staatsbetriebe zusammengenommen waren wie üblich am Wertpapiermarkt dominierend: ihr Anteil am Nettoaufkommen von Anleihemitteln betrug 55 Prozent (1970: 45 Prozent). Diese relative Zunahme fügte sich in eine kräftige Expansion des gesamten Nettoabsatzes von Wertpapieren ein, der auf 6 200 Mrd. Lire kam (1970: 4 650 Mrd.). Der Nettoabsatz auf ausländischen Kapitalmärkten verringerte sich dabei ganz erheblich auf 190 Mrd. Lire (1970: 1 030 Mrd. Lire), da im Gegensatz zum Vorjahr seine durch Zahlungsbilanzermäßigungen bedingte Förderung entfiel und Inlandskredit reichlich zur Verfügung stand. Infolgedessen war der Nettoabsatz auf dem inländischen Markt um zwei Drittel größer als 1970.

Bemerkenswert war 1971 der große Anteil der Kreditinstitute (ohne Banca d'Italia) an den Obligationenkäufen. Während diese Institute dem Rentenmarkt 1970 nur 800 Mrd. Lire zur Verfügung gestellt hatten, übernahmen sie im vergangenen Jahr festverzinsliche Wertpapiere im Betrag von 2 325 Mrd. Lire. Dies ließ die Anleiherendite in Übereinstimmung mit der Entwicklung im Ausland sinken. Die Rendite der von den Sonderkreditinstituten ausgegebenen Rentenwerte verringerte sich im Laufe des Jahres von 8,9 auf 7,9 Prozent. Der Erwerb festverzinslicher Wertpapiere durch die Banken bildete zu einem wesentlichen Teil, nämlich zu 36 (im Vorjahr: 6) Prozent, das Gegenstück zu der erheblichen Ausweitung des Volumens der Bankeinlagen.

Bei der reichlichen Bankenliquidität, die zum Teil aus dem Zahlungsbilanzüberschuß herrührte, vergrößerte sich die Primär- und Sekundärliquidität der Nichtbanken

im vergangenen Jahr um 17 Prozent (1970: 13 Prozent). Die meiste Dynamik entfalten wiederum die Sichteinlagen, deren Bestand sich um 21 Prozent ausdehnte. Da die Banken jedoch die Verzinsung dieser Einlagen, die in der Anfangszeit von 1970 kräftig angehoben worden war, immer mehr ermäßigten, wurden auch wieder mehr Mittel auf Sparkonten gelegt; so wuchs deren Volumen, nachdem es sich 1970 zurückgebildet hatte, um 12½ Prozent.

Die Geldpolitik wurde in der Zeit bis April 1972 um einen Teil ihrer expansiven Wirkung gebracht, weil die Kreditinstitute die Möglichkeit hatten, Überschußmittel bei einer Bindung von mehr als acht Tagen zu Zinssätzen bis zu 2,75 Prozent bei der Zentralbank einzulegen; die Kreditinstitute hatten aus diesem Grunde weniger Anlaß, ihre Soll- und Habenzinsen zu ermäßigen. So schaffte die Banca d'Italia, als sie im April 1972 den Diskontsatz von 4,5 auf 4 Prozent und den Lombardsatz von 4 auf 3,5 Prozent senkte, diese den Banken eingeräumte Option ab. Daraufhin senkten diese ihre Soll- und Habenzinsen um rund 1 Prozent.

Damit sind die Voraussetzungen für eine weitere Ausdehnung des Kreditvolumens gegeben. Nun geht es darum, die tarifpartnerschaftlichen Beziehungen so zu gestalten, daß die expansive Politik reale statt nur nominale Größenveränderungen bewirken kann.

*Belgien.* Die Wachstumsverlangsamung, die bald nach Beginn des Jahres 1971 mit einer Abschwächung der Exporte und der privaten Investitionen einsetzte, wurde im Laufe des Jahres ausgeprägter, als auch die Ausgaben für Gebrauchsgüter und schließlich der Wohnungsbau an Schwung verloren. Diese Entwicklung befand sich in deutlichem Gegensatz zu den guten Konjunkturaussichten, die noch zu Jahresanfang bestanden hatten. Damals wurde, wie im Budget für 1971 vorgesehen, mit einem vermehrten staatlichen Kreditbedarf gerechnet, und außerdem waren die Währungsbehörden noch immer darum besorgt, daß die verstärkte Teuerung, die trotz verschärften Preismaßnahmen von der neu eingeführten Mehrwertsteuer ausging, keine spekulative Kaufwelle nach sich zog.

Im März 1971 senkte die Nationalbank ihren Diskontsatz von 6½ auf 6 Prozent, hauptsächlich wegen der außenwirtschaftlichen Entwicklung. Im binnenwirtschaftlichen Bereich waren die Investitionskredite Anfang 1971 von den quantitativen Begrenzungen freigestellt worden; hingegen wurde die Plafondierung der kurzfristigen Bankkredite und die besondere Regelung zur Beschränkung des Konsumkredits bis Ende September verlängert. Im März, als die Kapitalzuflüsse die Bankenliquidität aufzublähen begannen, wurden für die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken Leitlinien erlassen und ihre Rediskont- und Rediskontzusage-Kontingente gekürzt. Die internationale Währungskrise vom Mai führte dann zu Maßnahmen, die den Zweck hatten, den Betrag der auf dem amtlichen Markt konvertierbaren Ausländer-Frankenguthaben zu begrenzen.

Bis zum Herbst war die wachsende Arbeitslosigkeit zu einem Sorgenpunkt geworden. Außerdem hatte sich die Devisenlage völlig geändert, als der mit dem Gulden verbundene Franken gegenüber anderen Währungen im Kurs stieg. Im September wurden die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken von den bis dahin bestehenden Beschränkungen freigestellt, und kurz darauf senkte die Nationalbank, diesmal

weitgehend mit Rücksicht auf die Binnenwirtschaft, ihren Diskontsatz auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent. Ende September wurden die Banken aus der Kreditplafondierung entlassen. Anfang Oktober folgte eine Lockerung der den Teilzahlungskredit regelnden Bestimmungen. Ende Dezember schließlich wurden die Rediskont- und Rediskontzusage-Kontingente der Banken erweitert, und zwar im allgemeinen wieder auf die Relationen, die vor der Kürzung im März bestanden hatten.

Die Regierung ihrerseits zog Ausgaben für öffentliche Arbeiten zeitlich vor, und ab September förderte sie den sozialen Wohnungsbau. Im ganzen Jahr hatte sie einen Nettokreditbedarf von 33,8 Mrd. Franken (1970: 23,8 Mrd.). Gleichzeitig baute sie, als Beitrag zur Verringerung des Zahlungsbilanzüberschusses, von ihrer Auslandsschuld weitere 29 Mrd. Franken ab. Dies sowie die Verringerung ihrer kurzfristigen Inlandsschuld wurde ihr durch die Aufnahmefähigkeit des heimischen Kapitalmarktes ermöglicht, über den sie, sogar zu sinkenden Zinssätzen, 63 Mrd. Franken erhielt (1970: 34 Mrd.). Die Wertpapiernachfrage von Nichtbanken war so lebhaft, daß die Behörden im Frühherbst die Kreditinstitute und bestimmte andere Finanzinstitute aus ihrer zu einem früheren Zeitpunkt des Jahres abgegebenen Verpflichtung entlassen konnten, ihre Mittelzugänge zu wenigstens 50 Prozent in Staatspapieren anzulegen.

Die finanziellen Inlandsforderungen des privaten Sektors vergrößerten sich außerordentlich stark. Die Geldmenge wuchs beschleunigt, doch noch mehr nahm das Volumen der gewöhnlichen Spareinlagen zu, deren Verzinsung auf einem verhältnismäßig hohen Stand gehalten wurde. Auf der anderen Seite schwächte sich die Expansion der langfristigen Termineinlagen deutlich ab. Der Nettoabsatz von Wertpapieren erweiterte sich kräftig; mehr als die Hälfte übernahmen die Finanzinstitute (1970: weniger als ein Drittel).

Da die Geldzuflüsse aus dem Ausland die Wirtschaft liquidisierten, blieb die Kreditgewährung des Bankensystems an den privaten Sektor bis September deutlich unterhalb der Plafonds. Doch dann brachte eine plötzliche Steigerung den Zuwachs für das gesamte Jahr auf 37,5 Mrd. Franken oder 16 Prozent (1970: 13 Prozent). Die — vorwiegend längerfristige — Kreditgewährung der anderen Finanzinstitute dehnte sich eher mäßig aus, doch wandten sich die Unternehmen vermehrt dem Kapitalmarkt zu.

Im Januar 1972 gab die Regierung kräftige Konjunkturspritzen: Sie beschloß für 1972 zusätzliche Ausgaben von 17 Mrd. Franken für die Entwicklung der Infrastruktur, setzte die temporäre Ausfuhrsteuer, die ein Jahr früher zusammen mit der Mehrwertsteuer eingeführt worden war, außer Kraft und förderte den Wohnungsbau und die private Investitionstätigkeit, indem sie vor allem die Mehrwertsteuer für Investitionsgüter ermäßigte und Steuern zurückerstattete, die für Lagerbestände gezahlt worden waren. Weitgehend infolge dieser Maßnahmen wird der Staat 1972 per Saldo einen Nettokreditbedarf von etwa 66 Mrd. Franken haben — ungefähr doppelt so viel wie 1971. Was die Geldpolitik betrifft, so hielt es die Nationalbank für binnen- und außenwirtschaftlich angemessen, ihren Basis-Diskontsatz im ersten Quartal in drei Stufen von  $5\frac{1}{2}$  auf 4 Prozent zurückzunehmen. Die Sollzinsen der Banken sanken, und im März ermäßigten die Behörden die Sätze für längerfristige Ausleihungen der öffentlichen Kreditinstitute.

Im Frühjahr gab es, etwas unerwarteterweise, Anzeichen für eine erneute Belebung unter Führung der Exporte und des Konsums. Diese Entwicklung zu einer Zeit immer noch starken Kosten- und Preisauftriebs könnte die Wirtschaftspolitik bald wieder vor ein neues Dilemma stellen.

*Niederlande.* Vom Frühjahr 1971 an schwächte sich die Nachfrage ab, und die Arbeitslosigkeit nahm langsam zu. Die Hauptgründe waren ein reduziertes Wachstum der Auslandsnachfrage und ein zum Teil durch Gewinnbeengung bedingter Abschwung bei den Unternehmensinvestitionen. Die Ausweitung des öffentlichen und des privaten Konsums verringerte sich ebenfalls, während die Investitionsausgaben des Staates und der Wohnungsbau erheblich über ihre bescheidenen Ergebnisse von 1970 hinauskamen.

Dennoch drehte sich die Lohn/Preis-Spirale schneller. Nachdem die Löhne 1970 um 12 Prozent aufgebessert worden waren, folgte im vergangenen Jahr eine Anhebung um weitere 13½ Prozent, und die Verbraucherpreise waren im Dezember 1971 um rund 8½ Prozent höher als ein Jahr zuvor, verglichen mit einem Vorjahresanstieg von 5½ Prozent. Ursprünglich versuchte die Regierung, die Preise und Löhne zu limitieren. Dies brachte aber nicht viel Erfolg, da die zeitweilig untersagten Lohn-erhöhungen später reichlich nachgeholt wurden. Daraufhin wurden im August die Preis- und Lohnbeschränkungen außer Kraft gesetzt, und die Behörden versuchten es wieder wie früher mit freiwilliger Zusammenarbeit. Doch der inflatorische Auftrieb ging weiter. Daher erhielt der im September vorgelegte Haushaltsvoranschlag für 1972 einen restriktiveren Zuschnitt in Gestalt eines bescheideneren Ausgabenwachstums und höherer Steuern.

Die den Banken vorgeschriebenen Kreditplafonds wurden das ganze Jahr 1971 hindurch beibehalten; für die kurzfristigen Kredite an den privaten Sektor war ein Zuwachs von 9 Prozent zugelassen. Den Banken fiel jedoch die Einhaltung der Plafonds nicht schwer, weil die Wirtschaft ihren Liquiditätsbedarf mit den Geldern decken konnte, die auf devisenkontrollfreien Wegen aus dem Ausland hereinflossen.

Diese Zuflüsse veranlaßten die Behörden 1971 und Anfang 1972 zu einer Anpassung in ihrer Wirtschaftspolitik. Der Diskontsatz wurde in den zwölf Monaten bis April 1972 etappenweise von 6 auf 4 Prozent gesenkt — zunächst entgegen den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen. Auf die Freigabe des Guldenkurses folgten Devisenkontrollmaßnahmen zur Abwehr von kurzfristigen Geldern. Im September wurde dann ein gesonderter Ausländer-Markt für Inlandspapiere geschaffen; diese Maßnahme sollte den Zufluß langfristigen Kapitals begrenzen, der in den vergangenen drei Jahren stark angeschwollen war. Ebenfalls der Devisenabwehr dienten die Genehmigungen zur Ausgabe internationaler Gulden-„Notes“ im Gesamtbetrag von 900 Mio. Gulden, die nur an Ausländer verkauft wurden und deren Erlös im Ausland verwendet werden mußte. Da die Wechselkursneuordnung vom Dezember die Zuflüsse nur zeitweise zurückdämmte, wurden im März 1972 neue, die Ausländer-einlagen betreffende Maßnahmen ergriffen.

Der öffentliche Sektor hatte 1971 ein Finanzierungsdefizit von rund 4,5 Mrd. Gulden (1970: 3,9 Mrd.). Jedoch konnte er Bankschulden abbauen und seine Netto-Zentralbankposition verbessern, da er 4,7 Mrd. Gulden über den Kapitalmarkt aufnahm (1970: 3,6 Mrd.).

Das Finanzierungsdefizit der privaten Haushalte und der Unternehmen erhöhte sich von 7,3 auf 8,7 Mrd. Gulden. Doch auch hier war es so, daß infolge vermehrter Kapitalmarktfinanzierung und einer etwas verringerten Ansammlung von liquiden Mitteln die Kreditaufnahme bei Banken fast unverändert blieb. Auf der Kapitalgeberseite stellten sowohl die Banken als auch die institutionellen Anleger dem Kapitalmarkt erheblich mehr Mittel als im Vorjahr zur Verfügung.

Das gesamte Nettoaufkommen am Kapitalmarkt einschließlich der privaten Placierungen und der Hypothekenkredite erweiterte sich um über 20 Prozent, nämlich von 9,4 Mrd. Gulden 1970 auf 11,4 Mrd. Eine Expansion dieser Größenordnung wirkte zwar mäßigend auf die Liquiditätsbildung, trug jedoch auch dazu bei, daß die langfristigen Zinssätze das Jahr über bei rund  $7\frac{1}{2}$  Prozent verharren, während die kurzfristigen rasch sanken. Trotz umfangreichen Geldzuflüssen aus dem Ausland und einem rascheren Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts vergrößerte sich der Bestand des Publikums an liquiden Forderungen (einschließlich der Schatzwechsel und eines kleinen Teils der Spareinlagen) 1971 nur um rund 9 Prozent und damit etwas weniger als 1970. Die liquiden Mittel der Banken erhöhten sich im Laufe des Jahres beträchtlich, was in einem großen Zuwachs ihrer Netto-Auslandsforderungen zum Ausdruck kam.

Anfang 1972 schwächte sich das Wachstum der Gesamtnachfrage weiter ab, und die Arbeitslosenziffer stieg auf rund 3 Prozent. Im Januar begann die Regierung Mittel für regionale Abhilfemaßnahmen bereitzustellen. Im März wurde auch die Geldpolitik durch Aufhebung der Kreditplafonds der Banken und Ermäßigung des Diskontsatzes gelockert. Angesichts der nicht mehr so starken Kreditnachfrage wurde aber damit gerechnet, daß sich das Volumen der Bankkredite auch weiterhin nur mäßig ausdehnen würde. Im April wurde bekanntgegeben, daß der Konjunkturschlag auf gewisse Steuern, der im Januar 1972 von 3 auf 5 Prozent erhöht worden war, im Juli wieder auf 3 Prozent gesenkt werden würde. Eine entscheidende Konjunkturwende wird erst für die letzten Monate dieses Jahres erwartet. Angesichts der längerfristigen Zahlungsbilanzziele und der anhaltenden Kosteninflation beabsichtigen die Währungsbehörden jedoch, ihre vorsichtige Liquiditätspolitik beizubehalten.

*Schweiz.* Die Schweiz mußte 1971 zwar beträchtliche Störungen von der außenwirtschaftlichen Seite her und eine kräftige Drehung der Lohn/Preis-Spirale hinnehmen, doch blieb ihr, zumindest bis zu einem gewissen Grade, ein übermäßiger Nachfragedruck erspart. Die Verlangsamung der Expansion war vor allem auf das Nachlassen der Auslandsnachfrage und der Investitionstätigkeit in der Industrie zurückzuführen. Der Bausektor blieb aber überlastet, die Ausgaben der nichtzentralen öffentlichen Haushalte stiegen stark an, und der Konsum nahm stetig zu. Am Arbeitsmarkt zeichnete sich erst gegen Ende 1971 eine leichte Entspannung ab.

Die Kapitalzuflüsse hatten bereits um die Jahreswende 1970/71 einen bedeutenden Umfang erreicht, da die vorher hohen Euromarktzinsen auf einen mit den schweizerischen Sätzen vergleichbaren Stand gesunken waren. Als dann die Ungewißheit am Devisenmarkt wuchs, strömten sowohl ausländische als auch repatriierte schweizerische Gelder auf die inländischen Finanzmärkte. Da unter solchen Umständen Nichtbankennittel reichlicher zur Verfügung standen und Bankkredite zurückgezahlt wurden, verlor die bestehende Kreditzuwachsbeschränkung für die Geldinstitute an

Bedeutung. Doch war die Gesamtnachfrage immer noch sehr lebhaft, und Anfang April 1971 wurde beschlossen, die Kreditzuwachsbeschränkung bis Ende Juli 1972 weiterzuführen, mit einem zulässigen Jahreszuwachs von 8,25 Prozent und gewissen Konzessionen für Hypothekarkredite und Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften.

In binnenwirtschaftlicher Hinsicht wurde die von der Frankenaufwertung von Anfang Mai bewirkte Dämpfung im Juni durch einen selektiven, befristeten Baustopp verstärkt, und im Juli schloß die Nationalbank, obwohl der Strom der spekulativen Gelder nun in umgekehrter Richtung floß und die Devisenmärkte ruhiger waren, mit den Banken eine Zusatzvereinbarung ab, um das Land gegen jede neue Spekulationswelle abzusichern.

Die Notwendigkeit hierzu ließ nicht lange auf sich warten. Angesichts massiver neuer Zuflüsse in der ersten Augushälfte stellte die Nationalbank den Dollarankauf ein und ergriff Maßnahmen, um die Ansammlung von Ausländerguthaben zu erschweren, den Umtausch von Dollarbeträgen, die nicht für kommerzielle Zahlungen bestimmt waren, zu begrenzen sowie zu erreichen, daß alle genehmigungspflichtigen Kapitalexporte unverzüglich in ausländische Währung konvertiert wurden.

Gleichzeitig ging sie dazu über, Auslandsanleihen und Großkredite der Banken an das Ausland sehr liberal zu genehmigen. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch ausländische Anleihen erhöhte sich von 450 Mio. Schweizer Franken 1970 auf 1620 Mio. Franken 1971, die Gewährung bewilligungspflichtiger Kredite an das Ausland von 2260 auf 3745 Mio. Franken und die private Placierung mittelfristiger Franken-„Notes“ von im Ausland domizilierten Schuldern von 1770 auf 4740 Mio. Franken. Weitere Kapitalexporte im Gesamtbetrag von 2,2 Mrd. Franken wurden in der Zeit von Ende Dezember 1971 bis Mitte Februar 1972 bewilligt. Mit der Zeit wurde jedoch immer offenkundiger, daß die neuen Kreditaufnahmen des Auslands ihrerseits dazu beitrugen, zusätzliche ausländische Gelder ins Land zu bringen. Hiergegen wurden in den Monaten Februar-Mai 1972 weitere Devisenmaßnahmen ergriffen.

Das Volumen der Bankkredite an Inländer vergrößerte sich 1971 nur um 7 Prozent (1970: fast 10 Prozent; 1969: 13 Prozent). Gleichzeitig verringerte sich das Wachstum der Bankpassiva relativ wenig, nämlich von fast 20 Prozent 1970 auf 17 Prozent im vergangenen Jahr. Infolgedessen nahmen die Kassenbestände der Banken um rund ein Viertel zu, und auch ihre Netto-Auslandsforderungen weiteten sich kräftig aus. Auf dem Kapitalmarkt gingen die Zinssätze stetig zurück, obwohl seine Nettobeanspruchung auf 6,5 Mrd. Franken stieg (1970: 3,6 Mrd.). Im Verlaufe des Jahres veräußerte die Nationalbank den größten Teil ihres Wertschriftenportefeuilles von rund 150 Mio. Franken.

Nach der Wechselkursneuordnung vom Dezember kam es nicht zu einem nennenswerten Geldrückfluß ins Ausland. Im Frühjahr 1972, als sich eine Beschleunigung des Konsums und der Bautätigkeit abzeichnete, bereitete der enorme Liquiditätsüberhang zunehmend Sorge. Deshalb wurde die im September 1969 mit den Banken vereinbarte Mindestguthabenregelung für den seit Ende Juli 1971 eingetretenen Zuwachs an Inlandsverbindlichkeiten in Kraft gesetzt, mit Mindestguthabensätzen in halber Höhe der in der Vereinbarung festgelegten Maximalsätze; Ende April waren

durch diese Regelung rund 1,1 Mrd. Franken abgeschöpft. Darüber hinaus hatte eine restriktivere Auslegung der für den Zuwachs an Auslandsverbindlichkeiten geltenden Mindestguthabenregelung eine beträchtliche zusätzliche Abschöpfung und weitere Geldabflüsse zur Folge.

*Österreich.* Die Volkswirtschaft setzte 1971 ihre befriedigende Entwicklung fort; zwar wuchs die Auslandsnachfrage langsamer, doch wurde dies zum großen Teil durch eine verstärkte Ausweitung der Inlandsausgaben ausgeglichen. Bei zunehmender Knappheit an Arbeitskräften stiegen die Arbeitsverdienste 1971 wesentlich rascher als im Vorjahr. Die Importpreise zogen ebenfalls an, und so erhöhten sich die Verbraucherpreise merklich schneller, obwohl Maßnahmen gegen die Verteuerung von Waren ergriffen wurden, die der amtlichen Preisregelung unterliegen.

Der Staatshaushalt (ohne Schuldentilgung) wurde leicht restriktiv gestaltet und schloß mit einem Überschuß von 1,8 Mrd. Schilling, während sich im Vorjahr ein kleines Defizit ergeben hatte. Dieser Umschwung beruhte auf der günstigen Einnahmenentwicklung und der Zurückhaltung bei den Investitionsausgaben, was die Stilllegung von Geldern bei der Nationalbank ermöglichte. Im Bereich der Staatsschuldengearbung, die auf die Belange der Zahlungsbilanz Rücksicht nahm, wurde die Inlandsschuld um 1,1 Mrd. Schilling vergrößert und die Auslandsschuld um 1,4 Mrd. Schilling abgebaut.

Die Geldpolitik blieb auf einer vorsichtig restriktiven Linie, die aber nicht sehr erfolgreich war. Vom Frühjahr an richtete sich das Bestreben vor allem auf die Abwehr spekulativer Kapitalzuflüsse. Zu diesem Zweck wurden in Verbindung mit der Schillingaufwertung vom Mai einige selektive Maßnahmen ergriffen; unter anderem verpflichteten sich die Kreditunternehmungen, 40 Prozent des Zuwachses ihrer Schillingverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland auf einem Sonderkonto bei der Nationalbank zu halten. Jedoch nahmen Inländer, zum Teil aus Kurssicherungsgründen, in erheblichem Umfang Mittel im Ausland auf, und die Währungsreserven vergrößerten sich kräftig. Nach der Krise vom August wurden Zuflüsse, die nicht mit kommerziellen Transaktionen zusammenhingen, beschränkt, und die Nationalbank erhöhte im Einvernehmen mit den Banken den vom Zuwachs ihrer Schillingverbindlichkeiten gegenüber Auslandsgläubigern berechneten Abschöpfungssatz auf 75 Prozent. Darüber hinaus emittierte sie im Spätsommer zur vorübergehenden Bindung von Überschußliquidität Dreimonats-Kassenscheine im Betrag von rund 5 Mrd. Schilling.

Da es den Geldinstituten nicht schwer fiel, die stark wachsende Kreditnachfrage zu befriedigen, expandierte ihre Kreditgewährung an das Inland (Direktkredite und Nettoerwerb von Wertpapieren) 1971 um 37,9 Mrd. Schilling (1970: 27,0 Mrd.). Die mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten der Banken vergrößerten sich ebenfalls, jedoch in etwas geringerem Umfang. Das Geldvolumen wuchs um rund 17 Prozent, verglichen mit durchschnittlich ungefähr 7 Prozent in den Jahren 1967–1970. Im gesamten Jahr weitete sich die Inlandsliquidität der Kreditunternehmungen (Kassenliquidität sowie unbedingte und bedingte Möglichkeiten des Rückgriffs auf die Nationalbank) um 7,7 Mrd. Schilling aus, während sich ihre Auslandsliquidität um 7,1 Mrd. Schilling auf einen Verpflichtungssaldo von 8,3 Mrd. Schilling verschlechterte.

Da die Wechselkursneuordnung vom Dezember keinen Rückfluß von Geldern nach dem Ausland bewirkte, wurden Ende Januar 1972 neue Liquiditätsmaßnahmen ergriffen: Die Mindestreservesätze wurden um 1 Prozentpunkt erhöht, der Kreditapparat erklärte sich bereit, von der Nationalbank Kassenscheine für 1 Mrd. Schilling zu erwerben, die Regierung emittierte Zehnjahres-Obligationen für 1 Mrd. Schilling und legte den Erlös still, die Kreditplafonds der Banken (die auf deren Eigenmittel bezogen sind) wurden um 2 Prozentpunkte gesenkt, der obenerwähnte Abschöpfungsatz von 75 Prozent wurde bis Ende Juni in Geltung belassen, und die Regierung erklärte sich bereit, einen Teil der Ermessenskredite zu binden und das im Rahmen des Bundesvoranschlags von 1972 bestehende Konjunkturausgleichsbudget nicht zum Einsatz zu bringen.

Im Frühjahr 1972 war die Konjunktur immer noch recht lebhaft, doch ist mit einer gewissen Beruhigung im weiteren Verlauf des Jahres zu rechnen, allerdings bei raschem Lohn- und Preisanstieg.

*Dänemark.* Nachdem der Aufschwung Mitte 1970 zu Ende war, hielt sich das Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr unter dem anhaltenden Einfluß einer restriktiven, auf die Verringerung des großen Leistungsbilanzdefizits abzielenden Politik in einem bescheidenen Rahmen. Der Wohnungsbau, der vorher außerordentlich rege gewesen war, begann sich merklich abzuschwächen, erholte sich dann aber gegen Ende 1971 wieder etwas. Die industriellen Anlageinvestitionen, ausgenommen die Anschaffung von Schiffen und Flugzeugen, gingen real leicht zurück, und der Konsum dehnte sich nur zögernd aus. Die Arbeitslosigkeit nahm langsam zu. Das Wachstum des Importvolumens flachte sich mehr und mehr ab, so daß der Außenhandel vom Frühsommer an etwas besser abschnitt.

Da die Fiskalpolitik 1970 restriktiver gestaltet wurde, ergab sich im Staatshaushalt für das Rechnungsjahr April 1970–März 1971 ein Überschuß von 2,9 Mrd. dänischen Kronen, der im Jahr darauf weiter auf 3,5 Mrd. Kronen — fast 3 Prozent des Bruttosozialprodukts — steigen sollte. Von diesen Überschüssen wurde eine nachhaltige Liquiditätsverknappung erwartet; im Sinne eines gewissen Gegengewichts war jedoch geplant, den Kreditstopp, dem die Banken seit Frühjahr 1970 unterworfen waren (außer bei der Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus), geringfügig zu lockern. Dementsprechend befreite die Nationalbank die Banken im Frühjahr 1971 von der seit 1965 bestehenden Verpflichtung, einen Teil ihres Einlagenzuwachses zu sterilisieren, und später wurden die bestehenden Sperrguthaben nach und nach freigegeben. Außerdem erhielten die Kreditinstitute — die bereits stark bei der Nationalbank verschuldet waren — erweiterte Refinanzierungsfazilitäten. Von größerer Bedeutung für die Bankenliquidität war aber, daß die Nationalbank ihre Wertpapierkäufe auf dem offenen Markt steigerte. Der Zinsrückgang im Ausland wurde mit zwei Diskontsenkungen — von 9 auf 7½ Prozent — in den ersten Monaten von 1971 und einer weiteren Ermäßigung auf 7 Prozent im Januar 1972 beantwortet.

Der Preisstopp vom Herbst 1970 wurde im Frühjahr 1971 aufgehoben, nachdem er seinen Zweck, die neuen nationalen Tarifabschlüsse von Indexbindungen freizuhalten, verfehlt hatte. Die vorherigen Preisregelungen wurden wiedereingeführt und verschärft, um eine Überwälzung der Lohndrift auf die Preise zu verhindern; auch die Dividendenzahlungen wurden für die Dauer eines Jahres begrenzt. Die

Preise kletterten jedoch weiter, und der Lohnanstieg verstärkte sich wiederum; im ganzen Jahr 1971 kam er auf 15 Prozent. Im Herbst wurde zur Unterstützung der Verbesserung der Handelsbilanz eine temporäre Importzusatzsteuer von 10 Prozent, vor allem auf Fertigwaren, in Kraft gesetzt; sie soll stufenweise ermäßigt werden und bis zum Frühjahr 1973 wieder ganz beseitigt sein.

Das Volumen der Kredite von Geschäfts- und Sparbanken dehnte sich im vergangenen Jahr nur noch um 2,1 Mrd. Kronen aus; das war ein Zuwachs von 4½ Prozent, der den Plafond keineswegs erreichte. Auch bei den Krediten des Auslands war der Zuwachs, in Übereinstimmung mit der Importentwicklung, weniger groß als im Vorjahr. Andererseits nahm der Nettoabsatz von Rentenwerten (hauptsächlich Hypothekendarlehen) den 1970 zeitweilig unterbrochenen Trend lebhafter Expansion wieder auf: er vergrößerte sich von 6,7 auf 10,2 Mrd. Kronen. Die Einlagen bei Banken wuchsen um 5,2 Mrd. Kronen = 10 Prozent; fast die Hälfte davon legten die Banken in festverzinslichen Wertpapieren an, was sowohl die Abschwächung der Kreditnachfrage als auch die unerwartet geringe Beanspruchung der Bankenliquidität widerspiegelte.

Wenn sich die Liquidität nicht im vorhergesehenen Ausmaß verknappte, so deshalb, weil die Fiskalpolitik bei weitem nicht den geplanten Grad an Restriktion erreichte. Das zeigte sich in vollem Umfang erst, als die Haushaltsergebnisse von 1971/72 erkennen ließen, daß der veranschlagte Überschuß ausgeblieben war. Im Budget für 1972/73 ist ein Überschuß von 2,3 Mrd. Kronen vorgesehen. Besondere Maßnahmen dienen der Verbesserung der Haushaltskontrolle und einem rascheren Einzug der Einkommenssteuerzahlungen, bei denen sich, anlässlich des Übergangs zum Quellenabzug im Jahr 1970, beträchtliche Rückstände herausgestellt hatten. Die Kreditplafonds der Banken bleiben, wenn auch leicht erhöht, bis zum Jahresende in Kraft. Und die Nationalbank führte zur Abschöpfung von Bankenliquidität, die sonst vielleicht dem Rentenmarkt zugeführt worden wäre, besondere Depositenzertifikate ein, die eine längere Laufzeit und eine bessere Verzinsung als die gewöhnlichen Dreimonats-Zertifikate aufweisen.

*Norwegen.* Die Volkswirtschaft erfreute sich im vergangenen Jahr weiterhin beträchtlicher Stabilität. Die Inlandsnachfrage blieb dank der schwungvollen Entwicklung des Konsums und umfassenden Produktiv- und Wohnungsbauinvestitionen lebhaft; für die flauere Exportnachfrage sprang weitgehend die Vorratsbildung ein. Das Bruttosozialprodukt wuchs daher real um 5 Prozent. Da sich die Handelsbilanz (ohne den Handel mit Schiffen) wiederum etwas verschlechterte und außerdem die Schiffsimporte stark zunahmen, ergab sich in der Leistungsbilanz ein wesentlich größeres Defizit.

Nachdem die Fiskalpolitik Anfang 1970 für kurze Zeit gelockert worden war, signalisierten restriktive Maßnahmen im späteren Jahresverlauf die Rückkehr zu einem härteren Kurs. Im Staatshaushaltsplan für 1971 war ein Überschuß von 200 Mio. norwegischen Kronen (vor den Kreditoperationen) veranschlagt, während sich im Vorjahr ein Defizit von 346 Mio. Kronen ergeben hatte.

Zur Dämpfung der Nachfrage wurde der Kreditrahmen für 1971 so festgesetzt, daß das Volumen der Inlandskredite etwa im Vorjahresumfang wachsen konnte. Die langfristige Finanzierung über die Staatsbanken und den Rentenmarkt erhielt

dabei die Priorität, während die Geschäftsbanken weniger Kredit geben sollten. Als dann aber die Vorratsbildung immer mehr Finanzierungsmittel erforderte, wurde der Rahmen so geändert, daß die Geschäftsbanken einen beträchtlichen und auch die Sparkassen einen kleinen Expansionspielraum für ihre Kreditgewährung hatten. Dennoch wuchs diese wegen der unerwartet großen Kapitalzuflüsse schneller als beabsichtigt, und als sie im Frühsommer den Rahmen überschritt, wurde zuerst den Sparkassen und kurz danach den Geschäftsbanken eine Primärliquiditätsreserve vorgeschrieben, die im Falle der Geschäftsbanken an die Stelle der gegen Ende 1970 eingeführten Zusatzreserve trat. Die Primärliquiditätssätze traten stufenweise in Kraft und konnten eine ständige Rahmenüberschreitung nicht verhindern. Doch galten die für diese Überschreitung größtenteils verantwortlichen umfangreichen Lagerfinanzierungen nicht als Grund, weitere Beschränkungsmaßnahmen zu ergreifen, und gegen Jahresende erhielten die Banken im nördlichen Landesteil durch eine selektive Lockerung der Reserve- und Pflichtenlagevorschriften die Möglichkeit zu vermehrter Kreditgewährung.

Insgesamt flossen dem privaten Sektor und den nichtzentralen öffentlichen Haushalten 1971 an neuen Krediten 11,8 Mrd. Kronen zu. Das war gegenüber dem Vorjahr ein Zuwachs von 2,4 Mrd. Kronen, von denen 1,3 Mrd. Kronen auf Auslandsgelder entfielen. Das Volumen der Inlandskredite dehnte sich somit um 1,1 Mrd. Kronen aus, wovon die Geschäftsbanken 0,6 Mrd. Kronen und die Staatsbanken den größten Teil des Restbetrages bereitstellten. Die Geschäftsbanken erweiterten ihr Kreditvolumen während des Jahres um 12½ Prozent. Dies entsprach fast dem Einlagenzuwachs, doch verringerten die Banken ihre freien Reserven, und vom Herbst an waren sie sehr knapp an Liquidität.

Nach dem Nationalbudget soll die Kreditgewährung 1972 den Vorjahresumfang nur ganz geringfügig überschreiten, wobei für die Geschäftsbanken eine verringerte Zuwachsrate vorgesehen ist, da die langfristige Finanzierung wiederum den Vorrang hat. Für die Sparkassen wurde, da sich ihre Kreditfähigkeit abschwächte, die Primärliquiditätsreserve zuerst verringert und dann am 1. April ganz abgeschafft. Außerdem wurde im Frühjahr zur Verbesserung der Unternehmensliquidität angesichts der weniger lebhaften Nachfrage beschlossen, die gesperrten Investitionsmittel der Firmen zwei Jahre vor dem ursprünglich vorgesehenen Zeitpunkt freizugeben. Der Gesamthaushalt 1972 soll trotz der veranschlagten Ausgabensteigerung mit einem Überschuß von 400 Mio. Kronen abschließen. Für das Sozialversicherungssystem ist ein vergrößerter Überschuß geplant, der freilich zum Teil durch eine kräftige Anhebung der Arbeitgeberbeiträge zustande kommen soll. Dies und die in den neuen nationalen Zweijahres-Tarifabschlüssen vom Frühjahr 1972 vorgesehenen Lohnerhöhungen werden nach den angestellten Berechnungen, in denen eine Verringerung der Lohnkraft vorausgesetzt wird, in den nächsten zwei Jahren die Lohnkosten um 15 Prozent und die Preise um 8–10 Prozent steigen lassen. Da außerdem der im vergangenen November ausgelaufene einjährige Preisstopp die Teuerung nur wenig zu bremsen vermochte — nämlich von rund 7 Prozent 1970 auf knapp 5 Prozent 1971, ohne Berücksichtigung der Erhöhung indirekter Steuern —, bestehen nicht sehr günstige Aussichten für eine Dämpfung der Inflation.

*Schweden.* Im vergangenen Jahr ist das Wirtschaftswachstum in Schweden erstmals seit dem Kriege praktisch zum Stillstand gekommen. Zur Dämpfung der inflationären

Entwicklung war 1970 die Kreditversorgung verknappt und die Fiskalpolitik verschärft worden. Dies wirkte auch noch im vergangenen Jahr nach, in dem sich dann außerdem die Auslandsnachfrage zunehmend abschwächte. So flaute die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ab: die Sparquote der privaten Haushalte vergrößerte sich rapide, die Vorratsbildung wurde bedeutend langsamer, die nichtzentralen öffentlichen Haushalte investierten wesentlich weniger als vorher, und auch der Wohnungsbau schrumpfte. Die außerordentliche Stärke der depressiven Kräfte war jedoch 1971 zunächst noch nicht zu erkennen, zum Teil weil die für Anfang 1971 beschlossene Erhöhung der Mehrwertsteuer in den davorliegenden Wochen zusätzliche Konsumausgaben bewirkt hatte. Möglicherweise ist die Rezession dadurch verstärkt worden, daß im Frühjahr Arbeitskonflikte ausbrachen — die es in Schweden bis dahin fast nicht gegeben hatte — und daß so lange Zeit Ungewißheit über den Ausgang der neuen nationalen Tarifvereinbarungen bestand. Die Arbeitslosigkeit nahm bis in die letzten Monate des Jahres hinein weiter zu und erreichte schließlich einen Maximalstand von 2½ Prozent.

Anfang 1971 ging die Wirtschaftspolitik von einer erwarteten realen Wachstumsrate von fast 3 Prozent aus; eine straffe Fiskalpolitik sollte eine Lockerung der geldpolitischen Restriktion ermöglichen. Die Geschäftsbanken waren in den letzten Monaten von 1970 liquider geworden, doch waren sie in ihrer Kreditgewährung (außer für den Wohnungsbau) durch Plafonds beschränkt. Diese wurden Anfang 1971 aufgehoben; dafür sagten die Banken zu, weiterhin das staatliche Wohnungsbauprogramm zu unterstützen und im übrigen vorrangig Produktivinvestitionen zu finanzieren, hingegen das Volumen der Konsumkredite nicht zu vergrößern. Gleichzeitig erleichterte die Riksbank den Banken die Refinanzierung, und im Frühjahr senkte sie den Diskontsatz in zwei Stufen von 7 auf 6 Prozent.

Die Leistungsbilanz war um diese Zeit bereits wieder aktiv, aber die Anzeichen der Rezession waren nicht mehr zu übersehen. Sie wurden mit einer Reihe von Maßnahmen zur Konjunkturbelebung beantwortet. Gemeindeaufträge an die Wirtschaft erhielten staatliche Unterstützung, und das Wohnungsbauprogramm wurde intensiviert. Im Sommer folgte die Freigabe der Investitionsmittel der Unternehmen in den Landesteilen, in denen sie noch gesperrt waren. Die Geltungsdauer der Steuer von 25 Prozent, mit der im Frühjahr 1970 nichtvordringliche Bauten belegt worden waren, lief Ende Juni ab. Im Anschluß hieran wurde die zu Jahresbeginn eingeführte temporäre Steuervergünstigung von 10 Prozent für Käufe von Ausrüstungsgütern verdoppelt. Vom Sommer an intensivierte der Staat sein Bauprogramm und seine Auftragserteilung an die Wirtschaft. Weitere Förderungsmaßnahmen betrafen den Wohnungsbau und die staatliche Unterstützung für Gemeindeaufträge an die Wirtschaft. Hinzu kam ein umfassendes Arbeitsbeschaffungsprogramm. Im Spätherbst beschloß die Regierung unter anderem, an Unternehmen, die Anlagen für den Umweltschutz errichteten, Beihilfen zu zahlen und die Finanzierung von Vorratsinvestitionen für 1972 zu erleichtern. Infolge der Konjunkturmaßnahmen wird im Staatshaushalt für Juli 1971–Juni 1972, der ursprünglich fast ausgeglichen sein sollte, ein Defizit von 3,7 Mrd. Kronen erwartet.

Die anhaltende Verbesserung der Währungsreserven ermöglichte eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Herbst. Die Riksbank senkte den Diskontsatz nochmals,

und zwar in zwei Stufen auf schließlich 5 Prozent. Zudem fiel die letzte noch bestehende Beschränkung der Kreditfähigkeit der Banken: die der Konsumfinanzierung. Die Wirtschaft erhielt zusätzliche Möglichkeiten der langfristigen Finanzierung. Zur Erweiterung des Rentenmarktes wurden die Pflichtanlagevorschriften für die Nationale Pensionskasse und die privaten Versicherungsgesellschaften gelockert und die Spanne zwischen dem Diskontsatz und dem Anleihezins bewußt vergrößert: den insgesamt vier Diskontermäßigungen stand nur eine einzige Anleihezinssenkung — um ¼ Prozentpunkt — gegenüber.

Schweden: Nettokreditgewährung

Kreditgeber	Jahr	Kreditnehmer				Insgesamt
		Staat	Nicht-zentrale öffentliche Haushalte	Wohnungswirtschaft	Unternehmen	
Millionen schwedische Kronen						
Riksbank . . . . .	1969	1 510	—	— 10	— 20	1 480
	1970	1 600	—	— 30	—	1 630
	1971	1 520	—	— 30	30	1 520
Geschäftsbanken . . . . .	1969	1 530	220	1 180	650	3 580
	1970	— 640	300	1 990	— 140	1 310
	1971	1 360	430	600	2 820	5 210
Sonstige Banken . . . . .	1969	— 10	350	2 560	680	3 580
	1970	1 090	220	1 640	1 010	3 960
	1971	— 700	350	1 680	1 170	2 500
Öffentliche Versicherungsinstitute . . . . .	1969	590	600	2 810	1 610	5 610
	1970	760	690	3 270	2 040	6 760
	1971	950	820	4 140	3 270	9 180
Private Versicherungsgesellschaften . . . . .	1969	— 280	160	1 340	630	1 850
	1970	370	60	750	710	1 890
	1971	— 90	140	1 740	910	2 700
Sonstige . . . . .	1969	460	— 10	—	690	1 140
	1970	230	10	10	230	480
	1971	— 410	10	40	510	150
Insgesamt . . . . .	1969	3 800	1 320	7 880	4 240	17 240
	1970	3 210	1 280	7 690	3 850	16 030
	1971	2 630	1 750	8 160	8 720	21 260

Die gesamte Nettokreditgewährung expandierte im vergangenen Jahr um 5,2 Mrd. Kronen = 33 Prozent, nachdem sie 1970 um 7 Prozent und 1969 um 14 Prozent abgenommen hatte. Von dem Zuwachs bestritten allein die Geschäftsbanken 3,9 Mrd. Kronen, während die Kreditgewährung der sonstigen Banken zurückging. Die Nationale Pensionskasse und in geringerem Umfang die privaten Versicherungsgesellschaften dehnten ihre Kreditgewährung ebenfalls aus. Das Kreditaufkommen aus anderen inländischen Quellen verringerte sich, da wieder mehr Mittel über die Banken geleitet wurden, und der Nettozufluß von privatem Auslandskapital halbierte sich von rund 2 Mrd. auf 1 Mrd. Kronen. Den größten Teil des Kreditzuwachses erhielten die Unternehmen, deren Kreditaufnahme von 3,9 Mrd. Kronen 1970 auf 8,7 Mrd. Kronen 1971 answoll. Die Kreditinanspruchnahme für den Wohnungsbau und für die Investitionen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte nahm ebenfalls zu, trotz verringerter Leistung in diesen beiden Bereichen. Somit sind alle Sektoren

beträchtlich liquider geworden. Die Geschäftsbanken gaben dem Staat vermehrt Kredit, dafür aber fast im gleichen Umfang weniger dem Wohnungsbau, dessen Finanzierung stärker auf die Versicherungsinstitute überging.

Die Einlagenverbindlichkeiten der Banken erhöhten sich in Verbindung mit dem großen Zahlungsbilanzüberschuß und dem starken Liquiditätsbedarf im Jahresergebnis um 10 Prozent. Die Banken konnten die Kassen- und Liquiditätssätze ohne Schwierigkeiten einhalten, und zudem verbesserten sie ihre Zentralbankposition. Die Regierung nahm in der zweiten Hälfte von 1971 mehr langfristigen Kredit auf und legte außerdem zur Abschöpfung von Liquidität bei den Banken eine kurzfristige Anleihe auf, die erste seit 1968. Dennoch waren die Banken vom Sommer an nicht mehr auf die Refinanzierungshilfe der Zentralbank angewiesen.

Der im Herbst 1970 eingeführte und im vergangenen Sommer gelockerte Preisstopp wurde Anfang 1972 durch eine Preisüberwachung ersetzt. Die Teuerungsrate hatte sich zu diesem Zeitpunkt, wenn man die Erhöhung indirekter Steuern außer acht läßt, auf  $3\frac{1}{2}$  Prozent abgeschwächt.

Etwa um die Jahreswende scheint, angeführt von der Investitionstätigkeit, eine allgemeine Konjunkturerholung ingang gekommen zu sein.

*Finnland.* Im Jahr 1971 geriet die Volkswirtschaft nach zweijährigem raschem Wachstum in eine Phase der Rezession. Die Abschwächung an den internationalen Märkten traf den finnischen Export außerordentlich hart, doch gelang es, zum Teil durch spezielle handelsbilanzorientierte Maßnahmen, auch das Importvolumen ein wenig zu reduzieren. Die Wohnungsbau- und Ausrüstungsinvestitionen expandierten wesentlich langsamer als in den beiden vorangegangenen Jahren, in denen sie sich kräftig ausgeweitet hatten. Da der Konsum ebenfalls an Schwung verlor, fiel die Rate des realen Wachstums von 8 auf rund 1 Prozent, und die Arbeitslosigkeit wurde etwas größer.

Der im Lohnsektor aufgestaute Expansionsdruck ließ Anfang 1971 keinen Zweifel daran, daß die nationalen Preis- und Einkommensregelungen beträchtlich gelockert werden mußten. Unter diesen Umständen blieben Fiskal- und Geldpolitik auf restriktivem Kurs — mit neuen Auflagen bezüglich der Bildung von Konjunkturausgleichseinlagen —, und die Preis- und Mietenkontrolle wurde weitergeführt. Die neuen nationalen Tarifabschlüsse, die zwar eine im Durchschnitt ziemlich kräftige Lohnanhebung, jedoch auch eine erhebliche Nivellierung brachten, führten zu langdauernden Streiks in der Bauwirtschaft und der Metallindustrie. Diese Auseinandersetzungen endeten mit noch größeren Aufbesserungen, die ihrerseits Lohndriftbewegungen auslösten.

Das Außenhandelsdefizit nahm, nicht zuletzt unter der Wirkung der Streiks, beträchtlich zu, und im späten Frühjahr versuchten die Behörden, durch eine ganze Reihe neuer Regelungen die Importe einzuschränken und die Investitionstätigkeit anzuregen. Nach einer sehr kurzen Zeit der Importkontingentierung wurden Gebrauchsgüter bis zum Jahresende mit einem Umsatzsteuerzuschlag von 15 Prozent belegt, zu dem dann noch eine Einfuhrausgleichssteuer hinzukam. Die Bank von Finnland hob den Diskontsatz, den sie seit 1962 bei 7 Prozent belassen hatte, auf  $8\frac{1}{2}$  Prozent

an, bei gleichzeitiger Erhöhung der Termineinlagen- und Sollzinsen der Banken. An diese erging ferner die Aufforderung, die Konsumkredite einzuschränken. Darüber hinaus leiteten die Behörden eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für die Industrie in die Wege; unter anderem kündigten sie die Freigabe der von den Firmen gebildeten Konjunkturausgleichseinlagen an. Im Sommer steigerte die Bank von Finnland ihre Ausleihungen zugunsten des Exports und anderer direkter Empfänger in der Wirtschaft. Im September 1971 begann die Freigabe der Konjunkturausgleichseinlagen, die nach einem Jahr abgeschlossen sein soll. Im Herbst erhöhte die Bank von Finnland die Refinanzierungskontingente der Banken von 900 auf 1 225 Mio. Finnmark. Im Dezember wurde mit Wirkung vom 1. Januar 1972 eine Ermäßigung des Diskontsatzes auf  $7\frac{3}{4}$  Prozent bekanntgegeben. Die Bankzinsen wurden entsprechend gesenkt; nur die Zinsen für Konsum- und Einfuhrkredite blieben unverändert.

Ende 1971 waren die früher im Jahr gebildeten Konjunkturausgleichseinlagen bereits weitgehend durch Auszahlungen kompensiert. Außerdem trug ein ständiger Zufluß von Geldern aus dem Ausland zur Liquiditätsauflockerung bei, so daß die Banken, ohne sich vermehrt bei der Zentralbank refinanzieren zu müssen, ihre Kreditgewährung etwas stärker steigern konnten, als das Volumen ihrer Einlagen wuchs. Im Jahresergebnis vergrößerte sich die Kreditgewährung der Banken um reichlich 15 Prozent und ihr Einlagenvolumen um fast 14 Prozent; das waren dieselben Jahresraten wie 1970.

Die Verbraucherpreise, die drei Jahre lang vergleichsweise stabil gewesen waren, stiegen 1971 um über  $8\frac{1}{2}$  Prozent (1970: 3 Prozent). Im Frühjahr 1972 wurden die Preis- und Mietkontrollen und die Lohnregelungen für ein weiteres Jahr verlängert; nach den angestellten Berechnungen bedeutete das für die Verbraucherpreise eine Steigerungsrate von rund 6 Prozent. Die Konjunkturausgleichsrücklagen der Regierung sollen 1972 größtenteils verwendet werden, und zwar vor allem zur Wohnungsbaufinanzierung. Von der Investitionstätigkeit der privaten Wirtschaft wird erwartet, daß sie sich beleben wird.

*Spanien.* Daß sich das Produktionswachstum im vergangenen Jahr merklich verlangsamt hat, war weitgehend eine Folge der vorausgegangenen Beschränkungsmaßnahmen zur Verbesserung der Zahlungsbilanz. Anfang 1971 standen die Zeichen der Geldpolitik aber bereits wieder auf Expansion. Doch während sich die Exporte gut entwickelten und für einen großen Zahlungsbilanzüberschuß sorgten, ging die geplante Steigerung der Staatsausgaben nur zögernd vonstatten, die Produktivinvestitionen verringerten sich, und der Wohnungsbau und die Nachfrage nach Gebrauchsgütern schwächten sich ab. Außerdem beschleunigte sich der Lohn- und Preisanstieg, was zum Teil mit einer Lockerung der diesbezüglichen behördlichen Regelungen zusammenhing.

Im Januar 1971 wurden höhere Kreditlinien für die Investitionsgüterindustrie und die Exportwirtschaft bereitgestellt, die Finanzierungsmöglichkeiten für den Wohnungsbau verbessert und die Teilzahlungsbestimmungen großzügiger gestaltet. Die Bank von Spanien senkte ihren Rediskontsatz im Januar und abermals im April von  $6\frac{1}{2}$  auf schließlich 6 Prozent, und die Zinssätze der Banken und der öffentlichen

Finanzinstitute wurden entsprechend angepaßt. Als sich im Oktober der Zufluß spekulativer Gelder störend bemerkbar machte, wurden Maßnahmen ergriffen, um den Bestand der konvertierbaren Peseta-Guthaben von Ausländern nicht allzusehr wachsen zu lassen. Kurz danach senkte die Bank von Spanien ihren Rediskontsatz aus binnen- und außenwirtschaftlichen Gründen um einen ganzen Punkt auf 5 Prozent. Im November gab die Regierung ein neues Programm öffentlicher Investitions- und Wohnungsbauausgaben und eine Steuervergünstigung von 7 Prozent für private Anlageinvestitionen bekannt, die vor Juni 1972 begonnen werden.

Das Wachstum der Geld- und Quasigeldmenge, in dem vor allem der größere Zahlungsbilanzüberschuß zum Ausdruck kam, war mit 24 Prozent sogar nach spanischen Maßstäben groß, doch war ihm 1970 eine verhältnismäßig geringe Ausweitung um 15 Prozent vorausgegangen. Gleichzeitig dehnte sich das Volumen der Bankkredite an den privaten Sektor stärker als im Vorjahr aus, nämlich um 18 gegenüber 15 Prozent. Die Regierung, deren Haushalt leicht defizitär wurde, steigerte ihre Kapitalaufnahme am spanischen Markt, wodurch sie den Banken Liquidität entzog. Daneben verloren die Geldinstitute Liquidität auch durch die Transaktionen der amtlichen Kreditinstitute, die bei schwacher Darlehensnachfrage ihre Zentralbankposition verbesserten. Diesen Einflüssen stand aber eine viel stärkere Liquidisierung durch den Zahlungsbilanzüberschuß und in der Form gegenüber, daß die seit 1969 bestehende Importdepotverpflichtung im Januar vermindert und dann im Juli ganz aufgehoben wurde. Die Bank von Spanien beschränkte sich bewußt darauf, diesen Effekt im wesentlichen nur insofern zu kompensieren, als sie gegen Ende 1971 die Rediskontkontingente der Banken kürzte. Infolgedessen hatten die Geschäftsbanken am Jahresende, über die ihnen im Dezember 1970 vorgeschriebene Liquiditätsquote von 7 Prozent hinaus, eine Marge von mehr als 4 Prozent an freier Liquidität.

Auf den Wertpapiermärkten wiesen die Emissionen des privaten Sektors mit 117 Mrd. Peseten praktisch den gleichen großen Umfang wie im Vorjahr auf. Daneben steigerte auch der öffentliche Sektor, mit Unterstützung der Banken, seinen Nettowertpapierabsatz sehr erheblich; allein die Staatskasse setzte per Saldo Wertpapiere für 62 Mrd. Peseten ab (1970: 11 Mrd.). Im Zusammenhang hiermit wurden die — vorher sehr niedrigen — Zinssätze für Neuemissionen auf einen dem Kreditbedarf des öffentlichen Sektors adäquateren Stand gebracht.

Im Frühjahr 1972 deuteten verschiedene Anzeichen darauf hin, daß sich bereits eine Erholung anbahnte, doch da das Produktionspotential noch eine Zeitlang unterbeansprucht bleiben dürfte, wurde die Geldpolitik auf eine mäßige Zunahme der Bankenliquidität abgestellt.

*Portugal.* Das gesamtwirtschaftliche Wachstum ließ 1971 ein wenig nach. Die Exporte erhöhten sich kräftig, ebenso die privaten und öffentlichen Konsumausgaben, doch bestehen Anzeichen dafür, daß sich die Investitionstätigkeit abgeschwächt hat. Die Inflation verstärkte sich — zum Teil im Zusammenhang mit strukturellen Änderungen im Zuge der wirtschaftlichen Entwicklung —, und die Importe wuchsen etwas mehr als die Exporte. Die Gesamtzahlungsbilanz schloß jedoch mit einem wesentlich größeren Überschuß ab, da die Fremdenverkehrseinnahmen und die Verdienstüberweisungen aus dem Ausland kräftig stiegen.

Der Geld- und Quasigeldbestand des privaten Sektors expandierte um 21 Prozent (1970: 13 Prozent), was mit dem vermehrten Nettodevisenankauf der Zentralbank zusammenhing. Die Geldmenge, die 1970 praktisch nicht mehr zugenommen hatte, dehnte sich im vergangenen Jahr um 13 Prozent aus, die Quasigeldmenge um 32 Prozent. Der öffentliche Sektor verbesserte wie schon im Vorjahr seine Nettoposition gegenüber dem Bankensystem. Der Staatshaushalt schloß insgesamt wiederum mit einem Überschuß ab, obwohl die staatlichen Investitionsausgaben im Rahmen des Entwicklungsplanes beschleunigt und die Steuereinnahmen verlangsamt wuchsen. Andererseits erweiterte sich das Volumen der Bankkredite an den privaten Sektor um fast 22 Prozent (1970: rund 18 Prozent). Gleichzeitig verringerten die Banken ihre Zentralbankschuld, und ihre Reserven reichten am Jahresende zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht bei weitem aus. Seit Ende März 1972 sind sie zusätzlich verpflichtet, ihre liquiden Mittel zu wenigstens 40 Prozent bei der Bank von Portugal zu unterhalten.

Die Behörden setzten ihre Bemühungen um vermehrte Bereitstellung langfristiger Mittel für Produktivinvestitionen fort. Neben einer allgemeinen Zinsanhebung Anfang 1971 wurden Schritte unternommen, um Aktientransaktionen und die Ausgabe von Wandelanleihen zu erleichtern. Darüber hinaus wurden bestimmte staatliche Sonder-Darlehensfonds reorganisiert. Im November wurde die Teilzahlungsfinanzierung beschränkt. Einen Ausblick auf weitere selektive Maßnahmen zugunsten der langfristigen Kreditgewährung und des Kapitalmarktes enthielt die Regierungserklärung zum Staatshaushalt von 1972, die das allgemein vermehrte Bestreben erkennen ließ, die Entwicklung der Wirtschaft zu fördern.

*Jugoslawien.* Die Verstärkung der Inflation und die weitere Passivierung der Zahlungsbilanz gaben in den ersten Wochen von 1971 Anlaß zu neuen wirtschaftspolitischen Initiativen. Der Dinar wurde im Januar um 16,7 Prozent abgewertet; gleichzeitig wurden die Kreditplafonds bis März verlängert, die den Banken vorgeschriebenen Liquiditätsquoten erhöht und die Rediskontmöglichkeiten vermindert. Zwar gab es einige Steuersenkungen; andererseits mußten die öffentlichen Stellen ihre über bestimmte Grenzen hinausgehenden Einnahmenezuwächse stilllegen. Im zweiten Quartal wurde die Kreditrestriktion aber etwas gelockert, zum Teil freilich im Hinblick auf strukturelle Änderungen im System der kurzfristigen Kreditgewährung — insbesondere zur Dezentralisierung der Rediskontmöglichkeiten.

Im ersten Halbjahr 1971 setzten sich der Preisanstieg und die Passivierung der Handelsbilanz in raschem Tempo fort, da der Nachfrageüberhang durch die anhaltend rege Investitionstätigkeit und eine erneute Belebung des Verbrauchs weiter gewachsen war. Die Jahresmitte brachte daher eine nochmalige Verschärfung der Geldpolitik: höhere Mindestliquiditätsquoten und Reserveanforderungen und neue Plafonds für den gesamten Bank- und Konsumkredit. Hinzu kam ein Bareinlagesatz von 30 Prozent für neue Investitionen, und bestimmte Projekte von Unternehmen und öffentlichen Stellen wurden überhaupt untersagt. Weitere Beschlüsse vom Juli betrafen die Einführung einer Exportsubvention von 6 Prozent, die Beschränkung bestimmter Importe und eine Kürzung der Devisenzuteilungen.

Nach der Jahresmitte ließ die Überforderung der Produktionskräfte etwas nach, und das Defizit im Außenhandel verringerte sich. Doch der Preis- und

Lohnauftrieb blieb so stark wie zuvor. Die Antwort hierauf waren ein Preisstopp im November und anschließend Vorkahrungen zur Begrenzung des Lohnanstiegs. Im Dezember wurde der Dinar um 11,8 Prozent gegenüber dem Dollar abermals abgewertet und die Genehmigung von Importen noch mehr eingeschränkt.

Das Sozialprodukt vergrößerte sich 1971 real um rund 9½ Prozent (1970: 6 Prozent). Die industrielle Erzeugung expandierte dabei, wie schon vorher, leicht überdurchschnittlich und die Agrarproduktion entsprechend weniger. Die privaten Einkommen erhöhten sich im Jahresergebnis um rund ein Viertel, die Verbraucherpreise um etwa 16 Prozent. Gemessen an diesen Veränderungen scheint die Ausdehnung der monetären Variablen einigermaßen unter Kontrolle gehalten worden zu sein. Das Volumen der kurzfristigen Kredite vergrößerte sich während des Jahres um 15 Prozent — etwas weniger als 1970 —, das Geldvolumen um 14 Prozent (1970: 18 Prozent). Das Defizit im Außenhandel nahm 1971 erheblich zu, da die Exporte um 8 Prozent, die Importe hingegen um 13 Prozent wuchsen. Dem standen jedoch vermehrte Arbeitsverdienstüberweisungen und Fremdenverkehrseinnahmen gegenüber, so daß das Defizit in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz in Grenzen blieb.

In den ersten vier Monaten von 1972 dehnte sich die Geldmenge stark beschleunigt aus, zum Teil infolge von Geldzuflüssen nach der zweiten Dinar-Abwertung. Im Mai verschärfte daher die Nationalbank die Geldpolitik durch Änderung der Mindestreservesätze und Kürzung der von ihr bereitgestellten Finanzierungsmöglichkeiten.

*Australien.* Als sich gegen Ende 1969 die Expansion, die bis dahin ausgeglichen gewesen war, zu überhitzen begann, wurde die Geldpolitik verschärft, und etwa ab Mitte 1970 ließ der Nachfragedruck nach. Vor allem infolge einer im Dezember 1970 getroffenen Entscheidung des australischen Arbeitsgerichts stiegen dann aber die durchschnittlichen Arbeitsverdienste im ersten Quartal 1971 um 7 Prozent, womit sie um rund 13 Prozent höher waren als ein Jahr vorher, und die Verbraucherpreise begannen rascher anzuziehen. Unter solchen Umständen wurde die restriktive Geld- und Fiskalpolitik fortgesetzt, bis gegen Jahresende deutliche Anzeichen einer Rezession zu erkennen waren. Was die Außenwirtschaft betrifft, so waren die Leistungsbilanzdefizite 1970 und 1971 kleiner als in den beiden Vorjahren, wobei die Schwäche bestimmter traditioneller Exporte, besonders von Wolle, durch die vermehrte Ausfuhr von Bergbauprodukten überkompensiert wurde. Als noch auffälligere Veränderung ist zu vermerken, daß die Importe von privatem Kapital, deren Jahresdurchschnitt eine Zeitlang rund 1 Mrd. australische Dollar betragen hatte, seit Anfang 1971, auf Jahreswerte umgerechnet, fast doppelt so hoch waren. Die zentralen Reserven vergrößerten sich im Jahresergebnis von 1,7 auf 3,3 Mrd. US-Dollar.

Anfangs 1971 gab die Regierung einige Haushaltseinsparungen bekannt. Ferner suspendierte sie eine 20prozentige Steuervergünstigung, die bis dahin für Investitionen in der Fertigwarenindustrie gegolten hatte. Bei fast das ganze Jahr hindurch hohen Zinsen trug die starke Nachfrage nach Staatspapieren dazu bei, die Bankliquidität knapp zu halten. Um eine allzu starke Beengung zu vermeiden, wurde der den Banken vorgeschriebene Mindestreservesatz im April von 9,4 auf 8,9 Prozent gesenkt. Im August kam eine nachhaltige Verschärfung der Fiskalpolitik hinzu:

Die Regierung führte einen zusätzlichen Einkommenssteuerzuschlag von 2½ Prozent ein, reduzierte die Steuervergünstigungen der Unternehmen und erhöhte verschiedene indirekte Steuern, Taxen und Gebühren. Dadurch sollte der Staatshaushalt für das im Juni 1972 endende Finanzjahr insgesamt fast ausgeglichen werden.

Die Investitionen und die Exporte entwickelten sich bis in die letzten Monate des Jahres hinein ziemlich dynamisch, doch eine Abschwächung der Konsumnachfrage trug dazu bei, daß die Gesamtkonjunktur immer mehr an Schwung verlor und die Arbeitslosigkeit zunahm. Im Dezember wurde zur Auflockerung der Kreditlage der Mindestreservesatz der Banken abermals ermäßigt — diesmal auf 7,1 Prozent; ein Teil der freigesetzten Mittel diente zur Dotierung von Sonderfonds für längerfristige Finanzierungen. Darüber hinaus wurden mit Wirkung vom Februar 1972 die Soll- und Habenzinsen der Geschäftsbanken für Beträge bis zu 50 000 australischen Dollar gesenkt und für größere Beträge innerhalb gewisser Grenzen freigegeben.

Die Geld- und Quasigeldmenge wuchs um 9 Prozent (1970: nur 5 Prozent). Der Zuwachs bestand größtenteils aus Termin- und Spareinlagen. Gegen Jahresende erhöhte sich die Liquidität der Geschäftsbanken. Bei der generell schwachen Kreditnachfrage nahmen sie beträchtliche Beträge an Staatspapieren neu ins Portefeuille.

Angesichts der gestiegenen Arbeitslosigkeit wurde das fiskalpolitische Steuer Anfang 1972 herumgeworfen. Besondere Maßnahmen waren auf die Milderung der Arbeitslosigkeit in ländlichen Gebieten gerichtet, und im Februar gab die Regierung die Wiedereinführung der Steuervergünstigung für Investitionen sowie ihren Entschluß bekannt, die Haushaltsausgaben 1971/72 zu steigern — besonders durch Beihilfen an die Länderregierungen für öffentliche Arbeitsprogramme. Da nach wie vor Kapital zufließt, lockerten sich die Geld- und Kreditbedingungen weiter auf, doch eine Erholung der Gesamtnachfrage war noch nicht in Sicht.

*Südafrika.* Nach zweijährigem ziemlich ausgeglichenem Wachstum bildete sich 1969 und 1970 ein Nachfrageüberhang heraus, und die Importe vergrößerten sich rasch. Da gleichzeitig die Exporte — weitgehend infolge von für Südafrika ungünstigen Preisentwicklungen auf den Weltmärkten — abnahmen, wurde die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz stark passiv. 1971 wuchs die Produktion unter dem Einfluß restriktiver Maßnahmen langsamer, doch die Teuerung beschleunigte sich, und die Importe blieben umfangreich. Das Defizit in der laufenden Rechnung erhöhte sich, und die vermehrten Kapitalzuflüsse konnten es nicht ganz kompensieren. Infolgedessen verringerten sich die zentralen Devisenreserven um 300 Mio. Dollar, nachdem sie bereits 1970 um fast 400 Mio. Dollar abgenommen hatten. Unter solchen Umständen wurden im November die Einfuhrbeschränkungen verschärft und im Dezember der Rand um 12,28 Prozent gegenüber dem Gold abgewertet.

Die seit langer Zeit bestehende Plafondierung der meisten Darlehens- und bestimmter Anlagegeschäfte der Banken wurde gegen Ende 1970 auf die Kreditgewährung anderer Finanzinstitute ausgedehnt und im vergangenen Jahr ziemlich restriktiv gehandhabt. Die Plafonds (außer die für Kredite an die Landwirtschaft) blieben auf ihrem alten Stand, und ab März mußten die Banken bei Plafondüberschreitungen in entsprechender Höhe unverzinsliche Einlagen bei der Reservebank

unterhalten. Einer Erhöhung des amtlichen Diskontsatzes von  $5\frac{1}{2}$  auf  $6\frac{1}{2}$  Prozent im März schlossen sich die Banken mit ihren Soll- und Habenzinsen an. Die Regierung ihrerseits hatte im Oktober 1970 verschiedene indirekte Steuern eingeführt oder angehoben und außerdem die Teilzahlungsbestimmungen verschärft. Im Februar und März 1971 folgten weitere Erhöhungen; diese betrafen wiederum die indirekten Steuern, ferner den Einkommenssteuerzuschlag, der um 5 Prozent heraufgesetzt wurde, sowie die temporären Abgaben vom Einkommen privater und juristischer Personen.

Trotz unverminderter Dynamik der Anlageinvestitionen in der privaten Verarbeitungsindustrie schwächte sich der Druck der Gesamtnachfrage immer mehr ab, da der Absatz von Gebrauchsgütern an Schwung verlor und die Exportschwäche anhielt. Im Staatshaushalt stiegen die Ausgaben im Kalenderjahr 1971 um 27 Prozent und damit stärker als die Einnahmen, so daß sich ein gegenüber dem Vorjahr ungefähr verdoppeltes Defizit von 845 Mio. Rand ergab. Zudem mußte die Regierung erheblich mehr Zentralbankkredit als im Vorjahr in Anspruch nehmen, obwohl sie die Unterbringung von Staatspapieren außerhalb des Bankensektors durch besondere Maßnahmen förderte — unter anderem durch Zinserhöhungen, Steuervorteile und eine Vergrößerung der Pflichtanlagequoten der Pensionskassen, Versicherungen und Hypothekarinstitute. Andererseits dehnte sich das Volumen der Kredite des Bankensystems an den privaten Sektor um weniger als 8 Prozent aus (1970: 10 Prozent; 1969: 18 Prozent). Die Geld- und Quasigeldmenge vergrößerte sich, zum Teil im Zusammenhang mit dem Zahlungsbilanzdefizit, um nur 7 Prozent (1970: 5 Prozent — was sehr wenig war; 1969: über 10 Prozent).

Die Geldpolitik blieb nach der Abwertung auf restriktivem Kurs. Im April 1972 wurde zur Förderung des Exports und der Investitionstätigkeit den Banken gestattet, die bestehenden Plafonds im Falle von kurzfristigen Krediten um 5 Prozent und im Falle von Investitionskrediten um 10 Prozent zu überschreiten. In dem im März vorgelegten Budget für 1972/73 waren bestimmte selektive Steuervergünstigungen, besonders für Investitionen und zur Exportförderung, vorgesehen; die Staatsausgaben sollen aber im gesamten Jahr nur um höchstens 6 Prozent steigen.

*Osteuropa.* In der *Sowjetunion* hat sich das Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr abgeschwächt. Das lag vor allem an der Stagnation der Agrarerzeugung, die sich im Vorjahr kräftig erholt hatte. Industrie und Bauwirtschaft verzeichneten eine leicht verminderte Expansion und einen verlangsamten Produktivitätsanstieg, da die Investitionstätigkeit abflaute — mit der Folge einer wachsenden Zahl noch nicht fertiggestellter Projekte — und auch bei der Inbetriebnahme neuer Anlagen außerordentliche Verzögerungen auftraten. Die Nominallöhne wurden weniger als im Vorjahr angehoben, so daß — trotz höheren Sozialrenten — die Realeinkommen und Detailhandelsumsätze langsamer wuchsen. Da die Konsumgüterversorgung in einzelnen Bereichen nach wie vor nicht dem Bedarf entsprach, schufen die Behörden im Herbst neue Anreize für die Produktion von Gütern des Massenbedarfs. Die Ausweitung des Außenhandels schwächte sich im Laufe des Jahres merklich ab; insbesondere die Importe dehnten sich nicht mehr so stark aus, nachdem sie sich 1970 um 13,6 Prozent vergrößert hatten. Nach den Planzielen für 1972 soll die Konsumgüterproduktion verhältnismäßig kräftig zunehmen, obwohl eine Verlangsamung des Wachstums der

industriellen Erzeugung als Ganzes erwartet wird. Wichtige wirtschaftspolitische Ziele sind die weitere Entwicklung des Dienstleistungssektors, eine Steigerung der Produktqualität und ein besserer Produktivitätsfortschritt.

In der *DDR* erhielt im vergangenen Jahr die Strukturbereinigung den Vorrang vor dem Ziel eines raschen Wachstums. Das Nationaleinkommen vergrößerte sich um 4,5 Prozent (Durchschnitt der vorangegangenen fünf Jahre: 5,2 Prozent). Die Agrarproduktion wurde durch Trockenheit beeinträchtigt, doch die Bautätigkeit verstärkte sich erheblich, und bei der Industrieproduktion gab es eine nur geringfügige Wachstumseinbuße durch Engpässe in der Versorgung mit Energie und Arbeitskräften. Die Investitionen hörten praktisch zu expandieren auf, trotz Rationalisierungsbemühungen zur Verbesserung der Produktivität. Besonders gefördert wurde die Konsumgüterproduktion, doch konnten einige Versorgungsschwierigkeiten nur durch zusätzliche Importe überwunden werden. Gleichwohl erhöhten sich die Verkäufe des Einzelhandels nominal bedeutend weniger als in den Vorjahren. Der gesamte Außenhandelsumsatz vergrößerte sich um 6 Prozent (1970: 14 Prozent). Angesichts der anhaltenden strukturellen Unausgewogenheiten ist in den Wirtschaftsplänen für 1972 ein mäßiges Wachstum in der ungefähren Größenordnung des letzten Jahres vorgesehen.

*Polen* änderte Anfang 1971 seine Wirtschaftspläne mit dem Ziel, den Lebensstandard zu heben. Die Erzeugung von Konsumgütern erhielt mehr Gewicht, die Löhne und Renten wurden heraufgesetzt und die vorangegangenen Erhöhungen der Lebensmittelpreise rückgängig gemacht. Infolgedessen verbesserten sich die Reallöhne, die bis dahin im längerfristigen Jahresmittel um weniger als 2 Prozent gestiegen waren, 1971 um 5,3 Prozent, trotz geringerem Produktivitätsfortschritt. Der private Verbrauch erweiterte sich um rund 8 Prozent — das war der größte Zuwachs in Osteuropa. Jedoch verlief die Anpassung der Produktion an die wachsende Nachfrage nicht rasch genug, so daß die Einfuhr von Konsumgütern, besonders Nahrungsmitteln, wesentlich zunahm; hingegen wurde der Import anderer Waren niedrig gehalten. Die gesamte Einfuhr expandierte 1971 wertmäßig um 11,9 Prozent, verglichen mit ungefähr 12 1/2 Prozent in jedem der beiden Vorjahre. Die

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

	Bruttoerzeugung						Produziertes Nationaleinkommen <sup>1</sup>	
	Industrie		Landwirtschaft		Bau		1970	1971
	1970	1971	1970	1971	1970	1971		
	Prozentualer realer Jahreszuwachs							
Bulgarien . . . . .	9,3	9,5	3,6	3,1	13,2	5,9	7,2	5,5 <sup>2</sup>
DDR . . . . .	6,5	5,5	3,7	.	4,0	5,7	5,2	4,5
Polen . . . . .	8,5	8,0	2,2	3,7	4,6	8,7	5,2	7,5 <sup>2</sup>
Rumänien . . . . .	11,9	11,5	-5,2	16,2	14,0	10,6	6,6	12,5
Sowjetunion . . . . .	6,5	7,8	10,3	—	11,4	9,0	9,0	6,0 <sup>2</sup>
Tschechoslowakei . . . . .	8,5	6,9	1,1	2,8	7,9	9,7	5,8	4,6
Ungarn . . . . .	7,3	5,0	-5,0	9,0	12,2	9,5	4,9	7,5

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

Quelle: UN Economic Commission for Europe, „Economic Survey of Europe in 1971“.

Ausfuhr wuchs um nur 9,2 Prozent (1970: etwa 13 Prozent), obwohl sie durch Preis- und Wechselkursänderungen gefördert wurde. Infolgedessen hat sich das Außenhandelsdefizit kräftig erhöht. Doch wurde es durch den größeren Überschuß im Dienstleistungsverkehr mehr als aufgewogen. Das materielle Nettoprodukt wuchs um rund 7½ Prozent; im einzelnen wurde dabei die leichte Abschwächung der Industrieproduktion durch raschere Expansion in der Landwirtschaft und im Bausektor überkompensiert. In den Produktionsplänen für 1972 ist ein etwas langsames Wachstum der industriellen Erzeugung und eine weitere Schwerpunktverlagerung zu den Konsumgütern vorgesehen.

In der *Tschechoslowakei* hat sich die Bautätigkeit im vergangenen Jahr weiter beschleunigt, und in der Landwirtschaft war der Produktionszuwachs größer als 1970. Der Steigerung der Industrieproduktion waren hingegen durch Energie- und Arbeitsengpässe Grenzen gesetzt. Die Priorität erhielten daher Investitionen zur Verbesserung der Brennstoff- und Elektrizitätsversorgung sowie der Produktivität. Doch sogar im vergangenen Jahr erhöhte sich die Produktivität in der Industrie um 6,5 Prozent und damit mehr als in jedem anderen osteuropäischen Land. Da außerdem der Lohnstopp gelockert und die Verbraucherpreise gesenkt wurden, konnten die Realeinkommen und der private Konsum beschleunigt wachsen. Importe und Exporte weiteten sich weniger als im Vorjahr aus, wobei die Abschwächung aber bei den Importen größer war, so daß sich der Ausfuhrüberschuß, der 1970 erstmals wieder aufgetreten war, wesentlich erhöhte. Angesichts der Knappheit von Produktionsfaktoren ist im Wirtschaftsplan für 1972 ein vergleichsweise niedriges Produktionsziel gesetzt; das Schwergewicht wird vielmehr auf Strukturverbesserungen und eine Anhebung der Arbeitsproduktivität gelegt.

In *Ungarn* führte die anhaltend rasche Intensivierung der Investitionstätigkeit im vergangenen Jahr zu einigen Anspannungen. Deshalb wurde die Durchführung großer staatlicher Investitionsprojekte fürs erste zurückgestellt, die Kreditgewährung eingeschränkt und die Subventionierung der Industrie vermindert. Ferner wurden zur Dämpfung der Inlandsnachfrage Preiserhöhungen zugelassen, besonders im Bausektor. Das Nationaleinkommen wuchs beschleunigt: zwar schwächte sich die Industrieproduktion ab, doch die Landwirtschaft hatte ein gutes Jahr der Erholung, und in der Bauwirtschaft blieb der kräftige Aufwärtstrend weitgehend erhalten. Der Produktivitätsfortschritt wurde geringer, und da sich die Lebenshaltung beschleunigt verteuerte, stiegen die Reallöhne weniger als im Vorjahr. Infolgedessen weitete sich der Einzelhandelsumsatz trotz vermehrter Konsumgüterversorgung langsamer aus. Die Importe erhöhten sich um 19 Prozent (1970: 30 Prozent), nicht zuletzt unter dem Einfluß der lebhaften Investitionstätigkeit. Demgegenüber wuchsen die Exporte nur um 8 Prozent, wobei sich vor allem die Nachfrage aus Westeuropa abschwächte. Das Außenhandelsdefizit vergrößerte sich beträchtlich, und es wurden Maßnahmen zur Dämpfung der Einfuhrsteigerung ergriffen. Bemerkenswert war, daß die Nationalbank im Juni 1971 auf dem internationalen Markt eine Anleihe über 25 Mio. Dollar zu 8¾ Prozent mit einer Laufzeit von zehn Jahren placierte. Im Wirtschaftsplan für 1972 ist ein mäßigeres Wachstum — mit einer Stabilisierung der Investitionstätigkeit auf dem jetzigen hohen Stand — und ein ausgeglichenerer Außenhandel vorgesehen.

In *Rumänien* wuchs das produzierte Nationaleinkommen fast doppelt so stark wie 1970. Dies war den günstigen Wetterbedingungen mit einer entsprechend kräftigen Erholung der Agrarerzeugung zu danken, die 1970 von den Überschwemmungen schwer beeinträchtigt worden war. Die Industrieproduktion behielt ihre hohe Expansionsrate bei, was unter anderem auf die rasche Zunahme der Beschäftigtenzahl zurückzuführen ist. Die vermehrte Einstellung ungelernter Arbeitskräfte wirkte sich allerdings hemmend auf den Produktivitätsfortschritt aus. Jedoch wurde weiterhin viel investiert, besonders in der Petrochemie. Besondere Maßnahmen dienten der Verringerung des Gefälles zwischen den Geldeinkommen in Landwirtschaft und Industrie, doch im allgemeinen stiegen die Löhne nominal und real bedeutend weniger als 1970. Dies war eine Folge des Bestrebens, das Produktionspotential vermehrt für den Export einzusetzen. Da gleichzeitig die Importe beschränkt wurden, aktivierte sich die Handelsbilanz, und ein Teil der 1969 und 1970 aufgelaufenen Auslandsschulden konnte zurückgezahlt werden. Neue gesetzliche Regelungen brachten eine gewisse Liberalisierung des Außenhandels und Dezentralisierung seiner Verwaltung. Darüber hinaus wurden Schritte unternommen, um ausländischen Unternehmen die Beteiligung an rumänischen Firmen und die Errichtung von Verkaufsgenturen in Rumänien zu gestatten. Im neuen Fünfjahresplan ist vorgesehen, die Produktion insgesamt weiter rasch zu steigern und dabei insbesondere wiederum eine hohe Investitionsrate zu erzielen.

*Bulgarien* ergriff gegen Ende 1970 zur stärkeren Verwaltungskonzentration in Industrie und Landwirtschaft und zur rascheren Industrialisierung Maßnahmen, die sich sukzessive auswirken werden. Fürs erste hat sich das Wachstum des Nationaleinkommens im vergangenen Jahr allerdings noch verlangsamt, wofür vor allem die Entwicklung im Bausektor und in der Landwirtschaft bestimmend war. Die industrielle Erzeugung dehnte sich wiederum zufriedenstellend aus, obwohl die Ergebnisse in einzelnen wichtigen Investitionsgütersektoren hinter den Erwartungen zurückblieben. Die Konsumgüterproduktion erhielt besondere Förderung, konnte jedoch abermals die Nachfrage nicht ganz decken. Da gelernte Arbeitskräfte knapp waren und die Zahl der noch nicht abgeschlossenen Investitionsvorhaben wuchs, fiel der Produktivitätszuwachs kleiner als im Vorjahr aus. Die Reallöhne hatten einen recht ansehnlichen Anstieg zu verzeichnen — nicht zuletzt deshalb, weil die Verteuerung von Nahrungsmitteln durch Verbilligung von Industrieprodukten ausgeglichen und das Preisniveau auf diese Weise praktisch stabil gehalten wurde. Die Importe erhöhten sich 1971, nach einschneidenden Beschränkungen in den beiden Vorjahren, um 14,7 Prozent. Die Exporte dehnten sich demgegenüber nur um 8,8 Prozent aus, doch blieb die Handelsbilanz aktiv. Trotz der in Erscheinung getretenen Überbeanspruchung bestimmter Produktionsfaktoren wurde im neuen Fünfjahresplan wiederum eine hohe Wachstumsrate vorgesehen.

### III. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Die Wachstumsrate des Welthandels war dem Werte nach im vergangenen Jahr mit 11½ Prozent wieder recht kräftig, dies gilt insbesondere in Anbetracht der schleppenden Konjunkturerholung in Nordamerika, der Wachstumsverlangsamung in vielen anderen Industrieländern sowie der durch die Währungskrise hervorgerufenen Unsicherheiten. Die Expansion war 3 Prozentpunkte geringer als 1970, überstieg jedoch den Durchschnitt der Dekade 1960–1969 (etwa 9 Prozent). Die Ergebnisse erscheinen freilich weniger eindrucksvoll, wenn der Anstieg der Durchschnittspreise für Welthandelsgüter berücksichtigt wird, die sich um ungefähr 5 Prozent und damit etwas weniger als 1970 erhöhten, verglichen mit nur rund 1 Prozent pro Jahr während der sechziger Jahre. Vergleicht man darüber hinaus 1971 mit 1967, das ebenfalls ein Jahr schwacher Nachfrage in der Weltwirtschaft war, dann scheint das reale Wachstum in beiden Fällen annähernd das gleiche gewesen zu sein, nämlich ungefähr 5–6 Prozent, gegen eine durchschnittliche Zuwachsrate von 8 Prozent in den sechziger Jahren. Daß der Anstieg der Dollarpreise des internationalen Handels sich im vergangenen Jahr nur wenig verlangsamte, ist hauptsächlich dem Fortgang der Inflation in den Industrieländern zuzuschreiben. Allerdings spielten auch einige

Welthandel

	Ausfuhr (fob)		Einfuhr (cif)		Zuwachsrate der			
					Ausfuhr		Einfuhr	
	1970	1971	1970	1971	1970	1971	1970	1971
	Milliarden US-Dollar				Prozent			
<b>Industrialisierte Gebiete</b>								
Westeuropa								
EWG . . . . .	88,7	101,1	88,7	100,0	17,0	14,0	17,0	13,0
EFTA <sup>1</sup> . . . . .	43,3	48,5	51,2	56,0	13,0	12,0	16,0	9,5
Sonstige Länder . . . . .	6,5	7,4	12,3	13,5	18,0	14,0	18,5	10,0
Zusammen . . . . .	138,5	157,0	152,2	169,5	15,5	13,5	17,0	11,5
Vereinigte Staaten . . . . .	43,2	44,1	42,5	48,5	13,5	2,0	11,0	14,0
Kanada . . . . .	16,8	18,3	14,5	16,8	16,5	9,0	2,0	15,5
Japan . . . . .	19,3	24,0	18,9	19,7	21,0	24,5	25,5	4,5
Sonstige Länder <sup>2</sup> . . . . .	8,2	8,9	10,2	11,0	7,0	9,0	16,0	7,5
Zusammen . . . . .	226,0	252,3	238,3	265,5	15,5	11,5	15,5	11,5
<b>Entwicklungsgebiete</b>								
Lateinamerika . . . . .	13,8	.	14,0	.	11,5	.	13,0	.
Sonstige Gebiete . . . . .	40,3	.	41,6	.	11,0	.	11,0	.
Zusammen . . . . .	54,1	60,0	55,6	63,0	11,5	11,0	11,5	13,5
<b>Insgesamt<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>280,1</b>	<b>312,3</b>	<b>293,9</b>	<b>328,5</b>	<b>14,5</b>	<b>11,5</b>	<b>14,5</b>	<b>11,5</b>

<sup>1</sup> Einschließlich Finnland und Island.   <sup>2</sup> Australien, Neuseeland und Südafrika.   <sup>3</sup> Ungefähr 90 Prozent des Welthandels, da die Ausfuhren und Einfuhren von Planwirtschaftsländern nur insoweit enthalten sind, als sie sich im Außenhandel mit der übrigen Welt niederschlagen.

Sonderfaktoren eine Rolle, insbesondere die Abwertung des Dollars gegenüber vielen Währungen, aber auch die Ölpreisabkommen, die im vergangenen Jahr zu einer Erhöhung der Brennstoffexportpreise um 20 Prozent führten.

Das in US-Dollar ausgedrückte Realaustauschverhältnis (Terms of trade) sowohl der Industrieländer als auch der Entwicklungsländer hat 1971 insgesamt keine Änderungen aufgewiesen, aber es kam zu weit auseinanderlaufenden Trends innerhalb der beiden Ländergruppierungen. Bei den Entwicklungsländern gab es einen starken Kontrast zwischen den erdölproduzierenden und den andern Ländern. In der Tat wiesen die Rohstoffe (außer Brennstoffen) allgemein einen schwachen Preistrend auf, wenngleich es im Falle bestimmter wichtiger Agrarprodukte Ausnahmen gab. Bei den Industrieländern standen der Verschlechterung des Realaustauschverhältnisses Nordamerikas gegenläufige Bewegungen in Europa und Japan gegenüber. Die Preise für Fertigwaren stiegen um 6 Prozent, aber die Zahlen sind hier wiederum dadurch inflationiert, daß sie in Dollar ausgedrückt sind.

Sowohl die Ausfuhren als auch die Einfuhren der Industrieländer nahmen um 11½ Prozent zu; darin sind allerdings große sich ausgleichende Bewegungen zwischen Nordamerika und anderen Ländern, vor allem Japan, enthalten. Das Wachstum der Exporte der Entwicklungsländer ermäßigte sich nur unerheblich, während die Importe schneller zunahmen. Das Gegenteil traf für die Planwirtschaftsländer zu, deren Ausfuhren schneller als die Einfuhren wuchsen, und zwar mit Zuwachsraten von durchschnittlich ungefähr 8 Prozent, das ist einiges unterhalb derjenigen in der übrigen Welt.

Den größten Rückgang des Importwachstums wies Japan auf; dort fiel es von 25½ Prozent 1970 auf 4½ Prozent im vergangenen Jahr. Auch in Australien und Südafrika trat als Ergebnis der schwachen Nachfragebedingungen eine bedeutende Kontraktion ein. Nur in Nordamerika gewannen die Einfuhren an Tempo, was sowohl den beginnenden Konjunkturaufschwung als auch eine Antizipation der Abwertungen des kanadischen und des US-Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen widerspiegelte. Die Beschleunigung war besonders auffallend in Kanada, dessen Importe sich 1971 um 15½ Prozent erhöhten, verglichen mit 2 Prozent 1970. In Europa war die Konjunkturabkühlung besonders ausgeprägt im EFTA-Raum, und zwar weitgehend als Folge der Entwicklungen in den skandinavischen Ländern.

Auch hinsichtlich der Exporte machte sich das Nachlassen der Konjunktur am meisten in Nordamerika bemerkbar: die Vereinigten Staaten und Kanada verzeichneten im Handel mit Europa und Japan sogar eine Abnahme bzw. annähernd eine Stagnation, wenngleich dies in gewissem Umfang durch einen Anstieg der US-Exporte nach Kanada (14½ Prozent) und der kanadischen Exporte in die Vereinigten Staaten ausgeglichen wurde. Das andere Extrem war, daß Japans Ausfuhren sich weiter beschleunigten, vor allem in die USA und nach Kanada. In Europa hat sich die Ausfuhrerweiterung der EWG-Länder als Ergebnis von Entwicklungen innerhalb dieser Ländergruppe und eines ungünstigen Trends im Handel mit Japan etwas ermäßigt. Bei den EFTA-Ländern andererseits war die Wachstumsrate fast so hoch wie im Vorjahr, was vor allem auf die guten Außenhandelsergebnisse des Vereinigten Königreichs zurückging.

Wachstum der Exporte aus wichtigen Industrieländern

	Jahr	Importländer						Ins- gesamt
		Westeuropa		Nord- amerika	Japan	Sonstige Industrie- länder <sup>2</sup>	Ent- wicklungs- länder	
		EWG	EFTA <sup>1</sup>					
in Prozent gegenüber dem Vorjahr, auf der Grundlage von Dollarwerten								
EWG . . . . .	1969	26,0	14,0	4,5	16,0	12,5	11,5	16,0
	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	15,0	15,5	17,0
	1971	14,5	12,5	18,0	— 4,5	10,5	12,5	14,0
EFTA <sup>1</sup> . . . . .	1969	18,5	16,5	5,0	29,5	13,5	16,5	15,0
	1970	15,0	19,5	3,0	14,5	10,5	9,0	13,0
	1971	8,5	11,5	16,5	6,5	11,0	9,0	12,0
Nordamerika . . . . .	1969	14,5	4,5	14,0	16,0	5,0	4,0	10,0
	1970	23,5	18,5	3,5	33,0	19,0	17,5	14,5
	1971	— 1,0	— 5,0	14,5	— 10,5	3,0	3,5	4,0
Japan . . . . .	1969	41,0	— 3,0	23,0	—	36,5	22,0	23,5
	1970	34,5	46,5	19,5	—	33,0	13,5	21,0
	1971	25,5	21,5	29,0	—	10,0	25,5	24,5

<sup>1</sup> Einschließlich Finnland und Island.    <sup>2</sup> Einschließlich der Planwirtschaftsländer.

Zahlungsbilanzen

Einer der Nebeneffekte der Wechselkursneuordnung des vergangenen Jahres ist die Schwierigkeit, bei Zugrundelegung des US-Dollars als allgemeiner Nenner für die Präsentation der Zahlungsbilanzdaten aller Länder für 1971 vergleichbare Zahlen zu erhalten. Es stellen sich hier zwei Grundprobleme. Erstens sind die Länder bei der Umrechnung in Dollar nicht einheitlich verfahren; einige Länder haben sogar ihre alten Dollarparitäten bis ganz zum Jahresende 1971 für Umrechnungszwecke verwandt. Zweitens sind die in US-Dollar ausgedrückten Gesamtbilanzen, wie sie in den amtlichen nationalen Statistiken präsentiert werden, durch Bewertungsänderungen im Zusammenhang mit der erweiterten Devisenposition beeinflusst worden.

Was das zweitgenannte Problem anbetrifft, so sind die auf Wertkorrekturen zurückzuführenden Veränderungen 1971 in den Gesamtbilanzen abgesetzt worden, soweit dies die verfügbaren Statistiken erlauben. Trotz Vorbehalten gegenüber den Zahlen dürfte doch die Fehlermarge nicht so groß sein, als daß die Entwicklungslinien im internationalen Handels- und Zahlungsverkehr des vergangenen Jahres nicht einer Prüfung nach allgemeinen Gesichtspunkten unterzogen werden könnten.

Von den Zehnergruppenländern waren die Vereinigten Staaten das einzige Land, das in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz ein großes Defizit aufwies. Alle anderen Länder hatten einen Überschuß, mit Ausnahme der Niederlande, die ein geringes Defizit verzeichneten, sowie Frankreichs, dessen Defizit im Verkehr mit den Nichtfrankenzonen durch einen Überschuß gegenüber der Frankenzone schätzungsweise ausgeglichen worden ist. Der zusammengefaßte Überschuß der Zehnergruppenländer ohne die Vereinigten Staaten belief sich auf etwa 11 Mrd. Dollar oder rund 1 Prozent des gesamten Bruttosozialprodukts dieser Länder. Auf Japan, das Vereinigte Königreich und Italien entfiel der Hauptanteil.

Die Stärke der laufenden Posten in der japanischen Zahlungsbilanz liegt im Warenhandel, dessen Überschuß in den sechziger Jahren immer schneller wuchs

Zahlungsbilanzen der Zehnergruppenländer<sup>1</sup>

	Zeitraum	Warenhandel (fob)	Dienstleistungen und Übertragungen	Saldo der laufenden Posten	Nettokapitalbewegungen <sup>2</sup>	Saldo der Gesamtbilanz <sup>3</sup>
Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg <sup>4</sup> . . . . .	1961-65	—	+ 35	+ 35	+ 25	+ 60
	1966-70	+ 185	+ 10	+ 195	- 170	+ 25
	1971	+ 850	+ 20	+ 870	- 685	+ 185
Deutschland (BR) . . . . .	1961-65	+ 2 005	- 2 215	- 210	+ 270	+ 60
	1966-70	+ 4 985	- 3 455	+ 1 530	- 1 040	+ 490
	1971	+ 6 330	- 6 210	+ 120	+ 3 555	+ 3 675
Frankreich <sup>5</sup> . . . . .	1961-65	+ 330	+ 290	+ 620	+ 230	+ 850
	1966-70	- 110	- 360	- 470	- 175	- 645
	1971	- 15	- 590	- 605	+ 2 635	+ 2 030
Italien . . . . .	1961-65	- 660	+ 1 240	+ 580	- 290	+ 290
	1966-70	+ 315	+ 1 590	+ 1 905	- 1 755	+ 150
	1971	+ 420	+ 1 480	+ 1 900	- 1 115	+ 785
Niederlande . . . . .	1961-65	- 465	+ 540	+ 75	- 30	+ 45
	1966-70	- 565	+ 435	- 130	+ 235	+ 105
	1971	- 700	+ 525	- 175	+ 715	+ 540
EWG zusammen . . . . .	1961-65	+ 1 210	- 110	+ 1 100	+ 205	+ 1 305
	1966-70	+ 4 810	- 1 780	+ 3 030	- 2 905	+ 125
	1971	(+ 6 895)	(- 4 775)	(+ 2 110)	(+ 5 105)	(+ 7 215)
Schweden <sup>6</sup> . . . . .	1961-65	- 200	+ 215	+ 15	+ 75	+ 90
	1966-70	- 195	+ 30	- 165	+ 120	- 45
	1971	+ 380	- 195	+ 185	+ 90	+ 275
Vereinigtes Königreich . . . . .	1961-65	- 610	+ 510	- 100	- 450	- 550
	1966-70	- 715	+ 965	+ 250	- 245	+ 5
	1971	+ 730	+ 1 590	+ 2 320	+ 1 265	+ 3 585
Kanada . . . . .	1961-65	+ 455	- 1 175	- 720	+ 855	+ 135
	1966-70	+ 1 220	- 1 515	- 295	+ 930	+ 635
	1971	+ 2 260	- 2 040	+ 220	- 820	- 600
Japan . . . . .	1961-65	+ 390	- 660	- 270	+ 195	- 75
	1966-70	+ 2 725	- 1 485	+ 1 240	- 340	+ 900
	1971	+ 7 900	- 2 000	+ 5 900	+ 1 775	+ 7 675
Zusammen (einschließlich EWG)	1961-65	+ 1 245	- 1 220	+ 25	+ 860	+ 905
	1966-70	+ 7 845	- 3 785	+ 4 060	- 2 440	+ 1 620
	1971	(+ 18 155)	(- 7 420)	(+ 10 735)	(+ 7 415)	(+ 18 150)
Vereinigte Staaten . . . . .	1961-65	+ 5 435	- 1 630	+ 3 805	- 6 380	- 2 575
	1966-70	+ 2 235	- 1 495	+ 740	- 4 565	- 3 845
	1971	- 2 880	+ 105	- 2 775	- 19 915	- 22 690
Insgesamt . . . . .	1961-65	+ 6 680	- 2 850	+ 3 830	- 5 500	- 1 670
	1966-70	+ 10 080	- 5 280	+ 4 800	- 7 025	- 2 225
	1971	(+ 15 275)	(- 7 315)	(+ 7 960)	(- 12 500)	(- 4 540)
Nachrichtlich: Schweiz <sup>6,7</sup> . . . . .	1967-70	- 760	+ 1 105	+ 345	+ 280	+ 625
	1971	- 1 465	+ 1 515	+ 50	(+ 2 380)	(+ 2 430)

<sup>1</sup> Die Angaben für 1961-1965 und 1966-1970 sind Jahresdurchschnittszahlen. Die Daten für 1971 stammen aus amtlichen nationalen Quellen und entsprechen den in den Tabellen für die einzelnen Länder gemachten Angaben (ohne SZR-Zuteilungen). Sie sind insofern nicht völlig vergleichbar, als die von den verschiedenen Ländern angewandten Umrechnungsmethoden nicht übereinstimmen. Alle Angaben sind, mit Ausnahme Belgien-Luxemburgs, auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> Entspricht den Veränderungen der zentralen Nettowährungsreserven (ohne SZR-Zuteilungen) und der Nettodevisenposition der Geschäftsbanken, mit Ausnahme der Vereinigten Staaten, wo sich der Saldo auf die Liquiditätsbilanz (ohne SZR-Zuteilungen) bezieht, und mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs, wo von 1963 an die Fremdwährungskreditaufnahmen (netto) britischer Banken für britische Anlagen im Ausland sowie die von ihnen gewährten Handelskredite ausgenommen sind. Von den Zahlen wurden die geschätzten Bewertungsgewinne oder -verluste abgesetzt, soweit die verfügbaren Daten dies erlaubten (siehe Einzelheiten bei den jeweiligen Ländern). <sup>4</sup> Auf Zahlungsbasis; Exporte und Importe teilweise cif. <sup>5</sup> Im Verkehr mit den Nichtfrankländern. <sup>6</sup> Importe cif. <sup>7</sup> Angaben für die Schweiz auf ungefähr vergleichbarer Basis sind erst ab 1967 verfügbar.

und vergangenes Jahr auf 8 Mrd. Dollar hinaufschleunete. Im Vereinigten Königreich und in Italien, wo traditionellerweise die Hauptquelle der Einnahmen die sogenannten „unsichtbaren“ Transaktionen (Dienstleistungen und Übertragungen) darstellen, war der Außenhandelsüberschuß im vergangenen Jahr ebenfalls bedeutend. Die Bundesrepublik Deutschland ragt sowohl durch ihren großen Außenhandelsüberschuß als auch durch ihr Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen heraus, das das größte der Welt ist. Es erklimm vergangenes Jahr die Marke von 6 Mrd. Dollar und glich praktisch den Ausfuhrüberschuß aus. Was die Vereinigten Staaten anbelangt, so ging die starke Verschlechterung in der Bilanz der laufenden Posten gänzlich auf den Warenhandel zurück, während die Dienstleistungen und Übertragungen einen geringen Überschuß ergaben, womit sich das übliche Verhältnis zwischen diesen Teilbilanzen umkehrte.

Bei den Kapitalbewegungen war das hervorstechendste Merkmal das US-Defizit von 20 Mrd. Dollar, das nicht weniger als 2 Prozent des Bruttosozialprodukts ausmachte; anderswo sind Nettokapitalabflüsse nur in Italien, Kanada und (auf Zahlungsbasis) in Belgien-Luxemburg registriert worden. Die Kapitalverkehrsbilanz Italiens ist im allgemeinen defizitär, und das Ergebnis des vergangenen Jahres ist stark dadurch beeinflußt worden, daß amtliche Stellen die vorzeitige Rückzahlung von 1970 im Ausland aufgenommenen Krediten begünstigten. Der unübliche Nettokapitalabfluß aus Kanada war ebenfalls weitgehend ein Reflex bewußter monetärer Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Überschuß in der Bilanz der laufenden Posten. Den größten Nettokapitalzufluß — rund 3,5 Mrd. Dollar — verzeichnete die Bundesrepublik Deutschland: er konzentrierte sich praktisch gänzlich auf die ersten fünf Monate des Jahres. Erhebliche Nettokapitalimporte wiesen auch Frankreich, die Schweiz, Japan und das Vereinigte Königreich auf. Die Nettokapitalzuflüsse aller Zehnergruppenländer ohne die Vereinigten Staaten und einschließlich der Schweiz betragen jedoch nur 10 Mrd. Dollar. Dies weist auf beträchtliche Abflüsse — sowohl direkt als auch in gewissem Ausmaße indirekt über Zehnergruppenländer — aus den USA in andere Gebiete hin.

Was die Gesamtbilanzen betrifft, so wies Japan mit 7,5 Mrd. Dollar den größten Überschuß auf; darauf folgten die Bundesrepublik Deutschland, das Vereinigte Königreich, die Schweiz und Frankreich mit Überschüssen zwischen 3,5 und 2 Mrd. Dollar. Abgesehen von Kanada, das ein Defizit von 0,5 Mrd. Dollar hatte, schlossen alle anderen Länder mit Überschüssen ab; nur die Vereinigten Staaten sahen sich, wie bekannt, einem enormen Defizit von netto 22,5 Mrd. Dollar (auf Liquiditätsbasis) gegenüber. Nimmt man diese Ländergruppe als Ganzes, so wies sie gegenüber dem Rest der Welt ein Gesamtdefizit von rund 2 Mrd. Dollar auf: Der zusammengefaßte Überschuß der laufenden Transaktionen der Gruppe reichte nicht aus, die Nettokapitalabflüsse, hauptsächlich aus den Vereinigten Staaten, auszugleichen.

*Vereinigte Staaten.* 1971 hat die amerikanische Zahlungsbilanz eine enorme und noch nie dagewesene Verschlechterung erfahren.

Die Handelsbilanz, die 1970 mit einem Ausfuhrüberschuß von 2,1 Mrd. Dollar abgeschlossen hatte, wies 1971 ein Defizit von 2,9 Mrd. Dollar auf, was 7 Prozent der Bruttoexporte entsprach; das war das erste Jahresdefizit (auf Zahlungsbilanzbasis) seit 1935.

Die Exporte stiegen dem Werte nach nur um 2 Prozent und gingen dem Volumen nach leicht zurück. Die Ausfuhren von Agrarprodukten machten fast 60 Prozent der wertmäßigen Exportzunahme aus; dies spiegelte hauptsächlich höhere Preise, aber auch ein Anschwellen der Baumwollausfuhren wider. Unter den anderen Warenkategorien wiesen die Verkäufe von Halbfertigwaren einen starken Rückgang auf, der sich auf die vom Streik betroffenen Metallindustrien konzentrierte; die Lieferungen von Luftfahrzeugen — hauptsächlich Großflugzeuge — gingen erheblich in die Höhe, desgleichen die Exporte von Produkten der Automobilindustrie, wobei teilweise der vorhergegangene Streik von 1970 bei General Motors eine Rolle gespielt hat. Die Einfuhren waren dem Werte nach 1971 etwa 14½ Prozent höher als 1970; etwas mehr als 5 Prozentpunkte dieses Zuwachses spiegelten Preiserhöhungen wider. Die ungewöhnlich starke Zunahme von über 12 Prozent bei den Importen von industriellen Ausgangsprodukten ist zum Teil durch heimische Streiks verursacht worden. Die Einfuhr von Produkten der Kraftfahrzeugindustrie aus Kanada stieg — ebenfalls stark beeinflusst durch den Streik bei General Motors — kräftig um 29 Prozent an, aber diejenige aus anderen Ländern nahm gleichfalls beträchtlich zu (43 Prozent). Die Importe sonstiger Konsumgüter (ohne Nahrungsmittel) haben sich merklich um über 13 Prozent erhöht. Ein Drittel der gesamten Einfuhrzunahme ging auf Produkte der Automobilindustrie und ein weiteres Drittel auf Halbfertigwaren zurück. Von der Verschlechterung der Handelsbilanz um 5 Mrd. Dollar entfielen 2,1 Mrd. Dollar auf den Handel mit den Ländern Westeuropas, denen gegenüber den Vereinigten Staaten ein Exportüberschuß von 0,8 Mrd. Dollar verblieb, während 2 Mrd. Dollar auf Japan kamen, dem gegenüber die USA ein Handelsbilanzdefizit von 3,2 Mrd. Dollar aufwiesen.

Einer der Gründe für die Schwierigkeit, die grundlegende Position klar zu erkennen, ist die Tatsache, daß der Außenhandel 1971 von verschiedenen Streiks beeinflusst worden ist. Amtliche Schätzungen legen nahe, daß diesem Faktor vielleicht 1 Mrd. Dollar des 5-Mrd.-Dollar-Umschwungs in der Handelsbilanz zugeschrieben werden kann.

Aber der dominierende Faktor der Außenhandelsverschlechterung war zweifellos das im Vergleich zu früher viel geringere Wachstum auf den ausländischen Märkten, und zwar zu einem Zeitpunkt, als die amerikanische Wirtschaft sich zu erholen begann. Sicherlich hätte die anhaltende Flaute der Binnenwirtschaft eigentlich erwarten lassen, daß sie die amerikanischen Wirtschaftsunternehmen anspornte, die Exporte voranzutreiben, und daß sie das Wachstum der Einfuhren begrenzte. Tatsächlich hat jedoch das Exportvolumen leicht abgenommen, und das Importvolumen erhöhte sich um 9 Prozent. Dies war ein schlechteres Ergebnis, als die bisherigen Wechselbeziehungen zwischen Außenhandel und Konjunktur in der Vergangenheit hätten erwarten lassen. Alles in allem ist geschätzt worden, daß die konjunkturellen Faktoren für ungefähr die Hälfte der Handelsbilanzverschlechterung verantwortlich waren.

Auch wenn 1 Mrd. Dollar für Streikfolgen und ungefähr 2½ Mrd. Dollar für Konjunktüreinflüsse berücksichtigt werden, bleiben noch 1½ Mrd. Dollar der Handelsbilanzpassivierung zu erklären. Zwar hat der Außenhandelssaldo in den vorangehenden sechs Jahren einen starken Abwärtstrend aufgewiesen, der den Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit der USA widerspiegelt, doch ist die Handelsbilanz auch

durch Ein- und Ausfuhrverschiebungen beeinträchtigt worden, die mit den Wechselkursunsicherheiten und der Spekulation verbunden waren. Solche Einflüsse sind wahrscheinlich sowohl vor dem 15. August als auch während der folgenden Periode flexibler Wechselkurse wirksam gewesen. Andererseits dürfte die 10prozentige Importsondersteuer einen etwas dämpfenden Einfluß auf die Einfuhren gehabt haben.

Die Verschlechterung der Handelsbilanz hat nicht voll auf die laufende Rechnung durchgeschlagen, die sich um 3,2 Mrd. Dollar passivierte und ein Defizit von 2,8 Mrd. Dollar ergab. Zwei Komponenten der laufenden Rechnung haben sich

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz\*

	1969	1970		1971		1. Halb- jahr	2. Halb- jahr
		Ganzes Jahr	1. Halb- jahr	2. Halb- jahr	Ganzes Jahr		
Millionen US-Dollar							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	36 490	41 980	20 825	21 155	42 770	21 720	21 050
Einfuhr . . . . .	35 830	39 870	19 560	20 310	45 650	22 535	23 115
Saldo des Waren- handels . . . . .	+ 660	+ 2 110	+ 1 265	+ 845	- 2 880	- 815	- 2 065
Sonstige laufende Posten							
Kapitalerträge . . . . .	+ 5 975	+ 6 240	+ 3 045	+ 3 195	+ 7 950	+ 3 965	+ 3 985
Militärische Trans- aktionen . . . . .	- 3 340	- 3 370	- 1 715	- 1 655	- 2 855	- 1 330	- 1 525
Reiseverkehr und Transport . . . . .	- 1 780	- 1 980	- 950	- 1 030	- 2 245	- 1 050	- 1 195
Übertragungen der Regierung . . . . .	- 1 645	- 1 740	- 810	- 930	- 2 015	- 910	- 1 105
Sonstige . . . . .	- 770	- 815	- 420	- 395	- 730	- 310	- 420
Gesamt . . . . .	- 1 560	- 1 665	- 850	- 815	+ 105	+ 365	- 260
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 900	+ 445	+ 415	+ 30	- 2 775	- 450	- 2 325
Langfristige Kapital- leistungen							
Regierung . . . . .	- 1 930	- 2 030	- 1 045	- 985	- 2 380	- 1 315	- 1 065
Direktinvestitionen . . . . .	- 2 420	- 3 475	- 2 025	- 1 450	- 4 720	- 2 690	- 2 030
Sonstige . . . . .	+ 2 370	+ 2 020	+ 785	+ 1 235	+ 590	+ 115	+ 705
Gesamt . . . . .	- 1 980	- 3 485	- 2 285	- 1 200	- 6 510	- 4 120	- 2 390
Grundbilanz . . . . .	- 2 880	- 3 040	- 1 870	- 1 170	- 9 285	- 4 570	- 4 715
Nichtliquide kurz- fristige private Kapitalleistungen . . . . .	- 600	- 545	- 255	- 290	- 2 530	- 790	- 1 740
Restposten . . . . .	- 2 605	- 1 100	- 430	- 670	- 10 875	- 3 325	- 7 550
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	+ 865	+ 435	+ 430	+ 715	+ 360	+ 355
Liquiditätsbilanz . . . . .	- 6 085	- 3 820	- 2 120	- 1 700	- 21 975	- 8 325	- 13 650
Liquide private Kapitalleistungen							
Forderungen . . . . .	+ 125	+ 240	+ 100	+ 140	- 1 090	- 225	- 865
Verbindlichkeiten . . . . .	+ 8 660	- 6 240	- 2 245	- 3 995	- 6 705	- 2 750	- 3 955
Gesamt . . . . .	+ 8 785	- 6 000	- 2 145	- 3 855	- 7 795	- 2 975	- 4 820
Saldo der zentralen Reservetrans- aktionen . . . . .	+ 2 700	- 9 820	- 4 265	- 5 555	- 29 770	- 11 300	- 18 470

\* Auf Transaktionsbasis, saisonal bereinigt.

1971 verbessert: der Überschuß der Nettokapitalerträge stieg von 6,2 auf 8 Mrd. Dollar, worin sich in gewissem Umfang Höherbewertungseffekte der auf fremde Währungen lautenden Gewinne widerspiegeln, hauptsächlich jedoch — wegen des Rückgangs der amerikanischen Zinssätze — niedrigere Kapitalertragszahlungen an das Ausland; außerdem nahmen die Netto-Militärausgaben um 0,5 Mrd. Dollar ab, vor allem als Ergebnis erhöhter Verkäufe von Rüstungsgütern.

Im langfristigen Kapitalverkehr setzten sich die Kapitalabflüsse für amerikanische Direktinvestitionen im Ausland (4,5 Mrd. Dollar) auf dem hohen Niveau von 1970 fort, obwohl sie in den letzten Monaten des Jahres angesichts der Wechselkursunsicherheiten nachließen. Gleichzeitig wiesen die ausländischen Direktinvestitionen in den USA erstmals seit sieben Jahren einen geringen Nettoabfluß auf. Dieser ging ebenfalls auf Wechselkursüberlegungen zurück. Rechnet man hierzu den starken Anstieg der sonstigen langfristigen Nettoforderungen an Ausländer — meistens Forderungen der Banken — und eine kleine Erhöhung des öffentlichen Kapitalexports, so belief sich das Defizit im langfristigen Kapitalverkehr auf 6,5 Mrd. Dollar, verglichen mit 3,5 Mrd. Dollar im Jahr 1970.

Der Hauptteil des Defizits entfiel jedoch auf die Bilanz des kurzfristigen Kapitalverkehrs. Der Nettokapitalabfluß, der einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz und der liquiden privaten Kapitalbewegungen 21,2 Mrd. Dollar betrug, bedarf angesichts der großen Anreize für die Flucht von Inländern und Ausländern aus dem Dollar kaum eines Kommentars.

Die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen schloß 1971 mit einem Rekorddefizit von 29,8 Mrd. Dollar ab, verglichen mit einem Defizit von 9,8 Mrd. Dollar 1970, das seinerseits schon mehr als 7 Mrd. Dollar höher war als im Jahr zuvor.

Im ersten Quartal 1972 nahm das Außenhandelsdefizit saisonbereinigt leicht auf 1,6 Mrd. Dollar zu. Dies ist für sich gesehen kaum überraschend, denn auf kurze Sicht wiegen die ungünstigen Terms-of-trade-Effekte einer Abwertung die Mengeneffekte auf. Noch unvollständige Daten legen nahe, daß in der Dienstleistungsbilanz eine beträchtliche Verschlechterung eingetreten ist — hauptsächlich wegen eines Rückgangs der Kapitalertragseinnahmen — und zu einer Abnahme des Überschusses von rund 1 Mrd. Dollar im vorangehenden Quartal auf ungefähr 700 Mio. Dollar geführt hat. Andererseits trugen günstige Veränderungen bei den langfristigen und den nichtliquiden Kapitaltransaktionen zu einer Verminderung des Defizits der Liquiditätsbilanz von 4,3 auf 3,2 Mrd. Dollar (netto) bei, einschließlich der (saisonbereinigten) SZR-Zuteilung von 180 Mio. Dollar. Die bemerkenswerteste Entwicklung war jedoch der Rückgang des Nettoabflusses privaten „liquiden“ Kapitals von 1,9 Mrd. Dollar auf nur 300 Mio. Dollar. Das Defizit auf der Basis der zentralen Reservetransaktionen betrug deshalb 3,5 Mrd. Dollar, verglichen mit 6,3 Mrd. Dollar im Vorquartal.

*Kanada.* In der Vergangenheit pflegte Kanadas laufende Rechnung der Zahlungsbilanz als Nettoergebnis eines Handelsbilanzüberschusses und eines Defizits bei den sogenannten unsichtbaren Leistungstransaktionen (Dienstleistungen und Übertragungen) ein Defizit aufzuweisen. 1970 fand jedoch ein Umschwung in Höhe von fast 2 Mrd. Dollar von einem Defizit zu einem Überschuß statt. Dies scheint teilweise auf die Abkühlung der kanadischen Wirtschaftstätigkeit und teilweise auf eine Reihe

von Sonderfaktoren, vor allem die durch Streiks verursachten Verzerrungen, zurückgegangen zu sein. Die Veränderung könnte aber auch fundamentaler gewesen sein, denn 1971 schloß die laufende Rechnung immer noch mit einem geringen Überschuß ab, obwohl Kanadas Wirtschaft eine viel höhere Wachstumsrate als die Handelspartner aufwies.

Der letztjährige Überschuß der laufenden Rechnung konzentrierte sich hauptsächlich auf die erste Jahreshälfte und resultierte aus einem Handelsbilanzüberschuß von fast 2,3 Mrd. Dollar und einem Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz von etwa 2 Mrd. Dollar. Der Außenhandelsüberschuß lag 22 Prozent unter der entsprechenden Vorjahreszahl, wogegen das Defizit bei den „unsichtbaren“ Transaktionen 10 Prozent größer war. Diese Ergebnisse sind zweifellos durch die Aufwertung des kanadischen Dollars in der zweiten Jahreshälfte von 1970 beeinflusst worden.

In kanadischen Dollars gerechnet nahmen die Warenimporte 1971 um 12 Prozent zu, wobei sie sich im Verlaufe des Jahres allmählich beschleunigten. Die Zunahme des Importvolumens betrug  $9\frac{1}{2}$  Prozent und die der Preise 2 Prozent. Die Exporte dagegen erhöhten sich lediglich um 6 Prozent, was gänzlich dem Wachstum des Ausfuhrvolumens zuzuschreiben ist. Die bedeutendste Zunahme verzeichneten die Importe von Produkten der Automobilindustrie, die 1971 um 26 Prozent hinaufschleunigten, nachdem sie 1970 um 8 Prozent gefallen waren. Die Exporterlöse sind stark betroffen worden von einem Rückgang der Verkäufe von Metallen und Mineralien um 5 Prozent (1970: + 28 Prozent). Dies ist weitgehend dem Absinken der Weltmarktpreise für Nichteisenmetalle zuzuschreiben. Auch konjunkturelle Veränderungen im Ausland sind daran beteiligt, daß die Exporte in Länder außerhalb der USA 1971 um  $3\frac{1}{2}$  Prozent fielen (1970: + 37 Prozent); im Gegensatz hierzu erhöhten sich die Ausfuhr in die Vereinigten Staaten 1970 um 3 Prozent und 1971 um 10 Prozent.

Kanada: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1969	1970		1971			
		Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
Millionen US-Dollar <sup>2</sup>							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	13 820	16 115	7 925	8 190	17 665	8 670	8 995
Einfuhr . . . . .	12 955	13 225	6 705	6 520	15 405	7 450	7 955
Saldo des Warenhandels . . . . .	+ 865	+ 2 890	+ 1 220	+ 1 670	+ 2 260	+ 1 220	+ 1 040
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	- 1 745	- 1 860	- 1 050	- 810	- 2 040	- 1 060	- 980
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 880	+ 1 030	+ 170	+ 860	+ 220	+ 160	+ 60
Langfristige Kapitalleistungen . . . . .	+ 1 945	+ 690	+ 535	+ 155	+ 475	+ 290	+ 185
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 1 065	+ 1 720	+ 705	+ 1 015	+ 695	+ 450	+ 245
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>3</sup> . . . . .	- 515	- 25	+ 15	- 40	- 1 295	- 1 155	- 140
SZR-Zuteilungen . . . . .	~	+ 125	+ 125	-	+ 115	+ 115	~
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 550	+ 1 820	+ 845	+ 975	- 485	- 590	+ 105 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Umrechnung seit dem zweiten Quartal 1970 zu Vierteljahresdurchschnitten der Kassakurse. <sup>3</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>4</sup> Gold und goldgesicherte zentrale Nettoreserveguthaben noch zur Parität auf der Basis von 35 Dollar je Unze bewertet.

Angesichts der Überschüsse in der laufenden Rechnung in den Jahren 1970 und 1971 suchten die Währungsbehörden die Abhängigkeit Kanadas von langfristigen Kapitaleinfuhren zu vermindern. 1971 betrug daher die gesamten langfristigen Nettokapitalimporte weniger als 0,5 Mrd. Dollar (1970: 0,7 Mrd. Dollar, 1969: nahezu 2 Mrd. Dollar). Der Hauptgrund für die Abnahme der langfristigen Kapitalimporte war, daß der Nettoabsatz von kanadischen Anleihen im Ausland 1971 nur einen Zufluß von 0,2 Mrd. Dollar erbrachte, verglichen mit 0,5 Mrd. Dollar 1970 und 1,6 Mrd. Dollar 1969. Die ausländischen Direktinvestitionen in Kanada erreichten mit rund 0,9 Mrd. Dollar (netto) eine Rekordhöhe (1970: 0,7 Mrd. Dollar); ungefähr zwei Drittel der Gesamtinvestitionen stammten aus den Vereinigten Staaten. Die kanadischen Direktinvestitionen im Ausland beliefen sich auf 0,3 Mrd. Dollar, so daß der Nettozufluß 0,6 Mrd. Dollar betrug.

Als Ergebnis der Verringerung des Überschusses in der laufenden Rechnung und in der Bilanz der langfristigen Kapitalleistungen wies die Grundbilanz 1971 einen Überschuß von 0,7 Mrd. Dollar auf, das ist 1 Mrd. Dollar weniger als 1970.

Die kurzfristigen Kapitalbewegungen der Nichtbanken (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) ergaben einen sehr großen Nettogeldexport von annähernd 1,3 Mrd. Dollar. Dabei handelte es sich vor allem um Verlagerungen auf sogenannten Inter-company accounts und um statistisch nicht erfaßte Transaktionen, die hauptsächlich in europäische Länder und nach Japan gelenkt worden sein müssen. Die kurzfristigen Geldabflüsse waren faktisch den im Verlauf von 1971 entstandenen Zinsdifferenzen zuzuschreiben.

Im ersten Quartal 1972 wies die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz ein Defizit in Höhe von 530 Mio. Dollar auf (oder 390 Mio. Dollar auf saisonbereinigter Basis, verglichen mit 225 Mio. Dollar im vierten Quartal 1971), das auf eine kräftige Abnahme des Ausfuhrüberschusses zurückging. Die Kapitalbewegungen führten zu einem Nettozufluß von 70 Mio. Dollar, so daß unter Berücksichtigung der dritten SZR-Zuteilung das Defizit der Gesamtbilanz 345 Mio. Dollar betrug.

*Japan.* Ein herausragendes Merkmal der internationalen Szene des vergangenen Jahres war der Überschuß in der japanischen Gesamtzahlungsbilanz; er betrug 7,8 Mrd. Dollar und war der größte jemals in einem Land aufgetretene nominale Zahlungsbilanzüberschuß. Über drei Viertel des Überschusses gingen auf die Transaktionen in laufender Rechnung zurück. Diese Entwicklung spiegelte nicht nur die wachsende Wettbewerbsfähigkeit japanischer Güter wider, sondern auch eine starke Konjunkturabschwächung im eigenen Land, die die japanischen Unternehmen zu verstärkten Exportbemühungen veranlaßte. Es scheint auch, daß die Aussicht auf eine Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar für die Exporte ein starker Ansporn war. Zur gleichen Zeit ist das Importwachstum beträchtlich zurückgefallen, und der Überschuß der laufenden Rechnung entsprach 1971 2,7 Prozent des Bruttosozialprodukts, verglichen mit 1,2 Prozent 1970 und 1 Prozent im Durchschnitt der Jahre 1965–1969.

Auf der Basis der Zollstatistik erhöhten sich die Warenausfuhren um 21 Prozent, das ist die gleiche Zuwachsrate wie 1970; 85 Prozent dieser Zunahme war volumenmäßig bedingt. Die Bemühungen, wettbewerbsfähige Preise beizubehalten,

zusammen mit der Praxis, Ausfuhrverträge in US-Dollar abzuschließen, hatten zur Folge, daß die Durchschnittswerte der Ausfuhr, die von Anfang 1970 bis August 1971 mit einer Jahresrate von 7 Prozent gewachsen waren, hernach zurückgingen, so daß sie sich 1971 gegenüber dem Vorjahr nur um rund 2½ Prozent erhöhten. Die Exporte von Maschinen und Ausrüstungen — die größte Warenkategorie — nahmen um 22 Prozent zu; das bedeutet fast eine Verdreifachung in den letzten fünf Jahren. Die Importe haben andererseits im vergangenen Jahr praktisch stagniert, nachdem sie 1970 um 26 Prozent angestiegen waren. Ein Rückgang der Lagerbildung, der auf die kräftige Aufstockung der Vorratslager 1970 folgte, verursachte eine nominale und reale Abnahme der Rohstoffimporte; die Brennstoffeinfuhren stiegen weiter an, aber hauptsächlich preisbedingt. Der Durchschnittswert der Einfuhr änderte sich im Vergleich zu 1970 nicht, und die Verbesserung des Realaustauschverhältnisses (Terms of trade) um nur 2½ Prozent läßt darauf schließen, daß die Preiswirkungen der Aufwertung sich mehr in diesem Jahr bemerkbar machen werden.

Japan: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1969	1970			1971		
		Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Millionen US-Dollar							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	15 690	18 970	8 620	10 350	23 650	10 700	12 950
Einfuhr . . . . .	11 980	15 005	7 195	7 810	15 750	7 850	7 900
Saldo des Warenhandels . . . .	+3 700	+3 965	+1 425	+2 540	+7 900	+2 850	+5 050
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	-1 580	-1 995	- 995	-1 000	-2 000	-1 105	- 895
Saldo der laufenden Posten . .	+2 120	+1 970	+ 430	+1 540	+5 900	+1 745	+4 155
Langfristige Kapitalleistungen . .	- 155	-1 590	- 900	- 690	-1 160	- 20	-1 140
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+1 965	+ 380	- 470	+ 850	+4 740	+1 725	+3 015
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>2</sup> .	+ 320	+ 995	+ 480	+ 515	+2 935	+1 170	+1 765
SZR-Zuteilungen . . . . .	—	+ 120	+ 120	—	+ 130	+ 130	—
Saldo der Gesamtbilanz . . . .	+2 285	+1 495	+ 130	+1 365	+7 805	+3 025	+4 780 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> Gold und goldgesicherte zentrale Nettoreserveguthaben noch zur Parität auf der Basis von 35 Dollar je Unze bewertet.

Die Nettoaufwendungen für Dienstleistungen, die 1 750 Mio. Dollar ausmachten, lagen etwas unter der Zahl für 1970, wogegen die Ausgaben für Übertragungen sich um rund 50 Mio. auf 250 Mio. Dollar erhöhten, so daß das Nettodefizit bei Dienstleistungen und Übertragungen praktisch unverändert blieb.

Die langfristigen Kapitalbewegungen wiesen ein beträchtliches Defizit von fast 1,2 Mrd. Dollar auf, aber das war über 25 Prozent weniger als 1970. Die Bruttokapitalexporte stiegen auf 2,3 Mrd. Dollar, verglichen mit 2 Mrd. Dollar 1970, wogegen die Bruttokapitalimporte von 0,4 Mrd. Dollar (1970) auf 1,2 Mrd. Dollar anschwellen. Der letztjährige Kapitalzufluß ging vor allem auf ausländische Anlagen in japanischen Wertpapieren zurück, die im Zeitraum Januar-Juni 1971 fast 1 Mrd. Dollar oder rund viermal soviel wie im gesamten Jahr 1970 ausmachten. Im Mai wurden die Genehmigungen an Ausländer zum Erwerb nichtbörsennotierter Schuldverschreibungen ein-

gestellt. Im Verlauf des Jahres sind auch andere Maßnahmen zur Begünstigung der Kapitalexporte und zur Beschränkung der Kapitalimporte ergriffen worden. Diese umfassen: 1. für Inländer genehmigungsfreier Erwerb von Wertpapieren und Immobilien sowie genehmigungsfreie Vornahme von Direktinvestitionen im Ausland; 2. Yen-Kredite der Bank von Japan an die Weltbank; 3. scharfe Kontrollen der japanischen Emissionen im Ausland zur Beschaffung von im Inland zu verwendenden Mitteln.

Den zweiten großen Faktor, der zum vorjährigen Zahlungsbilanzüberschuß beitrug, stellten die kurzfristigen Kapitalzuflüsse dar: die Nettogeldzugänge bei Nichtbanken (einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz) beliefen sich auf beinahe 3 Mrd. Dollar. Die Verschiebung der Zahlungstermine, die größte Quelle der kurzfristigen Mittelzugänge, bestand hauptsächlich aus Vorauszahlungen für japanische Exporte und konzentrierte sich besonders auf die letzten zwei Augustwochen vor dem Floating des Yen und vor der Einführung von Devisenkontrollen zur Beschränkung derartiger Vorauszahlungen.

Sowohl die schwache heimische Nachfrage als auch die Terms-of-trade-Effekte der Yen-Aufwertung trugen zu dem anhaltenden starken Ausfuhrüberschuß im ersten Quartal 1972 bei. Mit 1,8 Mrd. Dollar war der Überschuß fast zwei Drittel größer als in der entsprechenden Vorjahresperiode; das ließ die Nettoeinnahmen der laufenden Rechnung auf über 1 Mrd. Dollar oder mehr als das Doppelte des Vorjahresüberschusses anwachsen. Die Abflüsse langfristigen Kapitals überstiegen die Zuflüsse kurzfristiger Gelder um rund 50 Mio. Dollar, und zwar teilweise dank der Ende Februar wieder eingeführten Devisenkontrollen zur Beschränkung der Vorauszahlungen für japanische Exporte, die zu Beginn des Jahres aufgehoben worden waren. Einschließlich der SZR-Zuteilung schloß die Gesamtbilanz im ersten Quartal 1972 mit einem Überschuß von 1,1 Mrd. Dollar ab, gegen 735 Mio. Dollar im ersten Quartal von 1971.

*Vereinigtes Königreich.* 1971 wies das Vereinigte Königreich das zweite Jahr hintereinander einen Handelsbilanzüberschuß auf. Der Überschuß — eine bei der gegebenen Zahlungsbilanzstruktur an sich ungewöhnliche Erscheinung — war besonders hinsichtlich seiner Größe eindrucksvoll und betrug 730 Mio. Dollar. Schaut man jedoch genauer hin, dann verliert er etwas von seinem Glanz. Dem Volumen nach stiegen die Einfuhren fast genauso stark wie die Ausfuhren — dies ist für ein Jahr, in dem die inländische Nachfrage schwach ist und unausgelastete Kapazitäten reichlich vorhanden sind, ein enttäuschendes Ergebnis. Der Außenhandelsüberschuß, der vor allem in der zweiten Jahreshälfte eintrat, spiegelte zum Teil nichtwiederkehrende Sonderfaktoren, die die Exporte betrafen, wider und eine merkliche Verlangsamung der Importe, die auf saisonbereinigter Basis dem Volumen nach sogar abgenommen haben. Dem Werte nach stiegen die Einfuhren im letzten Jahr um 9 Prozent und dem Volumen nach um 4½ Prozent; die entsprechenden Ziffern für die Ausfuhren lauteten 12½ bzw. 5 Prozent. Insgesamt verbesserte sich das reale Austauschverhältnis innerhalb der letzten zwei Jahre um etwa 8 Prozent und lag Ende 1971 wieder einiges über dem Niveau vor 1967.

Die Zunahme der Ausfuhren ging (der Zollstatistik zufolge) vor allem auf gestiegene Verkäufe von Fertigwaren zurück, die wertmäßig um rund 15 Prozent,

Vereinigtes Königreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1969	1970		1971			
		Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Million US-Dollar <sup>2</sup>							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	16 945	16 925	9 430	9 495	21 625	10 330	11 295
Einfuhr <sup>3</sup> . . . . .	17 280	18 910	9 440	9 470	20 895	10 335	10 560
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 335	+ 15	- 10	+ 25	+ 730	- 5	+ 735
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	+1 400	+1 450	+ 875	+ 575	+1 590	+ 920	+ 670
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+1 065	+1 465	+ 865	+ 600	+2 320	+ 915	+1 405
Langfristige Kapitalleistungen . . . . .	- 585	-1 125	- 305	- 820	- 400	+ 125	- 525
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 480	+ 340	+ 560	- 220	+1 920	+1 040	+ 880
Kurzfristige Kapitalleistungen . . . . .	+ 105	+ 685	+ 430	+ 255	+ 865	+ 610	+ 255
Restposten . . . . .	+ 950	+ 275	+ 350	- 75	+ 800	+ 660	+ 140
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	+ 410	+ 410	-	+ 300	+ 300	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+1 535	+1 710	+1 750	- 40	+3 885	+2 610	+1 275 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Umrechnung bis und mit 15. August 1971 zur alten Parität, danach zu durchschnittlichen Kassakursen. <sup>3</sup> Einschließlich Vorauszahlungen für amerikanische Militärflugzeuge und Raketen. <sup>4</sup> Ohne (geschätzte) Bewertungsänderungen der erweiterten Devisenposition.

dem Volumen nach aber um nur 6½ Prozent ausgedehnt wurden. Die Exporte von nichtindustriellen Erzeugnissen — sie stellen 15 Prozent der gesamten Exporte dar — erhöhten sich um 7½ Prozent oder halb so stark wie 1970. Die Ausfuhr in den Sterlingraum sowie nach Nordamerika wiesen eine überdurchschnittliche Expansion auf. Diejenigen nach Westeuropa nahmen um ungefähr 10 Prozent zu, wobei die Exporte in die EWG-Länder stärker wuchsen als die in den EFTA-Raum. Die Einfuhr zeigt ganz andere Trends. Die Käufe von industriellen Ausgangsprodukten — 40 Prozent aller Importe — nahmen leicht ab. Im Gegensatz hierzu erhöhten sich die Bezüge von fertigen Konsumgütern, infolge der Wiederbelebung der Verbrauchsausgaben in der zweiten Jahreshälfte, um 42 Prozent, und die Brennstoffimporte stiegen um 32 Prozent — weitgehend aufgrund von Preiserhöhungen nach den Abkommen von Teheran und Tripolis. Die Einfuhren aus dem Sterlingraum, die 1970 praktisch stagniert hatten, nahmen letztes Jahr um 11 Prozent zu. Die Importe aus Westeuropa behielten die Steigerungsrate von 1970 (13 Prozent) bei, während diejenigen aus Nordamerika sogar abnahmen, insbesondere, wenn die Zahlungen für amerikanische Militärflugzeuge eingeschlossen werden, die 1971 nur 12 Mio. Dollar betragen, gegenüber dem Doppelten 1970 und dem Zwölffachen 1969.

Die Nettoeinnahmen der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz sind seit der zweiten Hälfte der sechziger Jahre kräftig und ständig gestiegen; 1971 beliefen sie sich auf 1,6 Mrd. Dollar, das waren 140 Mio. Dollar mehr als 1970 und nahezu viermal soviel wie 1966. Die Ausweitung des Überschusses trat letztes Jahr trotz erhöhten öffentlichen Dienstleistungs- und Übertragungszahlungen und trotz einem Rückgang der Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr um fast die Hälfte ein; sie war hauptsächlich zuzuschreiben einer Abnahme des Defizits in der Transportbilanz, größeren Zuflüssen in anderen Dienstleistungsbereichen, insbesondere Versicherungen, und gestiegenen Nettoeinnahmen von Zinsen, Gewinnen und Dividenden.

Der Überschuß der Gesamtbilanz stellte sich auf 3,9 Mrd. Dollar. Zu dem Überschuß der laufenden Rechnung kamen 450 Mio. Dollar statistisch erfaßter Nettokapitalimporte hinzu (verglichen mit einem etwa gleich großen Nettokapitalexport 1970) sowie insbesondere nicht erfaßte Mittelzugänge, die sich von 350 Mio. Dollar (1970) auf 800 Mio. Dollar im vergangenen Jahr erhöhten. Der Anstieg der identifizierten Kapitalzuflüsse konzentrierte sich hauptsächlich auf die Periode vor dem Floating des Pfundes und der Verschärfung der Devisenkontrollen.

Der Nettoabfluß langfristigen Kapitals schrumpfte 1971 auf 0,4 Mrd. Dollar zusammen, verglichen mit 1,1 Mrd. Dollar 1970. Diese Veränderung war einer Zunahme der im Vereinigten Königreich vorgenommenen ausländischen Kapitalinvestitionen um rund 1 auf 2,8 Mrd. Dollar zuzuschreiben; derartige Investitionen sind insbesondere im ersten Halbjahr getätigt worden, als Wechselkursüberlegungen und Erwartungen eines Absinkens der immer noch relativ hohen britischen Renditen Kapitalgewinne versprachen. Die Nettoabflüsse aufgrund öffentlicher Kapitaltransaktionen sowie langfristiger Handelskredite stiegen um rund 0,2 bzw. 0,1 Mrd. Dollar, während die britischen privaten langfristigen Kapitalanlagen im Ausland auf dem Vorjahresniveau blieben. Die außerhalb der erweiterten Devisenbilanz ermittelten kurzfristigen Geldzuflüsse gingen in erster Linie darauf zurück, daß Inländer für Investitionen im Ausland Fremdwährungskredite aufnahmen, die sich per Saldo auf 0,6 Mrd. Dollar beliefen.

Im ersten Quartal 1972 wies die Handelsbilanz ein Defizit von 305 Mio. Dollar (saisonbereinigt) auf, gegenüber einem Überschuß von 195 Mio. Dollar im vierten Quartal 1971; die Verschlechterung spiegelte in gewissem Ausmaß die Rückwirkungen des Streiks im Kohlenbergbau wider. Bei den unsichtbaren Transaktionen schrumpfte der Überschuß um 50 Mio. Dollar auf 385 Mio. Dollar, was vor allem auf erhöhte Auslandshilfe zurückging. Somit ergab die laufende Rechnung einen Überschuß von nur rund 80 Mio. Dollar, verglichen mit einem von 630 Mio. Dollar im vorhergehenden Quartal.

*Bundesrepublik Deutschland.* Im vergangenen Jahr war der hohe Überschuß in der Gesamtbilanz der Bundesrepublik Deutschland praktisch gänzlich auf Kapitalbewegungen zurückzuführen. Im ersten Halbjahr fanden enorme Nettokapitalzuflüsse im Betrage von 5,2 Mrd. Dollar statt, denen in der zweiten Jahreshälfte Nettoabflüsse von 1,6 Mrd. Dollar folgten, so daß fürs ganze Jahr gesehen die Kapitalverkehrsbilanz mit Nettozuflüssen von 3,6 Mrd. Dollar abschloß.

Die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz war praktisch im Gleichgewicht: der Handelsbilanzüberschuß erhöhte sich, aber die Nettoausgaben für Dienstleistungen und Übertragungen stiegen stark an und überkompensierten die Zunahme des Außenhandelsüberschusses. Nach der amtlichen Außenhandelsstatistik erhöhten sich die Warenausfuhren um 8½ Prozent (1970: 10½ Prozent, 1969: 14 Prozent). Das Nachlassen des Zuwachses spiegelt sowohl die leichte Abkühlung der Konjunktur im Ausland wider als auch die durchschnittliche Aufwertung der Deutschen Mark, die bis zur Wechselkursneuordnung vom Dezember nicht weniger als 8 Prozent erreichte, sich dann aber auf 5½ Prozent gegenüber der vor Mai bestehenden Parität belief. Da die deutschen Exporteure es zuwege brachten, ihre Preise weitgehend zu halten, waren

80 Prozent des Ausfuhranstiegs volumenmäßig bedingt. Insgesamt stiegen die Exporte in die anderen EWG-Mitgliedsländer im gleichen Tempo wie die Gesamtausfuhren — ein merkliches Nachlassen der Lieferungen nach Italien ist weitgehend durch ein schnelles Wachstum der Verkäufe nach Frankreich ausgeglichen worden. Die Zuwachsrate der Ausfuhren in die EFTA-Länder verminderte sich von 10½ Prozent 1970 auf 7½ Prozent im vergangenen Jahr, obgleich die Exporte in das Vereinigte Königreich nach der Abflachung vom Vorjahr wieder stark aufholten. Bei den Ausfuhren nach Nordamerika erreichte die Bundesrepublik Deutschland sehr günstige Ergebnisse, während die Verkäufe nach Japan, die im Jahr zuvor um mehr als ein Viertel gestiegen waren, um 7 Prozent zurückgingen.

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

	1969	1970		1971			
		Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
Millionen US-Dollar <sup>2</sup>							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	29 100	34 135	16 320	17 815	38 835	19 095	19 740
Einfuhr . . . . .	23 980	28 245	13 865	14 380	32 505	16 200	16 305
Saldo des Warenhandels . . . . .	+5 140	+5 890	+2 455	+3 435	+6 330	+2 895	+3 435
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	-3 530	-5 160	-2 245	-2 915	-6 210	-2 755	-3 455
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+1 610	+ 730	+ 210	+ 520	+ 120	+ 140	- 20
Langfristige Kapitalleistungen . . . . .	-6 040	- 825	-1 325	+ 500	+1 800	+ 600	+1 200
Saldo der Grundbilanz . . . . .	-4 430	- 95	-1 115	+1 020	+1 920	+ 740	+1 180
Kurzfristige Kapitalleistungen . . . . .	- 200	+1 645	+ 645	+1 000	- 280	+2 065	-2 345
Restposten der Zahlungsbilanz . . . . .	+ 405	+2 250	+1 385	+ 865	+2 035	+2 485	- 450
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	+ 200	+ 200	-	+ 170	+ 170	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	-4 225	+4 000	+1 115	+2 885	+3 845	+5 460	-1 615 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.   <sup>2</sup> Umrechnung bis Mai 1971 zur Parität, danach zu durchschnittlichen Kassakursen.  
<sup>3</sup> Gold und goldgesicherte zentrale Nettoreserveguthaben noch zur Parität auf der Basis von 35 Dollar je Unze bewertet.

Die Aufwertung und die heimische Konjunkturabkühlung wirkten sich auch auf die Einfuhren aus, die wertmäßig um lediglich 9½ Prozent zunahmen (1970: 12 Prozent; 1969: 20½ Prozent). Das Schwergewicht des Anstiegs lag in der ersten Jahreshälfte, aber dem Volumen nach war das Wachstum der Importe während des Jahres mehr oder weniger stetig, nur hatte die Aufwertung zu einem erheblichen Rückgang der Einfuhrpreise in der zweiten Jahreshälfte geführt. Im gesamten Jahr 1971 verminderten sich die Einfuhrpreise um 1 Prozent, so daß sich das Realaus-tauschverhältnis um nahezu 3 Prozent verbesserte. Die Importe aus den anderen EWG-Ländern stiegen 1971 (15½ Prozent) schneller als ein Jahr zuvor (14 Prozent), wohingegen diejenigen aus den EFTA-Ländern viel langsamer expandierten und die-jenigen aus Nordamerika nach einem Anstieg von mehr als 20 Prozent (1970) nun-mehr stagnierten.

Die Aufwertung der Deutschen Mark — beginnend mit derjenigen im Oktober 1969 — hat sich bei „realer“ Betrachtungsweise auf den Außenhandelsüberschuß der

Bundesrepublik sehr günstig ausgewirkt. Von 1968 bis 1971 nahmen die realen Importe um ungefähr 50 Prozent zu, während die realen Exporte sich lediglich um 30 Prozent erhöhten. Gleichwohl verbesserte sich infolge der günstigen Veränderungen der Terms of trade die Handelsbilanz und glich die Verschlechterung der Dienstleistungsbilanz aus.

Der Außenhandelsüberschuß wuchs 1971, in nominalen Dollarwerten ausgedrückt, um 7½ Prozent. Die Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz schloß jedoch im Vergleich zu 1970 mit einem um 20 Prozent höheren Defizit ab: der Anstieg der Einnahmen von ausländischen militärischen Dienststellen wurde mehr als ausgeglichen durch eine Ausweitung des Defizits der Reiseverkehrsbilanz um 0,5 Mrd. Dollar und eine ähnliche Zunahme des Defizits bei den Übertragungen — vor allem aufgrund eines Anwachsens der Überweisungen ausländischer Arbeitskräfte.

In den vorhergehenden Jahren ist die Bundesrepublik Deutschland ein großer Nettoexporteur langfristigen Kapitals gewesen, aber 1971 überstiegen die Zugänge die Abflüsse um 1,8 Mrd. Dollar; das war gegenüber dem Vorjahr ein Umschwung von mehr als 2½ Mrd. Dollar. Die Banken nahmen — teilweise, um Mindestreserven zu vermeiden — für 0,9 Mrd. Dollar langfristige Kredite im Ausland auf (1970: 0,1 Mrd. Dollar). Außerdem flossen den Banken auf dem Wege von Portfoliotransaktionen 1971 Mittel in Höhe von 0,2 Mrd. Dollar zu; somit betragen ihre gesamten langfristigen Kapitaleinfuhren 1971 ungefähr 1,1 Mrd. Dollar (netto). Wirtschaftsunternehmen und private Haushalte waren für einen noch größeren Kapitalzufluß verantwortlich (rund 1,4 Mrd. Dollar). Die direkten Kreditaufnahmen im Ausland betragen ungefähr 0,8 Mrd. Dollar, und erhebliche Mittelzuflüsse fanden durch den Verkauf von Schuldscheinen ans Ausland statt. Die von Wertpapiertransaktionen mit Ausländern herrührenden Kapitalimporte waren beträchtlich, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte, als die Renditen im Vergleich zum Ausland höher lagen und ein Rückgang zu erwarten war. Der öffentliche Sektor setzte den Export langfristigen Kapitals in erheblichem Umfang fort (rund 0,7 Mrd. Dollar), wovon mehr als 50 Prozent aus Krediten an Entwicklungsländer und 30 Prozent aus Krediten an die Vereinigten Staaten im Zusammenhang mit den Devisenausgleichsabkommen bestanden.

Was die kurzfristigen Kapitalbewegungen anbelangt, so beliefen sich die von Wirtschaftsunternehmen in den ersten fünf Monaten von 1971 im Ausland aufgenommenen Kredite auf ungefähr 2 Mrd. Dollar, während es im Zeitraum Juni bis Dezember zu Nettorückzahlungen in Höhe von 2,7 Mrd. Dollar kam. In den drei Monaten nach der Freigabe des Wechselkurses der Deutschen Mark fanden, trotz fortbestehendem Zinsvorteil (einschließlich Kurssicherung) bei Auslandsgeldaufnahmen, Kreditrückzahlungen statt; die Gründe hierfür waren die leichtere Verfügbarkeit von Krediten im Inland und die erwartete Einführung einer Bardepotpflicht, wonach von Nichtbanken für bestimmte Auslandskredite zinslose Bardepots zu unterhalten wären. Am 1. März 1972 ist die Regelung eingeführt worden. Die Masse der kurzfristigen Kapitalbewegungen hing mit Verschiebungen der Zahlungsfristen im Außenhandel zusammen, die im Restposten der Zahlungsbilanz enthalten sind. Dieser Posten wies in der Zeit von Januar bis Mai einen Überschuß von 3,5 Mrd. Dollar und für den Rest des Jahres ein Defizit von 1,5 Mrd. Dollar auf.

Das Hauptmerkmal des ersten Quartals 1972 waren starke Kapitalzuflüsse. Die Gesamtbilanz wies einen Überschuß von rund 3,3 Mrd. Dollar auf (einschließlich der SZR-Zuteilung von 170 Mio. Dollar). Die laufende Rechnung schloß mit einem Überschuß von nur 100 Mio. Dollar ab, verglichen mit einem doppelt so hohen Überschuß im ersten Quartal 1971; die Nettoeinnahmen von 1,9 Mrd. Dollar im Außenhandel sind durch das Defizit in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz von 1,8 Mrd. Dollar nahezu ausgeglichen worden.

*Frankreich.* Das Zusammentreffen eines anhaltenden Wachstums der französischen Wirtschaft mit der schwachen Konjunktur im Ausland hatte ungünstige Rückwirkungen auf die laufende Rechnung der Zahlungsbilanz, doch dem wirkten anhaltende, von den Paritätsänderungen des Jahres 1969 herrührende positive Effekte entgegen.

Frankreich: Laufende Posten der Zahlungsbilanz gegenüber der Frankenzone und der Nichtfrankenzone<sup>1</sup>

	Nichtfrankenzone		Frankenzone		Insgesamt	
	1970	1971	1970	1971 <sup>2</sup>	1970	1971 <sup>2</sup>
	Millionen US-Dollar					
Handelsbilanz (fob) . . . . .	+ 85	- 15	+ 235	+ 1 115	+ 320	+ 1 100
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	- 260	- 590	- 210	- 510	- 470	- 1 100
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 175	- 605	+ 25	+ 605	- 150	-

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.

<sup>2</sup> Vorläufige Schätzung.

Die laufende Rechnung (auf Transaktionsbasis) scheint 1971 annähernd im Gleichgewicht gewesen zu sein, während sie 1970 ein Defizit von 150 Mio. Dollar aufgewiesen hatte. Dies war das Ergebnis einer Verbesserung der Handelsbilanz (ein Überschuß von 1,1 Mrd. Dollar gegen 0,3 Mrd. Dollar 1970), die ausgeglichen wurde durch ein Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen (1,1 Mrd. Dollar gegen 0,5 Mrd. Dollar 1970); der Überschuß in der Handelsbilanz entstand ausschließlich im Handel mit der Frankenzone, während das Defizit bei den unsichtbaren Transaktionen sich aus Defiziten gegenüber Franken- und Nichtfrankenzone zusammensetzte. Die starke Verbesserung im Warenverkehr mit der Frankenzone wurde hauptsächlich durch den Rückgriff auf neue Quellen der Ölversorgung hervorgerufen, der infolge der Spannungen zwischen Frankreich und Algerien notwendig geworden war.

Nach den Daten der Zollstatistik (fob) stiegen die Exporte 1971 um 15 Prozent, während die Importe um 11 Prozent zunahmen. Die Zuwachsraten der Volumina lauteten 8½ Prozent und 7½ Prozent. Es war somit hauptsächlich die Verbesserung des realen Austauschverhältnisses — die Durchschnittswerte der Ausfuhr lagen um 6 Prozent und die der Einfuhr um 3½ Prozent höher —, die den Anstieg des durchschnittlichen Deckungsverhältnisses zwischen Exporten und Importen zur Folge hatte. Die Zunahme der Gesamtausfuhr ist wesentlich beeinflusst worden durch die Erhöhung der Agrarexporte, die dem Werte nach um 27 Prozent höher lagen. Die Ausfuhr von Fertigwaren war Anfang 1971 etwas schleppend, beschleunigte sich danach aber

kräftig, so daß sie im gesamten Jahr um 13 Prozent zunahm. Dies ging vor allem auf das anhaltende Wachstum der Exporte in die EWG-Partnerländer zurück.

In der Zahlungsbilanz gegenüber der Nichtfrankenzone (auf Zahlungsbasis) war der sehr große Überschuß in der Gesamtbilanz mehr oder weniger gleichermaßen auf die Bilanz der laufenden Posten (0,5 Mrd. Dollar) sowie auf die Zuflüsse im langfristigen (0,8 Mrd. Dollar) und kurzfristigen Kapitalverkehr (0,7 Mrd. Dollar) zurückzuführen. Die erst- und die letztgenannte Ziffer sind jedoch wesentlich durch die Verschiebung der Zahlungsfristen beeinflußt worden, und zwar so sehr, daß auf Transaktionsbasis (fob) schätzungsweise die laufende Rechnung ein Defizit von 0,6 Mrd. Dollar und die gesamte Kapitalbilanz einen Überschuß von 2,6 Mrd. Dollar aufwies. Die Bedeutung der Verschiebung der Zahlungsfristen kommt darin zum Ausdruck, daß die Handelsbilanz auf Zahlungsbasis mit einem Überschuß von 1,1 Mrd. Dollar abschloß, während sie auf Transaktionsbasis schätzungsweise leicht defizitär gewesen ist. Das Anwachsen dieser mit dem Warenverkehr zusammenhängenden kurzfristigen Kapitalzuflüsse konzentrierte sich vor allem auf das Schlußquartal.

Frankreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>  
im Verkehr mit Ländern außerhalb der Frankenzone

	1969	1970			1971		
		Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Millionen US-Dollar <sup>2</sup>							
Warenhandel							
Ausfuhr (fob) . . . . .	13 285	16 580	8 110	8 470	20 160	9 490	10 670
Einfuhr (cif) . . . . .	14 845	16 095	7 825	8 270	19 025	9 045	9 980
Saldo des Warenhandels . . . .	-1 560	+ 485	+ 285	+ 200	+1 135	+ 445	+ 690
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	- 620	- 250	+ 10	- 260	- 590	- 415	- 175
Saldo der laufenden Posten . .	-2 180	+ 235	+ 295	- 60	+ 545	+ 30	+ 515
Langfristige Kapitalleistungen .	+ 325	+ 525	+ 325	- 200	+ 765	+ 255	+ 510
Saldo der Grundbilanz . . . . .	-1 855	+ 760	+ 620	+ 140	+1 310	+ 285	+1 025
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>3</sup> .	+ 190	+ 610	+ 685	- 75	+ 720	+ 230	+ 490
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	+ 165	+ 165	-	+ 160	+ 160	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . .	-1 665	+1 535	+1 470	+ 65	+2 190	+ 675	+1 515

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Umrechnung zur alten Parität vom 10. August 1969.

<sup>3</sup> Mit multilateralen Ausgleichszahlungen, Bereinigungen und internationalem Transithandel.

Die merkliche Verschlechterung der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz im Jahr 1971 hing hauptsächlich mit zwei Faktoren zusammen. Erstens schloß die Transportbilanz mit einem Defizit von mehr als 0,4 Mrd. Dollar ab (1970: 0,2 Mrd. Dollar), dies war nach den Spannungen in den französisch-algerischen Beziehungen die Folge einer wesentlichen Änderung der Bezugsquellen für Öl, die längere Tankerrouten erforderlich machte. Zweitens traten zwischen Zahlungen an den und Erstattungen vom EWG-Agrarfonds (Abteilung Garantie und Ausrichtung) Verzögerungen auf. Insgesamt ergaben die unsichtbaren Transaktionen 1971 ein Defizit von 0,6 Mrd. Dollar (1970: 0,3 Mrd. Dollar).

Die langfristigen Kapitalbewegungen schlossen wieder mit einem erheblichen Überschuß ab, nämlich mit fast 0,8 Mrd. Dollar (1970: 0,5 Mrd. Dollar). Die Zuflüsse von privatem Auslandskapital waren mit 1,3 Mrd. Dollar um 0,2 Mrd. Dollar kleiner als 1970, während die Nettokreditgewährung von Inländern ans Ausland ungefähr auf dem Vorjahresniveau lag (0,5 Mrd. Dollar). Der Gesamtüberschuß des privaten Kapitalverkehrs (ohne Banken) belief sich 1971 auf 0,8 Mrd. Dollar, gegen 1 Mrd. Dollar 1970. Die Abflüsse von langfristigen öffentlichen Mitteln waren in beiden Jahren etwa gleich groß (0,2 Mrd. Dollar). Die positive Umkehr in den Strömen langfristigen Kapitals ist deshalb das Ergebnis eines Umschwungs bei den Bankentransaktionen gewesen, die 1971 einen Überschuß von 0,2 Mrd. Dollar ergaben, verglichen mit einem Defizit von 0,3 Mrd. Dollar 1970.

*Italien.* Die Ergebnisse des vergangenen Jahres scheinen auf eine weitere Konsolidierung der 1970 begonnenen Entwicklung hinzudeuten, als ein Umschwung von einem Defizit zu einem reichlichen Überschuß eingetreten war. Allerdings ist es schwierig, angesichts der verschiedenen die Entwicklung 1971 beeinflussenden gegenläufigen Strömungen die grundlegende Position abzuschätzen.

Im ersten Halbjahr 1971 wies die Gesamtbilanz einen Überschuß von 670 Mio. Dollar auf; dies bedeutete einen Umschwung in Höhe von gut 1 Mrd. Dollar von dem Defizit im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Der Überschuß fürs gesamte Jahr 1971 stellte sich auf 890 Mio. Dollar, das war etwa das Doppelte des Vorjahres. Diese weitere Verbesserung brachte die gesamte Reserveposition Italiens nochmals oberhalb des Niveaus von Ende 1968.

Das starke Element der Zahlungsbilanz war die laufende Rechnung, wobei der Handel, die Dienstleistungen und die Übertragungen Verbesserungen gegenüber dem Ergebnis von 1970 aufwiesen. In der Kapitalverkehrsbilanz entstand das Defizit, das einschließlich des Restpostens der Zahlungsbilanz 1,1 Mrd. Dollar betrug (1970:

Italien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1969	1970		1971			
		Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
Millionen US-Dollar <sup>2</sup>							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	11 640	13 105	6 335	6 770	14 830	7 060	7 770
Einfuhr . . . . .	11 100	13 445	6 615	6 830	14 410	7 105	7 305
Saldo des Warenhandels . . . . .	+ 540	- 340	- 280	- 60	+ 420	- 45	+ 465
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	+1 800	+1 155	+ 345	+ 810	+1 480	+ 270	+1 210
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+2 340	+ 815	+ 65	+ 750	+1 900	+ 225	+1 675
Langfristige Kapitalleistungen . . . . .	-3 230	+ 230	- 225	+ 455	- 170	+ 700	- 870
Saldo der Grundbilanz . . . . .	- 890	+1 045	- 160	+1 205	+1 730	+ 925	+ 805
Kurzfristige Kapitalleistungen <sup>3</sup> . . . . .	- 285	- 645	- 375	- 270	- 945	- 360	- 585
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	+ 105	+ 105	-	+ 105	+ 105	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	-1 175	+ 505	- 430	+ 935	+ 890	+ 670	+ 220

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.    <sup>2</sup> Umrechnung zur alten Parität.    <sup>3</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz.

415 Mio. Dollar) hauptsächlich im Schlußquartal. Im ersten Halbjahr 1971 war es sogar zu einem Überschuß (340 Mio. Dollar) gekommen, der auf beträchtliche langfristige Kapitalzuffüsse zurückging.

Die Umkehr bei den Kapitalbewegungen war weitgehend dadurch bedingt, daß sowohl der private als auch der öffentliche Sektor von den Kreditaufnahmen im Ausland zu vorzeitigen Schuldentilgungen überging; dies ist von den Behörden empfohlen worden, aber es dürften auch Wechselkurs- und Zinsüberlegungen hierzu veranlaßt haben. Im Falle ausländischer Kapitalanlagen in Italien führten die Transaktionen in Form von Darlehen und Handelskrediten in der ersten Jahreshälfte 1971 zu einem Kapitalimport von 1,2 Mrd. Dollar, während es in der zweiten Jahreshälfte zu einem Kapitalexport in Höhe von 0,7 Mrd. Dollar kam. Was andererseits die italienischen Kapitalanlagen im Ausland betrifft, so verteilte sich der Abfluß ziemlich gleichmäßig übers ganze Jahr. Der größte Abfluß vollzog sich wieder in Form der Rücksendung von Banknoten, die fast 900 Mio. Dollar betrug, das waren nur 60 Mio. Dollar weniger als 1970. Die erfaßten Handelskredite schlossen auch mit einem beträchtlichen Defizit von 680 Mio. Dollar ab (1970: 610 Mio. Dollar). Die Portfolioinvestitionen gingen im Gegensatz hierzu stark von 520 Mio. Dollar im Jahre 1970 auf 200 Mio. Dollar 1971 zurück; das spiegelte vor allem die verminderten Abflüsse über Investmentfonds wider.

Was den Außenhandel anbelangt, so blieben die Importe von Waren und Dienstleistungen dem Volumen nach die gleichen wie 1970, während das Exportvolumen etwa im Ausmaß der Weltnachfrage anstieg. Die Einkommenselastizität der Importe war deshalb 1971 ungefähr Null gegenüber  $3\frac{1}{2}$  im Jahre 1970 — als die Inlandsnachfrage noch recht kräftig war, aber das Produktionswachstum sich abschwächte — und verglichen mit einem Durchschnitt von 2,2 im Zeitraum 1951–1969. Somit scheinen die Einfuhren im vergangenen Jahr, auch wenn die Nachfrageabschwächung berücksichtigt wird, ungewöhnlich schwach gewesen zu sein. Außerdem sind bei den Exporten in letzter Zeit die Gewinnmargen geschrumpft, was im steilen Anstieg der Relation von Lohnkosten je Produkteinheit zu Exportpreisen zum Ausdruck kommt. Die Exportpreise sind 1971 um 6 Prozent gestiegen, gegen 5 Prozent im Jahr 1970, und die Arbeitskosten je Produkteinheit nahmen in diesen beiden Jahren zusammen um über 30 Prozent zu. Gleichzeitig erhöhten sich die Importpreise um  $7\frac{1}{2}$  Prozent, gegen 4 Prozent 1970, so daß sich das reale Austauschverhältnis um  $2\frac{1}{2}$  Prozent verschlechterte.

Die Verbesserung der Handelsbilanz war mit einer Abnahme der Einfuhren von Rohstoffen und Halbfertigwaren verbunden, während die größten Exportzunahmen bei den Halbfertigwaren und Verbrauchsgütern auftraten. Der Überschuß der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich 1971 um etwa 200 Mio. Dollar auf 1,2 Mrd. Dollar, was insbesondere auf erhöhte Reiseverkehrseinnahmen zurückging. Zusammen mit einem leichten Anstieg der einseitigen Übertragungen belief sich der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz insgesamt auf fast 1,5 Mrd. Dollar.

Im ersten Quartal 1972, in dem die Wirtschaftstätigkeit immer noch einen schwachen Trend aufwies, erbrachte die laufende Rechnung einen Überschuß von 280 Mio. Dollar, gegenüber einem Defizit von 70 Mio. Dollar ein Jahr zuvor. Da der

Überschuß jedoch durch Nettokapitalabflüsse von 560 Mio. Dollar mehr als ausgeglichen worden ist, schloß die Gesamtbilanz, einschließlich der SZR-Zuteilung von 105 Mio. Dollar, mit einem Defizit von 175 Mio. Dollar ab, verglichen mit einem Überschuß von 475 Mio. Dollar im ersten Quartal 1971.

*Belgien-Luxemburg.* Die Zahlungsbilanz schloß 1971 mit einem Gesamtüberschuß von 255 Mio. Dollar ab, verglichen mit einem von 180 Mio. Dollar im Jahr 1970. Es ist jedoch schwierig, genau zu ermitteln, woher die Verbesserung stammt, denn die offiziellen Angaben sind auf Zahlungsbasis gemacht und folglich durch die Verschiebungen der Zahlungsfristen während der Wechselkursunsicherheit und der Spekulation erheblich verzerrt worden. Außerdem ist im vergangenen Jahr eine Exportsteuer eingeführt worden (eine Übergangsmaßnahme beim Wechsel von der Umsatz- zur Mehrwertsteuer), und dies hat wahrscheinlich zu einer Untererfassung der tatsächlichen Exporte geführt.

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

	1969	1970		1971			
		Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Millionen US-Dollar <sup>2</sup>							
Warenhandel <sup>3</sup> . . . . .							
Ausfuhr . . . . .	8 115	9 725	4 690	5 035	10 785	5 095	5 690
Einfuhr . . . . .	7 940	8 940	4 340	4 600	9 935	4 730	5 205
Saldo des Warenhandels . . . .	+ 175	+ 785	+ 350	+ 435	+ 850	+ 365	+ 485
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	- 90	- 40	- 5	- 35	+ 20	+ 20	-
Saldo der laufenden Posten . .	+ 85	+ 745	+ 345	+ 400	+ 870	+ 385	+ 485
Nettokapitalbewegungen <sup>4</sup> . . . .	+ 205	- 635	- 210	- 425	- 685	- 95	- 590
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	+ 70	+ 70	-	+ 70	+ 70	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . .	+ 290	+ 180	+ 205	- 25	+ 255	+ 360	- 105 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Umrechnung bis zum dritten Quartal 1971 zur alten Parität und für das vierte Quartal 1971 zum Durchschnittskurs des offiziellen Marktes. <sup>3</sup> Exporte und Importe teilweise cif, einschließlich Veredelungsverkehr sowie Saldo des internationalen Transithandels. <sup>4</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>5</sup> Ohne (geschätzte) Bewertungsänderungen der erweiterten Devisenposition.

Obwohl somit die Zahlungsbilanzangaben 1971 einen gegenüber 1970 etwas höheren Exportüberschuß von 850 Mio. Dollar ergeben, zeigen die Daten der Zollstatistik auf berichtigter fob-Basis (einschließlich des Überschusses des internationalen Transithandels) 1971 eine Abnahme des Überschusses auf 165 Mio. Dollar (1970: 800 Mio. Dollar). Alles in allem liegen die wahren Außenhandelsergebnisse wohl irgendwo zwischen diesen beiden Zahlenreihen.

Auf der Basis der Zollstatistik (ohne Transithandel) nahmen die Exporte nur um 4 Prozent zu (1970: 15 Prozent), während die Importe um 10 Prozent stiegen (1970: 14 Prozent). Da die Aufwertung hinsichtlich der Transaktionen in laufender Rechnung dank der Devisenmarktsplaltung einige Zeit lang verhindert wurde, verschob sich das reale Austauschverhältnis 1971 leicht zuungunsten Belgiens. Die Ausfuhrpreise verzeichneten eine geringfügige Abnahme, und die Einfuhrpreise blieben

ziemlich konstant. Diese Entwicklung ist zu einem großen Teil durch den Rückgang der Weltstahlpreise, der auf die Exporte Belgien-Luxemburgs erhebliche Auswirkungen hatte, und durch die Verbilligung bei bestimmten Rohstoffen — insbesondere Kupfer —, die in Belgien-Luxemburg verarbeitet werden, bedingt worden.

Die Bilanz der „unsichtbaren“ Transaktionen kehrte sich trotz der ungünstigen Entwicklung der Reiseverkehrsbilanz in einen Überschuß um; die Verbesserung ergab sich aufgrund einer Abnahme der Übertragungen öffentlicher Stellen und der Erhöhung der Netto-Frachteinnahmen.

Die gesamten Nettokapitalexporte wiesen 1971 einen mäßigen Anstieg auf; dieser trat ein, obwohl sie sich in den ersten acht Monaten des Jahres merklich abschwächten — hauptsächlich als Folge der Zuflüsse von Auslandskapital und günstiger Veränderungen des Restpostens der Zahlungsbilanz; beides ist Wechselkursveränderungen und Zinsdifferenzen zuzuschreiben. Viele Kapitalzuflüsse sind jedoch wahrscheinlich statistisch nicht als solche erfaßt worden, insoweit sie mit der Verschiebung der Zahlungstermine zugunsten Belgien-Luxemburgs zusammenhängen.

*Niederlande.* Das Nachlassen der inländischen Nachfragespannungen im Verlauf von 1971 führte zu einer starken Verbesserung der Bilanz der laufenden Posten. Trotz einem Rückgang der Nettokapitalzuflüsse schloß die Gesamtbilanz 1971 mit einem größeren Überschuß als im Vorjahr ab.

Die gesamte Verbesserung im Außenhandel trat (auf der Basis der Zollstatistik) in der zweiten Jahreshälfte ein, als das Einfuhrwachstum stark nachließ; dies war teilweise bedingt durch einen Rückgang der Importpreise, die zuvor von Anfang 1970 bis Juni 1971 mit einer Jahresrate von rund 8 Prozent gestiegen waren. Das reale Austauschverhältnis verschlechterte sich in der ersten Jahreshälfte 1971 um rund 4 Prozent, aber diese Verschlechterung hörte in der zweiten Jahreshälfte fast ganz auf. Nach der im Zusammenhang mit dem Washingtoner Abkommen vorgenommenen Aufwertung um  $2\frac{1}{2}$  Prozent gegenüber der gesamten Welt ist für das laufende Jahr eine Verbesserung zu erwarten. Die Zunahme des Ausfuhrvolumens war ungefähr die gleiche wie 1970 (rund 13 Prozent), aber dem Werte nach verlangsamte sich das Exportwachstum etwas. Da sich der Saldo der Dienstleistungen und Übertragungen in der zweiten Jahreshälfte ebenfalls merklich aktivierte, ergab die laufende Rechnung in den letzten sechs Monaten des Jahres einen Überschuß von 150 Mio. Dollar — das bedeutete einen Umschwung gegenüber dem Defizit der vorhergehenden sechs Monate um nahezu 0,5 Mrd. Dollar.

Das Defizit bei Außenhandel und Dienstleistungen entsprach rund  $\frac{1}{2}$  Prozent des Bruttosozialprodukts. Seit langem ist das mittelfristige Ziel der Niederlande, einen Überschuß in der laufenden Rechnung von rund  $\frac{3}{4}$  Prozent des Bruttosozialprodukts zu erwirtschaften, um damit die Entwicklungshilfe zu finanzieren. Die tatsächlichen Ergebnisse haben in den letzten Jahren das Ziel nicht erreicht, und dies ist allgemein konjunkturellen und nicht strukturellen Faktoren zugeschrieben worden. Die diesjährigen Ergebnisse dürften zur Klärung beitragen, ob diese Betrachtungsweise richtig ist.

Obwohl von den niederländischen Behörden 1971 Maßnahmen zur Verhinderung von Kapitalzuflüssen ergriffen worden sind, waren diese noch ganz erheblich, wenngleich etwas geringer als 1970. Die Mittelzuflüsse sind sowohl durch

Niederlande: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1969	1970		1971			
		Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr	Ganzes Jahr	1. Halb-jahr	2. Halb-jahr
Millionen US-Dollar <sup>2</sup>							
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	9 315	11 000	5 315	5 685	12 695	6 010	6 685
Einfuhr . . . . .	9 710	11 865	5 745	6 120	13 395	6 465	6 930
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 395	- 865	- 430	- 435	- 700	- 455	- 245
Dienstleistungen und Übertragungen . . . . .	+ 425	+ 420	+ 180	+ 240	+ 525	+ 130	+ 395
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+ 30	- 445	- 250	- 195	- 175	- 325	+ 150
Langfristige Kapitalleistungen . . . . .	+ 10	+ 520	+ 280	+ 240	+ 340	+ 240	+ 100
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 40	+ 75	+ 30	+ 45	+ 165	- 85	+ 250
Kurzfristige Kapitalleistungen . . . . .	- 25	+ 30	- 70	+ 100	- 25	+ 35	- 60
Restposten der Zahlungsbilanz . . . . .	+ 135	+ 350	+ 200	+ 150	+ 400	+ 355	+ 45
SZR-Zuteilungen . . . . .	-	+ 90	+ 90	-	+ 75	+ 75	-
Saldo der Gesamtbilanz . . . . .	+ 150	+ 545	+ 250	+ 295	+ 615	+ 390	+ 235 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Umrechnung bis April 1971 zur Parität, danach zu monatsdurchschnittlichen Kassakursen. <sup>3</sup> Ohne (geschätzte) Bewertungsänderungen der erweiterten Devisenposition.

Wechselkurs- als auch durch Zinsüberlegungen ausgelöst worden, denn die inländischen Renditen blieben als Folge der noch ziemlich restriktiven Kreditpolitik das ganze Jahr über attraktiv. Die Nettokapitalzuflüsse konzentrierten sich auf die erste Jahreshälfte, also auf die Zeit vor dem Floating des Guldens und vor der im September erfolgten Einführung eines „geschlossenen Obligationen-Kreislaufs“ für Transaktionen in Guldenanleihen durch Ausländer. In der ersten Jahreshälfte 1971 fand auch ein großer Zufluß (nicht identifizierter) kurzfristiger Gelder statt, der auf entsprechende Verschiebungen der Zahlungsfristen zurückging.

*Schweiz.* Nettokapitalzuflüsse in Höhe von etwa 2,4 Mrd. Dollar — für eine Wirtschaft von der Größenordnung der schweizerischen eine gigantische Summe — waren 1971 praktisch für den ganzen Überschuß in der Gesamtbilanz verantwortlich. Die laufende Rechnung blieb mehr oder weniger im Gleichgewicht, wobei aber die Veränderungen in den einzelnen Teilbilanzen einen erheblichen Einfluß auf die binnenwirtschaftliche Entwicklung hatten.

Die Verlangsamung des Exportwachstums in der zweiten Jahreshälfte 1970 trug zu einer Verminderung des Nachfragedrucks bei, und dies wirkte 1971 wiederum bremsend auf die Importe. Während die Einfuhren 1970 (auf Basis der Zollstatistik) wertmäßig einen Anstieg um fast 23 Prozent aufgewiesen hatten, schwächte sich ihr Wachstum 1971 auf rund 6½ Prozent ab; diese Zunahme war zu vier Fünfteln mengenmäßig bedingt, verglichen mit zwei Dritteln im Vorjahr. Auch die Ausfuhren haben langsamer zugenommen; die Zuwachsrate lag nur etwas über derjenigen der Importe, verglichen mit Zunahmen von 10½ Prozent 1970 und 15½ Prozent 1969. Dem Volumen nach erhöhten sich die Exporte um 4 Prozent, wohingegen die Preise um 2½ Prozent stiegen. Im Ergebnis verbesserten sich die Terms of trade im vergangenen Jahr um weniger als 2 Prozent und glichen damit die Verschlechterung im Jahr 1970 nicht

vollständig aus. Die Umkehr trat in der zweiten Jahreshälfte ein, also nach der Aufwertung im Mai. Aufgrund des Washingtoner Abkommens, das eine effektive Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber der gesamten Welt um schätzungsweise 4 Prozent brachte (verglichen mit der Parität vor Mai 1971), ist eine weitere Verbesserung des realen Austauschverhältnisses zu erwarten.

Schweiz: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

Jahr	Warenhandel			Dienstleistungen und Übertragungen	Saldo der laufenden Posten	Nettokapitalbewegungen <sup>2</sup>	Saldo der Gesamtbilanz <sup>3</sup>
	Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo				
Millionen US-Dollar <sup>4</sup>							
1969	4 635	5 265	- 630	+ 1 155	+ 525	- 365	+ 160
1970	5 135	6 465	- 1 330	+ 1 400	+ 70	+ 1 010	+ 1 080
1971	5 740	7 205	- 1 465	+ 1 515	+ 50	(+ 2 390)	(+ 2 430) <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> Infolge größerer Änderungen bei der statistischen Erfassung der Nettodevisenposition der schweizerischen Geschäftsbanken sind die Zahlen für 1970 und 1971 untereinander oder mit entsprechenden Zahlen früherer Zeiträume nicht vergleichbar. <sup>4</sup> Umrechnung zu Durchschnittskursen. <sup>5</sup> Ohne (geschätzte) Bewertungsänderungen der erweiterten Devisenposition.

Die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten haben sogar abgenommen, während die Importe von Energieträgern um 27 Prozent anstiegen; der Einfuhrrückgang bei der erstgenannten Warenkategorie resultierte aus Preissenkungen, die durch ein nur sehr begrenztes Mengenwachstum nicht ausgeglichen wurden, während die Zunahme bei der letztgenannten weitgehend auf erhöhte Preise zurückging. Die Ausfuhren von Investitionsgütern sind zwar kräftig ausgedehnt worden (rund 9 Prozent), aber das bedeutet im Vergleich zu 1970 (15 1/2 Prozent) eine merkliche Verlangsamung. Was die regionale Aufgliederung betrifft, so hat sich der Anteil des Warenverkehrs mit Europa erhöht; die Einfuhren aus den EWG-Ländern stiegen um 7 1/2 Prozent und die aus EFTA-Ländern um 11 Prozent, während die Zunahme der Ausfuhren in die EFTA-Länder um 11 1/2 Prozent dazu beitrug, daß sich der Anteil der Exporte in die europäischen Länder um 1 Prozentpunkt auf 68 1/2 Prozent erhöhte.

Die leichte Verschlechterung der Handelsbilanz ist weitgehend ausgeglichen worden durch eine 8prozentige Zunahme des Überschusses bei den „unsichtbaren“ Transaktionen, der 1,5 Mrd. Dollar erreichte. Ein Anstieg der Nettoausgaben für Übertragungen — hauptsächlich Überweisungen ausländischer Gastarbeiter — ist überkompensiert worden durch eine Erhöhung der Nettokapitalerträge (um 100 Mio. Dollar oder 13 1/2 Prozent) und einen Zuwachs der Nettreiseverkehrseinnahmen (um 80 Mio. Dollar oder 17 Prozent) — letzterer trotz einer merklichen Abschwächung der Zuwachsrates (nur 2 Prozent) bei den Ausländerübernachtungen.

Der massive Kapitalzufluß in die Schweiz rührte in gewissem Ausmaß von der relativen Verringerung des Zinsniveaus im Ausland seit Ende 1970, aber in erster Linie von Wechselkursbewertungen her. Da Angaben nur begrenzt verfügbar sind, kann der Saldo der Kapitalverkehrsbilanz nur als Differenz zwischen der laufenden Rechnung und der Veränderung der zentralen Währungsreserven sowie der Auslandsposition der Geschäftsbanken kalkuliert werden. Berücksichtigt man jedoch die statistisch erfaßten Abflüsse langfristigen und mittelfristigen schweizerischen Kapitals, die vergangenes Jahr 1,1 Mrd. Dollar betragen (1970: 0,5 Mrd. Dollar), dann müssen

Mittelzuflüsse von mindestens 3,5 Mrd. Dollar stattgefunden haben. Dies entspricht fast 15 Prozent des schweizerischen Bruttosozialprodukts von 1971. Obwohl die schweizerischen Behörden eine Reihe von Maßnahmen zur Drosselung der Kapitalzuflüsse ergriffen haben (siehe Kapitel IV), konnte die Repatriierung von schweizerischem Kapital, die offensichtlich einen großen Teil des gesamten Zuflusses ausmachte, nicht verhindert werden.

*Österreich.* Das Außenhandelsdefizit stieg im vergangenen Jahr weiterhin stark an und überschritt die Marke von 1 Mrd. Dollar, aber die Zunahme des Überschusses bei Dienstleistungen und Übertragungen um fast 40 Prozent glich dies zu einem erheblichen Teil aus. Die Verbesserung bei den unsichtbaren Leistungstransaktionen, deren Nettoeinnahmen sich auf den Rekordbetrag von 1 Mrd. Dollar (1970: 0,7 Mrd. Dollar) beliefen, ging hauptsächlich auf den sehr günstigen Trend im Reiseverkehr zurück. Trotz der Passivierung der laufenden Rechnung und des langfristigen Kapitalverkehrs wies Österreich 1971 in seiner Gesamtbilanz mit 135 Mio. Dollar einen Überschuss aus, der größer als 1970 war. Dies rührte von kurzfristigen Kapitalzuflüssen her, die großenteils der Aufwertung des Schillings im Mai vorausgingen und meistenteils statistisch nichterfaßte Einnahmen aufgrund von Verschiebungen der Zahlungsfristen darstellten.

Österreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

Jahr	Warenhandel			Dienstleistungen und Übertragungen	Saldo der laufenden Posten	Nettokapitalbewegungen		SZR-Zuteilungen	Saldo der Gesamtbilanz
	Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo			langfristig	kurzfristig <sup>2</sup>		
Millionen US-Dollar <sup>3</sup>									
1969	2 415	2 850	- 435	+ 535	+ 100	- 25	+ 30	-	+ 105
1970	2 860	3 580	- 720	+ 710	- 10	+ 15	+ 80	+ 30	+ 95
1971	3 175	4 245	-1 070	+ 980	- 90	- 20	+ 225	+ 20	+ 135 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> Umrechnung zu monatsdurchschnittlichen Kassakursen. <sup>4</sup> Gold und goldgesicherte zentrale Nettoreserveguthaben noch zur Parität auf der Basis von 35 Dollar je Unze bewertet.

Das Wachstum der Warenausfuhren hat sich 1971 (auf der Basis der Zollstatistik) beträchtlich abgeschwächt und erreichte nur 6 Prozent (1970: 18 Prozent). Im einzelnen blieben die Exporte in die osteuropäischen Länder praktisch unverändert (1970: +13 Prozent), und diejenigen in die EWG-Länder wuchsen nur noch um 5 Prozent (1970: 13 Prozent). Die Ausfuhren in die EFTA-Länder dagegen, vor allem die in das Vereinigte Königreich und in die Schweiz, nahmen schneller als vorher zu. Bei den Verkäufen von Fertigwaren konnte das Tempo nicht beibehalten werden, und die Rohstoffexporte gingen sogar zurück, teilweise wegen Engpässen bei Stromlieferungen.

Das Wachstum der Importe schwächte sich merklich auf 13 Prozent ab. Im Ergebnis betrug die Einkommenselastizität der Importe, die sich 1970 auf 1,9 belaufen hatte, 1971 1,2; dies ist annähernd der gleiche Koeffizient wie im langfristigen Durchschnitt des vorhergehenden Zehnjahreszeitraums. Eine starke Verlangsamung der Lagerbildung im vergangenen Jahr betraf insbesondere die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfertigprodukten. Es ist interessant festzuhalten, daß sich trotz der Stärkung des Schillings im vergangenen Jahr — seine effektive Aufwertung gegenüber der gesamten Welt betrug schätzungsweise 3½ Prozent — das reale Austauschverhältnis

für Österreich weiterhin ungünstig entwickelte; es verschlechterte sich von 1969 bis 1971 um nahezu 7 Prozent, und diese Entwicklung kehrte sich erst im zweiten Halbjahr 1971 um. Die Importpreise stiegen 1971 weiter um annähernd 4 Prozent an, wohingegen die Exportpreise nur eine geringe Veränderung aufwiesen; die Zunahme der Ausfuhr war daher ausschließlich mengenmäßig bedingt.

Im ersten Quartal 1972 befand sich die Gesamtbilanz nahezu im Gleichgewicht, verglichen mit einem leichten Überschuß in der entsprechenden Vorjahresperiode. Das Defizit der laufenden Rechnung, das mit rund 80 Mio. Dollar etwa gleich groß wie im Jahr zuvor war, ist durch Zufüsse vor allem kurzfristigen Kapitals und durch die SZR-Zuteilung von 30 Mio. Dollar ausgeglichen worden.

*Dänemark.* Wachsende Außenhandelsdefizite in den späten sechziger Jahren haben die Behörden genötigt, seit 1969 eine weitgehend restriktive fiskal- und kreditpolitische Linie zu verfolgen. Diese Politik scheint im vergangenen Jahr die ersten Früchte getragen zu haben, als sich vom Sommer an die Handelsbilanz schrittweise verbesserte. Außerdem trug die im Oktober vorgenommene Einführung einer 10prozentigen Importsondersteuer dazu bei, die Ergebnisse des Schlußquartals zu begünstigen. Hatte das Handelsbilanzdefizit im ersten Halbjahr 425 Mio. Dollar betragen, so schrumpfte es in der zweiten Jahreshälfte über das saisonbedingte Maß hinaus auf 245 Mio. Dollar. Bei anhaltenden Überschüssen in den „unsichtbaren“ Transaktionen und im Kapitalverkehr wies die Gesamtbilanz 1971 einen Überschuß von 165 Mio. Dollar auf, verglichen mit 30 Mio. Dollar 1970.

Die Ausfuhren stiegen 1971 (nach der Zollstatistik) um 8 Prozent und damit etwas weniger als 1970. Mehr als 60 Prozent der Zunahme gingen auf ein erhöhtes Exportvolumen zurück. Die Einfuhren erhöhten sich wertmäßig um 3 Prozent; da aber die Preise um 6 Prozent anzogen, hat das Importvolumen beträchtlich abgenommen. Die Verschlechterung der Terms of trade rührte zum großen Teil von den Preistrends für gewerbliche Produkte, aber eindeutig auch von erheblichen Preiserhöhungen bei Brennstoffen her.

Der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz hielt sich auf der gleichen Höhe wie 1970: eine starke Ausweitung des Defizits der Kapitalertragsbilanz — eine Folge umfangreicher Kreditaufnahmen in den Jahren 1969 und 1970 — ist durch eine entsprechende Verbesserung der Nettoreiseverkehrsinnahmen ausgeglichen worden.

Die Nettokapitalzufüsse waren vergangenes Jahr wieder recht beachtlich. Zwar verringerten sich die privaten Nettokapitalimporte um rund 0,1 auf 0,3 Mrd. Dollar, aber dies wurde durch erhöhte Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors überkompensiert.

*Norwegen.* Bei lebhafter inländischer Verbrauchskonjunktur, schwacher Auslandsnachfrage nach norwegischen Waren und ungünstigen Entwicklungen auf dem Schiffssektor, stieg das Defizit der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz 1971 auf eine Rekordhöhe. Allerdings führten erhebliche kurz- und langfristige Kapitalzufüsse dazu, daß die Gesamtbilanz übers Jahr gesehen eine leichte Verbesserung aufwies.

Nordeuropäische Länder: Zahlungsbilanzen<sup>1</sup>

	Jahr	Warenhandel			Dienstleistungen und Übertragungen	Saldo der laufenden Posten	Nettokapitalbewegungen <sup>2</sup>	SZR-Zuteilungen	Saldo der Gesamtbilanz <sup>3</sup>
		Ausfuhr (fob)	Einfuhr (cif)	Saldo					
Millionen US-Dollar <sup>4</sup>									
Dänemark . . . . .	1969	2 985	3 615 <sup>5</sup>	- 630	+ 220	- 410	+ 330	--	- 80
	1970	3 320	4 080 <sup>5</sup>	- 760	+ 220	- 540	+ 545	+ 25	+ 30
	1971	3 645	4 315 <sup>5</sup>	- 670	+ 220	- 450	+ 585	+ 30	+ 165
Finnland . . . . .	1969	1 975	2 030	- 55	+ 75	+ 20	+ 30	--	+ 50
	1970	2 295	2 645	- 350	+ 110	- 240	+ 300	+ 20	+ 80
	1971	2 350	2 810	- 460	+ 115	- 345	+ 510	+ 20	+ 185
Norwegen . . . . .	1969	2 230	2 995	- 765	+ 920	+ 155	- 210	--	- 55
	1970	2 475	3 720	- 1 245	+ 1 065	- 180	+ 305	+ 25	+ 150
	1971	2 575	4 100	- 1 525	+ 1 160	- 365	+ 510	+ 25	+ 170
Schweden . . . . .	1969	5 725 <sup>4</sup>	5 910	- 185	- 25	- 210	- 120	--	- 330
	1970	6 820 <sup>4</sup>	7 005	- 185	- 120	- 305	+ 385	+ 35	+ 115
	1971	7 455 <sup>4</sup>	7 075	+ 380	- 195	+ 185	+ 80	+ 35	+ 310

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> Gold und goldgesicherte zentrale Nettoreseryeguthaben noch zur Parität auf der Basis von 35 Dollar je Unze bewertet. <sup>4</sup> Umrechnung bis zum dritten Quartal 1971 zur Parität und im vierten Quartal zum durchschnittlichen Kassakurs. <sup>5</sup> Importe fob. <sup>6</sup> Einschließlich Berichtigungsposten für nicht in der Zollstatistik erfaßten Außenhandel (netto).

Nach der Zollstatistik sind die Wareneinfuhren 1971 (ohne Schiffe) um fast 6½ Prozent gestiegen, verglichen mit 21 Prozent 1970. Diese Steigerung fand statt, obwohl die Importe für industrielle Zwecke wegen der Abschwächung der Lagerbildung nahezu stagnierten (1970 waren sie um rund 28 Prozent angewachsen und hatten in jenem Jahr fast 60 Prozent aller Importe bestritten). Die Zunahme der Konsumgüterimporte um 18 Prozent war größtenteils der mit einem 40prozentigen Wachstum ungemein kräftigen Automobileinfuhr zuzuschreiben. Dem Volumen nach erhöhten sich die gesamten Importe nur um rund 2 Prozent, da sich der Zuwachs der Einfuhrwerte zu 70 Prozent aus Preissteigerungen erklärte. Die Warenexporte (ohne Schiffe) stiegen dem Werte nach um 5 Prozent (1970: 14½ Prozent); der Rückgang des Zuwachses resultierte hauptsächlich aus negativen Entwicklungen bei traditionellen Exportgütern wie Metallen und Zellstoff. Da die Ausführpreise ebenfalls um 5 Prozent anzogen, hat sich das Exportvolumen nicht verändert. Die Handelsbilanz ist vor allem durch die Ergebnisse im Schiffssektor tangiert worden: die Importe von Schiffen nahmen um 27 Prozent zu, wohingegen die Exporte um fast 15 Prozent zurückgingen.

Der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz war etwas größer als 1970, und zwar hauptsächlich, weil die Nettofrachteinnahmen auf ein Rekordniveau von 1,1 Mrd. Dollar stiegen.

Die gesamten Nettokapitalzuflüsse beliefen sich auf 0,5 Mrd. Dollar. Was die langfristigen Kapitalbewegungen anbelangt, so war der Umschwung von Nettorückzahlungen 1969 zu bedeutenden Nettozuflüssen 1971 das Ergebnis einer starken Zunahme der privaten Kreditaufnahmen im Ausland (Schiffssektor und andere Branchen). Da die Mittelbeschaffung im Ausland nun leichter und attraktiver wurde, erwies es sich vergangenes Jahr als notwendig, in bestimmten Fällen die Genehmigung für solche Kreditaufnahmen zu verweigern. Die kurzfristigen Kapitalzuflüsse sind deutlich durch Wechselkursbewegungen beeinflusst worden, wobei Reedereien und andere Unternehmen kurzfristig fällige Dollarguthaben in Kronen umwechselten.

*Schweden.* Der Zahlungsbilanzüberschuß im vergangenen Jahr spiegelte deutlich den inländischen Konjunkturabschwung wider. Darüber hinaus scheint sich jedoch die grundlegende Außenwirtschaftssituation allmählich gebessert zu haben, und nach der Wechselkursneuordnung im Dezember 1971 dürfte eine weitere leichte Verbesserung zu erwarten sein. Der Überschuß der Gesamtbilanz, der sich 1971 auf 310 Mio. Dollar stellte, verglichen mit einem solchen von 115 Mio. Dollar 1970 und einem Defizit von 330 Mio. Dollar 1969, ging auf Überschüsse der laufenden Rechnung und der Kapitalbilanz zurück.

Nachdem die Bilanz der laufenden Posten seit 1965 durchweg defizitär gewesen war und 1970 eine besonders ausgeprägte Verschlechterung aufgewiesen hatte (Defizit von 305 Mio. Dollar), ergab sich 1971 ein Umschwung um ungefähr 0,5 Mrd. Dollar zu einem Überschuß von 185 Mio. Dollar. Dieser ist ausschließlich durch die Verbesserung der Handelsbilanz bewirkt worden, die mit einem Außenhandelsüberschuß von 380 Mio. Dollar abschloß, gegenüber einem Defizit von 185 Mio. Dollar 1970. Das Defizit bei den „unsichtbaren“ Transaktionen erhöhte sich um 75 Mio. Dollar auf den Rekordbetrag von 195 Mio. Dollar, was zum großen Teil durch die Zunahme des Reiseverkehrsdefizits sowie durch die Verschlechterung des Saldos der Kapitalertragsbilanz verursacht worden ist.

Der Zollstatistik nach stiegen die Ausfuhren 1971 wertmäßig um fast 9 Prozent, während das Volumen um rund  $3\frac{1}{2}$  Prozent zunahm. Im Gegensatz hierzu änderten sich die Einfuhren dem Werte nach nicht, gingen aber volumenmäßig um 5 Prozent zurück. Das reale Austauschverhältnis blieb daher das gleiche, und der Anstieg des Deckungsverhältnisses der Importe durch die Exporte von 97 Prozent 1970 auf 105 Prozent 1971 ist weitgehend durch Volumensänderungen zu erklären. Die Ausfuhren von Eisen, Stahl und Zellstoff gingen sogar zurück, wohingegen diejenigen von anderen Rohstoffen und Stapelwaren wenig Änderungen aufwiesen. Der gesamte Zuwachs entfiel daher vor allem auf Erzeugnisse des Maschinenbaus; darunter vergrößerten sich die Exporte von Maschinen um 13 Prozent und die von Transportausrüstungen um 19 Prozent. Insbesondere die Ausfuhr von Kraftfahrzeugen stieg stark an — um 24 Prozent —, zumal die schwache Inlandsnachfrage eine Erhöhung der Automobilverkäufe in die Vereinigten Staaten möglich machte (Personenwagen stellen über 30 Prozent aller amerikanischen Bezüge aus Schweden dar). Während die Einfuhren 1970 in die Höhe getrieben worden waren durch die Lageraufstockung von Rohstoffen und Fertigwaren — wovon Schweden einen großen Teil zu importieren hat —, ließen sie 1971 nach, weil sich die Lagerbildung stark verlangsamte und die inländische Konsumnachfrage schwach war.

Die Nettokapitalzuflüsse gingen um mehr als drei Viertel zurück: der Überschuß war mit 90 Mio. Dollar um fast 300 Mio. geringer als 1970. Dies war teilweise das Ergebnis der Lockerung von Devisenbeschränkungen, die zu einem erheblichen Anstieg der schwedischen Direktinvestitionen im Ausland führten, und teilweise auf die im vergangenen Jahr in Schweden vorgenommenen kreditpolitischen Entspannungen zurückzuführen.

Im ersten Quartal 1972 wies die Gesamtbilanz (einschließlich der SZR-Zuteilung von 35 Mio. Dollar) einen Überschuß von 215 Mio. Dollar auf, verglichen mit 85 Mio. Dollar im ersten Quartal 1971. Der Überschuß ist fast gänzlich durch Zuflüsse lang-

und kurzfristigen Kapitals verursacht worden. Die laufende Rechnung schloß bei rückläufigem Handelsbilanzüberschuß und steigendem Defizit der Dienstleistungen und Übertragungen mit einem Defizit von 8,5 Mio. Dollar ab, gegenüber einem Überschuß von 40 Mio. Dollar im ersten Quartal 1971.

*Finnland.* Die Schwäche der finnischen Exportmärkte und eine durch die Wirtschaftspolitik hervorgerufene inländische Konjunkturabflachung hatte 1971 erhebliche Auswirkungen auf die Außenwirtschaftssituation. Bei abnehmenden Ausführ- und Einfuhrmengen von Gütern und Dienstleistungen und einer Veränderung des realen Austauschverhältnisses zuungunsten Finnlands erhöhte sich das Defizit der laufenden Rechnung auf eine Rekordhöhe von 34,5 Mio. Dollar. Andererseits trug die knappe inländische Liquiditätslage zu den beachtlichen Kapitalzuflüssen von über 0,5 Mrd. Dollar bei. Im Ergebnis schloß die Gesamtbilanz mit einem Überschuß von 18,5 Mio. Dollar ab (1970: 80 Mio. Dollar).

Die Warenausfuhren nahmen 1971 (nach der Zollstatistik) um 2 Prozent zu, nachdem sie 1970 und 1969 um 16 bzw. 21 Prozent gestiegen waren; die Abnahme des Exportvolumens ist durch den Anstieg der Durchschnittswerte mehr als ausgeglichen worden. Die Einfuhren sind wertmäßig, nach erheblichen Zunahmen in den beiden vorhergehenden Jahren, 1971 nur um 6 Prozent gestiegen, wobei eine Erhöhung der Importpreise um 7½ Prozent von einem geringen Volumenrückgang begleitet war. Die Ausfuhren sind von einer Reihe ungünstiger Entwicklungen betroffen worden: Streiks in der Metall- und Maschinenindustrie, ein zeitweiser Rückgang der Lieferungen nach Osteuropa und ein sehr schwacher Trend der Weltnachfrage nach Produkten der Holzverarbeitung traf Finnland besonders schwer. Bei den Importen war die geringe wertmäßige Veränderung weitgehend durch den beträchtlichen Anstieg der Preise für Energieträger (32 Prozent) zu erklären. Eine starke Ausdehnung der Importe zum Jahresende hin ging teilweise auf eine sich beschleunigende Lagerbildung zurück, insbesondere von Konsumgütern, da die Abschaffung der Ergänzungsabgabe zur Umsatzsteuer erwartet wurde.

Die ungünstigen Außenhandelsergebnisse sind nur teilweise durch den Überschuß der Dienstleistungen und Übertragungen ausgeglichen worden. Die Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr erhöhten sich zwar beachtlich, wogen damit aber nur die gestiegenen Nettozins- und Dividendenzahlungen auf. Alles in allem nahm das Defizit der laufenden Rechnung um fast 50 Prozent zu. Angesichts dieser Entwicklungen ist die Aufwertung der Finnmark gegenüber dem US-Dollar bei der Wechselkursneuordnung im Dezember 1971 sehr gering gehalten worden, so daß sich gegenüber der gesamten Welt eine effektive Abwertung von rund 4 Prozent ergeben hat.

Die Kapitalzuflüsse waren hauptsächlich langfristiger Natur und spiegelten das hohe inländische Renditenniveau sowie die leichte Verfügbarkeit von Mitteln auf den internationalen Märkten wider.

*Spanien.* Die Abkühlung der Binnenkonjunktur trug 1971 zu einem eindrucksvollen Zahlungsbilanzergebnis bei. Große Überschüsse der laufenden Rechnung und der Kapitalbilanz ergaben einen Gesamtüberschuß (einschließlich der SZR-Zuteilung) von 1,3 Mrd. Dollar, gegenüber einem von 0,9 Mrd. Dollar 1970 und einem Defizit von 0,2 Mrd. Dollar 1969.

Spanien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

Jahr	Warenhandel (fob)			Dienstleistungen und Übertragungen	Saldo der laufenden Posten	Nettokapitalbewegungen		SZR-Zuteilungen	Saldo der Gesamtbilanz
	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo			langfristig	kurzfristig <sup>2</sup>		
Millionen US-Dollar <sup>3</sup>									
1969	1 995	3 865	- 1 870	+ 1 475	- 395	+ 505	- 330	-	- 220
1970	2 455	4 335	- 1 880	+ 1 955	+ 75	+ 675	+ 70	+ 40	+ 860
1971	3 025	4 535	- 1 510	+ 2 460	+ 950	+ 520	- 265	+ 45	+ 1 250

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis.    <sup>2</sup> Einschließlich Restposten der Zahlungsbilanz.    <sup>3</sup> Umrechnung zur alten Parität.

Die Warenausfuhr, Spaniens dynamischster Wirtschaftsfaktor im vergangenen Jahr, schnellte wertmäßig um 23 Prozent in die Höhe. Die Einfuhren nahmen dagegen nur um 4½ Prozent zu, so daß das Außenhandelsdefizit von fast 1,9 Mrd. Dollar 1970 auf 1,5 Mrd. Dollar 1971 zurückging. Die Nettoerlöse aus Dienstleistungen stiegen um 0,4 Mrd. Dollar auf 1,7 Mrd. Dollar an, wobei die Reiseverkehrseinnahmen mit 1,9 Mrd. Dollar den weitaus wichtigsten Posten darstellten. Waren- und Dienstleistungseinfuhren zusammen dehnten sich 1971 um 10 Prozent aus; die Einkommenselastizität der wertmäßigen Importe belief sich auf 0,7, verglichen mit einem Durchschnitt von 1,2 im Zeitraum 1966-1970; dieser Rückgang spiegelt sicherlich konjunkturelle Faktoren wider, er weist aber auch auf eine Verbesserung der grundlegenden Position hin. Bei den anderen „unsichtbaren“ Transaktionen erhöhten sich die Nettoeinnahmen aus Übertragungen — hauptsächlich Rimessen spanischer Gastarbeiter aus dem Ausland — auf 785 Mio. Dollar (1970: 660 Mio. Dollar). Der Überschuß der laufenden Rechnung betrug somit fast 1 Mrd. Dollar, verglichen mit weniger als 100 Mio. Dollar 1970 und einem durchschnittlichen Defizit von über 400 Mio. Dollar im Zeitraum 1965-1969.

Der Gesamtzuwachs der Exporte ging vor allem auf die gestiegenen Verkäufe nichtlandwirtschaftlicher Produkte (31 Prozent) zurück. Hierbei waren die Ausfuhren von Verbrauchs- und Investitionsgütern mit Wachstumsraten von 40 bzw. 33 Prozent die dynamischsten Komponenten. Diese beiden Warengruppen hatten 1961 Exporterlöse von 110 Mio. Dollar erbracht; 1971 waren es 1 290 Mio. Dollar. Auf der Importseite erklärte die inländische Investitionsflaute die Stagnation bzw. den Rückgang der Einfuhren von Investitionsgütern und Halbfertigwaren.

Was die Kapitalverkehrsbilanz anbetrifft, so waren die gesamten Zuflüsse in Höhe von 255 Mio. Dollar das Ergebnis von langfristigen Nettokapitalimporten (520 Mio. Dollar) und kurzfristigen Nettokapitalabflüssen (265 Mio. Dollar).

## IV. GOLD, RESERVEN UND DEWEISEN

### Gold: Produktion, Märkte und Reserven

Die Goldproduktion der Welt (ohne die Sowjetunion, die übrigen osteuropäischen Länder, Kontinentalchina und Nordkorea) ist nunmehr ungefähr sieben Jahre lang auf einem Niveau gewesen, auf dem sie zwischen etwas mehr als 40 und etwas weniger als 41,5 Mio. Unzen geschwankt hat. Nach einer Steigerung um 0,8 Mio. Unzen im Jahre 1970 nahm die Golderzeugung 1971 um 1,3 Mio. Unzen oder rund 3 Prozent ab. Damit fiel sie zurück auf eine Höhe von 40,1 Mio. Unzen, die bereits 1964 erreicht worden war. Der Produktionsrückgang im Jahre 1971 vollzog sich im wesentlichen in den drei Haupterzeugerländern, während in den übrigen Ländern die Goldproduktion alles in allem sehr wenig Änderungen aufwies. Die südafrikanische Goldförderung, die 1970 um 0,9 Mio. Unzen gestiegen war, ermäßigte sich 1971 um 0,7 auf 31,4 Mio. Unzen; dies war — abgesehen von einer Abnahme um 0,3 Mio. Unzen im Jahre 1967 — der erste Produktionsrückgang seit 1947. Die kanadische Golderzeugung verminderte sich um 0,2 Mio. Unzen, womit sich die schon im Jahre 1960 begonnene ständige Abwärtsbewegung fortsetzte. Die relativ größte Abnahme hatten die Vereinigten Staaten zu verzeichnen, deren Goldproduktion um 0,3 Mio. Unzen oder 17 Prozent fiel.

### Weltgolderzeugung

	1929	1940	1946	1953	1967	1968	1969	1970	1971
	1000 Unzen Feingold								
Südafrika . . . . .	10 412	14 046	11 927	11 941	30 535	31 169	31 276	32 146	31 398
Kanada . . . . .	1 928	5 333	2 849	4 056	2 986	2 743	2 545	2 409	2 208
Vereinigte Staaten . . . . .	2 057	4 863	1 462	1 971	1 526	1 539	1 717	1 790	1 492
Japan . . . . .	335	867	40	258	678	614	677	729	711
Ghana . . . . .	208	886	586	731	767	727	707	704	698
Australien . . . . .	427	1 644	824	1 075	805	786	699	622	635
Philippinen . . . . .	163	1 121	1	481	491	527	571	582	635
Rhodesien . . . . .	561	828	545	501	515	515	515	500	500
Mexiko . . . . .	855	883	420	483	165	177	181	198	200
Kolumbien . . . . .	137	632	437	437	258	240	219	202	180
Zaire (Kongo) . . . . .	158	562	332	371	153	172	177	181	175
Zusammen . . . . .	17 041	31 683	19 423	22 305	38 879	39 209	39 284	40 063	38 842
Sonstige Länder . . . . .	1 299	5 797	2 007	1 955	1 281	1 361	1 296	1 347	1 278
Geschätzte Welterzeugung <sup>1</sup>	18 340	37 460	21 430	24 260	40 160	40 570	40 580	41 410	40 120
	Millionen US-Dollar								
Wert der geschätzten Welterzeugung zu 35 Dollar je Feinunze . . . . .	640 <sup>2</sup>	1 310	750	850	1 405	1 420	1 420	1 450	1 405

<sup>1</sup> Ohne die Sowjetunion, die übrigen osteuropäischen Länder, Kontinentalchina und Nordkorea. <sup>2</sup> Zu dem damaligen amtlichen Preis von 20,67 Dollar je Feinunze 380 Millionen Dollar.

Der Rückgang der südafrikanischen Goldförderung um 2,3 Prozent war das Ergebnis einer mengenmäßigen Abnahme des verarbeiteten Golderzes um 1,1 Prozent und einer Verringerung des durchschnittlichen Goldgehaltes um 1,3 Prozent. Die letztgenannte Verringerung hing wahrscheinlich mit dem Anstieg der von der Industrie erzielten Durchschnittserlöse von 36,20 Dollar auf 40,40 Dollar je Feinunze zusammen, der zur Verarbeitung weniger ertragreicher Erze angereizt haben dürfte. Der höhere Goldpreis scheint auch die Kosten pro Tonne verarbeiteten Golderzes beeinflusst zu haben; sie stiegen um rund 7,5 Prozent an — die höchste Steigerungsrate seit den sechziger Jahren. Die Durchschnittsgewinne je Unze erhöhten sich von 12,40 Dollar um 14,3 Prozent auf 14,17 Dollar.

Die westliche Golderzeugung, bewertet zu 35 Dollar je Unze Feingold, sank von 1 450 Mio. Dollar im Jahre 1970 auf 1 405 Mio. Dollar im Jahre 1971. Andererseits scheinen zum erstenmal seit 1965 bedeutende Verkäufe durch kommunistische Länder stattgefunden zu haben, die auf ungefähr 100 Mio. Dollar geschätzt werden können. Das Gesamtangebot an neuem Gold stieg daher von 1 450 auf rund 1 500 Mio. Dollar. Da im gleichen Zeitraum die westlichen monetären Goldreserven, die 1970 um 280 Mio. Dollar aufgestockt worden waren, um 70 Mio. Dollar abnahmen, scheinen sich die Netto-Goldverkäufe auf dem freien Markt von 1 170 Mio. Dollar im Jahre 1970 auf 1 575 Mio. Dollar im Jahre 1971 erhöht zu haben.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzwerte)

	1968 April- Dezember	1969	1970	1971
Millionen US-Dollar, zu 35 Dollar je Unze				
Goldproduktion . . . . .	1 080	1 420	1 450	1 405
Verkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt) . . . . .	—	—	—	100
Insgesamt . . . . .	1 080	1 420	1 450	1 505
Veränderung der amtlichen Goldbestände westlicher Länder . . . . .	670	100	280	— 70
Verkäufe auf dem freien Markt* . . . . .	390	1 320	1 170	1 575

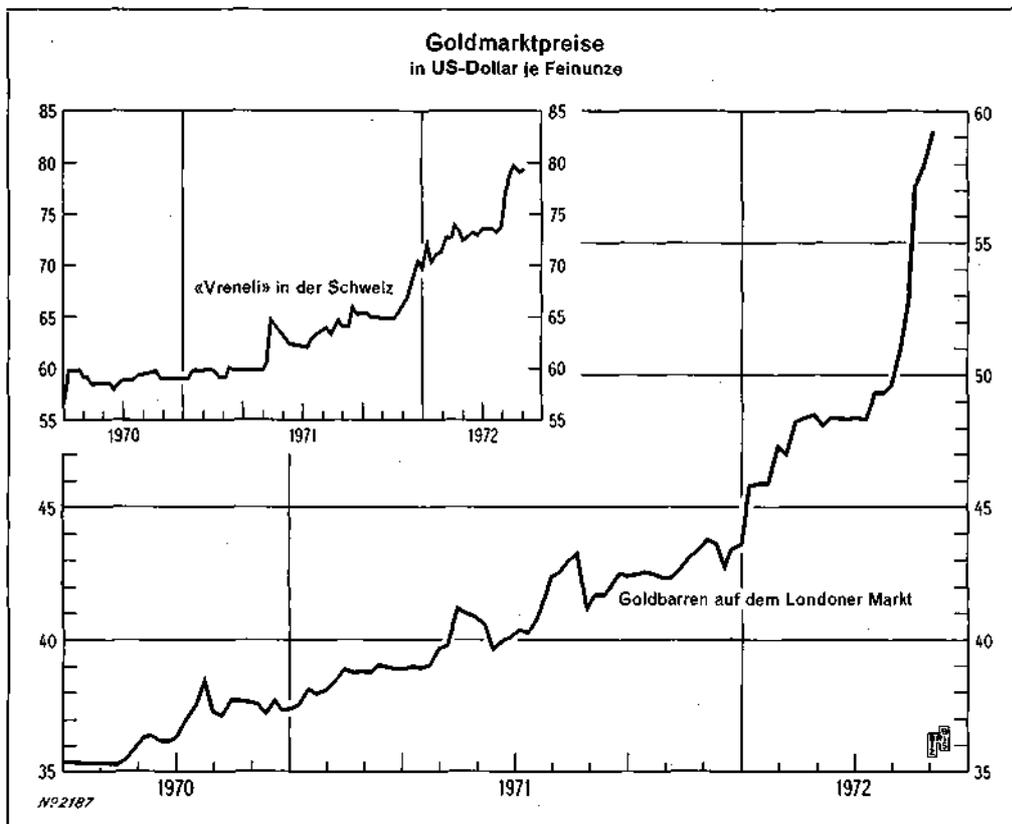
\* Als Rest ermittelt.

Die Zunahme der privaten Goldkäufe um 405 Mio. Dollar (wiederum gerechnet zu 35 Dollar je Unze), die trotz der Erhöhung des durchschnittlichen Goldmarktpreises von rund 36 Dollar je Unze im Jahre 1970 auf 40 Dollar im Jahre 1971 auftrat, war gänzlich auf eine durch die internationale Währungsunruhe bedingte spekulative Nachfrage zurückzuführen. Die anderen nichtmonetären Goldkäufe, nämlich für gewerbliche Zwecke und für die herkömmliche Goldhortung, scheinen dagegen um 150 bis 200 Mio. Dollar abgenommen zu haben, worin sich hauptsächlich eine geringere Nachfrage aus dem Nahen und Fernen Osten sowie rückläufige Käufe für die Schmuckherstellung widerspiegeln.

Die Entwicklung des Goldpreises am freien Markt war im Jahre 1971 trotz der erheblichen Zunahme des Goldmarktvolumens durch einen ziemlich stetigen Aufwärtstrend gekennzeichnet. Diesem folgte in den ersten fünf Monaten von 1972 eine steile Aufwärtsbewegung des Preises: die Notierungen stiegen von unter 44 Dollar zu

Beginn des Jahres auf fast 60 Dollar je Unze Ende Mai an. Während 1971 die Richtung der Goldpreisentwicklung in erster Linie durch Veränderungen auf der Nachfrageseite bestimmt worden ist, ging der jüngste sehr steile Anstieg der Notierungen auch auf eine Verringerung des Angebots zurück.

Während der letzten zwei Monate des Jahres 1970 hatte der Goldpreis um 37,5 Dollar je Unze geschwankt. Zu Beginn des Jahres 1971 jedoch führte ein Wiederaufleben des gewerblichen Bedarfs und der Nachfrage aus dem Nahen und Fernen Osten zu einer festen Notierung. Der Londoner Fixing-Preis stieg auf 39 Dollar Mitte Februar und hielt sich in der Nähe dieses Niveaus, bis gegen Ende April die zunehmenden Spannungen auf den Devisenmärkten die Notierungen abermals nach oben zu drücken begannen. Sie erreichten am 14. Mai einen Höchststand von 41,75 Dollar, fielen jedoch Mitte Juni auf unter 40 Dollar zurück, als die Devisenmärkte sich wieder beruhigten.



Die Aufwärtsbewegung setzte allerdings bald erneut ein, und im Zuge des zunehmenden Druckes auf den US-Dollar an den Devisenmärkten stieg der Goldpreis in der zweiten Julihälfte steiler an. Als bekannt wurde, daß der Unterausschuß des amerikanischen Kongresses für internationalen Handels- und Zahlungsverkehr zu dem Schluß gekommen war, daß der Dollar überbewertet sei, kletterte der Goldpreis auf eine Rekordhöhe von fast 44 Dollar am 9. August. Nach den Weigerungen der USA, den amtlichen Dollarpreis des Goldes zu ändern, fielen die Marktnotierungen

Ende August auf rund 41 Dollar. Im Verlauf des Septembers erholten sie sich wieder auf 42,5 Dollar und blieben bis zur zweiten Novemberwoche ungefähr auf dieser Höhe. Zu diesem Zeitpunkt hatten die zunehmenden politischen Spannungen zwischen Pakistan und Indien, zusammen mit einigen echten Anzeichen dafür, daß schließlich doch eine Änderung der Goldparität des Dollars vorgenommen werden könnte, zu einer erneuten Marktbefestigung geführt. Kurz nach dem Treffen der Zehnergruppe in Rom erreichten die Notierungen, am 6. Dezember, nahezu 44 Dollar und schwankten während des restlichen Monats um 43,5 Dollar. Der vergleichsweise hohe Goldpreis behauptete sich das vierte Quartal hindurch, obwohl das Angebot von neuem Gold erheblich zugenommen hatte. Es stammte aus Südafrika, das zusätzlich zu seiner laufenden Produktion Gold aus seinen Währungsreserven am Markt verkaufte.

Anfang 1972 haben die Erwartungen, dass die Auswirkungen der Rand-Abwertung auf die Zahlungsbilanz Südafrikas zu einer Abnahme seiner Goldverkäufe führen könnten — tatsächlich sind die Verkäufe zu Lasten der südafrikanischen Goldreserven nach der Jahreswende praktisch eingestellt worden —, zusammen mit einer erneuten Dollarschwäche auf den Devisenmärkten zu einem weiteren starken Anstieg des Marktpreises des Goldes beigetragen. Der Londoner Fixing-Preis stieg von 43,85 Dollar zu Beginn des Jahres auf einen neuen Höchststand von 49,25 Dollar Anfang Februar. Danach bewegte er sich bis zur zweiten Aprilwoche um 48,25 Dollar. Zu diesem Zeitpunkt begann ein weiterer und noch steilerer Anstieg, der am 17. Mai zu einem Preis von 57,75 Dollar je Unze führte. Ende Mai war er mit fast 60 Dollar sogar noch höher, ein Niveau, das um wesentlich mehr als 50 Prozent über dem neuen amtlichen Dollarpriß des Goldes lag.

Eine Reihe von Faktoren hat den jüngsten sehr raschen Anstieg des Marktpreises für Gold bedingt. Auf der Angebotsseite spielte nicht nur eine Rolle, daß Südafrika (erstmalig seit drei Jahren) etwas weniger als seine gesamte laufende Goldproduktion an den Markt brachte, sondern auch, daß Südafrikas Goldförderung selbst ungefähr 8 Prozent unter dem Niveau des Vorjahres lag. Auf der Nachfrageseite scheinen Käufe sowohl dadurch angeregt worden zu sein, daß die Veränderung der Angebotssituation realisiert wurde — ebenso wie die Tatsache, daß Südafrika im bisherigen Verlauf des Jahres sehr wenig seines Zahlungsüberschusses in Gold angelegt hat — als auch durch die Entwicklung in Vietnam.

Die monetären Goldbestände der westlichen Länder haben 1971, zu jeweiligen Dollarkursen bewertet, um 3,5 Mrd. Dollar auf insgesamt 44,8 Mrd. Dollar am Jahresende zugenommen. Dies war jedoch weniger, als die Höherbewertung des Goldes im Verhältnis zum Dollar ausmachte. Tatsächlich verringerten sich die westlichen amtlichen Goldbestände, bewertet zu 35 Dollar je Unze, 1971 um 70 Mio. Dollar, nachdem sie 1970 um 280 Mio. Dollar gestiegen waren. Diese Abnahme — sie war die erste seit der Aufhebung der Vereinbarungen über den Goldpool im Jahre 1968 — kam dadurch zustande, daß Südafrika, das genötigt war, 255 Mio. Dollar seiner Goldreserven in Anspruch zu nehmen, lediglich 165 Mio. Dollar an den IWF verkaufte bzw. übertrug und den Rest am freien Goldmarkt unterbrachte. Aufgrund der Ende 1969 mit dem IWF getroffenen Vereinbarung kann Südafrika dem Fonds (zu 35 Dollar pro Unze) jene die laufende Goldproduktion übersteigenden Goldbeträge

Weltgoldreserven

	Veränderung			Bestand Ende 1971
	1969	1970	1971	
	Millionen US-Dollar			
Vereinigte Staaten . . . . .	+ 970	- 785	- 865	10 205
Vereinigtes Königreich . . . . .	- 5	- 125	- 575	775
Übriges Westeuropa . . . . .	- 745	- 435	+ 510	19 755
davon				
Belgien . . . . .	- 5	- 50	+ 75	1 545
Deutschland (BR) . . . . .	- 460	- 100	+ 100	4 075
Frankreich . . . . .	- 330	- 15	- 10	3 525
Italien . . . . .	+ 30	- 70	- 5	2 885
Niederlande . . . . .	+ 25	+ 70	+ 120	1 910
Schweden . . . . .	-	- 25	-	200
Schweiz . . . . .	+ 20	+ 90	+ 175	2 910
Sonstige . . . . .	- 25	- 335	+ 55	2 705
Kanada . . . . .	+ 10	- 80	+ 5	795
Japan . . . . .	+ 60	+ 120	+ 145	680
Latelamerika . . . . .	+ 55	- 5	- 55	1 030
Naher Osten . . . . .	- 35	- 80	+ 35	1 010
Übriges Asien . . . . .	- 20	- 30	- 30	675
Afrika . . . . .	- 90	- 470	- 255	810
darunter				
Südafrika . . . . .	- 130	- 450	- 255	410
Australien . . . . .	+ 5	- 25	+ 20	260
Sonstige Länder . . . . .	- 15	- 30	+ 5	130
Alle Länder zusammen . . . . .	+ 190	- 1 945	- 1 060	36 125
Internationale Institutionen . . . . .	- 90	+ 2 225	+ 990	5 095
davon				
BIZ . . . . .	- 130	+ 200	+ 590	310
Europäischer Fonds . . . . .	+ 20	- 5	+ 10	55
IWF . . . . .	+ 20	+ 2 030	+ 390	4 730
Insgesamt (zu 35 Dollar je Feinunze) . . . . .	+ 100	+ 280	- 70	41 220
Aufwertungseffekt insgesamt . . . . .	-	-	+ 3 535	3 535
davon bei Beständen der				
Länder . . . . .	-	-	+ 3 095	3 095
internationalen Institutionen . . . . .	-	-	+ 440	440
Insgesamt (einschliesslich Aufwertungseffekt) . . . . .	-	-	+ 3 465	44 755

anbieten, die verkauft werden müssen, um ein Zahlungsbilanzdefizit zu finanzieren. Während der ersten sieben Monate des Jahres beliefen sich die Verkäufe Südafrikas aus seinen Goldreserven auf 155 Mio. Dollar, und obwohl der Goldpreis am freien Markt einen erheblichen Aufschlag aufwies, sind 135 Mio. Dollar an den IWF und nur 20 Mio. Dollar (gerechnet zu 35 Dollar je Unze) an den freien Markt verkauft worden. In den letzten fünf Monaten des Jahres jedoch, als der Dollar offiziell inkonvertibel war und der Aufschlag des Goldpreises am freien Markt weit mehr als 20 Prozent betrug, placierte Südafrika seine gesamten aus den Goldbeständen vorgenommenen Verkäufe in Höhe von 70 Mio. Dollar auf dem freien Markt.

Die verhältnismäßig geringe Veränderung der gesamten Goldreserven (be-wertet zu 35 Dollar je Unze) war, wie bereits 1970, das Nettoergebnis von zwei recht umfangreichen und gegenläufigen Bewegungen. Die Goldbestände der westlichen Län-der, die 1970 um 1 945 Mio. Dollar gefallen waren, nahmen 1971 um weitere 1 060 Mio. Dollar auf 36 125 Mio. Dollar ab, während diejenigen der internationalen Währungs-institutionen, die bereits 1970 um 2 225 Mio. Dollar gestiegen waren, 1971 um weitere

990 Mio. Dollar aufgestockt worden sind. Die Goldbestände des Internationalen Währungsfonds erhöhten sich um 390 Mio. Dollar, was hauptsächlich das Ergebnis folgender Transaktionen war: 480 Mio. Dollar Gold erhielt der IWF als Rückzahlung von Ziehungen, 135 Mio. Dollar kaufte er von Südafrika, 100 Mio. Dollar gingen als Goldsubskriptionszahlungen ein, 25 Mio. Dollar erhielt der Fonds von den USA und dem Vereinigten Königreich für frühere Goldeinlagen zurück, und 385 Mio. Dollar Gold verkaufte der IWF gegen Devisen. Die Goldkassaposition der BIZ wechselte von einem negativen Saldo Ende 1970 (280 Mio. Dollar) zu einem positiven Saldo Ende 1971 (310 Mio. Dollar).

Abgesehen von Südafrika wiesen nur die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich eine erhebliche Abnahme ihrer Goldvorräte auf. Die Verringerung der amerikanischen Goldbestände um 865 Mio. Dollar war größtenteils das Ergebnis von Verkäufen an europäische Länder, während an die übrige Welt nur 70 Mio. Dollar abgegeben wurden. Die Haupttransaktionen waren Käufe von 475 Mio. Dollar durch Frankreich im Zusammenhang mit Rückzahlungen an den IWF sowie von 175 bzw. 110 Mio. Dollar durch die Schweiz und Belgien zu Reservezwecken. Im Verkehr mit Ländern außerhalb der Zehnergruppe bestanden die größten Goldtransaktionen der USA darin, daß sie von Burma Gold kauften (42 Mio. Dollar) und an den Libanon und Singapur Gold verkauften (35 bzw. 30 Mio. Dollar). Die Abnahme der monetären Goldbestände des Vereinigten Königreichs um 575 auf 775 Mio. Dollar stand in scharfem Gegensatz zur starken Verbesserung der gesamten Reserveposition des Landes.

Die Goldreserven der übrigen Zehnergruppenländer erhöhten sich um 605 Mio. Dollar. Dabei ging der Anstieg der schweizerischen Goldbestände um 175 Mio. Dollar auf Käufe vom US-Schatzamt zurück, während die Zugänge von 145 bzw. 100 Mio. Dollar bei Japan und Deutschland größtenteils aus Verkäufen des IWF herrührten. Die Niederlande und Belgien, deren Goldvorräte um 120 bzw. 75 Mio. Dollar stiegen, erhielten Gold sowohl vom Fonds als auch vom US-Schatzamt.

Im ersten Quartal 1972 haben sich die amtlichen Goldbestände schätzungsweise wenig geändert. Es fanden jedoch weitere Übertragungen in Höhe von insgesamt 615 Mio. Dollar (bewertet zu 35 Dollar je Unze) von Ländern an internationale Institutionen statt. Die hauptsächlichsten Transaktionen waren Übertragungen von 545 Mio. Dollar von den Vereinigten Staaten an den IWF. Von diesem Betrag stellten 400 Mio. Dollar einen Wiederverkauf von Gold an den IWF dar, von dem es die USA 1956–1960 erworben hatten, während es sich bei den übrigen 145 Mio. Dollar um den Abzug von Gold durch den IWF handelte, das dieser bei der Federal Reserve Bank von New York angelegt hatte, um die Goldverluste abzumildern, die die USA im Zusammenhang mit den Goldsubskriptionen anderer Länder aus Anlaß der 1965/66 durchgeführten allgemeinen IWF-Quotenerhöhung erlitten hatten.

### **Das Wachstum der Weltwährungsreserven**

1971 wird im Hinblick auf das Wachstum der Weltwährungsreserven wahrscheinlich als ein gänzlich aus dem Rahmen fallendes Jahr in die Geschichte eingehen. Die gesamten zentralen Währungsreserven der Länder in Form von Gold, Devisen, Reservepositionen im IWF und Sonderziehungsrechten haben im Verlaufe

von 1971 um 43 Prozent oder 39,4 Mrd. Dollar (zu jeweiligen Dollarkursen gerechnet) zugenommen. Das hat den bisher höchsten Zuwachs von 18 Prozent oder 14,3 Mrd. Dollar, der gerade erst im Vorjahr zu verzeichnen war, völlig in den Schatten gestellt.

Veränderung der Weltwährungsreserven

	Gold	Devisen	Reservepositionen im IWF	SZR	Insgesamt
	Millionen US-Dollar				
<b>Zehnergruppenländer</b>					
1969 .....	+ 310	- 1 475	+ 135	-	- 1 030
1970 .....	- 975	+ 8 535	+ 540	+ 2 340	+ 10 440
1971 .....	+ 1 695	+ 25 775	- 835	+ 2 465	+ 29 100
<b>Übrige Industrieländer</b>					
1969 .....	- 145	+ 495	+ 85	-	+ 435
1970 .....	- 905	+ 1 680	+ 60	+ 305	+ 1 240
1971 .....	+ 110	+ 5 400	+ 30	+ 270	+ 5 810
<b>Entwicklungsländer</b>					
1969 .....	+ 25	+ 1 425	+ 20	-	+ 1 470
1970 .....	- 165	+ 1 965	+ 370	+ 480	+ 2 650
1971 .....	+ 230	+ 3 775	+ 5	+ 520	+ 4 530
<b>Alle Länder</b>					
1969 .....	+ 190	+ 445	+ 240	-	+ 875
1970 .....	- 1 945	+ 12 180	+ 970	+ 3 125	+ 14 330
1971 .....	+ 2 035	+ 34 950	- 800	+ 3 255	+ 39 440
davon: Aufwertungseffekt .....	+ 3 095	+ 1 300*	+ 545	+ 505	+ 5 445*

\* Geschätzt.

Nach Schätzungen dürften ungefähr 5,4 Mrd. Dollar der Reservezunahme zu erklären sein durch die Höherbewertungen der Nichtdollar-Reserveguthaben im Verhältnis zum Dollar infolge der Wechselkursänderungen. Diese Höherbewertungen waren bei den Goldreserven auf 3,1 Mrd. Dollar zu veranschlagen, und bei den Reservepositionen im IWF sowie bei den SZR-Beständen betrugen sie jeweils 0,5 Mrd. Dollar. Die Auswirkungen auf die nicht auf Dollar lautenden Devisenreserven können nicht genau beziffert werden; sie dürften, grob geschätzt, bei 1,3 Mrd. Dollar liegen. Ohne die Effekte der Wechselkursänderungen kann daher die letztjährige Zunahme der Weltwährungsreserven auf etwa 34 Mrd. Dollar veranschlagt werden.

Andererseits waren 1971 auch eine Anzahl von Faktoren wirksam — so vor allem die Rückzahlungen offizieller Währungsschulden —, die die Zunahme der Weltwährungsreserven bremsten. Erstens bewirkte die Rückzahlung der noch verbliebenen Zentralbankverschuldung durch das Vereinigte Königreich eine Kontraktion um 1,3 Mrd. Dollar. Zweitens hatten auch die englischen und französischen Schuldentrückzahlungen an den IWF einen vermindernenden Effekt von 3,3 Mrd. Dollar. Die tatsächlichen Rückzahlungen betrugen zwar nur 2,3 Mrd. Dollar, aber die Auswirkungen auf die Weltwährungsreserven waren deshalb größer, weil die Tilgungen teilweise zu Lasten der Goldvorräte der USA und deren Reserveposition im IWF vorgenommen wurden. Drittens nahmen die in den Reserven enthaltenen Devisenbestände der Schweizerischen Nationalbank, die aus Jahresendswaps mit den schweizerischen

Geschäftsbanken stammten, von 0,9 Mrd. Dollar (Ende 1970) auf Null (Ende 1971) ab. Die gesamte Wirkung dieser Faktoren belief sich auf 5,5 Mrd. Dollar, das heißt, sie gleichen die Höherbewertung der Nichtdollarreserven im Zusammenhang mit den letztjährigen Wechselkursänderungen ungefähr aus.

Bei der Ausdehnung der Währungsreserven waren wie im Vorjahr die Devisen das vorherrschende Element. Der enorme Anstieg der gesamten Devisenreserven war in erster Linie natürlich das Ergebnis des Defizits in der Grundbilanz der Vereinigten Staaten und der Flucht von Geldern aus diesem Land. Die amerikanischen zentralen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden sind in der Tat 1971 um 27,4 Mrd. Dollar angestiegen. Hinzu kommt, dass ausländische Währungsbehörden einen Teil der ihnen zugeflossenen Dollars auf Märkten außerhalb der Vereinigten Staaten anlegten; und in dem Maße, wie diese Gelder außerhalb der USA weiterverliehen und von den Kreditnehmern in andere Währungen umgewechselt wurden, führten sie zu weiteren Reserveerhöhungen. Das Wachstum der Devisenreserven aller Länder (ohne USA) überstieg somit die Erhöhung der US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden um 7,9 Mrd. Dollar. Hiervon gingen 2,2 Mrd. Dollar — darunter rund 0,5 Mrd. Dollar aufgrund von Höherbewertungseffekten — auf den Anstieg der Sterlinganlagen ausländischer Währungsbehörden im Vereinigten Königreich (ohne diejenigen der Vereinigten Staaten) zurück. Von den verbleibenden 5,7 Mrd. Dollar dürften schätzungsweise etwa 0,8 Mrd. Dollar Höherbewertungseffekten zuzuschreiben sein. Es scheint daher, daß ohne diese Bewertungseffekte fast 5 Mrd. Dollar des letztjährigen Anstiegs der gesamten Devisenreserven das Ergebnis sowohl einer Diversifizierung von Reserven aus dem Dollar in andere Währungen (ohne Pfund Sterling) als auch der Placierungen amtlicher Währungsreserven am Eurodollarmarkt waren.

Ein anderes ins Auge springendes Merkmal des vergangenen Jahres war hinsichtlich der Anlage von Währungsreserven der Gegensatz zwischen der Zehnergruppe und den restlichen Ländern. Die Zehnergruppenländer haben die ihnen zugeflossenen Devisenreserven in den Vereinigten Staaten angelegt, so daß praktisch die gesamte Zunahme der amerikanischen zentralen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden (27,4 Mrd. Dollar) hiermit erklärt werden kann. Daraus folgt, daß die Nichtzehnergruppenländer außerhalb der Vereinigten Staaten einen Betrag anlegten, der nahezu dem gesamten Anstieg ihrer Devisenreserven um 9,2 Mrd. Dollar entspricht. Praktisch geht somit das gesamte Wachstum der Sterlingreserven auf diese Länder zurück. Die auf Deutsche Mark lautenden Anlagen der Nichtzehnergruppenländer in Deutschland scheinen wegen der von den deutschen Währungsbehörden ergriffenen Maßnahmen etwas abgenommen zu haben, wohingegen es sehr wahrscheinlich ist, daß ihre am Eurogeldmarkt angelegten auf Deutsche Mark lautenden Mittel beträchtlich zugenommen haben. Darüber hinaus sind offenbar Währungsreserven erheblichen Umfangs in Schweizer-Franken-Guthaben verlagert worden, die in der Schweiz und wahrscheinlich auch am Eurogeldmarkt unterhalten werden. Zudem sind die am Eurodollarmarkt angelegten Dollarreserven der Nichtzehnergruppenländer weiterhin gewachsen. Überdies umfaßt der Zuwachs der Devisenreserven dieser Länder (9,2 Mrd. Dollar), die ja den Hauptteil aller Nichtdollar-Devisenreserven halten, den größeren Teil der schätzungsweise 1,3 Mrd. Dollar, der auf die Neubewertung der Reserven zurückgeht.

Nicht nur die Zusammensetzung der Reserveguthaben, sondern auch die ländermäßige Aufteilung des Anstiegs der Weltwährungsreserven war im vergangenen Jahr sehr ungleich. Der größte Teil, nämlich 77 Prozent, floß zu den Zehnergruppenländern außerhalb der USA und spiegelte damit die Richtung der kurzfristigen Geldströme wider. Die gesamten Währungsreserven dieser Länder stiegen um 30,4 Mrd. Dollar oder 63 Prozent an (gerechnet zu jeweiligen Dollarkursen). Innerhalb dieser Gruppe wiesen die bei weitem größten Reserveerhöhungen Japan (10,5 Mrd. Dollar), das Vereinigte Königreich (6,0), Deutschland (4,8) und Frankreich (3,3) auf. Die entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe stockten ihre Währungsreserven um 5,8 Mrd. Dollar oder 50 Prozent auf, wovon die weitaus höchsten Zuwächse Australien (1,6) und Spanien (1,4) hatten. Die Reserven der Entwicklungsländer stiegen um 4,5 Mrd. Dollar oder 25 Prozent; davon floß ein großer Teil in diverse ölproduzierende Länder.

### Devisenbilanzen

*Vereinigte Staaten.* Die zentrale Nettoreserveposition der Vereinigten Staaten wies 1971, einschließlich der im selben Jahr zugeteilten Sonderziehungsrechte, eine Verschlechterung von 29,8 Mrd. Dollar auf. Von diesem Betrag waren 9,1 Mrd. Dollar der Gegenposten zu den kurzfristigen Geldabflüssen aus dem Geschäftsbankensystem. Die Passivierung der erweiterten Devisenbilanz betrug daher 20,7 Mrd. Dollar.

Von den 9,1 Mrd. Dollar kurzfristiger Mittelabflüsse aus dem Bankensystem entfielen 6,7 Mrd. Dollar auf die Abnahme der Verbindlichkeiten der Banken gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen. Das stimmt fast genau mit dem Betrag überein, den amerikanische Banken 1971 an ihre Auslandsniederlassungen zurückzahlten. Diese Rückzahlungen betragen allein im ersten Quartal 4,8 Mrd. Dollar; da jedoch die Export-Import-Bank für 1,5 Mrd. Dollar kurzfristige Schuldverschreibungen zu besonderen Bedingungen an die ausländischen Niederlassungen der Banken abgab, um einen Teil der zurückgezählten Mittel aufzusaugen, beliefen sich die Nettoabflüsse zu den Niederlassungen im ersten Quartal auf 3,3 Mrd. Dollar. Im zweiten Quartal zahlten die Banken 1,5 Mrd. Dollar zurück, was freilich gänzlich ausgeglichen wurde durch weitere Abgaben — dieses Mal seitens des US-Schatzamt emittierter — kurzfristiger Schuldverschreibungen von 1,5 Mrd. Dollar an die ausländischen Niederlassungen der US-Banken. Während der zweiten Jahreshälfte haben die gesamten kurzfristigen Verbindlichkeiten der Banken gegenüber nichtamtlichen ausländischen Stellen um weitere 4,3 Mrd. Dollar abgenommen; davon entfielen 3 Mrd. Dollar auf die Rückzahlung der Sonder-Schuldverschreibungen.

Die verbleibenden 2,4 Mrd. Dollar kurzfristiger Geldabflüsse von den Banken bestanden in einer Zunahme ihrer Forderungen gegenüber Ausländern. Dies fand fast gänzlich in der zweiten Jahreshälfte statt; die Hauptkreditnehmer waren Japan, Kanada und Westeuropa. Während üblicherweise zum Jahresende hin die Ausleihungen von US-Banken aus saisonalen Gründen etwas zunehmen, war die Höhe der Abflüsse im zweiten Halbjahr 1971 zu einem guten Teil durch zweierlei bedingt; einmal durch die internationale Währungskrise und zum anderen durch die im vierten Quartal erfolgte Freistellung der Exportkredite von dem freiwilligen Beschränkungsprogramm für Auslandskredite.

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1970	Ganzes Jahr	1971				1972
			I	II	III	IV	
Millionen Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)							
Reserven . . . . .	- 2 475	- 2 345	- 145	- 840	- 1 370	+ 10	+ 100
davon							
Gold . . . . .	- 785	- 865	- 110	- 455	- 300	-	- 545
Devisen . . . . .	- 2 150	- 380	- 375	+ 65	- 70	-	- 65
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 865	+ 720	+ 720	-	-	-	+ 710
SZR-Übertragungen . . . . .	- 15	- 470	- 125	- 195	- 150	-	-
IWF-Goldtranche- position . . . . .	- 390	- 1 350	- 255	- 255	- 850	+ 10	-
Verbindlichkeiten gegen- über amtlichen aus- ländischen Stellen . . . . .	- 7 345	-27 420	- 4 570	- 5 625	-11 335	- 5 890	- 2 690
davon							
Liquide . . . . .	- 7 620	-27 620	- 4 775	- 5 790	-11 510	-5 545	-2 410
Nichtliquide . . . . .	+ 275	+ 200	+ 205	+ 165	+ 175	- 345	- 280
Zentrale Netto- reserveposition . . . . .	- 9 820	-29 765	- 4 715	- 6 465	-12 705	- 5 880	- 2 590
Von Banken gemeldete kurzfristige Forderungen an Ausländer . . . . .	+ 1 135	+ 2 405	- 120	+ 355	+ 850	+ 1 320	+ 695
Verbindlichkeiten gegen- über ausländischen nichtamtlichen Stellen und Personen . . . . .	+ 6 240	+ 6 690	+ 2 535	- 130	+ 2 140	+ 2 145	- 560
Nettoauslandsposi- tion der Banken . . . . .	+ 7 375	+ 9 095	+ 2 415	+ 225	+ 2 990	+ 3 465	+ 135
Insgesamt (mit SZR-Zuteilungen) . . . . .	- 2 445	-20 670	- 2 300	- 6 240	- 9 715	- 2 415	- 2 455
Insgesamt (ohne SZR-Zuteilungen) . . . . .	- 3 310	-21 390	- 3 020	- 6 240	- 9 715	- 2 415	- 3 165

Das Defizit auf der Basis der offiziellen Reservetransaktionen ist 1971 natürlich ganz überwiegend durch die Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Stellen um 27,4 Mrd. Dollar finanziert worden. Es waren jedoch die zwar im Vergleich zum weiteren Anwachsen der Auslandsverschuldung geringen, aber im Hinblick auf den Restbestand an Reserven bedeutenden Reserveverluste, die dazu führten, daß der Dollar am 15. August formell für inkonvertibel erklärt wurde. Diese Reserveverluste wurden von Quartal zu Quartal schwerwiegender, bis die Entscheidung getroffen wurde, sie zu beenden.

Im ersten Quartal 1971 betrug der Reserveverlust einschließlich der SZR-Zuteilung nur 0,1 Mrd. Dollar und ohne diese 0,9 Mrd. Dollar. Wenngleich die letztere Zahl etwas höher lag als die Abnahme im zweiten Quartal, wurde ihre Bedeutung durch zwei Faktoren etwas gemildert. Einer davon war, daß nahezu die Hälfte des Verlustes auf eine Verringerung der zentralen Devisenbestände entfiel; diese bestand hauptsächlich in dem Rückgang der Sterlingguthaben, die den Gegenposten zu früher an die Bank von England gewährten Stützungskrediten bildeten. Außerdem hatten 0,3 Mrd. Dollar der Reserveabnahme im ersten Quartal ihren Gegenposten in der

Tilgung von Swapschulden der Federal Reserve Bank an ausländische Währungsbehörden. Dabei sollte jedoch hinzugefügt werden, daß dies nur erreicht werden konnte mit Hilfe einer gleich hohen Emission von auf Schweizer Franken lautenden Schuldverschreibungen zugunsten der Schweizerischen Nationalbank, um so deren im Rahmen von Swaps bei der Federal Reserve Bank gehaltene Dollarguthaben abzulösen.

Der Reserveverlust im zweiten Quartal war bereits ernsthafter, und zwar nicht nur, weil er zu dem des ersten Quartals hinzukam, sondern auch hinsichtlich seiner Zusammensetzung. So nahmen die zentralen Devisenbestände nicht weiter ab, sie stiegen sogar leicht an. Die Gesamtheit des Verlustes entfiel daher auf das, was die wirkliche amerikanische Reserveposition genannt werden kann. Im einzelnen war mehr als die Hälfte ein Goldverlust, wovon das Hauptelement ein Goldverkauf an Frankreich von 0,3 Mrd. Dollar im Zusammenhang mit einer französischen Schuldentrückzahlung an den IWF darstellte. Ferner erhöhten sich die gesamten Swapverbindlichkeiten der Federal Reserve Bank etwas — nachdem sie im ersten Quartal abgenommen hatten —, obwohl die Bruttoreckzahlungen von Swapinanspruchnahmen fast 0,5 Mrd. Dollar erreichten.

Im dritten Quartal beschleunigte sich dann bis zum 15. August die Reserveabnahme auf 1,4 Mrd. Dollar. Die Goldbestände wurden um weitere 0,3 Mrd. Dollar vermindert — davon stellten zwei Drittel einen zweiten Goldverkauf an Frankreich im Zusammenhang mit einer französischen Rückzahlung an den Fonds dar —, und sie waren damit auf wenig mehr als 10 Mrd. Dollar zusammengeschnitten. Der Hauptteil des Reserveverlustes im dritten Quartal rührte jedoch von IWF-Ziehungen her (0,9 Mrd. Dollar), wovon 0,6 Mrd. Dollar im Zusammenhang mit Schuldentrückzahlungen des Vereinigten Königreichs und Frankreichs an den Fonds standen. Schließlich kamen Anfang August zu den Reserveverlusten weitere Inanspruchnahmen der Swaplinien im Betrage von 2,4 Mrd. Dollar hinzu, die die gesamten Swapverbindlichkeiten der Federal Reserve Bank auf knapp über 3 Mrd. Dollar erhöhte.

Seit dem August vergangenen Jahres hat sich das anhaltende Defizit auf der Basis der offiziellen Reservetransaktionen naturgemäß vollständig in einem weiteren Anstieg der Währungsverbindlichkeiten niedergeschlagen. Die amerikanischen Reserveaktiva nahmen indessen im ersten Quartal von 1972 um insgesamt 0,1 Mrd. Dollar zu und änderten sich auch etwas in ihrer Zusammensetzung. Die SZR-Bestände stiegen aufgrund der Anfang des Jahres erfolgten Zuteilung um 0,7 Mrd. Dollar. Auf der anderen Seite nahmen die Goldbestände aus Gründen, die auf Seite 127 beschrieben sind, um 0,5 Mrd. Dollar ab.

*Vereinigtes Königreich.* Die Verbesserung der Nettoreserveposition des Vereinigten Königreiches betrug 1971 8,2 Mrd. Dollar, das ist mehr als doppelt soviel wie im Jahr 1970 und, nach Japans Überschuß von 10,3 Mrd. Dollar, das zweithöchste Ergebnis. Im Verlauf des Jahres verlagerte sich die Verwendung der Bruttoszflüsse von Schuldentrückzahlungen zur Ansammlung von Reserveaktiva. Während von der Erhöhung der zentralen Nettowährungsposition um 2,6 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1,6 Mrd. Dollar zur Schuldentilgung verwandt worden sind, wurde in den letzten neun Monaten des Jahres bis auf 0,6 Mrd. Dollar der gesamte

Überschuß von 5,5 Mrd. Dollar auf die eine oder andere Weise den zentralen Reserveguthaben zugeführt. Fürs ganze Jahr gesehen sind 2,2 Mrd. Dollar der Erhöhung der zentralen Währungsposition zur Reduzierung der Auslandsverschuldung verwandt worden, einschließlich 1,3 Mrd. Dollar Rückzahlungen an den IWF und einschließlich der im ersten Quartal vorgenommenen Tilgung von fast 1 Mrd. Dollar Zentralbankhilfe, die Ende 1970 noch bestanden hatte. Von den übrigen 5,9 Mrd. Dollar gehen 0,4 Mrd. Dollar auf die SZR-Zuteilung 1971 zurück, um 3,4 Mrd. Dollar sind die offiziellen Bestände an Gold und Devisen erhöht worden, und 2,2 Mrd. Dollar sind auf dem Wege spezieller Swaptransaktionen bei ausländischen Währungsbehörden angelegt worden. Am Jahresende beliefen sich die gesamten offiziellen Bruttoreserven auf 6,6 Mrd. Dollar, und wenn die Sonderswaptransaktionen eingeschlossen werden, lautete die Zahl 8,8 Mrd. Dollar.

Fürs ganze Jahr gesehen rührte die Verbesserung der zentralen Währungsposition etwa zu gleichen Teilen vom Aktivsaldo der Zahlungsbilanz und von Geldzuflüssen zu Banken her — ersterer betrug einschließlich der SZR-Zuteilung 4,1 Mrd. Dollar, und letztere beliefen sich auf 4 Mrd. Dollar. Die erste Jahreshälfte hindurch spiegelten die Geldzuflüsse aus dem Ausland hauptsächlich den Zahlungsbilanzüberschuß des überseeischen Sterlingraumes wider, während die Zufüsse in der zweiten Jahreshälfte, als sie von 1,5 auf 2,5 Mrd. Dollar anstiegen, zu einem großen Teil spekulativen Charakter hatten. Im gesamten Jahr gingen nahezu 90 Prozent der Mittelzugänge der Banken auf die Erhöhung der Pfundguthaben von Devisenausländern (um 3,5 Mrd. Dollar) und der Rest auf eine Zunahme der Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der Banken zurück.

Ungefähr drei Fünftel des Anstiegs der Pfundguthaben entfielen auf diejenigen der Länder des Sterlingraumes, deren Guthaben sich um 2,1 Mrd. Dollar erhöhten. Dies spiegelte zu einem großen Teil weitere ansehnliche Zahlungsbilanzüberschüsse jener Länder wider. Sie stockten ihre Sterlingreserven um 1,2 Mrd. Dollar auf, und zwar fast gänzlich in der saisonal günstigen ersten Jahreshälfte; zudem nahmen die privaten Pfundguthaben der Sterlingzone im Verlauf des Jahres um 0,9 Mrd. Dollar zu. Wenngleich hierin ebenfalls die aktive Zahlungsbilanz dieses Raumes zum Ausdruck kommt, so fand doch der weitaus größte Teil an Zufüssen in der zweiten Jahreshälfte statt und war hauptsächlich spekulativen Bewegungen in das Pfund sowie der Anziehungskraft des britischen Zinsniveaus zuzuschreiben.

Die Pfundguthaben von Anlegern außerhalb des Sterlingraumes stiegen 1971 um 1,4 Mrd. Dollar: den größten Anteil hieran hatten die privaten Guthaben, die sich um 0,9 Mrd. Dollar erhöhten; aber auch die Guthaben amtlicher Stellen des Nichtsterlingraumes wiesen erstmals seit vielen Jahren eine ins Gewicht fallende Zunahme um 0,5 Mrd. Dollar auf. Der Anstieg der offiziellen und privaten Guthaben des Nichtsterlingraumes scheint in erheblichem Ausmaß spekulativen Charakters gewesen zu sein, denn er konzentrierte sich hauptsächlich auf den Zeitraum, in dem besondere Devisenkontrollen in Kraft waren, die verhinderten, daß Anleger außerhalb der Sterlingzone ihre verzinslichen Pfundforderungen erhöhten. In Pfund Sterling gerechnet waren die Pfundguthaben des Nichtsterlingraumes Ende 1971 auf 1,2 Mrd. Pfund angestiegen — ein Niveau, das sie 1964 kurz vor dem Einsetzen einer Reihe von Pfundkrisen gehabt hatten.

Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz

	1970	Ganzes Jahr	1971				1972 I
			I	II	III	IV	
Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)							
<b>Zentrale Reserverposition</b>							
Gold und Devisenbestände . . . . .	+ 35	+3 385	+ 270	+ 300	+1 335	+1 460	+ 135
SZR-Zuteilungen . . . . .	+ 410	+ 360	+ 300	—	—	+ 60	+ 325
SZR-Übertragungen . . . . .	- 145	+ 15	- 85	+ 5	+ 65	+ 30	+ 35
Gegenposten zur Goldsubskription beim IWF							
Nettotransaktionen mit dem IWF . . . . .	+ 90	—	—	—	—	—	—
Sonstige Währungsbehörden . . . . .	+ 320	+1 340	+ 690	+ 20	+ 630	—	+ 25
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>+2 785</b>	<b>+3 060</b>	<b>+1 455</b>	<b>+1 200</b>	<b>- 405</b>	<b>+ 810</b>	<b>- 50</b>
<b>Nichtzentrale Devisenpositionen</b>							
Pfundguthaben (brutto) von Anlegern des überseeischen Sterlingraumes							
Amiliche Stellen <sup>1</sup> . . . . .	- 430	-1 150	- 500	- 480	- 205	+ 35	} - 515
Private . . . . .	- 390	- 940	- 160	- 35	- 235	- 510	
Pfundforderungen von Anlegern des Nichtsterlingraumes							
Amiliche Stellen <sup>1</sup> . . . . .	- 25	- 515	- 20	- 150	- 50	- 295	
Private . . . . .	- 190	- 870	- 15	+ 20	- 350	- 525	
Pfundforderungen britischer Banken <sup>2</sup> . . . . .	- 75	+ 45	- 215	+ 230	- 145	+ 175	+ 260
Fremdwährungstransaktionen britischer Banken <sup>3</sup> . . . . .	- 680	- 595	- 115	- 105	+ 5	- 380	+ 110
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>-1 790</b>	<b>-4 025</b>	<b>-1 025</b>	<b>- 520</b>	<b>- 980</b>	<b>-1 500</b>	<b>- 145</b>
<b>Gesamtbilanz . . . . .</b>	<b>+1 705</b>	<b>+4 135</b>	<b>+1 605</b>	<b>+1 005</b>	<b>+ 645</b>	<b>+ 880</b>	<b>+ 325</b>
Gesamtbilanz (ohne SZR-Zuteilungen)	+1 295	+3 775	+1 305	+1 005	+ 645	+ 820	—

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

Die Erhöhung der Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der Banken, die den restlichen Teil der Geldzuflüsse zu Banken erklärt, spiegelte vor allem ein Umsteigen in das Pfund Sterling nach der Wechselkursneuordnung im Dezember 1971 wider. Im ersten Halbjahr 1971 hatten solche Verlagerungen, verglichen mit dem hohen Niveau gegen Ende 1970, stark abgenommen. Dies war bedingt gewesen durch die im Januar 1971 eingeführten Beschränkungen hinsichtlich der Weitergabe von Fremdwährungskrediten durch Banken an britische Unternehmen mit Laufzeiten von weniger als fünf Jahren zur Verwendung im Inland. Dazu kam im Anschluß an die Augustkrise ein Verbot für die Banken, aus dem Umsteigen von anderen Währungen in Pfund Sterling herrührende Nettositionen zu unterhalten. Diese weiteren Beschränkungen bewirkten dann einen geringen Abfluß über die Veränderung der

Fremdwährungsposition der Banken im dritten Quartal, während die Aufhebung dieser Restriktionen wieder zu Mittelzugängen am Jahresende führte.

Seit der Wechselkursneuordnung ist der Überschuß in der zentralen Währungsposition erheblich zurückgegangen. Im ersten Quartal 1972 betrug er weniger als 0,5 Mrd. Dollar, wovon 0,3 Mrd. Dollar auf die SZR-Zuteilung Anfang des Jahres entfielen. Im April sind die restlichen Schulden gegenüber dem IWF zurückgezahlt worden.

*Bundesrepublik Deutschland.* Nach einer Zunahme um 6,2 Mrd. Dollar im Jahr 1970 stiegen die zentralen Nettoreserveguthaben 1971 um weitere 4,4 Mrd. Dollar, wovon über 90 Prozent auf die Erhöhung der Devisenreserven entfielen. Die Differenz zwischen diesen beiden Zahlen geht größtenteils auf einen geringeren Nettozufluß zu den Geschäftsbanken zurück, der von 2,2 auf 0,6 Mrd. Dollar abgenommen hat. Da überdies ein beträchtlicher Teil der letztjährigen Zunahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken (gerechnet in US-Dollar) das Ergebnis der Höherbewertung der Deutschen Mark gewesen zu sein scheint, trugen die Geldzuflüsse zum Bankensektor nur wenig zum Überschuß in der zentralen Währungsposition bei.

Die erheblich geringeren Geldzuflüsse zu den Banken waren im wesentlichen durch zwei Faktoren bedingt. Der erste bestand darin, daß dem Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten der Banken weitere Hindernisse in den Weg gestellt wurden. Der zweite Faktor war, daß es nach einer gewissen Aufwärtsbewegung des DM-Kurses attraktiver zu werden begann, andere Währungen zu erwerben. Das Zusammenwirken dieser Einflüsse hat im Juni zu einem Mittelabfluß von 1,3 Mrd. Dollar aus dem Geschäftsbankensystem geführt. Nach den üblichen saisonalen Geldabflüssen zu Beginn des Jahres nahmen damit die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken im ersten Halbjahr um 2,4 Mrd. Dollar ab; der Mittelzugang von 3 Mrd. Dollar in der zweiten Jahreshälfte war hauptsächlich durch Jahresendoperationen sowie durch die bereits erwähnten Bewertungsveränderungen bedingt.

Bei der Entwicklung der zentralen Reserveposition sind 1971 drei Phasen zu unterscheiden. Während der ersten Phase bis Mai stiegen die zentralen Nettowährungsreserven um 5,3 Mrd. Dollar an; außerdem kaufte die Zentralbank Termindevisen im Betrage von 2,7 Mrd. Dollar. Der Reserveanstieg kam zum Stillstand, als die Deutsche Mark zu floaten begann; und von Anfang Juni an zeigte sich die Bundesbank wieder auf dem Devisenmarkt, dieses Mal als Verkäufer. Von Anfang Juni bis Anfang August betrugen die Bruttodevisenverkäufe insgesamt 4,8 Mrd. Dollar; andererseits hatte die Bundesbank im Zuge der Fälligkeit der Terminkontrakte Devisen aufzunehmen. Diese Transaktionen erklären weitgehend die Tatsache, daß die Währungsbehörden im Verlaufe der drei Monate Juni bis August in der Lage waren, ihre Nettowährungsreserven um 2 Mrd. Dollar abzubauen. Die dritte Phase begann im September, als die Bundesbank wieder Dollars am Markt zu kaufen begann, um die Aufwertungsrate der DM nicht weiter steigen zu lassen. Hinzu kamen gegen Jahresende die üblichen saisonal bedingten Geldzuflüsse zum Bankensystem. Folglich erhöhten sich die Nettowährungsreserven in den letzten vier Monaten des Jahres um 1,1 Mrd. Dollar, obwohl die Zahlungsbilanz ein Defizit von 1,3 Mrd. Dollar aufwies.

Bundesrepublik Deutschland: Erweiterte Devisenbilanz

	1971				1972
	Ganzes Jahr	Januar-Mai	Juni-August	September-Dezember	Januar-März
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)				
Zentrale Nettowährungsreserven . . . . .	+ 4 415	+ 5 300	- 2 025	+ 1 140	+ 1 165
Gold . . . . .	+ 100	+ 55	+ 45	—	—
Devisen . . . . .	+ 4 090	+ 5 100	- 2 410	+ 1 400	+ 1 075
SZR . . . . .	+ 195	+ 195	—	—	+ 180
Sonstige Nettoforderungen . . . . .	+ 30	- 50	+ 340	- 260	- 90
Nettodevisenposition der Banken . . . . .	- 570	+ 1 080	+ 830	- 2 480	+ 2 175
Gesamtbilanz (einschließlich SZR-Zuteilungen) . . . . .	+ 3 845	+ 6 380	- 1 195	- 1 340	+ 3 340
Gesamtbilanz (ohne SZR-Zuteilungen) . . . . .	+ 3 675	+ 6 210	- 1 195	- 1 340	+ 3 170

Im ersten Quartal 1972 hat sich die zentrale Nettoreserveposition trotz dem Geldreexport der Banken (2,2 Mrd. Dollar) um 1,2 Mrd. Dollar aktiviert. Die Devisenreserven nahmen um 1,1 Mrd. Dollar zu, was zum Teil auf die Abwicklung von Terminkontrakten im Januar zurückging und teilweise von beachtlichen Devisenkäufen am Kassamarkt durch die Bundesbank im Februar herrührte, die damit die Aufwärtsbewegung der DM zu verlangsamen suchte. Im März wiesen die Währungsreserven praktisch keine Veränderung auf, und im April trat nur ein geringer Anstieg ein.

*Frankreich.* Nach der Bundesrepublik Deutschland wies Frankreich, dessen zentrale Nettowährungsreserven 1971 um 3,5 Mrd. Dollar zunahmen, den größten Reservezugang aller kontinentaleuropäischen Länder auf. Die Devisenreserven erhöhten sich um 2,3 Mrd. Dollar, und der größte Teil des restlichen Zugangs wurde zur Rückzahlung von gegenüber dem IWF verbliebenen Schulden (1 Mrd. Dollar) benutzt, einschließlich der völligen Wiederherstellung der Goldtrancheposition. Der bei weitem größte Zuwachs der zentralen Nettowährungsreserven fand während der ersten acht Monate statt, als den Banken erhebliche Mittel zufließen.

Im ersten Halbjahr 1971 ist Frankreich nicht sonderlich durch spekulative Devisenbewegungen in Mitleidenschaft gezogen worden. Dennoch verbesserte sich die zentrale Reserveposition im Verlauf dieser Monate um 1,1 Mrd. Dollar, wovon 0,4 Mrd. Dollar aus Geldzuflüssen zu den Banken stammten. Die Devisenreserven stiegen um 0,5 Mrd. Dollar, und 0,4 Mrd. Dollar sind an den IWF zurückgezahlt worden.

Im Juli und Anfang August geriet Frankreich unter starken Aufwertungsdruck. Die Geldzuflüsse zu den Banken beliefen sich in diesen zwei Monaten auf 1,2 Mrd. Dollar, wobei sowohl die Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der Banken weiterhin erheblich anstiegen als auch die von Ausländern unterhaltenen Frankenguthaben um 0,6 Mrd. Dollar zunahmen. Die zentralen Nettowährungsreserven erhöhten sich innerhalb dieser zwei Monate um 2,1 Mrd. Dollar, und zwar wuchsen

Frankreich: Erweiterte Devisenbilanz

	1971				1972
	Ganzes Jahr	Januar-Juni	Juli-August	September-Dezember	Januar-März
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)				
Zentrale Reserven . . . . .	+ 2 900	+ 735	+ 1 930	+ 235	+ 195
Gold . . . . .	- 10	- 10	-	-	-
Devisen . . . . .	+ 2 300	+ 525	+ 1 585	+ 190	+ 5
SZR . . . . .	+ 175	+ 180	- 10	+ 5	+ 180
Reserveposition im IWF . . . . .	+ 435	-	+ 395	+ 40	+ 10
Sonstige Forderungen . . . . .	-	+ 40	- 40	-	-
Zentrale Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden . . . . .	+ 600	+ 345	+ 150	+ 105	- 50
gegenüber dem IWF . . . . .	- 10	- 40	- 75	+ 105	- 50
	+ 610	+ 385	+ 225	-	-
Zentrale Nettowährungsreserven . . . . .	+ 3 500	+ 1 080	+ 2 080	+ 340	+ 145
Nettodevisenposition der Banken . . . . .	- 1 310	- 405	- 1 220	+ 315	- 410
Gesamtbilanz (einschließlich SZR-Zuteilungen) . . . . .	+ 2 190	+ 675	+ 860	+ 655	- 265
Gesamtbilanz (ohne SZR-Zuteilungen) . . . . .	+ 2 030	+ 515	+ 860	+ 655	- 425

die Devisenbestände um 1,6 Mrd. Dollar, während 0,6 Mrd. Dollar an den IWF zurückgezahlt wurden. Ein Großteil der Geldzufüsse im Juli-August fand vor der Schließung des Devisenmarktes statt. Als dann die Währungsreserven durch Einführung eines Devisenmarktes für Finanzfranken vor weiteren Geldzuflüssen geschützt waren und es den Banken untersagt worden war, ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten zu erhöhen, stiegen die zentralen Nettoreserveguthaben während der übrigen Zeit des Jahres nur um 0,3 Mrd. Dollar. Die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken verminderten sich während dieser Monate sogar um 0,3 Mrd. Dollar, und zwar als Folge eines Verbots, Importeuren Bankkredite in Fremdwährung zu gewähren, und der für Exporteure eingeführten Kontrollen bei Devisenverkäufen.

Im ersten Quartal 1972 haben sich die französischen Währungsreserven, abgesehen von der SZR-Zuteilung, praktisch nicht geändert. Das Gesamtzahlungsdefizit (ohne SZR-Zuteilung) betrug 0,4 Mrd. Dollar, aber es ist ungefähr gedeckt worden durch Mittelzufüsse zu den Geschäftsbanken.

*Italien.* Italien wies 1971, einschließlich der SZR-Zuteilung, eine Verbesserung der zentralen Währungsposition um 1,1 Mrd. Dollar auf, davon schlugen sich 1 Mrd. Dollar in einer Erhöhung der Devisenreserven nieder. Die Zunahme der italienischen Währungsreserven war im Vergleich zu derjenigen der Bundesrepublik Deutschland und Frankreichs recht bescheiden, doch wäre sie erheblich größer ausgefallen, wenn nicht zwei Faktoren dagegen gewirkt hätten. Erstens haben die Behörden den Anstieg der Reserven gegen Jahresende bewußt verlangsamt — im letzten Quartal sind die Reserven tatsächlich etwas gesunken —, indem sie die Verschuldungspolitik inländischer öffentlicher und privater Stellen am Eurokapitalmarkt beeinflussten. Daß dieser Einfluß ganz erheblich war — wenngleich er nicht quantifiziert werden kann —, ist

abzulesen an dem Umschwung von Netto-Auslandskapitalaufnahmen italienischer Kreditnehmer im Betrage von 0,9 Mrd. Dollar in den ersten neun Monaten zu Netto-Kreditrückzahlungen von 0,3 Mrd. Dollar im letzten Quartal. Zweitens sind die Währungsreserven Italiens, ausgedrückt in US-Dollar, durch Wertänderungen nicht sonderlich beeinflusst worden, da die Goldbestände und die goldgesicherten Auslandsforderungen zum Jahresende noch zu 35 Dollar je Unze Gold bewertet wurden.

Im Gegensatz zum üblichen saisonalen Verlauf trat der größte Teil des Reservezugangs in den ersten Monaten des Jahres ein. Während der ersten vier Monate 1971 verbesserte sich die zentrale Währungsposition um 0,8 Mrd. Dollar, davon entfielen 0,1 Mrd. Dollar auf die SZR-Zuteilung. Diese Verbesserung hing mit den bereits erwähnten Kreditaufnahmen im Ausland zusammen; außerdem verschlechterte sich die Nettodevisenposition der Banken entgegen dem saisonalen Rhythmus um 0,3 Mrd. Dollar. In den folgenden fünf Monaten stiegen die zentralen Nettowährungsreserven um weniger als 0,5 Mrd. Dollar, obwohl der Zahlungsbilanzüberschuß etwas über 0,9 Mrd. Dollar betrug, denn die heimische Liquiditätslage führte zu einem Geldabfluß von den Banken in Höhe von 0,5 Mrd. Dollar. Im letzten Quartal schließlich verringerten sich die zentralen Nettoreserveguthaben um 0,2 Mrd. Dollar, obgleich den Banken 0,4 Mrd. Dollar zuflossen, nachdem sie von den Behörden ersucht worden waren, ihre Nettoforderungspositionen gegenüber dem Ausland abzubauen.

Im Verlaufe der ersten vier Monate von 1972 wiesen die zentralen Nettowährungsreserven Italiens trotz der dritten SZR-Zuteilung eine weitere Abnahme um 0,2 Mrd. Dollar auf.

*Niederlande.* Die erweiterte Devisenbilanz der Niederlande unterschied sich 1971 in vielerlei Hinsicht ziemlich stark von denjenigen der meisten anderen Länder; der Bankensektor wies im Gegensatz zu Zuflüssen Abflüsse in Höhe von 0,4 Mrd. Dollar auf; ein großer Teil des Anstiegs der zentralen Nettoreserveguthaben ging auf die in Dollar gerechnete Höherbewertung der nicht auf Dollar lautenden Reserveguthaben zurück; und die Zusammensetzung der Reserven führte entgegen dem allgemeinen Trend zu einer Verlagerung von Devisenguthaben zu anderen Reserveaktiva.

Der Geldabfluß von den Geschäftsbanken begann im zweiten Quartal. Da bei reichlicher Liquiditätsversorgung im Inland die heimische Kreditnachfrage nur mäßig war, legten die Banken vom April an beträchtliche Summen im Ausland an und erhöhten bis zum Jahresende ihre Nettofremdwährungsforderungen um 0,5 Mrd. Dollar. Hiervon dürften etwa 0,1 Mrd. Dollar das Ergebnis von Bewertungsänderungen sein.

Bei den zentralen Währungsreserven waren diese Änderungen viel bedeutender. Von der gesamten Zunahme der amtlichen Reserveguthaben um 0,5 Mrd. Dollar ist etwa die Hälfte auf Wertkorrekturen zurückzuführen. Sie erklären zum Teil auch die Veränderung der Zusammensetzung der Währungsreserven, die jedoch in viel größerem Ausmaß durch eine tatsächliche Umlagerung von Devisen, insbesondere Dollarguthaben, zu anderen Reserveaktiva bedingt worden ist. Ohne die Wertkorrekturen erhöhten sich die gesamten Währungsreserven um 0,3 Mrd. Dollar, wobei die Goldbestände, die Sonderziehungsrechte und die Reserveposition im IWF um 0,1 bzw. 0,4 und 0,2 Mrd. Dollar zunahm, während in der gleichen Zeit

die Devisenbestände um 0,4 Mrd. Dollar — die Dollarguthaben allein verringerten sich um 0,5 Mrd. Dollar — und die AKV-Forderungen um 0,1 Mrd. Dollar abnahmen. Der größte Teil des Zuwachses an SZR resultierte aus der Umwandlung von Dollars beim amerikanischen Schatzamt.

Kontinentaleuropäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition

	Jahresende	Gold, SZR und Devisen (netto)	IWF- und AKV-Nettoposition	Gesamte zentrale Währungsposition	Devisenposition der Geschäftsbanken	Gesamte Nettoauslandsforderungen	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)		
							Zentrale Währungsposition		Geschäftsbankenposition
							Mit SZR-Zuteilung	Ohne SZR-Zuteilung	
Millionen US-Dollar									
Belgien-Luxemburg . . .	1970	2 435	390	2 825	- 850	1 975	+ 455	+ 385	- 275
	1971	2 740	650	3 390	- 990	2 400	+ 565	+ 485	- 140
Dänemark . . . .	1970	435	25	460	- 15	445	+ 35	+ 10	- 5
	1971	620	50	670	- 60	610	+ 210	+ 180	- 45
Deutschland (BR)	1970	12 615	915	13 530	-3 445	10 085	+ 6 165	+ 5 965	-2 165
	1971	16 870	1 075	17 945	-4 015	13 930	+ 4 415	+ 4 245	- 570
Finnland . . . .	1970	395	65	460	- 90	370	+ 120	+ 100	- 40
	1971	565	65	630	- 55	575	+ 170	+ 150	+ 35
Frankreich . . . .	1970	4 765	- 610	4 155	-1 075	3 080	+ 1 985	+ 1 820	- 450
	1971	7 220	435	7 655	-2 385	5 270	+ 3 500	+ 3 340	-1 310
Griechenland . .	1970	275	35	310	5	315	- 5	- 25	- 5
	1971	475	35	510	5	515	+ 200	+ 185	-
Irland . . . . .	1970	665	30	695	.	.	+ 5	- 10	.
	1971	955	40	995	.	.	+ 300	+ 285	.
Island . . . . .	1970	40	-	40	- 5	35	+ 20	+ 15	- 5
	1971	55	5	60	- 10	50	+ 20	+ 15	- 5
Italien . . . . .	1970	5 245	275	5 520	90	5 610	+ 495	+ 390	+ 10
	1971	6 310	355	6 665	- 125	6 540	+ 1 145	+ 1 040	- 215
Niederlande . . .	1970	2 675	540	3 215	- 160	3 055	+ 705	+ 615	- 160
	1971	3 060	700	3 760	220	3 980	+ 545	+ 455	+ 380
Norwegen . . . .	1970	675	120	795	100	895	+ 95	+ 70	+ 55
	1971	1 075	65	1 140	- 65	1 075	+ 345	+ 320	- 165
Österreich . . . .	1970	1 605	160	1 765	- 55	1 710	+ 210	+ 180	- 115
	1971	2 090	145	2 235	- 345	1 890	+ 470	+ 450	- 290
Portugal . . . . .	1970	1 485	20	1 505	200	1 705	+ 55	+ 55	+ 25
	1971	1 835	30	1 865	200	2 065	+ 360	+ 360	-
Schweden . . . .	1970	575	125	700	160	860	+ 40	+ 5	+ 75
	1971	960	90	1 050	150	1 200	+ 350	+ 310	- 10
Schweiz . . . . .	1970	5 185	-	5 185	1 050	6 235	+ 690	+ 690	+ 395
	1971	6 930	-	6 930	.	.	+ 1 745	+ 1 745	.
Spanien . . . . .	1970	1 745	45	1 790	- 50	1 740	+ 905	+ 865	- 45
	1971	3 130	105	3 235	- 245	2 990	+ 1 445	+ 1 400	- 195
Türkel . . . . .	1970	85	- 75	10	.	.	+ 45	+ 30	.
	1971	480	- 65	415	.	.	+ 405	+ 390	.
Kanada . . . . .	1970	3 960	670	4 630	1 540	6 170	+ 1 735	+ 1 610	+ 85
	1971	5 195	330	5 525	180	5 685	+ 895	+ 775	-1 380
Japan . . . . .	1970	3 820	970	4 790	1 060	5 850	+ 1 130	+ 1 005	+ 365
	1971	14 635	490	15 125	-1 470	13 655	+ 10 335	+ 10 205	-2 530

Anmerkung: Die Zahlen für die Länder der Zehnergruppe und die Schweiz sind der Statistik für die multilaterale Überwachung entnommen. Sie stimmen meist nicht genau mit den Zahlen der veröffentlichten Reservestatistiken überein. Außerdem sind die Methoden, die die verschiedenen Länder bei der Umrechnung ihrer Nichtdollar-Forderungen und -Verbindlichkeiten in US-Dollar Ende 1971 angewandt haben, nicht einheitlich.

Abgesehen von Bewertungsveränderungen wiesen die gesamten zentralen Nettowährungsreserven nach dem ersten Quartal 1971 nur wenig Änderungen auf, was zum Teil durch die Abflüsse aus dem Bankensektor und zum anderen Teil durch das Floating des holländischen Guldens bedingt war. Im ersten Quartal 1972 nahmen die amtlichen Nettoreserveguthaben um 0,5 Mrd. Dollar zu. Praktisch der gesamte Zugang trat Anfang März ein, als die Währungsbehörden angesichts starker Geldzuflüsse in zwei Tagen Dollars im Betrage von 0,4 Mrd. Dollar kauften. Der Anstieg der zentralen Währungsreserven im März war zu einem großen Teil der Gegenposten zur Abnahme der Nettoauslandsforderungen der Banken um fast 0,3 Mrd. Dollar. Im April nahmen die zentralen Nettoreserveguthaben leicht ab.

*Belgien-Luxemburg.* Die erweiterte Devisenbilanz Belgien-Luxemburgs wies 1971 in bestimmter Hinsicht ein ähnliches Bild wie diejenige der Niederlande auf. Ein gewichtiger Teil der Zunahme der zentralen Nettoreserveguthaben im gesamten Jahr 1971 entfiel auf die Änderung der Dollargegenwerte der Nichtdollarreserven; zudem wurden innerhalb der Reserven die Devisen zugunsten sonstiger Reserveguthaben verringert. Jedoch fanden, ebenso wie in den meisten anderen europäischen Ländern, aber anders als in den Niederlanden, Geldzuflüsse zu den Geschäftsbanken statt.

Die Nettozunahme der Auslandsverbindlichkeiten des Geschäftsbankensektors betrug im gesamten Jahr etwas weniger als 0,2 Mrd. Dollar. Während der ersten Phase der Währungskrise — im April und Mai — beliefen sich die Geldzuflüsse auf 0,2 Mrd. Dollar; darauf folgten im Juni Mittelabflüsse des gleichen Umfangs, als die Behörden Maßnahmen zur Begrenzung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken ergriffen und die Verzinsung der Frankenguthaben von Ausländern untersagten. Diese Beschränkungen wurden im September aufgehoben, und es kam in den letzten beiden Monaten des Jahres zu weiteren mäßigen Geldimporten, die Anfang 1972 neuen Schwung gewannen.

Bei der Zunahme der zentralen Reserveposition um 0,6 Mrd. Dollar im gesamten Jahr dürfte schätzungsweise rund ein Drittel auf Wertkorrekturen zurückgehen. Von diesen Veränderungen war auch die Zusammensetzung der Reserven betroffen. Zur gleichen Zeit kam es jedoch, ebenso wie in den Niederlanden, aber in geringerem Ausmaß, zu einer Verlagerung von Devisen zu anderen Reserveaktiva. Ohne die Bewertungsänderungen dürften die Währungsreserven Belgien-Luxemburgs 1971 um schätzungsweise 0,4 Mrd. Dollar gewachsen sein. Die Goldbestände stiegen um 0,1 Mrd. Dollar, und die Bestände an SZR sowie die Reserveposition im IWF nahmen um jeweils 0,2 Mrd. Dollar zu; andererseits verminderten sich die Devisenbestände um 0,1 Mrd. Dollar. Innerhalb der insgesamt geringfügig um 0,1 Mrd. Dollar verminderten Devisenreserven erhöhten sich jedoch die durch die Federal Reserve Bank kursgesicherten Dollarbestände um 0,2 Mrd. Dollar. Abgesehen von Wertkorrekturen konzentrierte sich der Anstieg der zentralen Währungsreserven auf die ersten acht Monate des Jahres, in denen sie um 0,6 Mrd. Dollar aufgestockt wurden. In den übrigen Monaten des Jahres wiesen sie trotz der nun von den Bewertungsänderungen herrührenden Zunahme kaum noch eine Erhöhung auf. In den ersten drei Monaten von 1972 nahmen sie dann um weitere 0,2 Mrd. Dollar zu. Neben der

erhaltenen SZR-Zuteilung kaufte die Nationalbank im Februar, als der Dollar am Devisenmarkt zeitweise unter Druck geriet, fast 0,2 Mrd. Dollar. Das Anwachsen der Währungsreserven im ersten Quartal war insgesamt geringer, als durch die Zuflüsse zu den Geschäftsbanken (0,5 Mrd. Dollar) erklärt werden kann. Im April nahmen die zentralen Nettoreserveguthaben leicht ab.

*Schweiz.* Die zentralen Nettowährungsreserven der Schweiz erhöhten sich 1971 um 1,7 Mrd. Dollar. Damit werden die wirklichen Reservezugänge allerdings viel zu gering angegeben, da die Vorjahreszahl 0,9 Mrd. Dollar eingeschlossen hatte, die im Rahmen von Jahresendswaps mit schweizerischen Geschäftsbanken gehalten worden waren, wohingegen zum Jahresende 1971 keinerlei Reservezugänge dieser Art eintraten.

Das Hauptkennzeichen der Reservebewegungen des vergangenen Jahres war der in den ersten zwei Augustwochen erfolgte Reserveanstieg um 2,1 Mrd. Dollar. Im Januar und Februar 1971 hatten die Währungsreserven im Zuge der Abwicklung der Jahresendswaps mit den Geschäftsbanken um 0,9 Mrd. Dollar abgenommen, und in den drei Monaten März–Mai folgte ein Anstieg um 0,6 Mrd. Dollar. Hiervon entfielen weniger als 30 Prozent auf den gesamten Monat Mai. Tatsächlich war es Anfang Mai zu Zuflüssen von 0,7 Mrd. Dollar gekommen, die der unmittelbare Anlaß für die Entscheidung waren, die Devisenbörse zu schließen und den Schweizer Franken aufzuwerten; doch bis Ende Mai hatte bereits der größte Teil dieser zugeflossenen Gelder die Schweiz wieder verlassen. Nach den riesigen Devisenzuflüssen im August haben die Währungsbehörden bis Jahresende nicht wieder auf dem Devisenmarkt interveniert. Die gesamten zentralen Nettoreserven wiesen während des übrigen Jahres nur einen kleinen weiteren Anstieg auf, obwohl sich der Dollarwert der Goldbestände und der von der Nationalbank gehaltenen, auf Schweizer Franken lautenden, Schuldverschreibungen des amerikanischen Schatzamtes im Dezember um 0,3 Mrd. Dollar erhöht hat. Ein Blick auf die Zusammensetzung der Währungsreserven zeigt, daß die Goldbestände 1971 um 0,4 Mrd. Dollar zugenommen haben, davon entfiel mehr als die Hälfte auf Bewertungsänderungen. Die eigentlichen Devisenreserven erhöhten sich um 0,8 Mrd. Dollar. Ihr Anstieg wurde allerdings durch Käufe nichtmarktfähiger Schuldverschreibungen des US-Schatzamtes im Betrage von insgesamt 0,6 Mrd. Dollar in den Monaten März und August gebremst.

Vor allem wegen statistisch bedingter Änderungen kann nicht genau gesagt werden, wie groß 1971 die Veränderungen der Nettodevisenposition der schweizerischen Geschäftsbanken war. In der ersten Jahreshälfte stockten die Banken ihre Nettoauslandsforderungen um fast 0,9 Mrd. Dollar auf, das heißt um etwas weniger als den Betrag, den sie mit den Währungsbehörden über das vorhergegangene Jahresende geswapt hatten. Im dritten Quartal scheinen per Saldo gewisse, aber nicht sehr große, Nettogeldimporte und im letzten Quartal größere Nettogeldexporte stattgefunden zu haben. Auf's gesamte Jahr gesehen dürften daher die Banken ihre Nettoauslandsforderungen um etwas mehr als 1 Mrd. Dollar erhöht haben.

In den ersten vier Monaten von 1972 verringerten sich die zentralen Nettowährungsreserven um 0,3 Mrd. Dollar.

*Österreich.* Die zentrale Währungsposition Österreichs verbesserte sich 1971 um 0,5 Mrd. Dollar, wozu Geldzuflüsse zum Bankensektor in Höhe von 0,3 Mrd. Dollar beitrugen. Praktisch schlug sich die Gesamtverbesserung der zentralen Position in einer Erhöhung der Devisenreserven nieder, und fast drei Viertel entfielen auf die Monate Juli und August, die eigentlich immer eine saisonbedingt starke laufende Rechnung der Zahlungsbilanz aufweisen. Die Zunahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken war ungewöhnlich kräftig und trat größtenteils während der letzten fünf Monate des Jahres auf; sie wäre vermutlich noch höher ausgefallen, wenn nicht hinsichtlich der Mittelzuflüsse zu den Geschäftsbanken im Mai Kontrollen eingeführt worden wären, die im August verschärft wurden. Im ersten Quartal 1972 stiegen die zentralen Nettowährungsreserven sowie die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um jeweils 0,1 Mrd. Dollar an.

*Schweden.* Die Erhöhung der zentralen Nettowährungsreserven um 350 Mio. Dollar im Jahre 1971 spiegelt weitgehend den Überschuß der Gesamtzahlungsbilanz wider. Der weitaus größte Teil des Anstiegs der zentralen Nettoreserven fand in Form der Aufstockung der Devisenreserven um 325 Mio. Dollar statt; hiervon waren 245 Mio. Dollar in den ersten acht Monaten hereingekommen, der größte Teil davon vor der Jahresmitte. Die Reserven wiesen dann praktisch bis Dezember keine Veränderungen mehr auf, als — abgesehen von den Umbewertungen — die Devisenbestände um 70 Mio. Dollar zunahmen, was hauptsächlich der Gegenposten zu einer Verringerung der Nettoauslandsforderungen der Banken um 55 Mio. Dollar war. Dieser Geldimport der Geschäftsbanken folgte einem Nettogeldexport etwa gleichen Umfangs im Vormonat. Im ersten Quartal 1972 wiesen die zentralen Nettowährungsreserven einen weiteren bemerkenswerten Anstieg um 230 Mio. Dollar auf, wohingegen sich die Devisenposition der Banken nur wenig passivierte.

*Norwegen.* Die Verbesserung der norwegischen zentralen Nettowährungsposition um 345 Mio. Dollar war fast genau die gleiche wie im Falle Schwedens. Und ebenso wie in Schweden schlug sich dies fast ganz in der Veränderung der Devisenbestände nieder, die 1971 um 355 Mio. Dollar anstiegen, und zwar nahezu ausschließlich in den ersten acht Monaten. In Norwegen war jedoch fast die Hälfte der zentralen Reserveerhöhung der Gegenposten für eine entgegengesetzte Entwicklung der Nettodevisenposition der Geschäftsbanken von einem Forderungssaldo (100 Mio. Dollar) zu Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 65 Mio. Dollar. Diese Bewegung konzentrierte sich hauptsächlich auf das dritte Quartal und stand zweifellos im Zusammenhang mit der Dollarkrise. Zudem dürfte die verhältnismäßig knappe inländische Liquiditätssituation bei den Geldimporten der Banken eine gewisse Rolle gespielt haben. Im letzten Quartal von 1971 begannen die Banken erneut, ihre Nettoauslandsforderungen aufzustocken, und der Anstieg der zentralen Reserven verlangsamte sich beträchtlich. Dies setzte sich in eher abgeschwächter Form im ersten Quartal 1972 fort, in dem die zentralen Nettoreserveguthaben (einschließlich der SZR-Zuteilung) um 50 Mio. Dollar zunahmen.

*Dänemark.* Die zentrale Nettowährungsposition wies 1971 ebenfalls eine erhebliche Verbesserung auf (210 Mio. Dollar). Die Devisenguthaben stiegen um 160 Mio. Dollar, und außerdem wurde eine 1969 vorgenommene IWF-Ziehung von 25 Mio.

Dollar zurückgezahlt. 45 Mio. Dollar des Nettoreserveüberschusses hatten ihren Gegenposten in einem Anstieg der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken. Mehr als der gesamte letztjährige Reservezugang entfiel auf das letzte Quartal, als die Zahlungsbilanz — teilweise bedingt durch kräftige Kreditaufnahmen im Ausland — scharf von einem Defizit in einen Überschuß von 205 Mio. Dollar umschwang. Da außerdem 80 Mio. Dollar den Banken zufließen, stiegen die zentralen Nettowährungsreserven in diesem Quartal um 285 Mio. Dollar. Im ersten Quartal 1972 ergab sich eine weitere Verbesserung der amtlichen Nettowährungsposition um 140 Mio. Dollar, dieses Mal begleitet von Nettogeldexporten der Banken in Höhe von 35 Mio. Dollar.

*Finnland.* Die zentralen Nettowährungsreserven stiegen 1971, einschließlich der SZR-Zuteilung von 20 Mio. Dollar, um 170 Mio. Dollar. Die Devisenbestände nahmen um 130 Mio. Dollar zu, und Finnland kaufte für 20 Mio. Dollar Gold vom amerikanischen Schatzamt. Außerdem verbesserte sich die Nettoauslandsposition der Banken um 20 Mio. Dollar. In den ersten drei Monaten von 1972 nahmen die zentralen Nettowährungsreserven um weitere 100 Mio. Dollar zu.

*Spanien.* Die zentralen Nettowährungsreserven, die sich bereits 1970 verdoppelt hatten, haben sich in den fünfzehn Monaten bis März 1972 nochmals (von 1,8 auf 3,6 Mrd. Dollar) verdoppelt. Diese Zunahme, die sich fast gänzlich in einer Erhöhung der Devisenreserven niederschlug, ging in erster Linie auf den Zahlungsbilanzüberschuß zurück. Dennoch war der Zufluß zu den Geschäftsbanken 1971 mit 0,2 Mrd. Dollar ungewöhnlich hoch.

*Portugal.* Der bedeutende Anstieg der portugiesischen zentralen Nettoreserven 1971 um 0,4 Mrd. Dollar konzentrierte sich auf die zweite Jahreshälfte und fand fast ausschließlich in Form einer Aufstockung der Devisenreserven statt. Der weitere Zugang von 0,1 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1972 spiegelt dagegen hauptsächlich die Veränderungen des Dollarwerts der portugiesischen Nichtdollar-Reserveaktiva wider.

*Sonstige europäische Länder.* In vier anderen europäischen Ländern — Griechenland, Irland, Island und der Türkei — waren die Reservezunahmen 1971 entweder der absoluten oder der relativen Höhe nach außergewöhnlich groß. Sie reichten von 20 Mio. Dollar in Island zu 0,4 Mrd. Dollar in der Türkei und fanden praktisch gänzlich in Form des Anstiegs der Devisenreserven statt. Die eindrucksvollste Entwicklung unter diesen Ländern wies die Türkei auf, deren Währungsreserven zu Beginn des Jahres praktisch Null gewesen waren.

*Japan.* Während in den drei vorhergehenden Jahren ein Teil der Gesamtzahlungsbilanzüberschüsse Japans den Nettoerwerb von Auslandsforderungen durch japanische Geschäftsbanken finanziert hatte, war 1971 der riesige und beispiellose Zahlungsbilanzüberschuß von 7,8 Mrd. Dollar begleitet von einer Passivierung der Netto-devisenposition der Banken (2,5 Mrd. Dollar). Die Nettowährungsreserven schnellten daher um 10,3 Mrd. Dollar in die Höhe, das war mehr als eine Verdreifachung. Die internationale Währungskrise war nicht nur bestimmend für die Höhe des

Gesamtüberschusses, sondern auch der Hauptgrund für die Umkehr der Auslandsposition der Banken.

Die Zunahme der zentralen Nettowährungsreserven hat einzig und allein die Erhöhung der Dollarguthaben betroffen. Die Bestände an Gold und SZR nahmen zusammen um 0,3 Mrd. Dollar zu; andererseits verringerte sich die IWF-Reserveposition Japans im IWF um 0,5 Mrd. Dollar, was hauptsächlich auf die Tilgung der restlichen japanischen AKV-Kreditforderungen und die Rückzahlung von 0,3 Mrd. Dollar bilateraler Forderungen an den IWF zurückging, die Japan 1970 außerhalb der Allgemeinen Kreditvereinbarungen von Italien übernommen hatte. Mehr als die Hälfte des Reservezuwachses fand im dritten Quartal statt; allein während der zwei Wochen zwischen der Aufhebung der Dollarkonvertibilität und der Entscheidung Japans, den Yen floaten zu lassen, strömten 4 Mrd. Dollar nach Japan.

Die Passivierung der Nettoauslandsposition der japanischen Geschäftsbanken konzentrierte sich auf die Monate August–November, in denen die Verschlechterung 2,7 Mrd. Dollar betrug, nachdem sich die Position in den ersten sieben Monaten des Jahres um 0,3 Mrd. Dollar verbessert hatte. Im August tauschten die Banken 1 Mrd. Dollar im Ausland geborgter Devisen um; im Verlauf der nächsten drei Monate bauten sie dann ihre Bruttofremdwährungsforderungen um 1,6 Mrd. Dollar ab, während zugleich durch entsprechende Maßnahmen der Behörden eine erneute ins Gewicht fallende Zunahme der Kreditaufnahmen im Ausland verhindert wurde. Auch wurde ein weiterer Anstieg der auf Yen lautenden Auslandsverbindlichkeiten der Banken, die in den ersten fünf Monaten des Jahres um 0,3 Mrd. Dollar zugenommen hatten, durch Kontrollmaßnahmen der Behörden unterbunden.

Im ersten Quartal 1972 nahmen die zentralen Nettowährungsreserven um 1,4 Mrd. Dollar zu, während die Banken ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten um weitere 0,3 Mrd. Dollar erhöhten. Im April sind die zentralen Reserveguthaben erstmals seit Juli 1970 zurückgegangen.

*Kanada.* Die Abnahme der Nettoauslandsforderungen der kanadischen Banken um 1,4 Mrd. Dollar hat 1971 das Defizit der Gesamtzahlungsbilanz reichlich finanziert und zusammen mit der SZR-Zuteilung zu einer Erhöhung der zentralen Nettoreserveguthaben um 0,9 Mrd. Dollar beigetragen. Da die kurzfristigen Zinssätze Kanadas über diejenigen in den USA stiegen, flossen im ersten Quartal 1971 den Banken 0,5 Mrd. Dollar zu. Danach änderte sich zwar das Zinsgefälle wieder zuungunsten Kanadas, aber die Mittelzuflüsse zu den Banken hielten an und betragen für den Rest des Jahres 0,9 Mrd. Dollar. Ein großer Teil der Verbesserung der zentralen Nettoreserveposition fand im vierten Quartal statt, als die Reserven um 0,6 Mrd. Dollar zunahmen, und zwar praktisch ausschließlich in Form von US-Dollars. Die Devisenreserven waren auch im dritten Quartal merklich gestiegen, aber dieser Zuwachs — wie auch der kleinere im ersten Vierteljahr — wurde in beträchtlichem Umfang ausgeglichen durch die Abnahme der Goldtrancheposition im IWF, da andere Länder Rückzahlungen an den IWF in kanadischen Dollars vornahmen. Im ersten Quartal 1972 waren weitere große Mittelzuflüsse von 0,5 Mrd. Dollar zu den Banken zu verzeichnen. Da jedoch die Zahlungsbilanz stark defizitär wurde, erhöhten sich die zentralen Nettoreserveguthaben nur um wenig mehr als die SZR-Zuteilung von 0,1 Mrd. Dollar.

## Internationaler Währungsfonds

Für den IWF war das wichtigste Ereignis in der Berichtsperiode die formelle Aufhebung der Dollarkonvertibilität. Da dies bedeutete, daß die Vereinigten Staaten effektiv keine Parität mehr hatten, sind die Geschäfte des Fonds nach Mitte August 1971 außerordentlich reduziert worden.

Die zweite Zuteilung von SZR im Betrage von insgesamt 2,9 Mrd. Einheiten wurde am 1. Januar 1971 vorgenommen und erhöhte die gesamten Bestände an SZR auf 6,4 Mrd. Die Bruttoverwendung von SZR betrug 1971 insgesamt 1,3 Mrd., das waren trotz des sehr geringen Operationsvolumens in den letzten Monaten des Jahres nahezu 40 Prozent mehr als 1970. Die Teilnehmerländer verwendeten 1971 1 170 Mio. SZR-Einheiten. Die Direktübertragungen — von den USA an Belgien (130 Mio.) und an die Niederlande (350 Mio.) — beliefen sich auf 480 Mio.; nach dem Designationsverfahren sind 362 Mio. zwischen den Ländern übertragen worden, und an den Fonds wurden 328 Mio. transferiert. Der Fonds seinerseits übertrug während des Jahres 130 Mio. SZR-Einheiten an Teilnehmerländer. Somit belief sich 1971 der Bruttoerwerb der Teilnehmerländer an SZR auf 972 Mio.

Das allgemeine Bild der Nettoströme von SZR im Jahre 1971 entsprach ungefähr demjenigen von 1970. Die Entwicklungsländer verwendeten einen Nettobetrag von 310 Mio., während der IWF und die Industrieländer Nettobeträge von 199 bzw. 112 Mio. aufnahmen. Am Ende des zweiten Zuteilungsjahres wiesen die Niederlande mit 570 Mio. oder 350 Prozent ihrer kumulativen Zuteilungen die höchsten SZR-Bestände auf; danach folgten der IWF mit 489 Mio. sowie Belgien mit 405 Mio. oder 290 Prozent seiner kumulativen Zuteilungen. Auf der Verwendungsseite standen bei weitem an erster Stelle die Vereinigten Staaten mit netto 484 Mio. (31 Prozent der kumulativen Zuteilungen). Die Entwicklungsländer insgesamt hatten bis Ende 1971 43 Prozent ihrer bisherigen Zuteilungen verwandt, wobei der Verwendungsgrad von 32 Prozent für Lateinamerika bis zu 67 Prozent für den Nahen Osten reichte.

Am 1. Januar 1972 erfolgte eine dritte SZR-Zuteilung von knapp 3 Mrd., so daß sich das Zuteilungsvolumen in der ersten Basisperiode auf 9,3 Mrd. belief. Die Verwendung von SZR, die in den letzten vier Monaten des vergangenen Jahres auf ein sehr niedriges Niveau abgesunken war, blieb auch im ersten Quartal 1972 unbedeutend. Im April 1972 wurde die erste seit vielen Monaten ins Gewicht fallende Transaktion vorgenommen, als das Vereinigte Königreich 425 Mio. SZR zum Währungsrückkauf vom Fonds verwendete.

Die Nettoinanspruchnahme der IWF-Fazilitäten durch die Mitgliedsländer hat 1971 ganz beträchtlich, um 966 Mio. Dollar, abgenommen. Die Bruttoziehungen waren mit 1 900 Mio. Dollar etwa gleich groß wie 1970, wohingegen sich die Bruttoreückkäufe von 1 532 auf 2 866 Mio. Dollar nahezu verdoppelten. Die größten Transaktionen sind von drei Ländern durchgeführt worden. Allein auf die Vereinigten Staaten entfielen mit 1 362 Mio. Dollar gut 70 Prozent aller Ziehungen, während das Vereinigte Königreich (1 332 Mio. Dollar) und Frankreich (1 005 Mio. Dollar) zusammen 86 Prozent aller Rückkäufe bestritten. Auf die restlichen IWF-Mitgliedsländer

Internationaler Währungsfonds: Ziehungen und Rückkäufe 1971

	Ziehungen	Rückkäufe*	Nettoziehungen
	Millionen US-Dollar		
Vereinigte Staaten . . . . .	1 362		1 362
Vereinigtes Königreich . . . . .		1 332	-1 332
Kontinentaleuropa . . . . .	112	1 145	-1 033
<i>darunter</i>			
Frankreich . . . . .	—	1 005	-1 005
Spanien . . . . .	—	54	- 54
Jugoslawien . . . . .	96	25	71
Naher Osten . . . . .	56	16	40
Asien . . . . .	144	129	15
<i>darunter</i>			
Taiwan . . . . .	60	—	60
Indien . . . . .	—	65	- 65
Afrika . . . . .	53	104	- 51
Lateinamerika . . . . .	173	140	33
Insgesamt . . . . .	1 900	2 866	- 966

\* Einschließlich Rückzahlungen von 44 Mio. Dollar durch Ziehungen anderer Mitgliedsländer (28 Mio. Dollar Vereinigtes Königreich und 16 Mio. Dollar Frankreich) und von 15 Mio. Dollar durch Goldkäufe des IWF gegen Währungen.

kamen Nettoziehungen von 9 Mio. Dollar. Im Verlauf der letzten vier Monate von 1971 betragen die Ziehungen insgesamt nur 269 Mio. und die Rückkäufe 157 Mio. Dollar.

Für Ziehungen und Rückkäufe wurden 1971 achtzehn verschiedene Währungen verwendet, wovon die wichtigsten gezogenen Währungen der belgische Franken (690 Mio. Dollar), der holländische Gulden (672), die Deutsche Mark (229) und der französische Franken (100) waren. Für Rückkäufe sind am häufigsten wiederum der holländische Gulden (484) und der belgische Franken (431) verwendet worden, gefolgt vom japanischen Yen (368) und vom kanadischen Dollar (351). Ende 1971 gingen die Bestände des IWF an belgischen Franken sowie an holländischen Gulden auf wenig mehr als 50 Mio. Dollar oder 8 Prozent der Quote des jeweiligen Landes zurück. Die Verwendung von US-Dollars war zum erstenmal in der Geschichte des Fonds gänzlich unbedeutend: die Dollar-Ziehungen betragen nur 10 Mio. Dollar und die Rückkäufe 38 Mio. Dollar. Außerdem war der gesamte Währungsanteil an den Rückkäufen der in der IWF-Geschichte bisher niedrigste, da für 479 Mio. Dollar Gold und für 302 Mio. Dollar SZR für Rückkäufe verwendet worden sind. Die noch ausstehenden AKV-Kreditinanspruchnahmen in Höhe von 485 Mio. Dollar sind 1971 vom Fonds voll zurückgezahlt worden; desgleichen der durch Japan außerhalb der Allgemeinen Kreditvereinbarungen gewährte Kredit im Betrage von 250 Mio. Dollar.

Im ersten Quartal 1972 blieben die IWF-Transaktionen auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau. In US-Dollar zu 35 Dollar je Unze (oder in SZR) ausgedrückt, beliefen sich die Ziehungen auf 260 Mio. Dollar und die Rückkäufe auf 147 Mio. Dollar. Im April 1972 kaufte das Vereinigte Königreich 950 Mio. Dollar zurück; zugleich zogen die Vereinigten Staaten 200 Mio. Dollar in Pfund Sterling auf den Fonds. Als Ergebnis dieser Transaktionen wurde die Goldtranche position des Vereinigten Königreiches erstmals seit 1964 wieder voll hergestellt.

## Devisenmärkte

Die Hauptmerkmale der Entwicklung auf den Devisenmärkten während der Berichtsperiode sind bereits im Kapitel I beschrieben worden; dieses Kapitel enthält auf Seite 33 eine Tabelle, die die Wertveränderungen führender Währungen gegenüber dem Gold und dem Dollar zwischen Mai und Dezember 1971 zeigt. Die Lage auf den internationalen Devisenmärkten wurde im Verlauf des Jahres 1971 zunehmend unsicherer, wobei drei Hauptphasen zu unterscheiden sind. Die erste Phase, während der die meisten der maßgebenden Währungen gegenüber dem Dollar sehr fest waren, erreichte im Mai mit verschiedenen Einbrüchen in die Wechselkursstruktur ihren Höhepunkt; so gingen die Deutsche Mark und der holländische Gulden zum Floating über, und der Schweizer Franken sowie der österreichische Schilling wurden aufgewertet. Nach einer zeitweisen Beruhigung bis etwa Mitte des Jahres wurde in der zweiten Phase die Flucht aus dem Dollar ganz generell und zwang die Vereinigten Staaten am 15. August zur Schließung des Goldfensters und nahezu alle anderen wichtigen Währungen zum Floating gegenüber dem Dollar und gegeneinander. Die Marktunsicherheit war am größten während der dritten Phase (Ende August bis Mitte Dezember). Die Währungen stiegen gegenüber dem Dollar auf unkoordinierte Weise an, und es kam zu einer Ausbreitung nationaler Devisenkontrollen, die in einigen Fällen die Abwicklung des gewöhnlichen Devisengeschäfts extrem schwierig machten.

Die Wechselkursneuordnung vom 18. Dezember brachte für die Devisenmärkte einige Entspannung, und die Dollarnotierungen eröffneten daraufhin verhältnismäßig fest. Zwischen Mitte Januar und Mitte März 1972 schwächte sich der Dollar jedoch wieder deutlich ab — insbesondere gegenüber dem belgischen Franken, dem Gulden, der Deutschen Mark, dem Yen und auch — allerdings in geringerem Ausmaß — gegenüber anderen Währungen. Die Befestigung der europäischen Währungen in der ersten Märzhälfte dürfte teilweise mit der Verlautbarung zusammengehangen haben, dass die EWG-Länder sich auf ein (im folgenden Abschnitt beschriebenes) Übereinkommen hinsichtlich der Bandbreiten zwischen ihren Währungen geeinigt hatten. Aber erst als die Währungsbehörden — durch eine Kombination von Zinspolitik, Devisenkontrollen und Marktinterventionen — ihre Entschlossenheit demonstrierten, die neue Wechselkursstruktur zu verteidigen, liess der Druck auf den Dollar nach. Seither weisen die Devisenmärkte eine ruhigere, grundsätzlich jedoch noch nicht sorgenfreie Verfassung auf.

*Die Devisenmarktregelungen zwischen den Mitgliedern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft.* Die Währungskrise 1971 begann nur einen Monat, bevor die EWG-Länder gemäß einer Entschließung des EG-Ministerrats vom Februar 1971 hätten beginnen sollen, die maximalen Bandbreiten zwischen ihren Währungen von 1,5 auf 1,2 Prozent zu beiden Seiten der Parität einzuengen. Diese Pläne mußten natürlich im Mai 1971 zurückgestellt werden.

Als im August 1971 die Periode des allgemeinen Floatings begann, beschlossen die Behörden Belgiens, der Niederlande und Luxemburgs, die Schwankungsbreiten zwischen ihren Währungen innerhalb des Bandes von 1½ Prozent zu beiden Seiten der Parität einzuhalten, wie sie vor dem Floating des Guldens im Mai 1971 bestanden hatten. Das bedeutete Interventionen durch den Kauf der Partnerwährung in dem

Umfang, der erforderlich war, um zu verhindern, daß sich der Kurs zwischen dem Gulden und dem belgischen Franken weiter als  $1\frac{1}{2}$  Prozent vom Kurs von 13,81 belgischen Franken = 1 holländischer Gulden, der von den beiden Goldparitäten abgeleitet wurde, entfernte. Kurz nach dem Inkrafttreten dieses Übereinkommens stieg der Gulden auf seinen oberen Interventionspunkt gegenüber dem belgischen Franken, da spekulative Positionen, die in Belgien im Anschluß an das Gulden-Floating im Mai aufgebaut worden waren, nun abgewickelt wurden. Sowohl die belgischen als auch die niederländischen Währungsbehörden intervenierten, um eine weitere Aufwertung des Guldens gegenüber dem belgischen Franken zu verhindern, und bis Ende September hatte die Nederlandsche Bank als Ergebnis dieser Interventionen 6,4 Mrd. belgische Franken aufgenommen. Eine Änderung der Lage machte es der Belgischen Nationalbank später möglich, einen Teil dieser Franken gegen Gulden zurückzukaufen, die sie am Markt erworben hatte. Im Dezember und Januar ist die verbliebene Schuld zu Lasten der belgischen Reserven getilgt worden. Die Vereinbarung ist noch in Kraft, aber seitdem waren die beiden Währungen nie so weit auseinander, daß weitere offizielle Interventionen notwendig gewesen wären.

Inzwischen ließ der IWF unmittelbar im Anschluß an die Wechselkursneuordnung im Dezember zu, daß die Schwankungsbreiten der Währungen aller IWF-Mitgliedsländer gegenüber dem US-Dollar auf  $2\frac{1}{4}$  Prozent zu beiden Seiten ihres jeweiligen Leitkurses bzw. Mittelkurses ausgedehnt wurden. Wären keine weiteren Maßnahmen der EWG-Länder ergriffen worden, hätte dies bedeutet, daß, mit Ausnahme des Verhältnisses zwischen dem belgischen Franken und dem holländischen Gulden, je zwei EWG-Währungen sich im Zeitverlauf um bis zu 9 Prozent gegeneinander hätten bewegen können und daß, ebenfalls mit Ausnahme des belgischen Frankens und des Guldens, je zwei EWG-Währungen in einem gegebenen Zeitpunkt bis zu  $4\frac{1}{2}$  Prozent hätten auseinanderliegen können. Auf der Grundlage einer neuen EntschlieÙung des EG-Ministerrats im März dieses Jahres setzten die EWG-Länder am 24. April eine Regelung in Kraft, wonach — abgesehen von den oben beschriebenen Vereinbarungen der Benelux-Länder, die, wie erwähnt, weiterhin in Kraft sind — weder die Marktfluktuationen zwischen zwei Gemeinschaftswährungen im Zeitverlauf noch der Abstand zwischen zwei Gemeinschaftswährungen in einem gegebenen Zeitpunkt größer sein können als die zwischen einer einzelnen EWG-Währung und dem US-Dollar möglichen Schwankungen, nämlich  $4\frac{1}{2}$  bzw.  $2\frac{1}{4}$  Prozent.

Die Regelung wird mittels Marktinterventionen in EWG-Währungen durchgeführt, mit Ausnahme der Fälle, da eine EWG-Währung an ihrem oberen oder unteren Interventionspunkt gegenüber dem Dollar ist und die Interventionen dann in Dollar vorgenommen werden. Die Interventionen in EWG-Währungen werden dergestalt stattfinden, daß Mitgliedsländer mit starken Währungen entweder schwache Partnerwährungen am Devisenmarkt ankaufen oder ihre eigene Währung an die Länder mit schwachen Währungen ausleihen, damit diese selber intervenieren können. Verbindlichkeiten, die durch Interventionen in EWG-Währungen entstehen, sind in der Regel am Ende des folgenden Monats abzudecken. Deckt ein Land derartige Verbindlichkeiten aus den eigenen Reserven ab, dann sollen die verschiedenen Reserveaktiva in dem Verhältnis verwendet werden, wie es der Zusammensetzung der Gesamtreserven des Landes entspricht. Bisher haben im Rahmen dieser Regelung keine Interventionen stattgefunden. Das Vereinigte Königreich, Dänemark und Irland schlossen

sich am 1. Mai dieser Regelung an, danach folgte im Laufe des Monats Norwegen. Es wird erwartet, daß andere europäische Länder außerhalb der EWG sich ihrerseits zu gegebener Zeit diesem Übereinkommen anschließen werden.

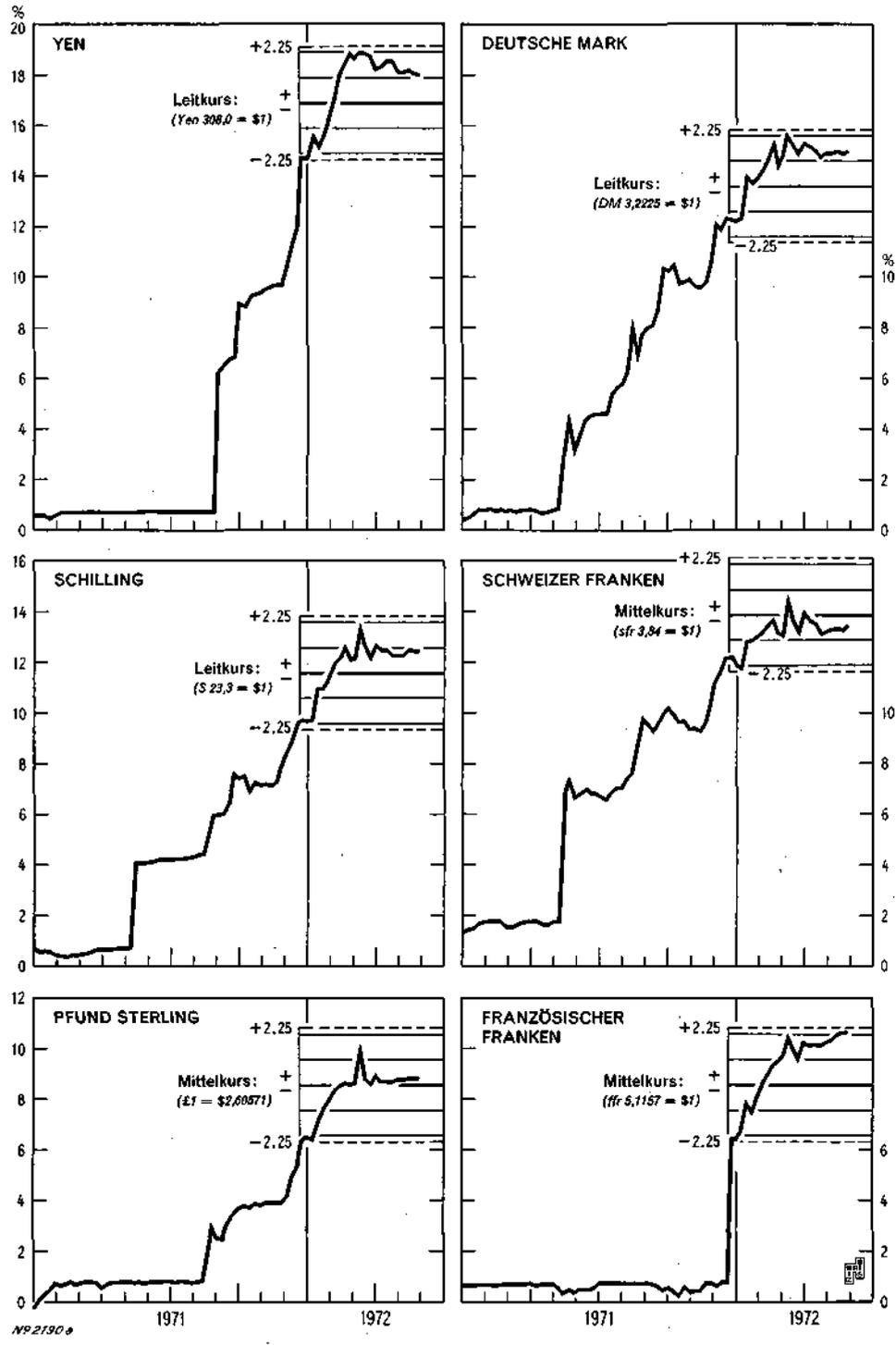
*Pfund Sterling.* Nachdem der Kassakurs des Pfundes das Jahr 1971 ein wenig unterhalb der Dollarparität begonnen hatte, festigte er sich rasch und erreichte Mitte Februar den oberen Interventionspunkt. Von da ab bis zur Schließung der Devisenbörse im August blieb er, mit Ausnahme einer kurzen Periode im Anschluß an die Diskontsenkung Anfang April, weiter sehr fest. Darüber hinaus war der Aufwärtsdruck bis zum 13. August auf das Pfund so stark geworden, daß der Dreimonats-Terminkurs einen leichten Aufschlag (Report) aufwies.

Nach Wiedereröffnung der Devisenbörse stieg der Kassakurs des Pfundes am 26. August auf 3 Prozent über seine Dollarparität. Daraufhin sind Maßnahmen, die später beschrieben werden, zur Abbremsung der Mittelzuflüsse ergriffen worden mit dem Ergebnis, daß im Verlaufe der ersten Septemberhälfte die Notierungen leicht auf rund  $2\frac{1}{2}$  Prozent über der Parität nachgaben. Anhaltende Sterlingkäufe zogen den Kurs dann am 8. Oktober auf fast 4 Prozent oberhalb der Dollarparität; in dieser Situation verstärkten die Behörden die besonderen Devisenkontrollen, die Ende August eingeführt worden waren. Der Kassakurs ist dann bis Anfang Dezember auf ungefähr demselben Niveau gehalten worden, als unmittelbar vor dem Realignment ein Anstieg auf  $5\frac{3}{8}$  Prozent über der Dollarparität zugelassen wurde.

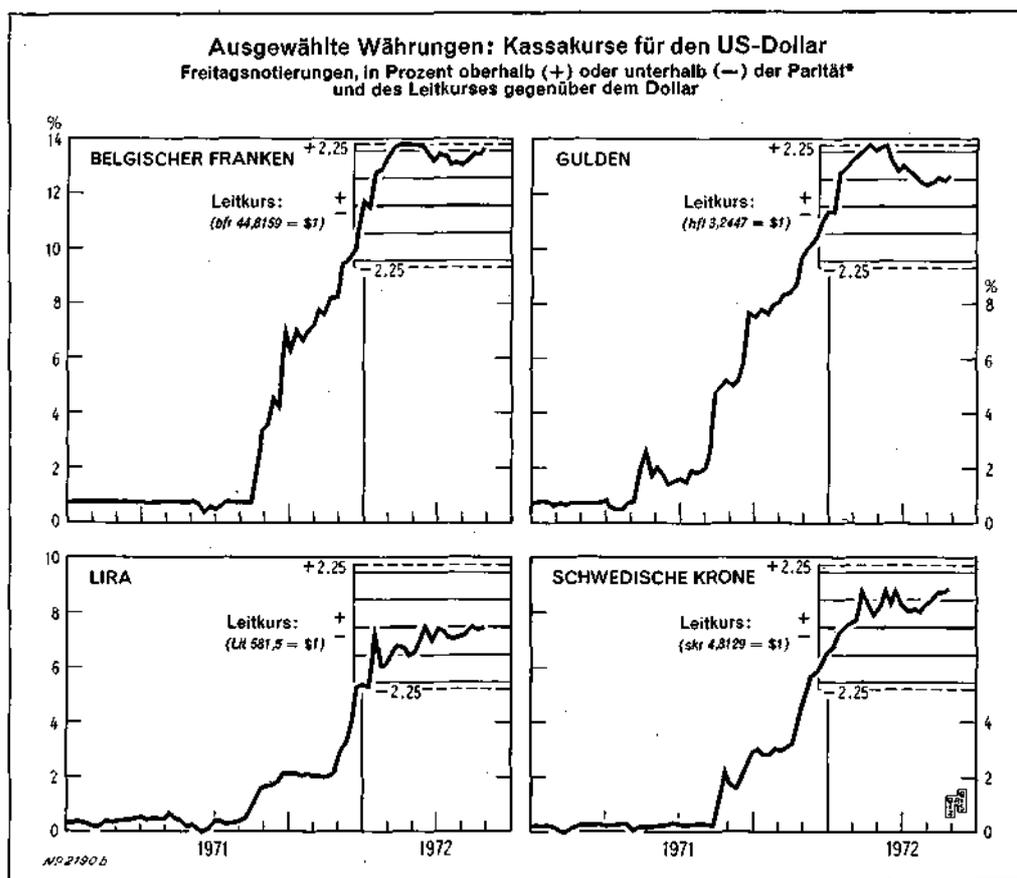
Als die Devisenbörsen am 21. Dezember wiedereröffnet wurden, notierte der Kassakurs des Pfundes über 2,55 Dollar; das war viel höher als der Schlußkurs in der Vorwoche, aber knapp 2 Prozent unter dem neuen Mittelkurs gegenüber dem Dollar. Anfang Januar 1972 ist der neue untere Interventionspunkt fast erreicht worden, jedoch begann kurz danach der Pfundkurs im Zeichen der allgemeinen Abschwächung des Dollars schnell zu steigen, und Anfang Februar lag er leicht über dem neuen Mittelkurs. Einen Monat später, als der Dollar erneut unter Druck geriet, stieg der Kassapfundkurs zeitweise auf fast  $1\frac{1}{2}$  Prozent oberhalb des Mittelkurses. Allerdings schwächte sich der Druck bald ab, und im Verlaufe von April und Mai lag der Kurs relativ stabil auf einem Niveau etwas oberhalb dessen, was nunmehr die neue Parität gegenüber dem Dollar ist. Der Report des Dreimonats-Terminkurses des Pfundes, der sich im August 1971 entwickelt hatte und bestehen blieb, als die Erwartungen einer Dollarabwertung wuchsen, war auch nach der Wechselkursneuordnung bis gegen Ende Januar noch recht bedeutend. Danach verschwand er, und es bildete sich ein leichter Deport (Kursabschlag) am Terminmarkt heraus.

*Deutsche Mark.* Der Kassakurs der Deutschen Mark ist vor der Entscheidung, den Kurs ab 10. Mai 1971 freizugeben, seit Anfang des Jahres fast ununterbrochen an seinem oberen Interventionspunkt gegenüber dem Dollar gewesen. Auf dem Dreimonats-Terminmarkt hielt der Kursabschlag für die Deutsche Mark, der die Zinsdifferenz zwischen der Deutschen Mark und dem Dollar widerspiegelte, bis Anfang April an; aber als spekulative Kräfte die Oberhand gewannen, bildete sich ein Report für die Deutsche Mark heraus, der Anfang Mai  $1\frac{1}{3}$  Prozent p. a. erreicht hatte.

**Ausgewählte Währungen: Kassakurse für den US-Dollar**  
Freitagnotierungen, in Prozent oberhalb (+) oder unterhalb (–) der Parität\*  
sowie des Leit- bzw. Mittelkurses gegenüber dem Dollar



\* Vom 1. Januar 1971.



\* Vom 1. Januar 1971.

Nach der Kursfreigabe stieg der Kassakurs gegenüber dem Dollar innerhalb von zwei Wochen auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent oberhalb der Parität. Zu Beginn des Monats Juni fiel der Kurs dann — teilweise im Zusammenhang mit einer Erhöhung der Euro-dollarzinsen — rasch auf einen Tiefpunkt von  $2\frac{1}{2}$  Prozent über der Dollarparität zurück. Die Währungsbehörden traten dann auf dem Devisenmarkt als Verkäufer beträchtlicher Dollarbeträge auf, und der Kurs zog sogleich scharf an und erreichte gegen Ende Juni eine Höhe von fast  $4\frac{3}{4}$  Prozent und Ende Juli von  $5\frac{1}{4}$  Prozent oberhalb der Dollarparität. Als Anfang August die Spekulation wieder begann, stellte die Bundesbank die Dollarverkäufe ein, und am 12. August, als der Kassakurs sich mehr als 8 Prozent über der Parität befand, kauften die Währungsbehörden einige Dollarbeträge am Markt. Der Report der Dreimonats-Termin-DM, der sich im Juni zurückgebildet hatte, erschien Mitte Juli wieder und betrug am 13. August praktisch 3 Prozent p.a.

Der Kassakurs, der am 13. August mit etwas mehr als 8 Prozent oberhalb der Dollarparität geschlossen hatte, wies am 23. August, als die Devisenbörsen wiedereröffnet wurden, eine etwas geringere Aufwertungsrates gegenüber dem Dollar (rund  $6\frac{3}{4}$  Prozent) auf. Der Aufwärtstrend der Deutschen Mark machte sich bald erneut bemerkbar, und gegen Ende September lag der Kassakurs  $10\frac{1}{2}$  Prozent über der Parität. Dollarkäufe am Kassa- und Terminmarkt durch die Behörden führten dann

zu etwas niedrigeren Notierungen; und gegen Ende Oktober, als kreditpolitische Erleichterungen beschlossen wurden, sank die Aufwertungsrate deutlich unter 10 Prozent. Danach stieg der DM-Kurs wieder stark an, und am 17. Dezember schloss er mit rund 12¼ Prozent über der Dollarparität.

Das Realignment bedeutete für die Deutsche Mark, wenn man den neuen Leitkurs mit der alten Dollarparität vergleicht, eine Aufwertung von 13,6 Prozent, das sind fast 1¼ Prozentpunkte mehr als der Schlußkurs am 17. Dezember. Nach Wiedereröffnung der Devisenbörsen wurde der Kassakurs der Deutschen Mark bis Anfang Januar ungefähr in der Mitte zwischen Leitkurs und neuem unteren Interventionspunkt gegenüber dem Dollar notiert. Mitte Januar überstieg er den Leitkurs, und im Februar und März war die Nachfrage nach Deutscher Mark so stark, daß sich die Währungsbehörden zum Kauf erheblicher Dollarbeträge am Kassamarkt veranlaßt sahen, wo die Deutsche Mark einmal ganz nahe am oberen Interventionspunkt war, ohne ihn tatsächlich zu erreichen. Als der Druck nachließ, ging der Kassakurs zurück, und Mitte Mai lag er etwa 1¼ Prozent über dem Leitkurs. Seit der Wechselkursneuordnung blieb der Report der Dreimonats-Terminmark bestehen; er erreichte in der zweiten Märzwoche einen Höchststand von 3 Prozent p. a. und nahm Mitte Mai auf rund 1½ Prozent p. a. ab.

*Gulden.* Wie die Deutsche Mark war der holländische Gulden während der ersten Monate 1971 gegenüber dem Dollar sehr fest. Und ebenfalls wie die Deutsche Mark floatete der Gulden von Anfang Mai 1971 an. Das Floating begann bei einem Aufschlag des Kassakurses gegenüber der Dollarparität von 2½ Prozent, betrug jedoch vor der Augustkrise meistens weniger als 2 Prozent und stieg dann scharf auf 4¾ Prozent am 13. August. Im Verlauf der Periode fast allgemein flexibler Wechselkurse bewegte sich der Kassakurs des Guldens gegenüber dem Dollar ziemlich stetig nach oben und erreichte am 17. Dezember einen Aufschlag von 10½ Prozent.

In der auf das Realignment folgenden Zeit war der Gulden nach dem belgischen Franken die zweite europäische Währung, die ihren neuen Leitkurs überschritt, und zwar in der zweiten Januarwoche. Der obere Interventionspunkt gegenüber dem Dollar wurde mehrmals im Februar und Anfang März erreicht, worauf die Währungsbehörden jeweils erhebliche Dollarbeträge kauften. Bei nachlassendem Druck fiel der Kassakurs des Guldens, und bis Mitte Mai war er auf weniger als 1 Prozent über dem Leitkurs zurückgegangen. Am Dreimonats-Terminmarkt wies der Gulden jedoch noch einen Report von reichlich 2 Prozent p. a. auf.

*Belgischer Franken.* Wie die anderen bereits erörterten europäischen Währungen befand sich der belgische Franken im regulierten Devisenmarkt während der ersten vier Monate von 1971 mehr oder weniger ununterbrochen an seinem oberen Interventionspunkt gegenüber dem Dollar. Im Anschluß an die Maikrise führten die Behörden, die den Franken weder aufwerteten noch den Kurs freigaben, eine strenge Trennung der beiden Devisenmärkte durch — wobei der regulierte Markt wie bisher für Handelstransaktionen und der Finanzmarkt für andere Devisenoperationen benutzt werden kann. Dadurch wurden die Spannungen am regulierten Devisenmarkt erfolgreich gemildert, und der Franken kehrte dort Mitte Juni zum Paritätsstand gegenüber dem Dollar zurück. Der Aufschlag des Finanzfrankens, der im Mai rund 1½ Prozent betragen hatte, verschwand zur gleichen Zeit. Mitte Juli jedoch lag der Franken

auf dem regulierten Markt wieder am oberen Interventionspunkt gegenüber dem Dollar, während er auf dem Finanzmarkt am 13. August mit einer Prämie von nahezu  $2\frac{1}{2}$  Prozent gehandelt wurde.

Am 23. August begann der Franken auf beiden Märkten zu floaten, und beide Kurse wiesen fast unverzüglich einen gemeinsamen Aufschlag von rund  $2\frac{1}{2}$  Prozent über der Dollarparität auf. Danach ergaben die Notierungen für den Franken ziemlich genau das gleiche Bild wie für den Gulden, wenn auch auf etwas niedrigerem Niveau, und am 17. Dezember betrug der Aufschlag nahezu 10 Prozent. Nach dem Realignment bewegte sich der Franken auf dem regulierten Markt schon am 31. Dezember über seinem Leitkurs, und er war auch die erste Währung, die — in der zweiten Februarwoche — ihren neuen oberen Interventionspunkt gegenüber dem Dollar erreichte. Nach den spekulativen Unruhen im Februar und März 1972 schwächte sich der Kurs ab, aber Mitte Mai lag er abermals fast 2 Prozent oberhalb des Leitkurses.

*Französischer Franken.* Obwohl der französische Franken in den ersten Monaten 1971 sehr fest war und Anfang Mai 1971 seinen oberen Interventionspunkt erreichte, zog sich die Bank von Frankreich am 5. Mai nicht vom Markt zurück. Stattdessen wurden die Devisenkontrollen verschärft, und in Verbindung mit der deutlich dargelegten Absicht der Behörden, weder aufzuwerten noch zu floaten, verursachte dies eine gewisse Entspannung für den Kassakurs des Dollars. Anfang Juli kehrte der Franken jedoch wieder zu seinem oberen Interventionspunkt zurück und blieb dort, trotz weiteren Maßnahmen zur Abwehr von Zuflüssen, bis zum 13. August; zu dieser Zeit hatten die Währungsbehörden schon erhebliche Dollarbeträge aufgenommen.

Dann wurde ein gespaltener Devisenmarkt eingeführt, wobei die offizielle Intervention beschränkt wurde auf den Markt für Außenhandelstransaktionen und (innerhalb bestimmter Grenzen) damit verbundene Operationen sowie für laufende amtliche Transaktionen. Strenge Vorschriften zur Durchführung dieser Teilung wurden eingeführt. Auf dem sogenannten „offiziellen“ Markt bestand eine erhebliche Nachfrage nach Franken, insbesondere seit er die einzige bedeutende Währung war, die noch innerhalb ihrer früheren Interventionsgrenzen gehalten wurde. Mittlerweile hatte der Finanzfranken einen Aufschlag von etwa 4 Prozent zu verzeichnen. Im September und Oktober entfernte sich der Handelsfranken beträchtlich von seinem oberen Interventionspunkt, und die Währungsbehörden konnten sogar umfangreiche Dollarbeträge am Markt verkaufen. Auf dem Finanzmarkt, der im Oktober auf Transaktionen von Inländern in ausländischen Wertpapieren ausgedehnt wurde (diese waren vorher auf einem gesonderten Markt abgewickelt worden), wies der Franken in jenem Monat meist einen Aufschlag zwischen 2 und 3 Prozent auf.

Gegen Ende November stieg der Handelsfranken jedoch abermals auf seinen oberen Interventionspunkt gegenüber dem Dollar, was erneute Dollarkäufe durch amtliche Stellen in erheblichem Umfang erforderlich machte, während der Aufschlag des Finanzfrankens unmittelbar vor der Wechselkursneuordnung  $5\frac{1}{2}$  Prozent betrug. Einige spekulative Bewegungen wurden, soweit dies die Vorschriften erlaubten, auf den Terminmarkt umgelenkt, wo der Aufschlag, ausgedrückt als Jahreszinssatz, verschiedene Male zweistellige Ziffern erreichte.

Der gesplaltene Devisenmarkt wurde nach dem allgemeinen Realignment beibehalten; allerdings fand ein erheblicher Abbau der Devisenkontrollen statt. Der Handelsfranken eröffnete nahe an seinem neuen unteren Interventionspunkt, wohingegen der Finanzfranken dem Handelsfranken gegenüber einige Tage einen leichten Abschlag aufwies; danach bewegten sich beide Kurse aufeinander zu. Nach der Jahreswende erholte sich der Handelsfranken und überschritt Anfang Februar seinen neuen Mittelkurs; einen Monat später, als der Dollar auf den meisten Märkten unter Druck geriet, erreichte der Handelsfranken beinahe seinen oberen Interventionspunkt, während der Finanzfranken auf fast 5 Prozent über den Mittelkurs anzog. Obwohl der Kurs des Handelsfrankens zusammen mit anderen europäischen Währungen in der Folge etwas nachgab, lag er doch Mitte Mai abermals nicht weit vom oberen Interventionspunkt entfernt, wohingegen sich der Finanzfranken noch 4 Prozent über der seit Mai neuen Dollarparität befand. Anfang Mai erweiterten die Behörden die Reichweite des offiziellen Marktes, indem sie alle mit dem Außenhandel verbundenen Dienstleistungstransaktionen (hauptsächlich für Transporte und Versicherungen) auf ihn verwiesen.

*Schweizer Franken.* Die Aufwertung im Mai 1971 war die erste Paritätsänderung des Schweizer Frankens seit fünfunddreißig Jahren. Die Interventionspunkte wurden wie zuvor mit 1,8 Prozent zu beiden Seiten der Parität festgesetzt, aber die Nationalbank ließ wissen, daß sie angesichts der allgemeinen Unsicherheit auf den Devisenmärkten effektiv innerhalb eines Drittels dieses Bandes zu operieren beabsichtige. Nach der Aufwertung lag der Franken meistenteils unter seiner neuen Parität, bis Anfang August die Spekulanten ihre Aufmerksamkeit wieder dem Franken zuwandten. Die schweizerischen Behörden beschlossen bald Abwehrmaßnahmen, und der Franken befand sich nur in der letzten Woche vor dem 15. August durchweg oberhalb der Parität; dennoch war der Devisenzufluß in die Schweiz der größte, den ein einzelnes Land in der ersten Monatshälfte aufzuweisen hatte. In der Floatingperiode vom 23. August an sind weitere Verteidigungsmaßnahmen ergriffen worden, aber die Nachfrage nach Franken blieb kräftig, und am 17. Dezember lag der Kassakurs um mehr als 5 Prozent über der neuen Dollarparität.

Im Rahmen der Wechselkursneuordnung wurde — bei gleichbleibender Goldparität — die Aufwertung gegenüber dem Dollar auf 6,4 Prozent festgesetzt, so daß die gesamte Aufwertung gegenüber dem Dollar seit Mai 13,9 Prozent betrug. Kurz nach Devisenmarkteröffnung fiel der Franken bis dicht an seinen neuen unteren Interventionspunkt gegenüber dem Dollar herab, aber es waren keine ins Gewicht fallenden Verkäufe zu verzeichnen. Danach haben die Bewegungen des Wechselkurses weitgehend übereingestimmt mit denen anderer führender europäischer Währungen, jedoch mit dem Unterschied, daß der Franken — mit Ausnahme der spekulativen Episode Anfang März — wegen der im Vergleich zum Ausland viel niedrigeren inländischen Zinssätze unterhalb seines neuen Mittelkurses blieb.

*Lira.* Obwohl die Währungsreserven Italiens in den ersten vier Monaten 1971 um fast 1 Mrd. Dollar zunahmen, befand sich die Lira auf dem Kassamarkt nie nahe an ihrem oberen Interventionspunkt gegenüber dem Dollar und erreichte ihn sogar Anfang Mai nicht ganz. Sie wurde jedoch in die Augustkrise hineingezogen und langte kurz vor Schließung der Devisenbörsen am oberen Interventionspunkt an. Die Lira

eröffnete dann mit einem mäßigen Aufschlag auf die Dollarparität von wenig mehr als 1 Prozent, der sich gegen Ende November auf  $2\frac{1}{4}$  Prozent erhöht hatte. Nach einem Schlußkurs von 4 Prozent oberhalb ihrer Dollarparität am 17. Dezember, lag die Liranotiz in der folgenden Woche nah an ihrem neuen unteren Interventionspunkt. Seitdem befand sich die Lira, wie der Schweizer Franken — ausgenommen anfangs März 1972 —, unter ihrem Mittelkurs gegenüber dem Dollar.

*Schilling.* Die Aufwertung im Mai 1971 war begleitet gewesen von einer Ausweitung der Bandbreiten auf fast das volle 1 Prozent, das auf jeder Seite der Parität vom IWF damals zugelassen war. Nach der Aufwertung wurde der Schilling an seinem neuen unteren Interventionspunkt gegenüber dem Dollar notiert, und als am 13. August die Devisenbörsen geschlossen wurden, lag er noch  $\frac{1}{2}$  Prozent unter seiner Dollarparität. Während der Periode des allgemeinen Floatings stieg der Schilling auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent oberhalb seiner neuen Dollarparität. Im Anschluß an das Realignment ergab sich nur eine geringe weitere Aufwertung; die Notierung eröffnete mit  $1\frac{1}{2}$  Prozent unter dem neuen Leitkurs. In der ersten Märzhälfte stieg der Schilling auf  $1\frac{3}{4}$  Prozent über den Leitkurs, und seitdem ist er innerhalb der oberen Hälfte seiner gegenwärtig zugelassenen Bandbreite geblieben.

*Yen.* Der Yen lag von Anfang Februar 1971 bis zur Aufgabe des oberen Interventionspunktes am 28. August auf dem Devisenmarkt an seinem oberen Interventionspunkt gegenüber dem Dollar. Der Kurs sprang dann sofort auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent oberhalb der Dollarparität. Obwohl die amtlichen Stellen fortführen, beträchtliche Devisenbeträge zu kaufen, hielt die schnelle Aufwärtsbewegung an, und Mitte Oktober betrug der Aufschlag  $9\frac{1}{2}$  Prozent. Bis Anfang Dezember fand nur noch eine leichte Aufwärtsbewegung statt, aber dann, unmittelbar vor der Wechselkursneuordnung, stieg der Kurs auf  $12\frac{1}{2}$  Prozent über die Dollarparität.

Der für den Yen neu festgesetzte Leitkurs bedeutete — verglichen mit der alten Parität — eine effektive Aufwertung von 16,9 Prozent gegenüber dem Dollar. Unmittelbar nach dem Realignment lag der Kurs nicht weit von seinem neuen unteren Interventionspunkt entfernt, und es fanden einige Geldabflüsse statt. Anfang Januar befestigte sich der Yen jedoch wieder, und in der zweiten Februarhälfte war der neue obere Interventionspunkt fast erreicht. Wie in anderen Ländern, deren Währungen zu dieser Zeit unter sehr starkem Aufwärtsdruck gerieten, intervenierten die Währungsbehörden und kauften Dollars am Markt. Der Kurs beruhigte sich daraufhin etwas und lag gegen Ende April rund 1 Prozent über dem neuen Leitkurs für den Dollar.

*Kanadischer Dollar.* Der kanadische Dollar setzte in der Berichtsperiode das Floating fort. War er im Verlauf der letzten sieben Monate von 1970 bereits um rund  $6\frac{1}{2}$  Prozent gegenüber der vorherigen Parität zum US-Dollar aufgewertet worden, so bewegte sich der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar in der Berichtsperiode im Vergleich zu den Bewegungen anderer Währungen in ziemlich engen Grenzen. Nachdem er das Jahr mit etwas über 99 US-Cents begonnen hatte, stand der kanadische Dollar im Februar bei 100 US-Cents. Darauf sank der Kurs, aufgrund rückläufiger inländischer Zinssätze zusammen mit einer Erhöhung der Sätze in den USA und am Eurodollarmarkt, gegen Ende Mai unter 99 US-Cents, und Mitte Juni wurde der Tiefpunkt von rund  $97\frac{1}{2}$  US-Cents erreicht. Am 13. August lag der

kanadische Dollar wieder fast bei 99 US-Cents, und nach einem Anstieg auf praktisch 99½ US-Cents (17. August) fiel er im selben Monat wegen der befürchteten Auswirkungen der amerikanischen Importsondersteuer auf den kanadischen Außenhandel rasch auf 98½ US-Cents zurück. Im Oktober zog der Kurs des kanadischen Dollars wieder an, und er wurde gegen Monatsende zu 100 US-Cents notiert. Unmittelbar vor der Wechselkursneuordnung stieg er weiter auf 100½ US-Cents. Nach einem leichten Rückgang unter pari zum US-Dollar Anfang 1972 befestigte sich der Kurs im März wieder und stand Mitte Mai bei über 101 US-Cents.

*Andere Währungen.* Die Währungen Dänemarks, Norwegens und Schwedens hatten zum Jahresende 1970 hin alle angezogen und hielten sich danach oberhalb der Parität gegenüber dem Dollar. Keine dieser Währungen ist in die Krise von Mai 1971 hineingezogen worden, und im August war die norwegische Krone die einzige, die vor Beginn des allgemeinen Floatings dicht an den oberen Interventionspunkt geriet. Alle drei Währungen stiegen dann kräftig an, und unmittelbar vor dem Realignment betrug der Aufschlag im Vergleich zur Parität für die dänische Krone 4½ Prozent, für die norwegische Krone 6 Prozent und für die schwedische Krone etwas weniger als 6 Prozent. Die festgesetzten neuen Leitkurse lauteten 6,98 Dänenkronen, 6,65 norwegische Kronen und 4,81 schwedische Kronen je 1 US-Dollar und bedeuteten gegenüber dem Dollar eine Aufwertung von rund 7½ Prozent. Nachdem dann die Notierungen, wie die der meisten anderen Währungen, in der unteren Hälfte ihrer neuen erweiterten Bandbreiten gelegen hatten, bewegte sich die Schwedenkrone Mitte Januar über ihren Leitkurs hinweg, und die norwegische Krone folgte etwa einen Monat später; beide befanden sich in der zweiten Märzwoche ungefähr 1½ Prozent über ihren Leitkursen, und Mitte Mai standen sie 1¼ bzw. 1 Prozent darüber. Die Dänenkrone dagegen lag im allgemeinen — ausgenommen im März — eine geringe Spanne unterhalb ihres Leitkurses. Finnland erklärte im Dezember 1971 einen Leitkurs von 4,1 Finnmark = 1 US-Dollar; das entsprach einer Aufwertung von rund 2½ Prozent gegenüber dem Dollar.

Die spanische Peseta hatte bis Mitte 1971 rund zwölf Monate lang etwas mehr als ½ Prozent oberhalb der Parität zum Dollar gelegen und näherte sich im Zuge der Augustkrise dem oberen Interventionspunkt. Bis zum Realignment floatete die Peseta auf etwa 4½ Prozent oberhalb der Parität, wobei mehr als die Hälfte dieser Aufwärtsbewegung ungefähr in der letzten Woche stattfand. Danach beschlossen die Währungsbehörden, die bestehende Goldparität beizubehalten und einen Mittelkurs von 64,5 Pesetas = 1 US-Dollar festzulegen. In der Folgezeit befand sich der Kurs der Peseta bis Mitte März 1972 am neuen unteren Interventionspunkt; er bewegte sich dann praktisch auf den Mittelkurs zu, wo er seither blieb.

Der portugiesische Escudo wurde von der zweiten Januarhälfte 1971 an bis zu seinem Floating im August bei ¾ Prozent oberhalb der Parität gehalten. In der ersten Dezemberhälfte stieg er auf 4¾ Prozent oberhalb der Parität; der neue Leitkurs ist dann auf 27,25 Escudos = 1 US-Dollar festgesetzt worden; das entsprach einer Aufwertung von 5½ Prozent gegenüber dem Dollar. Im Februar 1972 bewegte sich der Escudo über den Leitkurs hinweg und ist seitdem dort geblieben.

Die griechischen Währungsbehörden ließen nach dem Realignment den Wechselkurs gegenüber dem Dollar unverändert bei 30 Drachmen = 1 US-Dollar, während

in der Türkei das türkische Pfund einen neuen Leitkurs von 14 türkischen Pfund = 1 US-Dollar erhielt, was eine Aufwertung von 7 Prozent gegenüber dem Dollar darstellte.

### **Sonstige devisenwirtschaftliche Ereignisse**

Abgesehen von den Wechselkursänderungen, die bereits in Kapitel I oder in diesem Kapitel beschrieben worden sind, bestanden die anderen wichtigsten devisenwirtschaftlichen Ereignisse hauptsächlich in Versuchen jener Länder, die letztes Jahr bei der Flucht aus dem Dollar auf der „Nehmerseite“ waren, das Anwachsen ihrer Währungsreserven durch verschiedene Arten direkter Devisenkontrollen zu begrenzen. Diese Kontrollen waren bereits seit Mai 1971 im Zunehmen begriffen, und ihr Umfang wurde von August bis Dezember erheblich ausgeweitet. In einigen Fällen sind sie ergänzt worden durch die Liberalisierung ausgehender Zahlungen und Übertragungen. Unmittelbar nach der Wechselkursneuordnung sind eine Reihe von Kontrollen, die seit Mai bestanden, beseitigt worden. Als jedoch die Spekulation gegen den Dollar und zugunsten bestimmter anderer Währungen in den ersten Monaten dieses Jahres abermals begann, wurden in den Ländern, die unter Aufwertungsdruck gerieten, neue Kontrollen eingeführt oder alte reaktiviert.

Unter den ersten Ländern, die vergangenes Jahr die Kontrollschrauben anzogen, waren diejenigen, die Anfang Mai 1971 entweder ihre Wechselkurse oder die Handhabung ihrer Wechselkurse änderten.

In der *Bundesrepublik Deutschland* haben die Behörden am gleichen Tag, als der DM-Kurs freigegeben wurde, praktisch die Zinszahlung für Bankguthaben von Gebietsfremden und die Abgabe von deutschen Geldmarktpapieren an Gebietsfremde sowie die „In-Pension-Gabe“ inländischer festverzinslicher Wertpapiere durch deutsche Banken ins Ausland praktisch verboten. Anfang Juli gab die Bundesregierung bekannt, daß gesetzliche Schritte zur Kontrolle einer der Hauptquellen der Geldzufüsse, nämlich der Kreditaufnahmen inländischer Wirtschaftsunternehmen im Ausland, erwogen würden. Am 1. Januar 1972 trat das sogenannte Bardepotgesetz in Kraft. Es ermächtigt die Bundesregierung, Inländer aufzufordern, einen bestimmten Teil, der 50 Prozent nicht überschreiten darf, der im Ausland aufgenommenen Kredite zinslos bei der Bundesbank zu hinterlegen. Wenngleich das Gesetz in erster Linie auf die Nichtbanken zielt, so sind seine Vorschriften auch auf die nicht der Mindestreserve-regelung unterliegenden Auslandsverbindlichkeiten der Kreditinstitute anzuwenden. Nach dem Aufwärtsdruck auf den neuen Wechselkurs im Februar 1972 ist das Gesetz am 1. März aktiviert worden, und zwar für diejenigen Kredite, die am oder nach dem 1. Januar 1972 aufgenommen worden sind, wobei der Bardepotsatz auf 40 Prozent festgesetzt wurde. Kreditaufnahmen von 2 Mio. DM und weniger sowie solche, die mit der handelsüblichen Abwicklung von Waren- und Dienstleistungstransaktionen direkt zusammenhängen, wie auch Kreditaufnahmen, die entweder der Refinanzierung oder der Kurssicherung von Exportforderungen oder der Finanzierung von Direktinvestitionen im Ausland dienen, sind ausgenommen worden.

In den *Niederlanden* sind kurz nach dem Beginn des Floatings des Guldens eine Reihe direkter Maßnahmen zur Kontrolle der Geldzufüsse ergriffen worden. Die

wichtigsten Banken kamen am 21. Mai überein, für Guldensichtguthaben von Ausländern in den Fällen keine Zinsen zu zahlen, in denen die Einlagen offenbar spekulativen Zwecken dienten. Im Juni ist Devisenausländern nicht länger erlaubt worden, konvertible Guldenguthaben zum Erwerb inländischer Schatzwechsel oder auf Gulden lautender Bankakzepte zu verwenden. Im September ist es dann Ausländern untersagt worden, von Inländern Guldenanleihen zu kaufen, es sei denn mit Erlösen aus den Verkäufen solcher Papiere an Inländer. Diese Maßnahme schuf einen neuen Devisenmarkt für Gulden, auf dem die Erlöse derartiger Verkäufe gehandelt werden. Als im März 1972 der Gulden unter erneuten Aufwertungsdruck geriet, ist die Verzinsung der Guldensichtguthaben von Ausländern untersagt und die allgemeine Genehmigung für Ausländer, Gulden auf Terminkonten in den Niederlanden anzulegen, aufgehoben worden.

In *Belgien-Luxemburg* waren den Banken bereits im März 1971 Plafonds für ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten vorgeschrieben worden mit der Sanktion, daß sie ihre Rediskontkontingente bei der Nationalbank im Ausmaß der Überschreitung gekürzt bekämen. Als die Behörden im Mai die beiden Devisenmärkte streng trennten, untersagten sie den Banken, neue auf konvertible belgische Franken lautende Terminkonten für Ausländer zu eröffnen oder Zinsen auf konvertible Sichtguthaben von Ausländern zu zahlen. Zur gleichen Zeit verloren die Inländer die Befugnis — ausgenommen innerhalb sehr enger Grenzen —, Vorauszahlungen von Ausländern für Güter und Dienstleistungen anzunehmen. Im Juni ist dann das System der Strafbestimmungen für die Banken, welche die im März festgelegten Grenzen ihrer Nettoauslandsverschuldung überschritten, in der Weise geändert worden, daß an die Stelle einer Kürzung der Rediskontkontingente zinslos bei der Nationalbank zu unterhaltende Sonderkonten in entsprechender Höhe traten. Der Grund für diese Änderung war, daß vom Mai an die Zunahme der Nettoverschuldungsposition im wesentlichen daher rührte, daß Ausländer ihre Frankenguthaben aufstockten, während es zuvor eher die durch die Banken selbst initiierten Devisenoperationen mit Ausländern gewesen waren. Im September ist die Begrenzung der Auslandsposition der Banken aufgehoben und die Guthaben auf den Sonderkonten der Nationalbank sind freigegeben worden. Im März 1972 sind die Banken nach den erneuten Geldzuflüssen ersucht worden, das weitere Anwachsen konvertibler Frankenguthaben von Ausländern auf den für laufende Transaktionen erforderlichen Umfang zu begrenzen, ihre Nettoauslandsverschuldung nicht weiter zu erhöhen und ihren Rückgriff auf ausländische Geldmärkte einzuschränken.

In *Österreich* sah ein gleichzeitig mit der Aufwertung des Schillings geschlossenes Gentlemen's Agreement zwischen der Nationalbank und den Geschäftsbanken vor, daß die Banken über die normalen Mindestreserven hinaus 40 Prozent jeglichen weiteren Zuwachses ihrer Schillingverbindlichkeiten gegenüber Ausländern auf unverzinslichen Sonderkonten bei der Nationalbank zu halten hatten. Zudem verpflichteten sich die Banken, ihre Inlandsliquidität nicht durch vorzeitige Repatriierung von Auslandsanlagen zu erhöhen. Im Juni sind bestimmte Beschränkungen beim Erwerb von Devisen gelockert worden: die Inländern zugestandenen Reisedevisen wurden von 15 000 auf 26 000 Schilling pro Reise erhöht; Inländern ist unbeschränkt erlaubt worden, Termineisen mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten anstatt vorher sechs Monaten zu erwerben; und bestimmte kleinere Erleichterungen wurden hinsichtlich der

Bestimmungen vorgenommen, die das Verfügungsrecht von Ausländern über ihr Eigentum in Österreich betreffen.

Das Gentlemen's Agreement mit den Banken, das Ende Juni ablief, wurde im Anschluß an die Augustkrise erneuert, mit dem einzigen Unterschied, daß der Teil des Zuwachses der Schillingverbindlichkeiten gegenüber Ausländern, den die Banken bei der Nationalbank zu deponieren hatten, auf 75 Prozent erhöht wurde. Ferner machte die Nationalbank Gutschriften von Schillingbeträgen, die aus dem Verkauf frei konvertierbarer Fremdwährungen für Rechnung eines Ausländers stammten, zum Gegenstand von Einzelgenehmigungen, ausgenommen die für laufende Zahlungen bestimmten Beträge. Die Bestimmungen dieses Gentlemen's Agreement, das ursprünglich Ende Oktober 1971 auslaufen sollte, sind seither bis Ende Juni 1972 verlängert worden.

In der *Schweiz* sind die ersten direkten Maßnahmen zur Abwehr von Geldzuflüssen im Laufe der Berichtsperiode in der zweiten Augustwoche ergriffen worden, als die Nationalbank entschied, für einen Zeitraum von zehn Tagen den Franken gegenwert der ihr abgetretenen Dollarbeträge zu blockieren, soweit er nicht Verwendung zum Kauf von Dollars fand. Eine Woche später ist diese Anordnung ersetzt worden durch eine 100prozentige Mindestreserve auf den Nettozuwachs der Auslandsverbindlichkeiten der Banken und durch das Verzinsungsverbot für von Devisenausländern unterhaltene Frankenguthaben, die mehr als 50 000 Franken betragen und nach dem 31. Juli für weniger als sechs Monate angelegt worden sind. Am 27. August wurde das Verzinsungsverbot ausnahmslos auf alle ausländischen Frankenguthaben ausgedehnt. Diese Maßnahmen sind noch in Kraft. Außerdem mußten mit Wirkung vom 16. August die Erlöse aller auf Schweizer Franken lautenden Kapitalexporte von den Kreditnehmern sogleich in Devisen umgewechselt werden, ausgenommen Beträge zur Bezahlung schweizerischer Warenlieferungen oder Dienstleistungen.

Nach der Wiedereröffnung des Devisenmarktes entschlossen sich die Geschäftsbanken am 25. August in Übereinstimmung mit der Nationalbank, die Umwechslung von Dollars in frei verfügbare Schweizer Franken pro Kunden und pro Tag auf 2 Mio. Dollar zu begrenzen, wenn der Dollarkurs auf 3,96 Schweizer Franken fallen sollte und auf 1 Mio. Dollar, wenn er auf 3,95 Schweizer Franken und darunter fiel. Die Schweizer-Franken-Erlöse aller Konversionen über die Limits zu den genannten Kursen hinaus wurden für drei Monate auf zinslosen Konten blockiert. Diese Regelung ist im Dezember durch eine neue ersetzt worden, wonach Umwechslungen von Dollars in frei verfügbare Schweizer Franken auf 1 Mio. Dollar pro Kunde und pro Tag beschränkt wurden, unabhängig von der Höhe des Wechselkurses am Markt.

Im Februar dieses Jahres sind nach dem erneuten Aufwärtsdruck auf den Schweizer Franken die im August des Vorjahres eingeführten Bestimmungen über die Umwechslung von Erlösen aus der Aufnahme von Schweizer-Franken-Krediten modifiziert worden. Nun mußten 25 Prozent der Kreditvaluta bei der Schweizerischen Nationalbank zum amtlichen Dollarverkaufskurs von 3,9265 Schweizer Franken umgewechselt werden; Anfang Mai wurde diese Vorschrift geändert, so daß jetzt 40 Prozent solcher Erlöse bei der Nationalbank umzuwechseln sind, jedoch zu einem Kurs von 3,88 Schweizer Franken. Der gleiche Kurs wurde den Banken für ihre Kapitalexporte angeboten. Im Februar ist zudem die Zeichnung von privat placierten

mittelfristigen Schweizer-Franken-„Notes“ durch Devisenausländer auf 40 Prozent des Gesamtbetrages einer jeden solchen Placierung begrenzt worden, und ausländische Banken wurden überhaupt nicht zur Zeichnung zugelassen. Im April wurde die Anwendung der 100prozentigen Mindestreserveregelung für die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken verschärft.

Was die Länder betrifft, die nicht direkt in die Maikrise 1971 verwickelt waren, so sind in *Frankreich* im April 1971 die Mindestreservvorschriften für Verbindlichkeiten der Banken gegenüber ausländischen Banken wieder eingeführt worden. Zunächst betrug der Satz  $2\frac{1}{4}$  Prozent, und er wurde dann in vier Schritten auf  $12\frac{1}{4}$  Prozent zu Beginn des Monats August erhöht. Ebenfalls Anfang August sind die Banken davon unterrichtet worden, keinen weiteren Anstieg ihrer Nettoauslandsverbindlichkeiten zuzulassen, mit Ausnahme derer, die entstehen könnten durch den Verkauf von Franken an Ausländer zur Begleichung von Schulden gegenüber Inländern. Zur gleichen Zeit sind die Kontrollen hinsichtlich ausgehender Devisentransaktionen noch etwas mehr liberalisiert worden. Die als Reisedevisen Inländern zugestandenen Beträge wurden von 2000 auf 3500 französische Franken pro Reise erhöht und die Beschränkung auf zwei Reisen pro Jahr beseitigt; die Importeuren zur Verfügung gestellten Kurssicherungsfazilitäten auf dem Kassa- und Terminmarkt sind beträchtlich erweitert worden; die Bestimmungen, die Überweisungen ins Ausland für Direktinvestitionen und für vorzeitige Schuldentrückzahlungen regeln, begann man liberaler zu handhaben; und die Vorschriften bezüglich der Verwendung gesperrter Guthaben von im Ausland lebenden Franzosen sind erheblich erleichtert worden. Nach der Spaltung des Devisenmarktes trat ein in der ersten Monatshälfte erzielttes Übereinkommen in Kraft, keine Zinsen für auf weniger als drei Monate befristete Frankenguthaben von Ausländern zu zahlen. Zur gleichen Zeit sind die genehmigten Inanspruchnahmen von Zahlungszielen gegenüber Ausländern zeitlich gekürzt worden.

Im Dezember brachte das Heranrücken des Realignment für den französischen Franken einen erneuten starken Aufwertungsdruck. Vom 10. Dezember an durften Ausländer die Guthaben auf ihren Frankenkonto nur für genehmigte Transaktionen mit Inländern verwenden. Sie durften im einzelnen ihre Guthaben nicht länger in andere Währungen konvertieren, sie nicht an andere Ausländer transferieren oder französische Geldmarktpapiere kaufen. Vom 14. Dezember an unterlag jeglicher Zuwachs der Frankenguthaben von Ausländern, der über das Niveau von Ende November hinausging, einer Sperrung. Außerdem wurde den Banken nicht mehr gestattet, Frankenkredite von Ausländern auf dem Wege von Swaps aufzunehmen. Gleichzeitig wurden die Vorschriften, die die Gewährung von Frankenkrediten an Ausländer regeln, liberalisiert, und die für Warenimporteure noch geltenden Beschränkungen der Terminsicherung entfielen.

Nach dem Realignment ist der größte Teil der zuvor eingeführten Beschränkungen aufgehoben worden. Dies schloß ein die Begrenzung der Nettoauslandspositionen der Banken, das Verzinsungsverbot gegenüber Ausländern, die Konvertibilitätsbeschränkungen für die Frankenguthaben von Ausländern und die im August festgesetzte Verkürzung der Frist für Import- und andere Zahlungen an das Ausland. Zur gleichen Zeit wurden die Mindestreservesätze für die Verbindlichkeiten der Banken gegenüber ausländischen Banken auf 10 Prozent für Sichtguthaben und 4 Prozent für andere Einlagen herabgesetzt. Im Februar 1972 ist dann den Banken wieder das erste Mal seit drei

Jahren die Gewährung von Fremdwährungskrediten an Importeure erlaubt worden. Im Mai sind schließlich weitere Erleichterungen der Devisenkontrollen bekanntgegeben worden. Diese umfaßten: die Freizügigkeit für Inländer, bis zu 150 000 französische Franken für Hauskäufe ins Ausland zu transferieren; die Erhöhung des Freibetrages von 250 auf 1 000 französische Franken, bis zu dem Inländer Überweisungen für beliebige Zwecke ins Ausland vornehmen können; die Erhöhung des Betrages, den Inländer in Landeswährung für Auslandskurzbesuche (weniger als 24 Stunden) mitnehmen dürfen, von 50 auf 500 französische Franken; die Freizügigkeit für Inländer, Geschenke an Familienmitglieder im Ausland bis zu 50 000 französischen Franken zu überweisen, und die Erlaubnis für Devisenausländer, im Gegenwert von 3 500 französischen Franken ausländische Banknoten zu exportieren (verglichen mit zuvor 500 französischen Franken).

In *Japan* sind in der Berichtsperiode die ersten Schritte zur Begrenzung der Geldzuflüsse im April 1971 unternommen worden. Es wurde entschieden, daß Emissionen japanischer Anleihen auf ausländischen Kapitalmärkten grundsätzlich keine Genehmigung mehr erhielten, wenn die Erlöse in Yen konvertiert würden. Im Mai ist Ausländern untersagt worden, nichtbörsennotierte japanische Aktien und Anleihen zu kaufen; japanischen Banken wurde die Aufnahme von Auslandskrediten oder die Bürgschaftsleistung für solche Kreditaufnahmen ihrer Kunden nicht länger gestattet; und die japanischen Wirtschaftsunternehmen sind gebeten worden, soweit wie möglich keine Garantien für Auslandskreditaufnahmen ihrer ausländischen Tochtergesellschaften zu übernehmen. Im Juni folgten weitere Maßnahmen, einschließlich einiger Importerleichterungen, eines größeren Spielraums für Auslandsinvestitionen von Inländern sowie des Abbaus steuerlicher Anreize für Exporteure. Im Juli ist Inländern der Erwerb von Wertpapieren und Immobilien in OECD-Ländern sowie die Vornahme von Direktinvestitionen im Ausland bis zu 8 Mio. Dollar je Projekt gänzlich freigestellt worden.

Die nächsten Schritte wurden getan, als Japan sich entschloß, die Beibehaltung der bestehenden Parität nach dem 15. August zu versuchen. Die Banken sind angewiesen worden, ihre Eurodollarverschuldung nicht zu erhöhen. Als der Yen Ende August zu floaten begann, sind weitere Maßnahmen eingeführt worden: ein praktisches Verbot der Annahme von Vorauszahlungen für Exporte, eine strenge Überwachung der freien Yen-Guthaben von Ausländern und eine tägliche Kontrolle der Dollarpositionen der Banken. Gleichzeitig wurde der Betrag an Yen-Banknoten, den japanische Touristen ins Ausland mitnehmen dürfen, von 20 000 auf 100 000 Yen erhöht, und am 1. Oktober sind einige weitere Importkontingente beseitigt worden.

Im Januar 1972 wurden einige der im Vorjahr eingeführten Maßnahmen, einschließlich der Kontrolle der Dollarpositionen der Banken, der Höchstgrenzen für freie Yen-Guthaben von Ausländern sowie des Verbots, Vorauszahlungen für Exporte entgegenzunehmen, aufgehoben. Die letztgenannte dieser Restriktionen ist jedoch im folgenden Monat angesichts erneuter Geldzuflüsse wieder eingeführt worden. Zur gleichen Zeit wurde ausländischen Banken, die in Japan operieren, untersagt, weitere Konversionen von Dollars in Yen vorzunehmen. Mit Wirkung vom 1. März waren Devisenüberweisungen ins Ausland bis zu 1 000 Dollar nicht mehr genehmigungsbedürftig. Anfang Mai ist allen Inländern gestattet worden, die bei Transaktionen mit Ausländern erworbenen Devisen beliebig lange für sich zu behalten.

Zuvor war dieses nur Banken, Schiffs-, Handels- und Versicherungsunternehmen erlaubt, während die übrigen Inländer verpflichtet waren, ihre verdienten Devisen innerhalb eines Monats herauszugeben. Später sind im Mai weitere Liberalisierungsmaßnahmen bekanntgegeben worden; sie schlossen die Erhöhung von Importkontingenten sowie eine größere Freizügigkeit beim Kapitalexport durch Devisenausländer ein.

In *Italien* sind die Banken im August ersucht worden, ihre Nettoauslandsposition bis Mitte September auszugleichen. Anfang Dezember wurden sie zwecks Begrenzung spekulativer Zuflüsse gebeten, keine Lirabeträge an Ausländer gegen Devisen zu verkaufen, außer für „normale“ Transaktionen. Gleichzeitig wurde die Eröffnung und Führung neuer Lirakapitalkonten durch Ausländer von einer Sondergenehmigung abhängig gemacht. Diese Maßnahme ist unmittelbar nach dem Realignment rückgängig gemacht worden.

Im *Vereinigten Königreich* ist gegen Ende August eine ganze Palette von Maßnahmen zur Abwehr von Geldzuflüssen ergriffen worden. Mit wenigen Ausnahmen war es Banken, Diskonhäusern und ähnlichen Instituten nunmehr verwehrt, Zinsen für nach dem 30. August entstandene Pfundguthaben von Anlegern außerhalb der Sterlingzone zu zahlen; die sonstigen Finanzinstitute und die nichtzentralen Behörden durften keine weiteren Einlagen von außerhalb der Sterlingzone, ob in Landes- oder Fremdwährung, entgegennehmen; und Anlegern außerhalb des Sterlingraumes war der Zuerwerb von auf Pfund lautenden Depositenzertifikaten, Schatzwechseln oder öffentlichen Anleihen mit Laufzeiten von weniger als fünf Jahren nicht länger erlaubt. Zudem ist das Swapgeschäft der Banken mit Ausländern von Pfund Sterling gegen Devisen eingeengt worden. Anfang Oktober wurde das für Devisenausländer geltende Verbot, bestimmte Kategorien von Sterlingwertpapieren zu erwerben, auf alle Laufzeiten sowie auf Pfundakzepte, Handelswechsel und Solawechsel ausgedehnt. Alle diese Beschränkungen sind nach dem Realignment beseitigt worden.

In seiner im März 1972 gehaltenen Budgetrede hat der Schatzkanzler Lockerungen der Restriktionen für hereinkommende und ausgehende Investitionen verkündet. Erstens dürfen nun Tochtergesellschaften ausländischer Firmen für neue Direktinvestitionen im Vereinigten Königreich Sterlingkredite aus inländischen Quellen aufnehmen. Zweitens ist es britischen Unternehmen jetzt gestattet, zur Vornahme von Direktinvestitionen in gegenwärtigen oder zukünftigen EWG-Mitgliedsländern am offiziellen Devisenmarkt bis zum Gegenwert von 1 Mio. Pfund Sterling Devisen zu erwerben.

In *Spanien* wurde im Oktober 1971 ein Verzinsungsverbot für Pesetaguthaben von Ausländern mit einer Kündigungsfrist von weniger als 90 Tagen ausgesprochen, und der Zuwachs solcher Guthaben war 100prozentig reservspflichtig. Zuvor ist im Juni 1971 die Importdepotregelung, die 1969 während der Zahlungsbilanzschwierigkeiten in Kraft trat, aufgehoben worden.

Was die devisenwirtschaftlichen Ereignisse anderswo in der Welt anbelangt, so ist in *Jugoslawien* der Dinar bereits im Januar 1971 um 16,7 Prozent abgewertet worden. Zur Zeit des Realignments im Dezember 1971 wurde er abermals abgewertet,

und zwar um 18,7 Prozent gegenüber dem Gold und um 11,8 Prozent gegenüber dem Dollar; die neue Dollarparität lautet 17 Dinar = 1 US-Dollar, verglichen mit vorher 15 Dinar = 1 US-Dollar.

Die *Sowjetunion* hat bald nach der Währungskrise im August 1971 begonnen, die Standardwechsellkurse des Rubels gegenüber den westlichen Währungen anzupassen. Anfang September 1971 ist der Rubel gegenüber einer Reihe westlicher Währungen abgewertet worden; die größten Abwertungsraten waren die gegenüber dem japanischen Yen (5 Prozent) und gegenüber der Deutschen Mark (3 Prozent). Gegenüber dem französischen Franken und dem US-Dollar sind zu dieser Zeit keine Änderungen vorgenommen worden. Im Dezember ist jedoch im Anschluß an die Ankündigung der vorgesehenen Dollarabwertung der Rubel um 8,6 Prozent gegenüber dem Dollar aufgewertet worden, und der Standardkurs für den US-Dollar veränderte sich von 0,9 Rubel auf 0,829 Rubel = 1 US-Dollar. Zugleich ist der Rubel — in geringerem Ausmaß — gegenüber anderen westlichen Währungen aufgewertet worden. Die Änderungen schlossen Aufwertungen gegenüber der Deutschen Mark (3,5 Prozent), dem Schweizer Franken (3,1 Prozent) und der italienischen Lira (2,8 Prozent) ein. Andererseits ist der Rubel im Verhältnis zum Yen um weitere 1,5 Prozent abgewertet worden. Später sind noch einige kleinere Wechselkursänderungen des Rubels gegenüber westlichen Währungen vorgenommen worden.

In *Bulgarien, Polen, Rumänien* und *Ungarn* fanden im Dezember 1971 Höherbewertungen der Währungen gegenüber dem US-Dollar um ungefähr 8,6 Prozent statt, während in der *Tschechoslowakei* die Aufwertung 9,9 Prozent betrug.

Im *Sterlingraum* fanden in der Berichtsperiode verschiedene bedeutende Veränderungen statt.

Zwischen dem 23. August und dem 17. Dezember 1971 gingen eine Reihe von Währungen des Sterlingblocks, darunter als wichtigste der südafrikanische Rand, von der Bindung an das Pfund zur Bindung an den Dollar über. Obwohl im Anschluß an die Wechselkursneuordnung der wichtigsten Währungen eine Mehrheit von Ländern der Sterlingzone ihre bestehenden Wechselkurse gegenüber dem Pfund beibehielt und somit gegenüber dem Dollar um 8,6 Prozent aufwertete, blieb eine Anzahl von Ländern — einschließlich Ceylon (seit 22. Mai 1972 in Sri Lanka umbenannt), Guyana, Jordanien, Kenia, Pakistan, Sambia, Tansania und Uganda — bei ihren bestehenden Wechselkursen gegenüber dem Dollar und werteten auf diese Weise um 7,9 Prozent gegenüber dem Pfund ab. Wieder andere — darunter als wichtigste Südafrika, Indien und Ghana — änderten ihre Wechselkurse im Dezember 1971 sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Pfund. Südafrika verminderte den Goldwert des Rand um 12,3 Prozent auf 1,09135 Gramm, und der neue Wechselkurs zum Dollar ist 0,75 Rand = 1 US-Dollar. Somit hat Südafrika gegenüber dem Dollar um 4,8 Prozent und gegenüber dem Pfund um 12,3 Prozent abgewertet. Indien hat gegenüber dem Dollar um 3 Prozent aufgewertet und somit gegenüber dem Pfund um 5,1 Prozent abgewertet. Die neuen Kurse für Dollar und Pfund lauten nun 7,28 Rupien = 1 US-Dollar und 18,97 Rupien = 1 Pfund. Ghana wertete im Dezember 1971 gegenüber dem Dollar um 43,9 Prozent und gegenüber dem Pfund

um 48,3 Prozent ab. Im Februar 1972 sind diese Abwertungsraten jedoch auf 20,4 bzw. 26,7 Prozent vermindert worden. Australien und Neuseeland haben ihre Goldparitäten — wie die Mehrzahl der Sterlingblockländer — unverändert gelassen, aber den Aufwertungseffekt ihrer Währungen gegenüber dem Dollar verringert, indem sie am unteren Ende des zulässigen weiteren Bandes neue Mittelkurse mit ziemlich engen Bandbreiten fixierten; folglich werteten sie gegenüber dem Pfund leicht ab. Australien setzte einen neuen Mittelkurs von 0,8396 australische Dollar = 1 US-Dollar mit Schwankungsbreiten von 0,2 Prozent zu beiden Seiten fest; das bedeutete eine effektive Aufwertung von 6,3 Prozent gegenüber dem US-Dollar. Neuseeland übernahm einen Mittelkurs von 0,8367 Neuseeland-Dollar = 1 US-Dollar mit Schwankungsbreiten von 0,5 Prozent auf jeder Seite, das entsprach einem Aufwertungseffekt gegenüber dem US-Dollar von 6,7 Prozent. Pakistan wertete im Mai 1972 um 56,7 Prozent ab; der neue Dollarkurs ist 11 Rupien = 1 US-Dollar, verglichen mit zuvor 4,76 Rupien = 1 US-Dollar.

Zusätzlich zu diesen verschiedenen Wechselkursneuordnungen entschied sich eine Reihe von Mitgliedsländern der Sterlingzone, die vorher zur Dollarbindung übergegangen waren, nach dem Realignment im Dezember 1971 für die Beibehaltung der Bindung ihrer Wechselkurse an den Dollar statt an das Pfund. Bei diesen Ländern handelte es sich um Ceylon, Jordanien, Kenia, Pakistan, Sambia, Tansania und Uganda. Gleichzeitig gingen Australien und Neuseeland zur Dollarbindung über. Auf der anderen Seite kehrte Südafrika zur Bindung des Rand an das Pfund zurück.

Schließlich änderte sich in zwei Fällen die Zusammensetzung des Sterlingblocks. Libyen verließ im Dezember 1971 die Sterlingzone, ließ jedoch eine Aufwertung seiner Währung gegenüber dem Dollar um 8,6 Prozent im Rahmen des allgemeinen Realignments zu. Bangla Desh trat im Februar 1972 in den Block ein. Seine Währung, die Taka, steht mit der indischen Rupie pari.

In der *Frankenzone* blieben die Wechselkurse zwischen dem französischen Franken und allen anderen Währungen des Gebietes in der Berichtsperiode unverändert.

*Israel* wertete im Verlaufe der Berichtsperiode zweimal ab. Im August 1971 wurde der Goldgehalt und der Außenwert des israelischen Pfundes um 16,7 Prozent gesenkt und die Dollarparität von 3,5 israelische Pfund auf 4,2 israelische Pfund = 1 US-Dollar geändert. Im Dezember 1971 ist das israelische Pfund zusammen mit dem US-Dollar abgewertet worden, aber es ist noch keine Goldparität amtlich erklärt worden. Der Depotsatz für alle Importe, auf die Zölle von mehr als 50 Prozent erhoben werden, ist im Januar 1972 von 40 auf 30 Prozent vermindert worden.

In *Lateinamerika* wiesen eine Reihe von Währungen weitere bedeutende Abwertungen auf. Im Rahmen des 1971 eingeführten Systems der gleitenden Wechselkursanpassungen (*crawling peg*) ist der argentinische Peso in sechs Etappen (März bis August 1971) von 4 auf 5 Pesos = 1 US-Dollar um insgesamt 20 Prozent abgewertet worden. Im September ist ein doppeltes Devisenmarktsystem eingeführt worden, und zwar mit einem kommerziellen Markt für Warenhandels- und damit zusammenhängenden Transaktionen, auf dem der Kurs von 5 Pesos = 1 US-Dollar beibehalten wurde, und einem Finanzmarkt für alle anderen Transaktionen, auf dem der

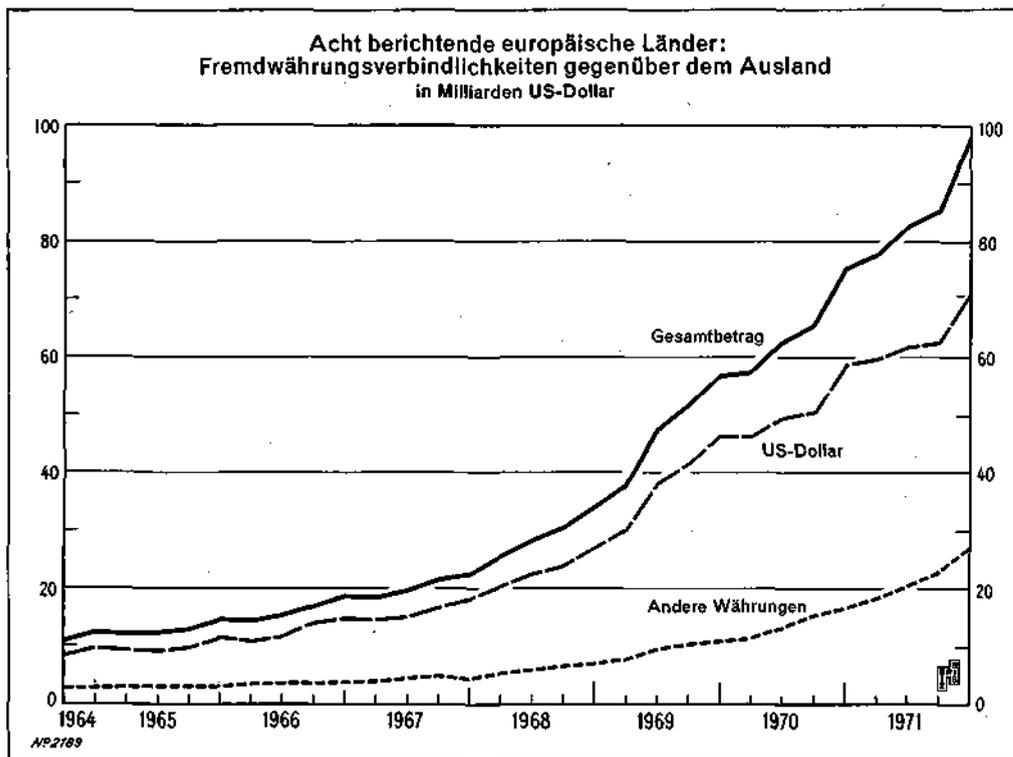
Kurs dem freien Floating überlassen wurde. Um eine Abwertung des Handelspeso zu vermeiden, ist ein wachsender Teil der mit Handelsgeschäften verbundenen Devisentransaktionen später auf den Markt für den Finanzpeso übertragen worden. Gegen Ende März 1972, als der Pesokurs auf dem Finanzmarkt bei 9,7 Pesos = 1 US-Dollar stand, wobei 64 Prozent der für Importe benötigten Devisen auf dem Finanzmarkt gekauft werden mußten, war somit seit Einführung des doppelten Devisenmarktes der Außenwert des Peso für Handelstransaktionen effektiv um rund 38 Prozent und für die übrigen Transaktionen um nahezu 50 Prozent gesunken. Seit Mitte Mai haben die Devisenkäufe für die Bezahlung nichtlebensnotwendiger Importe vollständig auf dem Finanzmarkt vorgenommen werden müssen, wo der Kurs weiter auf 9,85 Pesos = 1 US-Dollar gefallen ist. In Brasilien wurden in den zwölf Monaten bis Mitte Mai 1972 sieben weitere Wechselkursanpassungen in Abwertungsrichtung von insgesamt etwas mehr als 12 Prozent — von 5,195 Cruzeiros auf 5,915 Cruzeiros = 1 US-Dollar — vorgenommen. In Chile, wo ein gespaltenes Wechselkurssystem in Kraft war, ist der Kurs, zu dem die meisten Nichthandelstransaktionen abgewickelt werden, im Juli 1971 um fast 50 Prozent von 14,35 Escudos auf knapp über 28 Escudos = 1 US-Dollar geändert worden. Im Anschluß an eine zeitweise Einstellung aller Devisentransaktionen in der ersten Dezemberhälfte ist am 13. Dezember 1971, also kurz vor dem Realignement der wichtigsten Währungen, ein multiples Wechselkurssystem eingeführt worden. Sein Hauptmerkmal bestand darin, daß der alte amtliche Wechselkurs von 12,2 Escudos = 1 US-Dollar beschränkt wurde auf Importe von Grundnahrungsmitteln und Erdöl und daß für die meisten anderen Importe und für alle Exporte ein neuer Wechselkurs von 15,8 Escudos = 1 US-Dollar — das entspricht einer Abwertung von fast 23 Prozent — in Kraft trat.

In Costa Rica hat in der Berichtsperiode eine Multiplikation der Wechselkurse sowie eine beträchtliche effektive Abwertung der Währung stattgefunden. Auf dem offiziellen Devisenmarkt sind im Juli 1971 Devisenkäufe für die Einfuhr weniger lebensnotwendiger Waren mit Aufschlägen von 15 und 30 Prozent belegt worden. Der offizielle Kurs von 6,65 Colones = 1 US-Dollar blieb weiterhin für Importe lebensnotwendiger Güter in Kraft. Der Kurs am freien Markt hat sich zwischen Ende Mai und Ende Juli 1971 von 6,65 auf 8,6 Colones = 1 US-Dollar, d.h. um 23 Prozent, verschlechtert. In Uruguay ist die Währung im Berichtszeitraum ebenfalls kräftig abgewertet worden; im März 1972 wurde jedoch das im Mai 1971 eingeführte und zunehmend komplizierter gewordene multiple Wechselkurssystem durch ein zweifaches Wechselkurssystem ersetzt. Der Kurs für alle Exporte und Importe ist im März 1972 auf 495 bzw. 500 Pesos = 1 US-Dollar festgelegt worden, während für alle anderen Transaktionen ein freier Devisenmarkt geschaffen wurde, auf dem die Notierungen bei 750 Pesos = 1 US-Dollar eröffneten. Vor März 1972 hatten sich die effektiven Wechselkurse im Bereich von 370–500 Pesos = 1 US-Dollar bewegt, wobei nur Rohölimporte noch zum alten offiziellen Kurs von 250 Pesos = 1 US-Dollar abgewickelt werden konnten. Gegen Ende April 1972 war der Peso am offiziellen Markt noch etwas weiter abgewertet worden (auf 519–524 Pesos = 1 US-Dollar), während der freie Kurs sich auf 870 Pesos = 1 US-Dollar bewegt hatte.

## V. DER EUROGELDMARKT

### Allgemeine Entwicklung

Der Eurogeldmarkt ist im ganzen letzten Jahr kräftig weitergewachsen, obwohl die Eurodollarnachfrage von amerikanischen Banken praktisch völlig aufgehört hat. Die Banken der acht berichtenden europäischen Länder erhöhten ihre Fremdwährungsforderungen gegenüber dem Ausland um 22,2 Mrd. Dollar — etwas mehr als im Vorjahr — auf 100,4 Mrd. Dollar und ihre entsprechenden Verbindlichkeiten ungefähr parallel auf 97,9 Mrd. Dollar. Zieht man die Wiederanlagen zwischen Banken ab, rechnet aber andererseits die Fremdwährungspositionen gegenüber Inländern hinzu, so ergibt sich als Volumen der über die berichtenden europäischen Banken gewährten Fremdwährungskredite ein Betrag von schätzungsweise rund 71 Mrd. Dollar (im Vorjahr: 57 Mrd.), mit einem Dollaranteil von 54 Mrd. Dollar (im Vorjahr: 46 Mrd.). Mit dieser Expansion verhielt sich der Euromarkt nicht sehr viel anders als die nationalen Geld- und Kreditmärkte, nur daß die Zuwachsraten noch größer waren.



Abgesehen vom allgemeinen inflationären Klima haben drei interdependente Hauptfaktoren das rasche Wachstum des Eurogeldmarktes im Jahr 1971 beeinflusst: die große Spanne zwischen den Zinsen für Eurodollareinlagen und den Renditen

für Geldmarktanlagen in den Vereinigten Staaten, der Umfang des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits und die Krisen auf den Devisenmärkten.

Auf der Angebotsseite des Marktes machte die Spanne zwischen den Eurodollar- und den viel niedrigeren US-Sätzen, die hauptsächlich die ausgeprägte monetäre Auflockerung in den Vereinigten Staaten widerspiegelte, den Eurodollarmarkt sowohl für amerikanische wie für nichtamerikanische Dollarbesitzer um so attraktiver. So erhielt der Markt 1971 nicht nur von Amerikanern in bedeutendem Umfang neue Mittel, sondern auch Zentralbanken außerhalb der Zehnergruppe scheinen an ihm einen wesentlichen Teil der Dollarbeträge angelegt zu haben, die sich bei ihnen weitgehend als Folge des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits ansammelten. Daneben zog der Mangel an Vertrauen in den Dollar eine Diversifizierung amtlicher Reserven zugunsten bestimmter anderer Währungen nach sich. Diese Nichtdollarreserven scheinen meist auf dem Eurogeldmarkt angelegt worden zu sein, da gegen ihre Anlage am nationalen Markt der betreffenden Währung spezielle Schranken errichtet waren. Andererseits disponierten die Zentralbanken der Zehnergruppe, die im Frühjahr 1971 vereinbart hatten, ihre im Euromarkt angelegten Reserven nicht zu vergrößern, einen Teil ihrer Anlagen aus dem Markt über die BIZ in die Vereinigten Staaten ab. Per Saldo waren daher auf dem Euromarkt 1971 die Netto-Neuanlagen von amtlichen Stellen kleiner als 1970, aber immer noch ziemlich umfangreich.

Darüber hinaus liquidisierte das riesige amerikanische Zahlungsbilanzdefizit außerhalb der Vereinigten Staaten auch den privaten Bereich, und zusammen mit der Devisenkrise war es der Hauptgrund für die in zahlreichen Ländern ergriffenen Devisenabwehrmaßnahmen. Diese beiden Faktoren — die allgemeine Liquiditätsfülle an den nationalen Märkten und die teilweise Sperrung dieser Märkte für ausländische Gelder — waren, zusammen mit den Bewegungen in aufwertungsverdächtige Währungen, wichtige Einflüsse, die für eine ständige Alimentierung des Euromarktes mit neuen privaten Geldern sorgten.

Auf der Nachfrageseite sah es ganz anders aus. Hier trug der Umstand, daß die Eurodollarzinssätze merklich über den amerikanischen Geldmarkttrenditen lagen und die amerikanische Wirtschaft sehr liquide war, zu einem weiteren starken Rückgang der US-Nachfrage nach Eurogeldern bei. So zahlten die amerikanischen Banken 1971 an ihre Auslandsniederlassungen rund 6,8 Mrd. Dollar zurück — 1,7 Mrd. Dollar mehr als im Jahr zuvor. In ähnlicher Weise dämpfte das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit, in Verbindung mit der allgemeinen Konjunkturberuhigung, die Nachfrage nach Eurogeldern auch außerhalb der Vereinigten Staaten, insofern es mitbestimmend dafür war, daß sich die Liquiditätslage allgemein auflockerte und mehrere Länder Maßnahmen ergriffen, um die Aufnahme von Auslandskrediten zu erschweren. In der Tat stiegen die Direktkredite der Eurobanken an Nichtbanken wesentlich weniger an als 1970.

Auf der anderen Seite weckte die Erschütterung des Vertrauens in den Dollar zeitweise Nachfrage nach Eurodollargeldern zur Konversion in andere Währungen, obwohl es für diese Art von Transaktionen in der Eurogeldmarktstatistik im großen und ganzen weniger Anhaltspunkte gibt, als vielleicht hätte erwartet werden können.

Das Zusammentreffen starker expansiver Kräfte auf der Angebotsseite des Marktes mit mehreren kontraktiven Einflüssen auf der Nachfrageseite führte auf dem Eurogeldmarkt zu einem Zinsrückgang, der bei den Nichtdollarwährungen besonders ausgeprägt war. Dadurch wurde aber, wie das anhaltend rasche Wachstum des Marktes zeigt, in nicht unbeträchtlichem Umfang neue Kreditnachfrage geweckt. In der Tat hat sich die Kreditgewährung der Banken an Länder außerhalb der Vereinigten Staaten und des europäischen Berichtsgebietes 1971 so stark ausgeweitet wie noch nie.

Ein Faktor spezieller Natur war die Wechselkursneuordnung; sie blähte die in Dollar ausgedrückten Jahresendwerte der Nichtdollarpositionen auf. Wegen der Uneinheitlichkeit der von den einzelnen berichtenden Banken und Ländern angewendeten Umrechnungsmethoden ist es nicht möglich, diesen Aufwertungseffekt auf die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken genau zu beziffern; schätzungsweise könnte er rund 3 Mrd. Dollar betragen haben. Andererseits ist die Vergrößerung der Auslandspositionen im Jahr 1971 nicht mit ihrem vollen Umfang ausgewiesen, weil seit September infolge statistischer Änderungen aus den Zahlen für die schweizerischen Banken deren Treuhandkonten einheitlich ausgeklammert sind. Per Saldo ist wegen dieser beiden Sonderfaktoren das Wachstum bei den Dollarforderungen und -verbindlichkeiten der Banken um rund 1,5 Mrd. Dollar zu niedrig und bei ihren entsprechenden Nichtdollarpositionen um etwas mehr als 2,0 Mrd. Dollar zu groß angegeben.

### **Der Eurogeldmarkt während der Währungskrisen**

Da die für die Marktentwicklung 1971 hauptsächlich bestimmenden Kräfte sich im Laufe des Jahres radikal geändert haben, ist es von Interesse, diese Entwicklung von Quartal zu Quartal zu verfolgen.

In den ersten drei Monaten von 1971 dehnte sich der Markt, entgegen dem üblichen saisonalen Trend, weiter recht stark aus. Die Fremdwährungsforderungen der Banken erhöhten sich trotz umfangreichen amerikanischen Rückzahlungen etwas mehr als im ersten Quartal von 1969, in dem die amerikanischen Banken hohe Eurodevisenkredite aufgenommen hatten. Der dominierende Expansionsfaktor war wie 1970 die Kreditaufnahme der Nichtbanken-Firmen, bedingt durch sinkende Eurogeldmarktsätze bei gleichzeitig andauernder Kreditknappheit in mehreren europäischen Ländern, vor allem in Deutschland. Rund 70 Prozent — 2,4 Mrd. Dollar — des Forderungszuwachses der berichtenden Banken im ersten Quartal bestanden aus Direktkrediten an Nichtbanken. Ein beträchtlicher Teil dieser Mittel wurde dadurch bereitgestellt, daß die Banken selber Dollar gegen Landeswährung erwarben; ihre Nettodollarforderungen erhöhten sich um 1,2 auf 2,9 Mrd. Dollar.

Das zweite Quartal war die Zeit der ersten großen, durch Vertrauenseinbußen bedingten Bewegungen aus dem Dollar in bestimmte europäische Währungen, vor allem in die Deutsche Mark. Diese Bewegungen, die im April und Mai stattfanden, schlugen sich aber, zum Teil wegen ihrer weitgehenden Umkehrung im Juni, in der vierteljährlichen Eurogeldmarktstatistik kaum nieder. Vielmehr nahmen die Nettodollarforderungen der berichtenden europäischen Banken weiter zu, während ihre Nettoposition in den anderen Berichtswährungen abnahm. Ihre Forderungen gegenüber Deutschland wuchsen nur noch um 0,3 Mrd. Dollar (im ersten Quartal: 1,5 Mrd.).

Auslandspositionen der berichtenden europäischen Banken  
in Dollar und anderen Fremdwährungen

Monatsende	Dollar		Andere Fremdwährungen						
	Ins- gesamt	darunter Nicht- banken	Ins- gesamt	darunter Nicht- banken	Deutsche Mark	Schwei- zer Franken	Pfund Sterling	Gulden	Alle sonsti- gen
Millionen US-Dollar									
Verbindlichkeiten									
1966 Dezember	14 770	4 130	3 690	510	970	1 220	710	70	720
1967 Juni	14 930	4 090	4 290	510	1 470	1 300	950	90	480
Dezember	18 120	4 680	4 330	470	1 670	1 400	800	100	360
1968 Juni	22 380	6 390	5 800	700	2 180	2 030	1 020	120	450
Dezember	26 870	6 240	6 690	1 040	3 010	2 290	800	250	540
1969 März	29 880	7 600	7 670	930	3 060	2 800	900	280	630
Juni	37 960	8 690	9 450	1 320	4 260	3 290	910	340	650
September	41 540	9 960	10 240	1 340	4 800	3 790	760	240	650
Dezember	46 200	10 460	10 630	1 320	4 640	4 030	810	350	800
1970 März	46 050	11 100	11 420	1 370	4 430	4 960	970	350	710
Juni	49 440	11 000	13 090	1 660	5 550	5 360	940	410	830
September	50 230	10 770	15 190	2 310	6 830	5 740	940	550	1 130
Dezember	58 700	11 240	16 590	2 450	8 080	5 720	940	550	1 300
1971 März	59 600	11 120	18 000	2 530	9 360	5 250	1 320	450	1 620
Juni	61 930	10 910	20 400	3 110	11 330	5 670	1 420	490	1 490
September*	62 430	9 380	22 650	2 700	12 380	6 730	1 460	510	1 570
Dezember	70 820	9 980	27 110	2 750	14 890	7 760	2 110	860	1 490
Forderungen									
1966 Dezember	16 070	2 100	4 180	690	1 420	930	800	170	860
1967 Juni	16 580	2 650	4 870	810	1 670	830	1 340	200	830
Dezember	19 890	3 430	4 960	850	2 060	1 110	870	230	690
1968 Juni	25 560	4 320	5 890	1 340	2 730	1 570	600	280	710
Dezember	30 430	5 130	7 400	1 500	3 920	1 820	610	290	760
1969 März	33 650	5 230	7 440	1 670	4 020	1 850	590	250	730
Juni	42 280	5 940	9 180	2 030	5 380	2 010	670	310	810
September	44 820	6 110	10 820	2 520	6 980	2 240	630	240	730
Dezember	47 630	6 090	10 690	2 160	5 990	2 980	580	370	770
1970 März	46 970	6 760	11 760	2 470	6 270	3 490	880	340	780
Juni	52 030	8 560	13 100	2 980	6 850	3 930	710	470	1 140
September	52 930	9 890	15 470	3 940	8 140	4 540	640	550	1 600
Dezember	60 370	11 850	17 880	4 670	10 110	5 080	610	560	1 520
1971 März	62 460	13 380	19 220	5 590	11 440	4 500	930	490	1 860
Juni	65 080	14 040	20 750	5 960	12 450	5 000	950	510	1 840
September*	63 440	13 830	23 910	6 350	13 680	6 420	1 200	480	2 130
Dezember	71 720	14 360	28 690	6 750	16 160	8 180	1 620	700	2 030
Nettoposition									
1966 Dezember	1 300	-2 030	490	180	450	-290	90	100	140
1967 Juni	1 650	-1 440	580	300	200	-470	390	110	350
Dezember	1 770	-1 250	630	380	390	-290	70	130	330
1968 Juni	3 180	-2 070	90	640	550	-460	-420	160	260
Dezember	3 560	-1 090	510	460	910	-470	-190	40	220
1969 März	3 770	-2 370	-230	740	960	-950	-310	30	100
Juni	4 320	-2 750	-270	710	1 120	-1 280	-240	30	160
September	3 280	-3 850	580	1 180	2 180	-1 550	-130	-	80
Dezember	1 430	-4 370	60	840	1 350	-1 050	-230	20	30
1970 März	920	-4 340	340	1 100	1 840	-1 470	-90	10	70
Juni	2 590	-2 440	10	1 320	1 300	-1 430	-230	60	310
September	2 700	-880	280	1 630	1 310	-1 200	-300	-	470
Dezember	1 670	610	1 290	2 220	2 030	-640	-330	10	220
1971 März	2 860	2 260	1 220	3 060	2 080	-750	-390	40	240
Juni	3 150	3 130	350	2 850	1 120	-670	-470	20	350
September*	1 010	4 450	1 260	3 650	1 300	-310	-260	30	560
Dezember	900	4 380	1 580	4 000	1 270	420	-490	-160	540

\* Ab September 1971 neue Reihe.

Und die Eurodollaraufnahme der Nichtbanken für Kurssicherung oder reine Spekulation scheint sich in bescheidenem Rahmen gehalten zu haben, denn die Dollarforderungen der berichtenden Banken gegenüber Nichtbanken vergrößerten sich nur noch um 0,7 Mrd. Dollar (im ersten Quartal: 1,5 Mrd.). Von einem Stimmungswandel zeugte lediglich der kräftige, über alle bisherigen Quartalszuwächse hinausgehende Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten der Banken in Nichtdollar-Fremdwährungen um 2,4 Mrd. Dollar (davon 2,0 Mrd. Dollar in Deutschen Mark). Doch tauschten die berichtenden Banken von ihren neuen DM-Einlagen rund 1,0 Mrd. Dollar wieder in Dollar und andere Währungen zurück, wodurch sie den gegen die Deutsche Mark gerichteten Aufwärtsdruck milderten und somit an den Devisenmärkten stabilisierend wirkten.

Im dritten Quartal wandelte sich die Lage. (Wegen des statistischen Bruchs, der dadurch entstand, daß die von schweizerischen Banken treuhänderisch für ihre Kunden — auf deren Risiko — verwalteten Gelder aus der Statistik ausgeschlossen wurden, müssen die Positionen der schweizerischen Banken in den Ergebnissen des dritten Quartals und ebenso in allen Vergleichszahlen aus früheren Quartalen außer Betracht bleiben; diese Einschränkung gilt für diesen und die beiden folgenden Absätze.) In diesem dritten Quartal hatten die Banken bei ihren Auslandsforderungen in Dollar einen sehr viel kleineren Zuwachs von 0,3 Mrd. Dollar (im Vorquartal: 3,3 Mrd.) und in anderen Fremdwährungen einen viel größeren von 3,8 Mrd. Dollar (im Vorquartal: 1,1 Mrd.). Das Wachstum ihrer Dollarverbindlichkeiten schwächte sich bedeutend weniger ab. Infolgedessen verringerten sich die Nettoauslandsforderungen der Banken in Dollar um 1,3 Mrd. Dollar (Erhöhung im ersten Halbjahr: 1,6 Mrd.), während sich ihre Auslandsposition in anderen Fremdwährungen um 1,0 Mrd. Dollar verbesserte (Verschlechterung im ersten Halbjahr: aus einem Forderungssaldo von 0,4 Mrd. Dollar wurde ein Verpflichtungssaldo von 1,2 Mrd. Dollar); ferner scheinen die Banken ihre Dollarforderungen gegen Inländer um rund 0,3 Mrd. Dollar reduziert zu haben.

Auf der anderen Seite gab es, wie im zweiten Quartal, nur sehr wenige Anzeichen dafür, daß Nichtbanken-Firmen Eurodollarkredite zur Kurssicherung oder Spekulation aufnahmen. Die Dollarforderungen der berichtenden Banken gegenüber ausländischen Nichtbanken haben sogar um 0,1 Mrd. Dollar abgenommen (Zunahme im ersten Halbjahr: 2,0 Mrd.). Das vielleicht bemerkenswerteste Kennzeichen des dritten Quartals war aber, daß es trotz der Dollarkrise keine Flucht aus dem Eurodollarmarkt gab. Die Dollarverbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Nichtbanken veränderten sich, wie im ersten und zweiten Quartal, nur sehr wenig. Dies ist damit zu erklären, daß Gelder aus den Vereinigten Staaten, die im August und September von den hohen Eurodollarsätzen angezogen wurden, an die Stelle der Gelder traten, die von Nichtbanken anderer Länder aus dem Markt abdisponiert wurden. Diese Art von Substitution hat sicherlich den Druck auf den Dollar verstärkt, doch waren die Beträge nicht sehr groß.

Statt die Dollarkomponente des Marktes schrumpfen zu lassen, hatte die Währungskrise somit im dritten Quartal die Wirkung, daß sich das Wachstum der Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken um 4,3 bzw. 4,1 Mrd. Dollar im Gegensatz zur üblichen Währungsstruktur vor allem auf die Nichtdollarwährungen konzentrierte.

Im vierten Quartal beschleunigte sich die Ausdehnung des Marktes zusehends. Die Fremdwährungsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken gegenüber dem Ausland erhöhten sich um 12,9 bzw. 13,1 Mrd. Dollar; das war mehr als in den drei Vorquartalen zusammengenommen und sogar mehr als der bisherige Rekordzuwachs vom zweiten Quartal 1969, in dem die große Nachfrage amerikanischer Banken den Markt in krisenähnliche Verhältnisse getrieben hatte. Zwar ist eine Beschleunigung im vierten Quartal saisonüblich, und bei der Nichtdollarkomponente des Marktes beruhte der Zuwachs zu einem wesentlichen Teil auf dem Aufwertungseffekt; dennoch ist bemerkenswert, daß der Markt sich so rasch ausgedehnt hat, obwohl große Beträge aus den Vereinigten Staaten zurückgezahlt wurden, die Ungewißheit andauerte und die Eurogeldaufnahme für Inländer vielfach beschränkt war. Entgegen dem saisonüblichen Trend hörten die Banken auf, vom Dollar in andere Währungen überzuwechseln. Darüber hinaus normalisierte sich die Währungsstruktur des Wachstums des Marktes: wie früher bestand es wieder größtenteils aus Dollars. Die vielleicht größte Überraschung war, daß sich die Dollarverbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken um 0,6 Mrd. Dollar und damit erstmals seit dem vierten Quartal 1970 erhöhten. Der dominierende Vorgang des vierten Quartals war aber der riesige Zuwachs von 12,1 Mrd. Dollar bei den Interbank-Ausleihungen, der zum Teil mit Jahresultimogeschäften erklärt werden kann. Auch die Direktforderungen an Nichtbanken-Firmen, die im dritten Quartal praktisch nicht mehr zugenommen hatten, wuchsen wieder etwas rascher.

Zusammenfassend kann folgendes gesagt werden: Entgegen gelegentlichen Befürchtungen, eine Dollar Krise wie die von 1971 könne zu einem Run auf den Eurodollarmarkt führen, ist in Wirklichkeit nichts dergleichen geschehen. Selbst während der Krisenmonate flossen den berichtenden europäischen Banken noch einige Dollars zu, und sofern die Devisenmarkt ereignisse eine bleibende Spur hinterlassen haben, so die, daß sich der Anteil der Nichtdollarwährungen vergrößert hat. In ähnlicher Weise enthält die vierteljährliche Statistik nicht viele Belege für die Behauptung, daß der Eurogeldmarkt in den Währungsunruhen von 1971 eine führende Rolle gespielt habe. In einem solchen Fall wäre aus den Zahlen für die Krisenperioden abzulesen gewesen, daß die berichtenden Banken selber sich in großem Ausmaß von Dollarpositionen getrennt oder umfangreiche neue Dollarkredite an Nichtbanken gegeben hätten, die von diesen dann zur Absicherung des Währungsrisikos oder für spekulative Zwecke hätten verwendet werden können; doch weder das eine noch das andere scheint in wirklich großem Umfang stattgefunden zu haben.

### **Die Struktur der Veränderungen**

Die Auslandsforderungen der berichtenden Banken in Dollar sind im Jahresergebnis um 11,3 Mrd. Dollar = 19 Prozent und ihre entsprechenden Verbindlichkeiten um 12,1 Mrd. Dollar = 21 Prozent gewachsen. Die Nettoforderungen haben sich somit um 0,8 Mrd. Dollar vermindert. Dies wird durch zwei Sondereinflüsse mehr als ausreichend erklärt. Erstens hat die BIZ, deren Eurodevisenforderungen bei den Auslandsforderungen der schweizerischen Banken berücksichtigt sind, in beträchtlichem Umfang Gelder vom Eurodollarmarkt nach den Vereinigten Staaten verlegt. Zweitens sind die Nettoauslandsforderungen der schweizerischen Banken dadurch,

daß sie seit dem dritten Quartal ohne die treuhänderisch verwalteten Gelder ausgewiesen werden, optisch vermindert worden. Ohne diese beiden Faktoren hätte sich der Forderungssaldo der berichtenden europäischen Banken in Dollar beträchtlich erweitert.

Die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in anderen Währungen vergrößerten sich um 10,8 bzw. 10,5 Mrd. Dollar; das ist in beiden Fällen ein Zuwachs von rund 60 Prozent. Infolge dieser sehr raschen Ausdehnung hat sich der Anteil der Nichtdollarkomponente an den Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber dem Ausland von 22 Prozent 1970 auf 28 Prozent erhöht. Der Zuwachs bestand zu 62 Prozent aus Deutschen Mark und zu weiteren 25 Prozent aus Schweizer Franken. Relativ am stärksten haben sich aber die Sterlingpositionen ausgedehnt, nämlich die Forderungen von 0,6 auf 1,6 Mrd. Dollar und die Verbindlichkeiten von 0,9 auf 2,1 Mrd. Dollar; hierfür dürfte die bedeutend festere Haltung des Pfundes auf den Devisenmärkten bestimmend gewesen sein. Die Nettoforderungen der Banken in Deutschen Mark verringerten sich, im Gegensatz zu früheren Perioden des Aufwärtsdrucks gegen diese Währung, von 2,0 auf 1,3 Mrd. Dollar. Demgegenüber gab es in Schweizer Franken am Jahresende einen Forderungssaldo von 0,4 Mrd. Dollar, nachdem Ende 1970 noch ein Verpflichtungssaldo von 0,6 Mrd. Dollar bestanden hatte; der Umschwung erfolgte größtenteils im vierten Quartal und könnte in Zusammenhang damit gestanden haben, daß der Schweizer Franken in dieser Zeit auf dem Terminmarkt mit einem außerordentlich hohen Report notiert wurde, der die Anlage in kursgesicherten Euro-Schweizer-Franken recht interessant machte.

Scheidet man die Zahlen nach Positionen gegenüber Banken und Nichtbanken, so zeigt sich, daß die Forderungen gegen ausländische Nichtbanken 1971 nur noch um 4,6 Mrd. Dollar gewachsen sind (1970: 8,3 Mrd.), diejenigen gegen Banken jedoch um 17,6 Mrd. Dollar (1970: 11,7 Mrd.). Auf der Passivseite war der Zuwachs an Verbindlichkeiten gegenüber Banken größer als der Gesamtzuwachs: er betrug 23,6 Mrd. Dollar, während sich die Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken um 1,0 Mrd. Dollar verringerten. Dieses letztere Ergebnis ist allerdings durch die Umstellung in der Meldebasis der schweizerischen Banken beeinflusst. Läßt man die Veränderung der schweizerischen Positionen im dritten Quartal außer Betracht, so sind die Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken um 1,1 Mrd. Dollar gewachsen (1969: 4,5 Mrd.; 1970: 1,9 Mrd.), und zwar größtenteils in Nichtdollarwährungen, während die Dollareinlagen in den ersten neun Monaten um 0,4 Mrd. Dollar ab- und im Schlußquartal um 0,6 Mrd. Dollar zugenommen haben.

### **Herkunft und Verwendung**

Die Tabellen auf Seite 173 und 174 zeigen Ursprung und Richtung der Eurogeldströme. Die Unterschiede im Erfassungsbereich und in der Konzeption der beiden Tabellen sind in früheren Jahresberichten dargelegt worden, doch ist es vielleicht zweckdienlich, nochmals auf einige der wichtigsten Punkte einzugehen.

Beide Tabellen sollen die Rolle der berichtenden europäischen Banken als Fremdwährungskreditmittler verdeutlichen; sie geben an, wo ihre Fremdwährungsmittel hergekommen sind und wohin sie weitergeliehen wurden. Die kleine Tabelle ist in gewisser Hinsicht umfassender. Sie enthält, als grobe Schätzungen, auf der Herkunftsseite auch

die Eurogelder, die die Banken selber durch Umtausch von Landeswährung bereitgestellt haben, und auf der Verwendungsseite die Eurogelder, die sie in Landeswährung umgetauscht haben. Ferner enthält sie die Positionen der Banken gegenüber inländischen Nichtbanken. Andererseits ist sie um die Mehrfachzahlungen bereinigt, die sich ergeben, wenn Gelder auf ihrem Weg von den ursprünglichen Kreditgebern zu den Letztverwendern über mehr als eine der berichtenden Banken laufen. Außerdem sind an den Positionen gegenüber den Vereinigten Staaten zur Berichtigung einige Abstriche vorgenommen worden. Aus diesen beiden Gründen bleiben die Summen der kleinen Tabelle hinter denen der großen zurück.

Da der Markt von den berichtenden europäischen Banken aus betrachtet wird, gelten alle Verbindlichkeiten und Forderungen gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebietes, ob gegenüber Banken oder Nichtbanken, als ursprüngliche Quellen bzw. endgültige Verwendung von Eurogeldern. Die Adjektive „ursprünglich“ und „endgültig“ bedeuten hierbei aber nicht, daß die Kausalkette nur von der Herkunft zur Verwendung verläuft; vielmehr ist durchaus damit zu rechnen, daß die außerhalb des Berichtsgebietes befindlichen Banken einen Teil der bei ihnen eingelegten Mittel wieder innerhalb des Berichtsgebietes anlegen. Im wesentlichen ist die Tabelle — abgesehen von einer gewissen Berücksichtigung der Rolle des Marktes als Interbank-Geldmarkt auch innerhalb des Berichtsgebietes — eine konsolidierte Bilanz des Fremdwährungsgeschäfts der berichtenden europäischen Banken.

#### Volumen des Eurogeldmarktes (Schätzung)

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

	Europäisches Berichtsgebiet davon			Vereinigte Staaten	Übrige Welt	Insgesamt
	Insgesamt	Banken <sup>1</sup>	Nichtbanken			
Milliarden US-Dollar						
<b>Verwendung</b>						
Ende 1969 . . . . .	15,2	7,1	8,1	16,8	12,0	44,0
Ende 1970 . . . . .	24,9	9,8	15,1	13,1	19,0	57,0
Ende 1971 . . . . .	33,6	14,5	19,1	8,3	29,1	71,0
<b>Herkunft</b>						
Ende 1969 . . . . .	22,3	10,7	11,6 <sup>2</sup>	4,1	17,6	44,0
Ende 1970 . . . . .	28,5	15,0	13,5 <sup>2</sup>	4,5	24,0	57,0
Ende 1971 . . . . .	33,4	18,2	15,2 <sup>2</sup>	6,1	31,5	71,0
<b>Nettoposition<sup>3</sup></b>						
Ende 1969 . . . . .	- 7,1	- 3,6	- 3,5	+ 12,7	- 5,6	-
Ende 1970 . . . . .	- 3,6	- 5,2	+ 1,6	+ 8,6	- 5,0	-
Ende 1971 . . . . .	+ 0,2	- 3,7	+ 3,9	+ 2,2	- 2,4	-

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

Bei dieser Definition hat sich der Eurogeldmarkt 1971 schätzungsweise um 14 Mrd. auf 71 Mrd. Dollar und seine Dollarkomponente von rund 46 auf 54 Mrd. Dollar erweitert. Geographisch war dieser Zuwachs ganz ähnlich wie 1970 gegliedert. In grob gerundeten Beträgen verringerten sich die Forderungen gegen die Vereinigten

**Fremdwährungspositionen der berichtenden europäischen Banken  
gegenüber Devisenausländern**

Positionen gegenüber folgenden Ländern bzw. Ländergruppen:	Dezember 1970			Juni 1971			Dezember 1971*		
	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt	Dollar	Alle anderen Wäh- rungen	Ins- gesamt
<b>Millionen US-Dollar</b>									
<b>Verbindlichkeiten</b>									
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa . . .	4 470	640	5 110	4 300	1 370	5 670	4 930	2 410	7 340
Osteuropa . . . . .	1 020	630	1 650	910	700	1 610	1 230	1 070	2 300
Kanada . . . . .	3 780	150	3 930	4 000	320	4 320	3 990	390	4 380
Japan . . . . .	550	30	580	780	40	820	900	40	940
Lateinamerika . . . . .	3 670	440	4 110	3 910	630	4 540	4 130	760	4 890
Naher Osten . . . . .	2 680	440	3 120	3 760	800	4 560	3 970	1 170	5 140
Sonstige Länder . . . . .	4 670	870	5 540	5 030	1 120	6 150	5 140	1 400	6 540
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>20 840</b>	<b>3 200</b>	<b>24 040</b>	<b>22 690</b>	<b>4 980</b>	<b>27 670</b>	<b>24 290</b>	<b>7 240</b>	<b>31 530</b>
Vereinigte Staaten . . . . .	5 000	240	5 240	5 290	360	5 650	6 490	330	6 820
<b>Außerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</b>	<b>25 840</b>	<b>3 440</b>	<b>29 280</b>	<b>27 980</b>	<b>5 340</b>	<b>33 320</b>	<b>30 780</b>	<b>7 570</b>	<b>38 350</b>
<i>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien . . . . .	2 050	930	2 980	2 130	1 210	3 340	2 240	1 470	3 710
Deutschland (BR) . . . . .	1 470	1 660	3 130	1 280	1 930	3 210	1 450	2 010	3 460
Frankreich . . . . .	3 940	1 150	5 090	3 960	1 150	5 110	5 950	1 440	7 390
Italien . . . . .	5 000	1 520	6 520	5 210	1 400	6 610	6 340	2 140	8 480
Niederlande . . . . .	2 500	640	3 340	2 890	790	3 680	2 660	1 680	4 340
Schweden . . . . .	360	80	440	410	110	520	400	160	560
Schweiz . . . . .	10 970	5 510	16 480	10 560	6 660	17 120	11 580	7 630	19 410
Vereinigtes Königreich . . . . .	5 990	1 070	7 060	6 790	1 530	8 320	8 600	2 450	11 050
<b>Innerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</b>	<b>32 280</b>	<b>12 760</b>	<b>45 040</b>	<b>33 230</b>	<b>14 680</b>	<b>47 910</b>	<b>39 220</b>	<b>19 180</b>	<b>58 400</b>
Nicht aufteilbar . . . . .	580	390	970	720	380	1 100	820	360	1 180
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>58 700</b>	<b>16 590</b>	<b>75 290</b>	<b>61 930</b>	<b>20 400</b>	<b>82 330</b>	<b>70 820</b>	<b>27 110</b>	<b>97 930</b>
<b>Forderungen</b>									
<i>Außerhalb des Gebiets</i>									
Übriges Westeuropa . . .	2 600	690	3 490	3 330	1 110	4 440	3 980	1 700	5 680
Osteuropa . . . . .	1 650	500	2 150	2 100	640	2 740	2 360	1 110	3 470
Kanada . . . . .	2 320	170	2 490	2 370	170	2 540	1 800	400	2 200
Japan . . . . .	2 320	240	2 560	2 420	390	2 810	3 090	430	3 520
Lateinamerika . . . . .	2 470	680	3 160	3 550	600	4 150	4 090	610	4 700
Naher Osten . . . . .	810	80	890	900	120	1 020	1 190	200	1 390
Sonstige Länder . . . . .	3 780	620	4 400	5 130	760	5 890	6 780	1 350	8 130
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>15 950</b>	<b>3 190</b>	<b>19 140</b>	<b>19 800</b>	<b>3 790</b>	<b>23 590</b>	<b>23 290</b>	<b>5 600</b>	<b>29 090</b>
Vereinigte Staaten . . . . .	13 990	350	14 340	11 710	250	11 960	9 260	350	9 610
<b>Außerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</b>	<b>29 940</b>	<b>3 540</b>	<b>33 480</b>	<b>31 510</b>	<b>4 040</b>	<b>35 550</b>	<b>32 550</b>	<b>6 150</b>	<b>38 700</b>
<i>Innerhalb des Gebiets</i>									
Belgien . . . . .	2 260	1 420	3 680	2 670	1 590	4 260	3 170	2 370	5 540
Deutschland (BR) . . . . .	2 870	5 410	8 280	3 080	7 010	10 090	2 640	8 390	11 030
Frankreich . . . . .	4 680	1 160	5 840	5 280	1 270	6 550	6 710	1 950	8 660
Italien . . . . .	5 510	1 030	6 540	5 600	1 220	6 820	6 930	1 920	8 850
Niederlande . . . . .	1 610	960	2 590	1 790	1 110	2 900	1 790	1 120	2 910
Schweden . . . . .	480	260	740	580	220	800	570	430	1 000
Schweiz . . . . .	2 500	1 550	4 050	3 130	1 320	4 450	3 720	2 200	5 920
Vereinigtes Königreich . . . . .	10 250	1 980	12 230	11 430	2 470	13 900	12 990	3 730	16 720
<b>Innerhalb des Gebiets, insgesamt . . . . .</b>	<b>30 160</b>	<b>13 790</b>	<b>43 950</b>	<b>33 560</b>	<b>16 210</b>	<b>49 770</b>	<b>38 520</b>	<b>22 110</b>	<b>60 630</b>
Nicht aufteilbar . . . . .	270	550	820	10	500	510	650	430	1 080
<b>Insgesamt . . . . .</b>	<b>60 370</b>	<b>17 680</b>	<b>78 250</b>	<b>65 080</b>	<b>20 750</b>	<b>85 830</b>	<b>71 720</b>	<b>28 690</b>	<b>100 410</b>

\* Zwischen Juni und Dezember 1971 statistische Umstellung.

Staaten um 5 Mrd. Dollar, während sich die Forderungen gegen die übrige Welt außerhalb des Berichtsgebietes um 10 Mrd. Dollar und diejenigen innerhalb des Berichtsgebietes um 9 Mrd. Dollar erhöhten. Auf der Herkunftsseite war die geographische Verteilung gleichmäßiger: rund 5 Mrd. Dollar stammten aus dem Berichtsgebiet selbst, 1,5 Mrd. Dollar aus den Vereinigten Staaten und 7,5 Mrd. Dollar aus der übrigen Welt. Per Saldo läßt sich das Jahr 1971 somit im wesentlichen so kennzeichnen, daß 6,5 Mrd. Dollar aus den Vereinigten Staaten abflossen, von denen rund 4,0 Mrd. Dollar im europäischen Berichtsgebiet blieben, während 2,5 Mrd. Dollar an die übrige Welt weitergegeben wurden. Rechnet man diese Ergebnisse mit den ähnlichen Bewegungen von 1970 zusammen, so haben sich die Nettoforderungen der berichtenden europäischen Banken gegen die Vereinigten Staaten, die Ende 1969 rund 12,5 Mrd. Dollar betragen hatten, bis Ende 1971 auf 2 Mrd. Dollar reduziert; ihre Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Berichtsgebiet, die 7 Mrd. Dollar betragen hatten, sind verschwunden; und ihre Nettoverbindlichkeiten gegenüber der übrigen Welt haben sich von 5,5 auf 2,5 Mrd. Dollar verringert.

Zurück zu den Bruttonpositionen. Die Abnahme der Forderungen gegen die Vereinigten Staaten um 4,8 Mrd. Dollar spiegelt natürlich die dortige expansive Geldpolitik wider, die entsprechende Rückzahlungen seitens amerikanischer Banken an ihre Auslandsniederlassungen zur Folge hatte. Der daraus resultierende Druck auf die Eurogeldsätze förderte die Aufnahme von Eurokrediten in der übrigen Welt. So war der Anstieg der Forderungen der berichtenden Banken gegen die übrige Welt (ohne die Vereinigten Staaten) mit rund 10 Mrd. Dollar dreieinhalbmal so groß wie 1969, als die amerikanischen Banken den Markt fast ganz für sich in Anspruch genommen hatten. Wie aus der nebenstehenden Tabelle ersehen werden kann, war der Zuwachs besonders groß bei den Forderungen gegenüber dem „übrigen Westeuropa“ (+ 2,2 Mrd. Dollar), Lateinamerika (+ 1,5 Mrd. Dollar), Osteuropa (+ 1,3 Mrd. Dollar) und Japan (+ 1,0 Mrd. Dollar); doch am größten war er mit 3,7 Mrd. Dollar bei den „sonstigen Ländern“, unter denen sich beispielsweise die Bahama-Inseln und Bermuda befinden. Auf der anderen Seite verringerten sich die Forderungen gegen Kanada, wo die monetären Verhältnisse etwa denen in den Vereinigten Staaten entsprachen, um 0,3 Mrd. Dollar.

Die Verwendung der Eurogelder innerhalb des europäischen Berichtsgebietes ist schätzungsweise um 8,7 Mrd. Dollar gestiegen; die Tatsache, daß trotz dem weiteren Erfassungsbereich der kleinen Tabelle — sie schließt Forderungen an Inländer sowie die in Landeswährung umgetauschten Eurogelder ein — diese Zahl viel kleiner ist als der Anstieg von 16,7 Mrd. Dollar, der aus der nebenstehenden Tabelle hervorgeht, rührt von der Eliminierung der sich aus der Wiederanlage zwischen Banken ergebenden Mehrfachzahlungen her. Die von Banken an Nichtbanken im Berichtsgebiet gewährten Fremdwährungskredite erhöhten sich um 4,0 Mrd. Dollar; das sind 3,0 Mrd. Dollar weniger als 1970. Diese Verlangsamung, die noch ausgeprägter gewesen wäre, wenn nicht der Aufwertungsfaktor eine Rolle gespielt hätte, reflektiert den starken Rückgang der von deutschen Wirtschaftsunternehmen nach dem Floating der Deutschen Mark am Eurogeldmarkt aufgenommenen Kredite, das Aufhören der Kreditaufnahmen durch italienische öffentliche Unternehmen — die sogar Rückzahlungen vornahmen — und die verschiedenen Maßnahmen, die Inländer ganz allgemein daran hinderten, den Eurogeldmarkt in Anspruch zu nehmen. Die Verwendung von Eurogeldern

durch die Banken selbst hat schätzungsweise um 4,7 Mrd. Dollar zugenommen. Abgesehen von den Aufwertungseffekten und dem ziemlich starken Anstieg der in Pfund Sterling und französischen Franken aufgenommenen Eurokredite durch britische bzw. französische Banken, spiegelt diese Zunahme hauptsächlich die Rolle des Eurogeldmarktes als Interbank-Geldmarkt wider.

Auf der Herkunftsseite erhöhten sich die aus dem europäischen Berichtsgebiet stammenden Mittel schätzungsweise um 5 Mrd. Dollar. Innerhalb dieser Erhöhung stiegen die von Nichtbanken erhaltenen Mittel um 1,7 Mrd. auf 15,2 Mrd. Dollar an; diese beiden Zahlen schließen jedoch Treuhandgelder ein, die von schweizerischen Banken an andere Banken innerhalb des Berichtsgebietes weitergegeben wurden, und da diese Treuhandgelder wahrscheinlich in beträchtlichem Umfang von außerhalb Europas herkommen, führt dies zu einer tendenziellen Überzeichnung der Rolle, die das europäische Berichtsgebiet auf der Angebotsseite des Marktes spielt.

Die Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten um 1,6 Mrd. Dollar, die die größte je in einem Jahr — ausgenommen 1968 — verzeichnete Expansion war, reflektierte sowohl die Liquidität der amerikanischen Wirtschaft als auch den hohen Aufschlag — insbesondere während der Devisenkrisen —, den die Eurodollarzinssätze gegenüber den amerikanischen Geldmarkttrenditen aufwiesen.

Der Anstieg der aus der übrigen Welt außerhalb des Berichtsgebietes herührenden Gelder um 7,5 Mrd. Dollar scheint in besonderem Maße durch die Anlage von Mitteln durch Zentralbanken beeinflusst gewesen zu sein. Dies gilt vor allem für die Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber dem „übrigen Westeuropa“ (2,2 Mrd. Dollar) bzw. gegenüber dem Nahen Osten, einschließlich Libyens (2,0 Mrd. Dollar).

Die größten einzelnen Nettoveränderungen bestanden 1971 — abgesehen von dem Rückstrom aus den Vereinigten Staaten in Höhe von 6,4 Mrd. Dollar — in Zuflüssen aus dem Nahen Osten (1,5 Mrd. Dollar) und aus Kanada (0,7 Mrd. Dollar) zu den berichtenden europäischen Banken und in Abflüssen von den berichtenden Banken in „sonstige Länder“ (2,7 Mrd. Dollar) sowie nach Lateinamerika (0,8 Mrd.) und Osteuropa (0,7 Mrd.).

Innerhalb des Berichtsgebietes wiesen die Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber Devisenausländern (siehe Tabelle auf Seite 174) wie üblich eine große Zunahme der Nettoverbindlichkeiten gegenüber der Schweiz auf (1,1 Mrd. Dollar), die jedoch geringer als in den Jahren 1969 (4,5 Mrd.) und 1970 (3,9 Mrd.) war. Außerdem erhöhten sich die Nettofremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber den Niederlanden 1971 um 0,7 Mrd. Dollar. Andererseits verzeichneten die Banken eine Erhöhung ihrer Nettoforderungsposition gegenüber Deutschland um 2,4 Mrd. Dollar, davon fand der größte Teil in der ersten Jahreshälfte statt; zudem stiegen die Nettokredite an das Vereinigte Königreich und an Frankreich um je 0,5 Mrd. Dollar. Das Anwachsen der Nettofremdwährungsforderungen der berichtenden Banken gegenüber Belgien um 1,1 Mrd. Dollar bedeutete nicht, daß diese Gelder alle in diesem Land verwandt worden sind, sondern spiegelt hauptsächlich die Vermittlerrolle belgischer Banken wider, die Gelder von anderen Banken im europäischen Berichtsgebiet aufnahmen und sie an Nichtbanken außerhalb Belgiens weiterverliehen.

## Einzelne Berichtsländer

Die *britischen Banken* haben, entsprechend der zentralen Rolle, die London im Eurogeldmarkt spielt, wie üblich die bei weitem größte Expansion ihrer Fremdwährungsposition gegenüber dem Ausland aufgewiesen. Auf sie entfielen 42 Prozent des gesamten Wachstums der Verbindlichkeiten und 36 Prozent desjenigen der Forderungen. Dennoch nahm ihr Gesamtanteil am Markt, der bereits 1970 von 50 auf 47 Prozent zurückgegangen war, weiter auf 45 Prozent ab. Wie 1970 ging diese Abnahme vor allem auf drei Faktoren zurück.

Der erste davon war die zunehmende Bedeutung der Nichtdollarkomponente, bei der das Übergewicht Londons weit weniger ausgeprägt ist als im Falle der Dollar-komponente. Es ergibt sich in der Tat ein ganz anderes Bild, wenn diese beiden Marktsegmente getrennt betrachtet werden. Dabei ist zu sehen, daß der Anteil britischer Banken an den Dollarpositionen von 51 Prozent 1970 auf 50 Prozent 1971 gefallen ist, während er bei den anderen Fremdwährungen von 32 auf 33 Prozent anstieg.

Der zweite Einfluß war die verminderte Rolle, die Londoner Niederlassungen amerikanischer Banken spielten. Während die „sonstigen Auslandsbanken“ und die Akzepthäuser eine Zunahme ihrer Fremdwährungsausleihungen ans Ausland um 29 Prozent aufwiesen, nahmen diejenigen der amerikanischen Niederlassungen nur um 2,5 Prozent zu; hierbei sollte jedoch erwähnt werden, daß diese Stagnation eine Kreditumschichtung in der Größenordnung von mehreren Milliarden Dollar von Ausleihungen an die Zentralen zu Ausleihungen hauptsächlich außerhalb der Vereinigten Staaten verbirgt. Der gesamte Anteil der amerikanischen Niederlassungen am Kreditvolumen gegenüber dem Ausland, der bereits 1970 von 65 auf 57 Prozent zurückgegangen war, ermäßigte sich 1971 weiter auf 51 Prozent. Die amerikanischen Banken haben in der Tat den größeren Teil ihres Mittelzuwachses von 1971 bei anderen Londoner Banken placiert, die ihrerseits die meisten dieser Gelder ans Ausland weiterverliehen. Die größte Zuwachsrate der Fremdwährungsausleihungen ans Ausland erreichte mit 63,5 Prozent die Gruppe der „sonstigen Banken und Niederlassungen“ in London.

Der dritte Faktor bestand in der anhaltend kräftigen Expansion der von britischen Banken an Inländer gewährten Fremdwährungskredite, für die die Mittel im Ausland aufgenommen worden sind. Dies ist daran abzulesen, daß 1971 von der Zunahme (um 1,2 Mrd. Dollar) der Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der britischen Banken gegenüber Ausländern zwei Drittel (oder 0,8 Mrd. Dollar) ihren Gegenposten in einem Anstieg der Nettofremdwährungsforderungen gegenüber Inländern hatten. Der größte Teil dieser Kredite ist zur Finanzierung der überseeischen Investitionen britischer Firmen verwandt worden.

Nach den britischen Banken verzeichneten die *französischen Banken* die größte Zunahme der Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, nämlich um 4,8 Mrd. Dollar; ihre Forderungen erhöhten sich um 3,7 Mrd. Dollar. Der daraus resultierende Zuwachs ihrer Nettoauslandsverschuldung von 0,9 auf 2 Mrd. Dollar gab ziemlich genau die Krise der Devisenmärkte wieder. Im Sommerquartal stiegen die auf Dollar lautenden Nettoauslandsverbindlichkeiten der französischen Banken um 0,5 Mrd. Dollar; da sich diejenigen in anderen Fremdwährungen auch erhöhten (um 0,1 Mrd.) und da ihre Nettodollarforderungen gegenüber Inländern abnahmen, sind

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

	Monatsende	Verbindlichkeiten		Forderungen		Nettoposition		
		Landeswährung	Fremdwährungen	Landeswährung	Fremdwährungen	Landeswährung	Fremdwährungen	Ins-gesamt
		Millionen US-Dollar						
Belgien-Luxemburg . . .	1970 Dezember	620	6 810	390	6 300	— 230	— 510	— 740
	1971 März	670	7 670	390	7 160	— 280	— 510	— 790
	Juni	720	8 020	450	7 580	— 270	— 440	— 710
	September	790	8 970	470	8 560	— 320	— 410	— 730
	Dezember	890	10 500	480	10 120	— 410	— 380	— 790
Deutschland (BR) . . .	1970 Dezember	4 930	2 900	1 840	2 320	— 3 090	— 580	— 3 670
	1971 März	4 460	2 760	2 380	2 560	— 2 080	— 200	— 2 280
	Juni	4 150	2 320	2 790	2 370	— 1 360	50	— 1 310
	September	4 150	2 340	2 740	2 230	— 1 410	— 110	— 1 520
	Dezember	6 050	3 110	2 160	2 790	— 3 890	— 320	— 4 210
Frankreich . . . . .	1970 Dezember	1 290	9 150	340	8 260	— 950	— 890	— 1 840
	1971 März	1 350	9 550	270	8 620	— 1 080	— 930	— 2 010
	Juni	1 310	11 320	370	9 990	— 940	— 1 330	— 2 270
	September	2 110	12 430	520	10 510	— 1 590	— 1 920	— 3 510
	Dezember	1 810	13 900	570	11 950	— 1 240	— 1 950	— 3 190
Italien . . . . .	1970 Dezember	580	9 390	350	9 340	— 230	— 50	— 280
	1971 März	720	8 730	330	8 630	— 390	— 100	— 490
	Juni	800	8 880	360	8 980	— 440	100	— 340
	September	800	9 240	260	9 660	— 540	420	— 120
	Dezember	890	12 410	230	12 550	— 660	140	— 520
Niederlande . . . . .	1970 Dezember	1 110	4 020	620	4 270	— 490	250	— 240
	1971 März	1 150	4 420	530	4 700	— 620	280	— 340
	Juni	1 100	4 520	580	4 820	— 520	300	— 220
	September	1 220	4 610	560	5 070	— 660	460	— 200
	Dezember	1 270	4 940	660	5 610	— 610	670	80
Schweden . . . . .	1970 Dezember	280	470	160	740	— 120	270	150
	1971 März	260	620	140	860	— 120	240	120
	Juni	270	620	130	910	— 140	290	150
	September	250	630	100	940	— 150	310	160
	Dezember	290	640	120	950	— 170	310	140
Schweiz <sup>1</sup> . . . . .	1970 Dezember	5 460	6 140	5 120	11 730	— 340	5 590	5 250
	1971 März	5 890	6 980	5 640	13 620	— 250	6 640	6 390
	Juni	6 450	7 210	5 840	13 380	— 610	6 170	5 560
	September <sup>2</sup>	6 320	5 630	6 010	10 830	— 310	5 200	4 890
	Dezember	6 800	6 510	6 290	12 820	— 510	6 310	5 800
Vereinigtes Königreich . . . . .	1970 Dezember	4 430	36 410	1 000	35 290	— 3 430	— 1 120	— 4 550
	1971 März	4 590	36 870	850	35 530	— 3 740	— 1 340	— 5 080
	Juni	4 650	39 440	1 060	37 800	— 3 590	— 1 640	— 5 230
	September	5 500	41 230	850	39 550	— 4 650	— 1 680	— 6 330
	Dezember	6 860	45 920	1 070	43 820	— 5 790	— 2 300	— 8 090
Zusammen . . . . .	1970 Dezember	18 700	75 290	9 820	78 250	— 8 880	2 960	— 5 920
	1971 März	19 090	77 600	10 530	81 680	— 8 560	4 080	— 4 480
	Juni	19 450	82 330	11 580	85 830	— 7 870	3 500	— 4 370
	September <sup>2</sup>	21 140	85 080	11 510	87 350	— 9 630	2 270	— 7 360
	Dezember	24 860	97 930	11 580	100 410	— 13 280	2 480	— 10 800
Japan . . . . .	1970 Dezember	540	5 000	10	7 320	— 530	2 320	1 790
	1971 März	680	4 740	10	6 990	— 670	2 250	1 580
	Juni	850	4 960	20	7 670	— 830	2 710	1 880
	September	910	5 880	30	7 150	— 880	1 270	390
	Dezember	940	6 560	60	6 820	— 880	260	620
Kanada . . . . .	1970 Dezember	750	5 500	190	7 600	— 560	2 100	1 540
	1971 März	790	5 350	430	6 760	— 360	1 410	1 050
	Juni	800	5 450	270	6 750	— 530	1 300	770
	September	760	5 790	190	6 780	— 570	990	420
	Dezember	830	6 280	230	6 990	— 600	710	110

<sup>1</sup> Einschließlich Eurodevisenforderungen und -verbindlichkeiten der BIZ.

<sup>2</sup> Ab September 1971 neue Reihe.

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

	Monatsende	US-Dollar			Alle anderen Fremdwährungen		
		Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition	Verbindlichkeiten	Forderungen	Nettoposition
		Millionen US-Dollar					
Belgien-Luxemburg . .	1970 Dezember	3 730	3 330	- 400	3 080	2 970	- 110
	1971 März	4 340	3 710	- 630	3 320	3 450	130
	Juni	4 310	3 950	- 360	3 710	3 630	- 80
	September	4 590	4 110	- 480	4 380	4 450	70
	Dezember	5 090	4 530	- 560	5 410	5 590	180
Deutschland (BR)	1970 Dezember	2 690	2 050	- 640	200	260	60
	1971 März	2 570	2 270	- 300	190	290	100
	Juni	2 100	2 020	- 80	220	350	130
	September	2 070	1 780	- 290	270	440	170
	Dezember	2 690	2 200	- 480	430	590	160
Frankreich . . . .	1970 Dezember	6 650	6 010	- 640	2 500	2 250	- 250
	1971 März	6 950	6 270	- 680	2 590	2 350	- 240
	Juni	8 250	7 340	- 910	3 080	2 650	- 430
	September	9 030	7 610	- 1 420	3 410	2 900	- 510
	Dezember	10 060	8 600	- 1 460	3 840	3 350	- 490
Italien . . . . .	1970 Dezember	6 930	6 650	- 280	2 460	2 690	230
	1971 März	6 570	6 290	- 280	2 170	2 340	170
	Juni	6 330	6 740	410	2 550	2 240	- 310
	September	6 240	6 990	750	3 000	2 670	- 330
	Dezember	8 150	8 660	510	4 260	3 890	- 370
Niederlande . . . .	1970 Dezember	2 090	2 970	880	1 930	1 300	- 630
	1971 März	2 340	3 320	980	2 080	1 380	- 700
	Juni	2 250	3 470	1 220	2 260	1 350	- 910
	September	2 290	3 140	850	2 320	1 940	- 380
	Dezember	2 450	3 170	720	2 490	2 440	- 50
Schweden . . . . .	1970 Dezember	320	520	200	160	230	70
	1971 März	420	600	180	210	260	50
	Juni	440	610	170	170	300	130
	September	430	620	190	200	320	120
	Dezember	410	600	190	230	350	120
Schweiz <sup>1</sup> . . . . .	1970 Dezember	4 890	9 590	4 700	1 250	2 140	890
	1971 März	5 330	10 650	5 320	1 650	2 970	1 320
	Juni	5 390	10 010	4 620	1 830	3 370	1 540
	September <sup>2</sup>	4 360	8 120	3 760	1 260	2 700	1 440
	Dezember	5 050	9 620	4 770	1 480	3 000	1 540
Vereinigtes Königreich . . . .	1970 Dezember	31 400	29 250	- 2 150	5 010	6 040	1 030
	1971 März	31 080	29 350	- 1 730	5 790	6 180	390
	Juni	32 860	30 940	- 1 920	6 580	6 660	280
	September	33 420	31 070	- 2 350	7 810	8 490	680
	Dezember	36 930	34 140	- 2 790	8 990	9 480	490
Zusammen . . . . .	1970 Dezember	58 700	60 370	1 670	16 690	17 880	1 290
	1971 März	59 600	62 460	2 860	18 000	19 220	1 220
	Juni	61 930	65 080	3 150	20 400	20 750	350
	September <sup>2</sup>	62 430	63 440	1 010	22 650	23 910	1 260
	Dezember	70 820	71 720	900	27 110	28 690	1 580
Japan . . . . .	1970 Dezember	4 680	6 870	2 190	320	450	130
	1971 März	4 460	6 520	2 060	280	470	190
	Juni	4 700	7 200	2 500	260	480	220
	September	5 690	6 680	990	190	470	280
	Dezember	6 320	6 220	- 100	240	600	360
Kanada . . . . .	1970 Dezember	5 370	7 430	2 060	130	170	40
	1971 März	5 230	6 570	1 340	120	190	70
	Juni	5 270	6 520	1 250	180	230	50
	September	5 600	6 520	920	190	260	70
	Dezember	6 010	6 680	670	270	310	40

<sup>1</sup> Einschließlich Eurodevisenforderungen und -verbindlichkeiten der BIZ.

<sup>2</sup> Ab September 1971 neue Reihe.

offenbar sämtliche Dollars in französische Franken umgewechselt worden. Wahrscheinlich haben die Banken die Dollars hauptsächlich verkauft, um die Termindollars, die sie von ihren Kunden kauften, abzudecken. Außerdem nahmen die Nettoauslandsverbindlichkeiten in inländischer Währung um 0,6 Mrd. Dollar zu, so daß durch die Banken im dritten Quartal ein Nettogeldimport von 1,2 Mrd. Dollar zu verzeichnen war.

Die *niederländischen Banken* haben im dritten Quartal ihre Nettodollarforderungen um 0,4 Mrd. Dollar vermindert, verwendeten die Erlöse aber zum Abbau ihrer Nettoverschuldung in anderen Fremdwährungen.

Die *italienischen Banken* schwammen gegen den Strom; sie verbesserten von März bis September 1971 ihre Nettodollarposition gegenüber dem Ausland von Nettoverbindlichkeiten (0,3 Mrd. Dollar) in Nettoforderungen (0,8 Mrd. Dollar), während sich ihre Position in anderen Fremdwährungen von 0,2 Mrd. Dollar Nettoforderungen zu 0,3 Mrd. Nettoverbindlichkeiten änderte.

Unter den kontinentaleuropäischen Ländern haben die *belgisch-luxemburgischen Banken* in zweierlei Hinsicht den ersten Platz inne. Einmal bewegen sie das größte Geschäftsvolumen in Eurowährungen (außer dem Dollar), und zum andern sind sie der größte Direktkreditgeber an ausländische Nichtbanken. 1971 stiegen ihre Bruttofremdwährungsforderungen (ohne Dollar) um 88 Prozent, und allein diejenigen in Deutschen Mark verdoppelten sich. Darüber hinaus nahmen sie erhebliche Beträge bei Banken im Ausland auf und verliehen sie weiter an ausländische Nichtbanken, so daß ihre Nettoforderungen gegenüber ausländischen Nichtbanken von 1,5 auf 2,5 Mrd. Dollar stiegen, während ihre gesamte Nettoauslandsposition nur eine geringe Veränderung aufwies. Ihre Bruttoforderungen erhöhten sich um 1,4 Mrd. Dollar; davon entfiel nahezu die Hälfte auf solche gegenüber Deutschland.

Im Falle Deutschlands, dessen Währung in großem Umfang für Eurogeldmarktzwecke benutzt wird und wo im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern die amtlichen Regelungen die Auslandspositionen in Landes- und in Fremdwährungen nicht unterschiedlich behandeln, ist es angezeigt, die gesamte Auslandsposition der Banken zu betrachten. 1971 nahm die kurzfristige Nettoauslandsverschuldung der *deutschen Banken*, die fast gänzlich auf Deutsche Mark lautete, um 0,5 auf 4,2 Mrd. Dollar zu. Der größte Teil dieser Erhöhung war der statistische Niederschlag der Wechselkursänderung; die Geringfügigkeit der tatsächlichen Zunahme — rund 0,1 Mrd. Dollar — war weitgehend zurückzuführen auf das Verzinsungsverbot und auf die hohen Mindestreservesätze, die für Auslandsverbindlichkeiten festgesetzt worden sind. Es fanden jedoch erhebliche Zufüsse in Form von langfristigen Kreditaufnahmen und von Verkäufen langfristiger Aktiva statt, die nicht Gegenstand der Mindestreserveregelung sind.

Die *schweizerischen Banken* sind die größten Nettoanbieter von Eurogeldern. In der ersten Jahreshälfte 1971 erhöhten sie ihre Nettoausleihungen in Nichtdollar-Fremdwährungen ans Ausland um 0,7 Mrd. Dollar. Ihre Nettodollarforderungen zeigten fast keine Veränderung, aber dies ging einzig und allein auf die erhebliche Reduzierung der Eurodollaranlagen der BIZ zurück, die in der Auslandsposition der schweizerischen Banken enthalten sind. Die Zahlen für das dritte Quartal sind wegen

des bereits erwähnten Bruchs in den statistischen Reihen nicht repräsentativ; dennoch muß es in dieser Periode eine gewisse Tendenz gegeben haben, Auslandsforderungen eher in Schweizer Franken als in Dollar zu halten. Im vierten Quartal normalisierte sich die Lage dann wieder. Die Banken stockten ihre Nettofremdwährungsforderungen gegenüber dem Ausland um 1,1 Mrd. Dollar auf, wovon der größte Teil auf Dollar entfiel. Nicht inbegriffen in den Änderungen im vierten Quartal und weitgehend auch in den Zahlen für die erste Jahreshälfte sind die am Euromarkt durch schweizerische Banken placierte Gelder, für die die Bankkunden das Risiko tragen, nämlich die Treuhandgelder.

Die Tabellen auf Seite 178–179 schließen im Gegensatz zu den vorhergehenden Tabellen die Auslandspositionen der kanadischen und der japanischen Banken ein.

Die *kanadischen Banken* verminderten ihre Nettoforderungsposition gegenüber den Vereinigten Staaten 1971 um 1,5 Mrd. Dollar, so daß, wenn Kanada mit dem europäischen Berichtsgebiet zusammengefaßt wird, der Geldstrom aus den Vereinigten Staaten zum Eurogeldmarkt 1971 auf nahezu 8 Mrd. Dollar zu veranschlagen wäre. Allerdings hatte ziemlich die gesamte Abnahme der Nettoforderungen der kanadischen Banken gegenüber den USA ihren Gegenposten in einer Verringerung der Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber Inländern, während die Nettoposition gegenüber der übrigen Welt nur geringfügige Veränderungen aufwies.

Die Nettofremdwährungsforderungen der *japanischen Banken* gegenüber dem Ausland stiegen im ersten Halbjahr 1971 von 2,3 auf 2,7 Mrd. Dollar, sanken aber in der zweiten Jahreshälfte auf 0,3 Mrd. Dollar. Von der Abnahme um 2,4 Mrd. Dollar waren jedoch 1,8 Mrd. Dollar gegenüber den Vereinigten Staaten, wohingegen die Nettokreditaufnahme bei britischen Banken am Euromarkt nur um rund 0,3 Mrd. Dollar zunahm.

### Zinsentwicklung

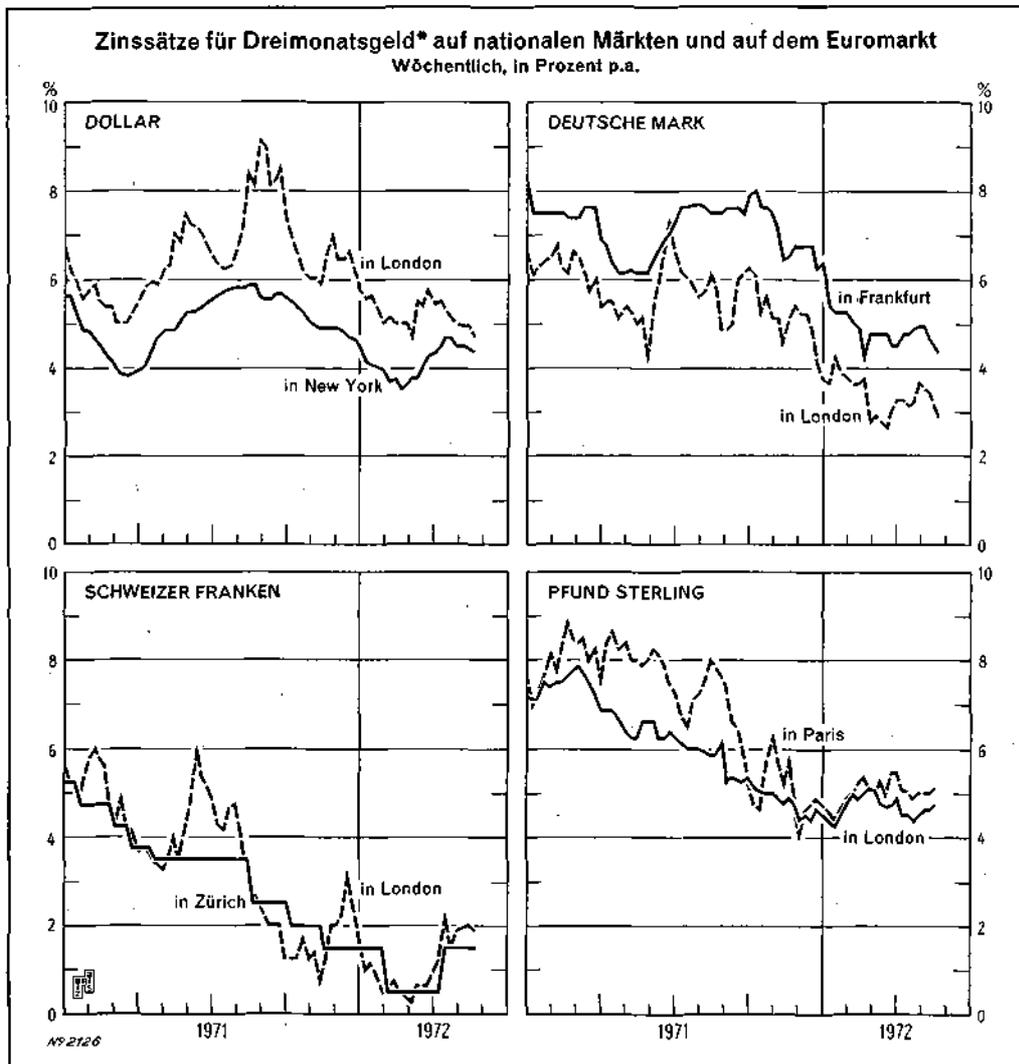
Der Trend der Eurodollarsätze wurde 1971 wie bisher hauptsächlich durch die Entwicklung in den Vereinigten Staaten bestimmt, während die Devisenkrisen vor allem die Bewegungen um den Trend erklären.

Gleichlaufend mit dem Rückgang der amerikanischen Zinssätze sank der Dreimonats-Eurodollarsatz in London im März 1971 auf 5 Prozent — den tiefsten Stand des Jahres — und damit ganze 7½ Prozentpunkte unter den Höchststand, der 1969 erreicht worden war, obwohl er damit immer noch reichlich über den vergleichbaren Sätzen in den USA lag. Angesichts der beträchtlichen Kreditrückzahlungen durch amerikanische Banken wäre der Zinsrückgang noch größer gewesen, wenn nicht von Deutschland aus eine starke Nachfrage aufgetreten wäre und die amerikanischen Behörden nicht Abschöpfungsoperationen unternommen hätten.

Die Eurodollarsätze begannen allerdings mit der erneuten Befestigung der Lage am amerikanischen Geldmarkt im zweiten Quartal bald wieder anzuziehen, und unter dem Einfluß der Währungsunruhe und saisonaler Faktoren erreichten sie Anfang Juni 8¼ Prozent. Die zeitweilige Ruhe an den Devisenmärkten und die Abwicklung von Jahresmitteoperationen brachten die Sätze etwa Mitte Juli wieder auf

unter 6½ Prozent zurück, aber gegen Ende des Monats begann die aufs neue ausgebrochene Währungsunruhe die Zinssätze abermals in die Höhe zu treiben. Im August und Anfang September überschritten die Dreimonatsgeldsätze zeitweilig 9 Prozent, gaben dann aber später im September und Oktober sehr stark nach und fielen Anfang November leicht unter 6 Prozent. Erwartungen hinsichtlich der Ergebnisse der Zehnergruppentreffen in Rom und Washington zusammen mit den üblichen Jahresendeinflüssen trugen in der zweiten Novemberhälfte zu einem erneuten Anziehen der Sätze bei. Große Kreditrückzahlungen durch die USA — vom 17. November bis 15. Dezember schrumpften die Verbindlichkeiten amerikanischer Banken gegenüber ihren ausländischen Niederlassungen von 3,4 auf 1,4 Mrd. Dollar — halfen jedoch den Aufwärtsdruck zu zügeln.

Nach der Wechselkursneuordnung gingen die Eurodollarsätze in der zweiten Dezemberhälfte zurück, und im Januar 1972 verstärkte sich durch den Rücklauf der



\* Zinssätze für Interbankeinlagen, ausgenommen: Dollar in New York (Depositenzertifikate) und Sterling in London (Einlagen bei nichtzentralen öffentlichen Haushalten).

Jahresendoperationen und die kräftige monetäre Lockerung in den Vereinigten Staaten die Abwärtsbewegung. Am Monatsende begann jedoch eine erneute Nervosität auf den Devisenmärkten den Rückgang zu bremsen. Während die amerikanischen Zinssätze anfänglich weiter sanken, stabilisierten sich die Notierungen des Dreimonats-Eurodollarsatzes bei rund 5 Prozent; die Zinssätze für Euro-DM und Euro-Schweizer-Franken erreichten andererseits im Verlauf des Februars neue Tiefpunkte. Im März machte es die etwas festere Haltung der amerikanischen Kreditpolitik zeitweilig für US-Banken attraktiv, Gelder am Eurogeldmarkt aufzunehmen, und nachdem der Dreimonats-Eurodollarsatz nach Märzbeginn einmal kurz auf rund  $4\frac{3}{4}$  Prozent abgerutscht war, befestigte er sich zum Ende des Monats hin auf  $5\frac{5}{8}$  Prozent. Mitte Mai waren die Notierungen auf unter 5 Prozent zurückgefallen.

Es ist besonders erwähnenswert, daß im Vergleich mit den Gewinn- und Verlustmöglichkeiten aus den Wechselkursänderungen die Bewegungen der Eurodollarsätze 1971 wirklich sehr maßvoll waren; das ist ein Indikator für die dem Markt innewohnende Stabilität. Um zum Beispiel eine Dollarabwertung um 5 Prozent zu kompensieren, hätten die Dreimonatszinssätze um über 20 Prozentpunkte p.a. steigen müssen; indessen bewegten sich die maximalen Zunahmen, die während der Krisenperioden zu verzeichnen waren, in der Größenordnung von 3 Prozentpunkten.

Da die Bewegungen aus dem Dollar in beträchtlichem Umfang Bewegungen in die Deutsche Mark und den Schweizer Franken waren, tendierten die Faktoren, die die Eurodollarsätze in die Höhe drückten, gelegentlich dahin, die Zinssätze für die Euro-Deutsche-Mark und den Euro-Schweizer-Franken herabzudrücken. So befanden sich die Sätze für die Euro-DM Anfang Juni und um das Augustende herum an Tiefpunkten, als die Eurodollarsätze Höchstwerte erreichten. Im vierten Quartal war die Abwärtsbewegung der DM-Sätze hingegen hauptsächlich ein Niederschlag der inländischen deutschen Zinsentwicklung und des Rückgangs der Eurodollarsätze.

Das Nachgeben der Zinssätze war besonders ausgeprägt beim Schweizer Franken, dessen Dreimonatssatz von rund  $5\frac{1}{2}$  Prozent in den ersten zwei Monaten 1971 auf einen Tiefpunkt von  $\frac{1}{4}$  Prozent Anfang März 1972 fiel. Einer der Hauptgründe für diesen Verfall war die starke Nachfrage nach Terminfranken im Tausch gegen Dollars wegen der hohen schweizerischen Dollaranlagen. Das führte zu einem beträchtlichen Report des Terminkurses des Schweizer Frankens, der das Zinsgefälle zugunsten des Dollars eliminierte; die daraus resultierenden Verlagerungen in Schweizer Franken übten naturgemäß einen entsprechenden Abwärtsdruck auf die Schweizer-Franken-Einlagensätze aus. Der Zinssatz für Einmonats- oder kürzerfristige Anlagen in Euro-Schweizer-Franken lag, ebenso wie die Tagesgeldsätze in der Schweiz, im vierten Quartal 1971 und im ersten Quartal 1972 manchmal nahe oder genau bei Null. Während dieses Zeitraums bildete sich die etwas ungewöhnliche Situation heraus, daß die Zinssätze für Schweizer Franken am Euromarkt gelegentlich erheblich niedriger als diejenigen in der Schweiz waren. Diese Zinskonstellation rührte von den verschiedenen Maßnahmen her, die die schweizerischen Behörden ergriffen hatten, um den Zufluß von Auslandsgeldern abzuwehren. Dies war für den Schweizer Franken verhältnismäßig neuartig, doch existiert eine derartige Situation im Falle der Deutschen Mark seit 1968.

## VI. DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSABKOMMEN

Das Europäische Währungsabkommen (EWA), das am 27. Dezember 1958 in Kraft trat, dient als Rahmen für die Zusammenarbeit zwischen den Währungsbehörden der Vertragsparteien mit dem allgemeinen Ziel, den multilateralen Verkehr im Welthandel und die Währungskonvertibilität zu fördern. Seine beiden wesentlichen Einrichtungen sind der Europäische Fonds, der Mitgliedsländern kurz- oder mittelfristige Zahlungsbilanzhilfe gewährt, und das Multilaterale System des Zahlungsausgleichs, durch das die Zentralbanken der Mitgliedsländer ihre Bestände an Währungen anderer Mitgliedsländer zu einem von vornherein bekannten Kurs in Dollar wechseln können. Die Organe des Abkommens sind der Rat der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) sowie ein Direktorium. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist als Agent mit der Durchführung der finanziellen Abkommensoperationen betraut.

### Überprüfung des Abkommens

1968 war das Abkommen nach einer umfassenden Überprüfung auf drei Jahre bis zum 31. Dezember 1971 verlängert worden. Danach wurde es, da die allgemeine Untersuchung über seine Arbeitsweise und seine Zukunft noch nicht abgeschlossen war, unverändert für ein weiteres Jahr erneuert.

### Die Geschäfte im Rahmen des Abkommens

*Europäischer Fonds.* Ende März 1971 betrug die Summe der ausstehenden Kredite 130 Mio. RE\*; es handelte sich hierbei ausschließlich um Kredite an die Türkei.

Im Oktober 1970 beschloß der Rat (vgl. den letzten Jahresbericht Seite 193–195), der Türkei Kredite von insgesamt 115 Mio. RE zu gewähren, von denen 75 Mio. RE Refinanzierungskredite zur Konsolidierung der türkischen Schulden beim Europäischen Fonds waren. Einer dieser Kredite, der dreizehnte, bestand aus zwei Tranchen von je 5 Mio. RE, die am 31. Mai bzw. 30. Oktober 1971 für an diesen Daten fällige Rückzahlungen verfügbar wurden.

Im letzten Jahr erhielt die Türkei, nachdem infolge der Aufhebung der Goldkonvertibilität des US-Dollars Währungsgold schwer erhältlich geworden war, zwei weitere Kredite zur kurzfristigen Finanzierung bestimmter Goldzahlungen an den Europäischen Fonds. Einer dieser Kredite, der vierzehnte, wurde durch Beschluß des Direktoriums gewährt; er belief sich auf 5 Mio. RE, stand am 30. Oktober 1971 zu einem Zinssatz von 3 Prozent p.a. zur Verfügung und mußte am 31. Mai 1972 zurückgezahlt werden. Der andere Kredit, der fünfzehnte, beruht auf einem Ratsbeschluß;

---

\* Gemäß Artikel 24 des Abkommens werden die Konten des Europäischen Fonds in einer Rechnungseinheit (RE) von 0,888 670 88 Gramm Feingold geführt. Dies ist der Goldwert, den der US-Dollar vor der mit Wirkung vom 8. Mai 1972 dem IWF bekanntgegebenen Erhöhung des offiziellen Goldpreises von 35 auf 38 US-Dollar je Feinunze hatte. Bis zu diesem Datum hatte in der Rechnungsführung des Europäischen Fonds ein US-Dollar gleich einer Rechnungseinheit gegolten.

er beläuft sich auf 7,4 Mio. RE, konnte am 31. Dezember 1971 abgerufen werden und ist am 30. Juni 1972 rückzahlbar; der Zinssatz beträgt 2 Prozent p.a. Ferner beschloß der Rat im März 1972, die am Ende jenes Monats von der Türkei geschuldete, 5 Mio. RE betragende zweite Tilgungsrate des elften Kredits bis Ende Mai 1972 zurückzustellen.

Im März 1972 erhielt die Türkei gemäß Ratsbeschluß einen weiteren Refinanzierungskredit von 25 Mio. RE zur Konsolidierung desjenigen Teiles ihrer Rück-

EWA: Inanspruchnahme der Kredite des Europäischen Fonds

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Griechenland		Island		Spanien		Türkei		Zusammen		
	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Gesamte Kreditgewährung
Millionen Rechnungseinheiten											
1959											
Februar . . . . .	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
Dezember . . . . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960											
Dezember . . . . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961											
Dezember . . . . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962											
Dezember . . . . .	—	—	5,0	—	—	—	—	60,0	5,0	60,0	65,0
1963											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965											
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966											
Dezember . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	60,0	—	110,0	110,0
1967											
Dezember . . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968											
Dezember . . . . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969											
Dezember . . . . .	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
1970											
Januar . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	105,0	—	120,0	120,0
März . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	100,0	—	115,0	115,0
Mai . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	95,0	—	110,0	110,0
Juli . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	90,0	—	105,0	105,0
Oktober . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	115,0	—	130,0	130,0
1971											
Januar . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	115,0	—	115,0	115,0
Februar . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	130,0	—	130,0	130,0
Oktober . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	125,0	—	125,0	125,0
Dezember . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	127,4	—	127,4	127,4
1972											
März . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	127,4	—	127,4	127,4

zahlungsverpflichtungen, der durch die Konsolidierungsoperation vom Oktober 1970 nicht erfaßt worden war. Dieser Kredit, der sechzehnte, wurde am 31. Mai 1972 zur Verfügung gestellt und ist in vier gleichen Raten von je 6,25 Mio. RE an jedem Quartalsende von 1976 zu tilgen. Sein Zinssatz beträgt  $3\frac{1}{2}$  Prozent p. a.

Am 31. Mai 1971 zahlte die Türkei die 5 Mio. RE betragende zweite Tilgungsrate des siebten Kredits; am selben Tage nahm sie die gleich hohe erste Tranche des dreizehnten Kredits in Anspruch.

Am 30. Oktober 1971 zahlte die Türkei 15 Mio. RE, und zwar 5 Mio. als letzte Tilgungsrate des sechsten Kredits und 10 Mio. als erste Tilgungsrate des elften Kredits. Am selben Tage zog sie die letzte Tranche (5 Mio.) des dreizehnten Kredits und den gesamten vierzehnten Kredit (5 Mio.).

Am 31. Dezember 1971 schließlich zahlte die Türkei die erste Tilgungsrate (5 Mio.) des zwölften Kredits und nahm den gesamten fünfzehnten Kredit (7,4 Mio.) in Anspruch.

Alle diese Transaktionen sind in der Tabelle auf Seite 185 berücksichtigt, die über die Inanspruchnahme von Krediten des Europäischen Fonds unterrichtet, und zwar für Februar 1959 (den Monat der ersten Kreditgewährungen), für das Ende jedes der Jahre 1959–1969 sowie danach bis März 1972 für jeden Monat, in dem Transaktionen stattfanden — jeweils am Wertstellungstag für den multilateralen Zahlungsausgleich des betreffenden Monats (fünfter Werktag des folgenden Monats).

Von Juni 1959 (dem Monat der ersten Kreditinanspruchnahme) bis März 1972 wurden in zweiundvierzig Ziehungen insgesamt 541,9 Mio. RE beansprucht. Hiervon sind 414,5 Mio. zurückgezahlt worden. Ende März 1972 wurden somit 127,4 Mio. RE geschuldet. Die Rückzahlungsverpflichtung der Türkei beträgt, wenn man den oben erwähnten Refinanzierungskredit vom März 1972 mitberücksichtigt, 32,4 Mio. RE für 1972, 20 Mio. für 1973, 25 Mio. für 1974, 25 Mio. für 1975 und 25 Mio. für 1976.

*Multilateraler Zahlungsausgleich.* Die Bestimmungen des Multilateralen Systems des Zahlungsausgleichs mußten in dem am 31. März 1972 beendeten Jahr mehrmals angewendet werden. Zu effektiven Abrechnungen kam es jedoch nicht, da die für die Konversion in Dollar geltenden Kurse des Systems — die letzten von den Mitgliedsländern mitgeteilten Verkaufskurse für den US-Dollar — weniger günstig als die Marktkurse waren. Das bisherige Gesamtvolumen des multilateralen Zahlungsausgleichs blieb somit auf dem im August 1969 erreichten Stand von 82,6 Mio. US-Dollar.

a) Nach der Währungskrise vom Mai 1971 werteten Österreich und die Schweiz ihre Währung um 5,05 bzw. 7,07 Prozent auf und notifizierten mit Wirkung vom 10. Mai 1971 neue An- und Verkaufskurse. Gleichzeitig gaben die Bundesrepublik Deutschland und die Niederlande ihre Wechselkurse frei und suspendierten ihre An- und Verkaufskurse für den US-Dollar. Entsprechend dem Verfahren vom September 1969 — damals hatte die Bundesrepublik ihre An- und Verkaufskurse zum ersten Mal zeitweilig aufgehoben — wurden auch für Guthaben in den Währungen dieser beiden Länder Sonderabrechnungen gemäß Artikel 13 angesetzt.

Nach der Suspendierung der Verkaufskurse für den US-Dollar durch die Bundesrepublik und die Niederlande waren die Mitgliedsländer ohne festen Wechselkurs

zwischen der Deutschen Mark und dem holländischen Gulden einerseits und dem Dollar andererseits. Außerdem konnte im Gegensatz zum September 1969 — damals war die Kursgarantie des Abkommens bald durch die Bekanntgabe neuer An- und Verkaufskurse wiederhergestellt worden — diesmal vorhergesehen werden, daß die Zeit der freien Kursbildung länger dauern würde. In der Direktoriumssitzung vom Juni 1971, in der die neue Lage zur Debatte stand, gaben die Vertreter der beiden betreffenden Länder Erklärungen des Inhalts ab, daß der Verkaufskurs für den US-Dollar trotz seiner Suspendierung für die Zwecke der Kursgarantie des Abkommens anwendbar bleibe — im Falle der Niederlande bis zum Betrag der vor der Suspendierung der Bandbreiten ausstehenden, im Falle der Bundesrepublik auch für nachher erworbene Guthaben. Der Agent teilte diese Erklärungen allen Mitgliedszentralbanken mit.

b) Nach der Aufhebung der Goldkonvertibilität des US-Dollars im August 1971 mußte eine Sonderabrechnung nach Artikel 14 des Abkommens angesetzt werden. Gemäß diesem Artikel sind im Falle einer Einschränkung der Goldankaufs- und Goldverkaufspolitik durch die amerikanischen Währungsbehörden gegenüber einem Mitgliedsland alle Mitgliedsländer zur Meldung der in den Währungen anderer EWA-Länder bestehenden Guthaben berechtigt, die sie im multilateralen System abrechnen wollen.

Infolge der amerikanischen Beschlüsse ergriffen die meisten Mitgliedsländer sofort Maßnahmen in bezug auf ihre gemäß Artikel 9 mitgeteilten An- und Verkaufskurse.

Dänemark, Großbritannien, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden und die Schweiz suspendierten ihre Ankaufskurse für den US-Dollar, behielten jedoch ihre Verkaufskurse unverändert bei.

Drei weitere Länder, nämlich Belgien, Italien und Spanien, suspendierten (wie schon Deutschland und die Niederlande — vgl. oben Abschnitt a) sowohl ihren Ankaufs- als auch ihren Verkaufskurs, beließen den Verkaufskurs für den US-Dollar jedoch für die Zwecke der Kursgarantie des Abkommens in Kraft — allerdings nach dem Muster der Niederlande mit Beschränkung der Garantie auf die vor der Suspendierung des Verkaufskurses ausstehenden Beträge.

Island blieb bei seiner Dollarparität, erweiterte jedoch die Bandbreite der isländischen Krone von 0,114 auf genau 1,0 Prozent beiderseits der Parität.

Frankreich beschränkte die Kursgarantie, als es seinen Devisenmarkt aufspaltete, auf Guthaben auf „Ausländer-Frankenkonten“ und schloß sie für Guthaben auf „Finanzkonten“ aus.

In einer Sitzung vom August 1971 prüfte das Direktorium die von verschiedenen Mitgliedsländern nach der Suspendierung der Goldkonvertibilität des US-Dollars ergriffenen Maßnahmen. Es war sich einig, daß jene der obengenannten Länder, die an der Kursgarantie festhielten, indem sie entweder ihren Verkaufskurs unverändert ließen oder aber dessen Aufhebung durch eine besondere die Kursgarantie betreffende Erklärung ergänzten, keinen Anlaß für eine besondere Abrechnung gemäß Artikel 13 boten, da offizielle Guthaben an jedem Monatsende zum selben Verkaufskurs wie vorher abgerechnet werden konnten.

c) Im Dezember 1971 teilten alle Mitgliedsländer außer Griechenland und Island im Zusammenhang mit der Wechselkursneuordnung neue An- und Verkaufskurse im Rahmen des Abkommens mit. Am Ende des Jahres hatten daher alle EWA-Länder wieder notifizierte Bandbreiten für die Kursschwankungen ihrer Währungen. Mit Ausnahme Griechenlands, Islands und der Türkei wenden nun alle Mitgliedsländer Bandbreiten von rund  $2\frac{1}{4}$  Prozent beiderseits des Leitkurses bzw. der Parität an.

Mit der offiziellen Mitteilung neuer An- und Verkaufskurse wurden die zeitweiligen quantitativen Beschränkungen aufgehoben, die für Guthaben in belgischen Franken, italienischen Lire, holländischen Gulden und spanischen Pesetas gegolten hatten. Infolgedessen bestehen jetzt in bezug auf die Kursgarantie des Abkommens nur noch jene quantitativen Beschränkungen, die 1963 für den Verkehr der Bank von England mit jeder der anderen EWA-Zentralbanken festgelegt worden waren. Bei Guthaben in belgischen Franken und französischen Franken bleiben die Beschränkungen der Kursgarantie hinsichtlich der Herkunft der Guthaben bestehen: Guthaben in französischen Franken auf „Finanzkonten“ stehen außerhalb der Garantie, und Guthaben in belgischen Franken sind gemäß der seit dem Inkrafttreten des Abkommens geltenden Regelung von der Kursgarantie ausgeschlossen, wenn sie auf Transaktionen auf dem freien Markt zurückgehen.

#### **Ausweis des Europäischen Fonds**

Die geschilderten Geschäfte des Europäischen Fonds finden ihren Niederschlag in dem zusammengefaßten Ausweis auf der nebenstehenden Seite.

Die Kredite und Forderungen — bei Geschäftsbeginn bestehend aus den von der EZU übernommenen langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei in Höhe von 35 Mio. RE — stellten sich Ende März 1971 auf 139,3 Mio. RE. Davon entfielen 130 Mio. auf ausgezahlte Kredite und 9,3 Mio. auf die verbliebenen langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei. Im Oktober 1971 verringerte sich das Kredit- und Forderungsvolumen durch die Rückzahlungen der Türkei um 5 Mio. auf 134,3 Mio. RE. Dies war die einzige Tilgung, die nicht mit einer gleich hohen Neuverschuldung einherging (vgl. die Angaben auf Seite 186). Im Dezember 1971 verringerte sich der Betrag um 0,6 Mio. RE, da Norwegen und die Türkei die elfte Zahlung von 3,0 Mio. RE zur Tilgung ihrer langfristigen Verbindlichkeiten leisteten, während die Türkei, wie erwähnt, bei gleichzeitiger Neuaufnahme von 7,4 Mio. RE einen Betrag von 5 Mio. RE zurückzahlte. Ende März 1972 stellte sich das Kredit- und Forderungsvolumen daher auf 133,7 Mio. RE, wovon 127,4 Mio. auf ausstehende Kredite und 6,3 Mio. auf die langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei entfielen.

Die nichtliquiden Aktiva des Fonds haben somit während des Ende März 1972 abgeschlossenen Jahres um 5,6 Mio. RE abgenommen. Die liquiden Vermögenswerte des Fonds sind in diesem Zeitraum, da der nichtverteilte Einnahmenüberschuß um 6,9 Mio. RE zunahm, von 106,9 Mio. Ende März 1971 auf 119,5 Mio. Ende März 1972 angewachsen.

Im Berichtszeitraum ist kein Kapital zur Einzahlung aufgerufen worden, so daß die nichteingezahlten Beiträge von Mitgliedsländern auf ihrem Stand von 297,9 Mio. RE

blieben. Ende März 1972 beliefen sich die eingezahlten Beiträge der Mitgliedsländer auf 38 Mio. RE; zusammen mit dem früheren aktiven EZU-Kapital von 148 Mio. stand dem Fonds daher ein eingezahltes Kapital von 186 Mio. zur Verfügung. Das in der Tabelle ausgewiesene Fondskapital von 607,5 Mio. RE umfaßt auch die erwähnten nichteingezahlten Beiträge sowie den nichteingezahlten Teil des EZU-Kapitals in Höhe von 123,5 Mio. US-Dollar.

**EWA: Zusammengefaßter Ausweis des Europäischen Fonds**

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Aktiva				Ausweis- summe	Passiva	
	Liquide Ver- mögens- werte	Beim US- Schatzamt	Nichtauf- gerufenes Kapital von Mitglieds- ländern	Kredite und Förde- rungen		Kapital	Ein- nahmen- und Ausgaben- konto
Millionen Rechnungseinheiten							
Eröffnung . . . . .	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 Dezember . . . . .	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 Dezember . . . . .	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 Dezember . . . . .	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 Dezember . . . . .	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 Dezember . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Dezember . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 Dezember . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Dezember . . . . .	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 Dezember . . . . .	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 Dezember . . . . .	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 Dezember . . . . .	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 Dezember . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
1971 Januar . . . . .	121,5	123,5	297,9	124,3	667,3	607,5	59,8
Februar . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
März . . . . .	106,9	123,5	297,9	139,3	667,7	607,5	60,2
April . . . . .	107,2	123,5	297,9	139,3	668,0	607,5	60,5
Mai . . . . .	107,4	123,5	297,9	139,3	668,2	607,5	60,7
Juni . . . . .	110,0	123,5	297,9	139,3	670,8	607,5	63,3
Juli . . . . .	109,7	123,5	297,9	139,3	670,4	607,5	62,9
August . . . . .	109,9	123,5	297,9	139,3	670,7	607,5	63,2
September . . . . .	110,2	123,5	297,9	139,3	671,0	607,5	63,5
Oktober . . . . .	115,6	123,5	297,9	134,3	671,3	607,5	63,8
November . . . . .	115,9	123,5	297,9	134,3	671,7	607,5	64,2
Dezember . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,7	607,5	67,2
1972 Januar . . . . .	119,1	123,5	297,9	133,7	674,3	607,5	66,8
Februar . . . . .	119,4	123,5	297,9	133,7	674,5	607,5	67,0
März . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,6	607,5	67,1

Der Einnahmenüberschuß war im Kalenderjahr 1971 mit 8,3 Mio. RE nur um 0,3 Mio. RE geringer als das Rekordergebnis von 1970. Im einzelnen konnten dabei die wegen des größeren Kreditvolumens erzielten Zinsmehrerträge aus den ausstehenden Krediten und Forderungen nicht ganz den Rückgang der Einnahmen aus den liquiden Dollaranlagen des Fonds ausgleichen. Der seit Geschäftsbeginn insgesamt erzielte Einnahmenüberschuß stieg auf 78,8 Mio. RE. Der Zins auf die Beiträge der Mitgliedsländer wurde wiederum so bemessen, daß er zusammen mit den Ausschüttungen aller früheren Perioden 90 Prozent des Anteils am Einnahmenüberschuß des

Fonds ausmachte, der dem betreffenden Land zugekommen wäre, wenn der Fonds am Ende der für die Zinszahlung maßgeblichen Periode liquidiert worden wäre. Für 1971 wurden 1,2 Mio. RE ausgezahlt, wodurch sich der Gesamtbetrag aller bisher in Gold an Mitgliedsländer gezahlten Zinsen auf 12,3 Mio. RE erhöhte. Dies entspricht, bezogen auf die eingezahlte Beitragssumme von zur Zeit 38 Mio. RE, einer durchschnittlichen Verzinsung von 2,6 Prozent pro Jahr. Ende Januar 1972, nach der Zahlung der Beitragszinsen für das zweite Halbjahr 1971, stellte sich der nichtverteilte Einnahmenüberschuß auf 66,8 Mio. RE. Hiervon waren 58,6 Mio. dem auf den Fonds übertragenen aktiven EZU-Kapital von 148 Mio. zuzurechnen. Der Rest bestand fast ausschließlich aus den noch nicht verteilten 10 Prozent des Einnahmenüberschusses.

### **Die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens**

Das EWA-Direktorium überwacht die Durchführung des Abkommens und steht dem Rat der OECD in allen diesbezüglichen Fragen zur Seite. Ferner verfolgt es die wirtschaftliche und finanzielle Lage in den Mitgliedsländern anhand von Berichten des Sekretariats, der verschiedenen OECD-Ausschüsse und gelegentlich auch eigens bestellter Missionen. Es tritt nach Bedarf zusammen, in der letzten Zeit etwa sechsmal jährlich. Im Dezember 1971 ernannte der Rat Herrn Hay, Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, auf ein weiteres Jahr zum Vorsitzenden des EWA-Direktoriums.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich als Agent berichtet monatlich über die im Rahmen des Abkommens durchgeführten Geschäfte und über die Anlagen des Europäischen Fonds. Ferner stellt sie zuhanden des Direktoriums monatliche Statistiken über die internationalen Gold- und Devisenmärkte und die Währungspositionen der OECD-Länder zusammen, um es dem Direktorium zu erleichtern, die internationale Finanzentwicklung zu verfolgen; diese Statistiken werden von dem Vertreter der Bank in den Sitzungen des Direktoriums regelmäßig kommentiert.

Seit 1963 ist die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich auch beauftragt, vertrauliche Mitteilungen über den Abschluß und die Inanspruchnahme von koordinierten bilateralen Vereinbarungen zur Stützung der Währung eines Mitgliedslandes an die beteiligten Zentralbanken weiterzuleiten.

## VII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

### 1. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Nach wie vor war die Bank ein erstrangiger Mittelpunkt, um die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu erleichtern. Sie arbeitete mit ihnen in der Durchführung der vereinbarten Politik eng zusammen, wirkte in verschiedenen Fachausschüssen mit und beteiligte sich erforderlichenfalls an Maßnahmen zur Verminderung von Anspannungen auf einzelnen Märkten. Im geschäftlichen Bereich sind die Beziehungen zu den Zentralbanken weiter ausgebaut worden.

Neben den regelmäßigen Zusammenkünften der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer einschließlich der Schweiz und den Verwaltungsratssitzungen hat die Bank weiterhin periodische Sitzungen von Sachverständigen der Zentralbanken durchgeführt. Themen dieser Treffen waren unter anderem die Entwicklung der Gold- und Devisenmärkte sowie des Eurogeldmarktes und andere die Zentralbanken interessierende Wirtschafts- und Währungsprobleme, über die wechselseitig Informationen ausgetauscht wurden. Die Bank stellt auch das Sekretariat für den Ausschuß der Zentralbankpräsidenten der EWG-Staaten sowie für seine Arbeitsgruppen und Unterausschüsse, die regelmäßig Sitzungen — meist in Basel — abhalten. Neuerdings nehmen die Zentralbanken Dänemarks, Großbritanniens, Irlands und Norwegens ebenfalls an diesen EWG-Zusammenkünften teil. Andere Gruppen von Zentralbankexperten sind in der Bank zu Besprechungen über verschiedene die Zentralbanken interessierende Fragen technischer und juristischer Natur zusammengetreten.

Seit August 1964 erfüllt die Bank den von den Ministern der Zehnergruppe erteilten Auftrag, die Finanzierung von Zahlungsbilanzüberschüssen und -defiziten der Zehnergruppenländer statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer der Gruppe sowie den Zahlungsbilanzausschuß (Arbeitsgruppe 3) der OECD entsprechend zu informieren. Ebenso ist sie zentrale Erfassungs- und Verteilungsstelle für die Eurogeldmarktstatistik. Auch an anderen Arbeiten der Zehnergruppe und der OECD blieb die Bank beteiligt.

### 2. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1972 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken erstellt\*.

---

\* „Franken“ (abgekürzt: Fr.) ohne nähere Angaben bedeutet in diesem Kapitel stets *Goldfranken* (zu 0,29032258... Gramm Feingold - Artikel 4 der Statuten). Die Umrechnung der bilanzierten Währungsposten in Goldfranken erfolgte, anders als in den Vorjahren, je nach Währung entweder zur Goldparität oder über den Leitkurs gegenüber dem US-Dollar und die Dollarparität von 38,- US-Dollar je Unze Feingold.

Die Bilanzdarstellung ist in einem wichtigen Punkt geändert worden: die Passivposten sind nunmehr in zwei parallelen Spalten mit ihrem Stand vor und nach der Reingewinnverwendung angegeben, die der Verwaltungsrat der ordentlichen Generalversammlung vom 12. Juni 1972 zu beschließen empfiehlt. Es werden also Posten aus den Anlagen, die sich am Ende dieses Berichts befinden, in die Bilanz einbezogen. Dadurch soll das Bilanzverständnis erleichtert werden.

\* \* \*

Die Bilanzsumme vom 31. März 1972 war die höchste, die jemals am Ende eines Geschäftsjahres verzeichnet wurde, nämlich Fr. 29 362 151 157. Die Erhöhung gegenüber dem Vorjahresergebnis von Fr. 23 856 469 498 betrug Fr. 5 505 681 659 oder 23 Prozent und war somit sehr bedeutend.

Ein erheblicher Teil dieser Erhöhung geht allerdings auf eine kurzfristige Einlage zurück, deren Dauer sich über das Ende des Geschäftsjahres erstreckte. Umgekehrt hatten die während des Geschäftsjahres, insbesondere nach den Washingtoner Vereinbarungen vom Dezember 1971 vorgenommenen Wechselkursänderungen sowohl auf der Passiv- wie auf der Aktivseite eine parallele Netto-Verringerung von rund 1 150 Mio. Franken zur Folge.

Die Summe in den Monatsausweisen hat sich im Verlaufe des Geschäftsjahres zunächst ziemlich gleichmäßig auf den Rekordbetrag von 30 655 Mio. Franken Ende November 1971 erhöht; von Ende Dezember 1971 an hielt sie sich in der Nähe des am Ende des Geschäftsjahres verzeichneten Standes.

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

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung zum Vorjahr	
	Millionen Franken		Prozent
1963	4 950	+ 218	+ 5
1964	5 778	+ 828	+ 17
1965	7 850	+ 2 072	+ 36
1966	7 882	+ 32	—
1967	8 232	+ 350	+ 4
1968	12 041	+ 3 809	+ 46
1969	14 643	+ 2 602	+ 22
1970	20 699	+ 6 056	+ 41
1971	23 856	+ 3 157	+ 15
1972	29 362	+ 5 506	+ 23

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Rechnung von Zentralbanken und anderen Deponenten verwahrten Goldbestände, Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- die Werte (Gold, Bankguthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere), welche die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung im Zusammenhang mit dem Europäischen Währungsabkommen,

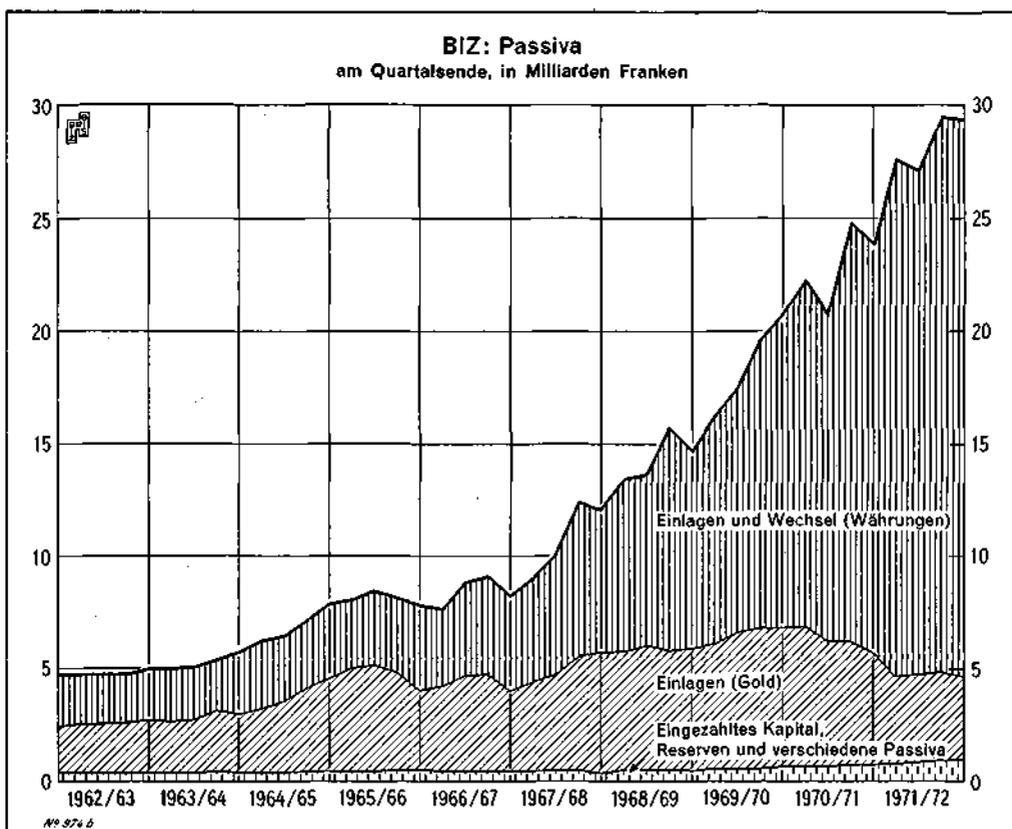
als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrages mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen verwaltet oder verwahrt.

Wie in der Bilanz vom 31. März 1971 sind die betreffenden Beträge am Fuß der Aktivseite unter dem Titel „Pro-memoria-Konten b“ ausgewiesen. Sie sind in der nachstehenden Tabelle zusammengestellt.

**BIZ: Pro-memoria-Konten b**

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1971	1972	
Millionen Franken			
Gold . . . . .	958	989	+ 11
Bankguthaben . . . . .	15	19	+ 4
Wechsel und sonstige Wertpapiere . .	499	400	- 99
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>1 472</b>	<b>1 388</b>	<b>- 84</b>

**PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)**



## A. Stammkapital, Reserven, Rückstellungen und verschiedene Passiva

### a) Eingezahltes Kapital

Fr. 300 703 125,

verglichen mit 290,5 Mio. Franken am 31. März 1971. Das ist eine Erhöhung um 10,2 Mio. Franken.

In Übereinstimmung mit Artikel 6 der Statuten hat die Bank Ende Juni 1971 erneut Aktien der dritten Tranche ihres Kapitals ausgegeben, die nur von Zentralbanken gezeichnet werden kann. Durch diese Ausgabe wurde die Südafrikanische Reservebank Mitglied der BIZ. Darüber hinaus haben die Gründerzentralbanken von ihrem nach Artikel 8 Ziffer 2 der Statuten gegebenen Recht, einen bestimmten Prozentsatz aller neu hinzukommenden Aktien zu zeichnen, Gebrauch gemacht und der Bank einen Teil der so erworbenen Aktien gemäß Artikel 9 zur Vernichtung zur Verfügung gestellt. Der Verwaltungsrat erhielt dadurch die Möglichkeit, eine gleiche Anzahl neuer Aktien an andere Mitgliedszentralbanken auszugeben.

Im Rahmen dieser neuen Aktienaussgabe wurden insgesamt 16 400 Aktien gezeichnet. Der Verwaltungsrat setzte den Kaufpreis auf 1 125 Franken je Aktie fest. Da die Aktien der Bank zu 25 Prozent, also mit 625 Franken je Aktie eingezahlt werden, war im Kaufpreis ein Aufgeld von 500 Franken je Aktie = 80 Prozent des Betrages der Aktiencinzahlung enthalten. Insgesamt kassierte die Bank bei dieser Ausgabe von Aktien der dritten Tranche ein Aufgeld von 8,2 Mio. Franken. Von dieser Summe sind 1 025 000 Franken dem Gesetzlichen Reservefonds und 7 175 000 Franken dem Allgemeinen Reservefonds zugewiesen worden.

Infolge der obengenannten Operationen ist die Anzahl der ausgegebenen und zu 25 Prozent eingezahlten Aktien von 464 725 auf 481 125, das begebene Kapital der Bank von 1 161,8 auf 1 202,8 Mio. Franken und das nicht-eingezahlte Kapital von 871,4 auf 902,1 Mio. Franken gestiegen.

### b) Reserven

#### 1) Gesetzlicher Reservefonds

Fr. 30 070 313,

verglichen mit 29 Mio. Franken am 31. März 1971. Die Erhöhung um 1,1 Mio. Franken beruht darauf, daß diesem Fonds, wie bereits erwähnt, ein Teil des Aufgeldes aus der Aktienaussgabe zugeführt wurde, um das für ihn vorgeschriebene Verhältnis von 10 Prozent des eingezahlten Kapitals zu wahren.

2) *Allgemeiner Reservefonds*

– vor Verwendung des Reingewinns von 1971/72 Fr. 144 133 210,

verglichen mit 100 Mio. Franken am 31. März 1971;  
die Erhöhung um 44,1 Mio. Franken hat zwei Gründe:  
die bereits erwähnte Zuweisung von 7,1 Mio. Fran-  
ken aus dem Aktienaufgeld sowie eine Zuweisung  
von 37 Mio. Franken aus dem Reingewinn von  
1970/71;

– nach der vorgeschlagenen Zuführung von 61 Mio.  
Franken aus dem Reingewinn von 1971/72 Fr. 205 133 210.

3) *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

– vor Verwendung des Reingewinns von 1971/72 Fr. 36 807 964,

verglichen mit 22 Mio. Franken am 31. März 1971,  
zu denen dann 14,8 Mio. Franken aus dem Reinge-  
winn von 1970/71 kamen;

– nach der vorgeschlagenen Zuführung von 24,4 Mio.  
Franken aus dem Reingewinn von 1971/72 Fr. 61 207 964.

4) *Freier Reservefonds*

– vor Verwendung des Reingewinns von 1971/72 Fr. 120 200 000,

verglichen mit 98 Mio. Franken am 31. März 1971,  
zu denen dann 22,2 Mio. Franken aus dem Reinge-  
winn von 1970/71 kamen;

– nach der vorgeschlagenen Zuführung von 36,6 Mio.  
Franken aus dem Reingewinn von 1971/72 Fr. 156 800 000.

Die gesamten Reserven der Bank betragen somit:

– vor Verwendung des Reingewinns von 1971/72 Fr. 331 211 487,

verglichen mit 249 Mio. Franken am 31. März 1971;  
das ist eine Erhöhung um 82,2 Mio. Franken;

– nach Verwendung des Reingewinns von 1971/72 Fr. 453 211 487;  
das wäre eine weitere Erhöhung um 122 Mio. Franken.

c) Die Position „Verschiedenes“ beträgt Fr. 98 419 824,

verglichen mit 50,7 Mio. Franken. Das ist eine Erhö-  
hung um 47,7 Mio. Franken.

d) Rückstellung für Bauvorhaben

Fr. 82 065 109,

verglichen mit 80,7 Mio. Franken. Die leichte Erhöhung resultiert aus einer Wechselkursdifferenz. Eine Dotierung dieser Rückstellung hat der Verwaltungsrat in diesem Jahr für nicht erforderlich gehalten.

e) Gewinn- und Verlustrechnung

Fr. 148 832 656.

Diese Zahl ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1971/72. Er übersteigt den Reingewinn des Vorjahres, der 99,4 Mio. Franken betrug, um 49,4 Mio. Franken. Die vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns von 1971/72 wird im nachstehenden Abschnitt 6 ausführlich behandelt. Einzelne Punkte sind bereits im Zusammenhang mit den Reserven erwähnt worden. Zur Zahlung der Dividende am 1. Juli 1972 sollen gemäß den Empfehlungen 26 832 656 Franken verwendet werden.

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten zehn Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital und Reserven	Fremde Mittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
1963	150	4 561	239	4 950
1964	150	5 370	258	5 778
1965	151	7 417	282	7 850
1966	151	7 449	282	7 882
1967	151	7 764	317	8 232
1968	170	11 548	323	12 041
1969	200	14 133	310	14 643
1970	463	20 080	176	20 699
1971	539	23 086	231	23 856
1972*	754	28 401	207	29 362

\* Nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr.

B. Fremde Mittel

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

BIZ: Herkunft der Fremdmittel

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1971	1972	
Millionen Franken			
Einlagen von Zentralbanken . . . . .	22 104	27 125	+ 5 021
Einlagen von anderen Einlegern . . . . .	515	792	+ 277
Wechsel . . . . .	467	484	+ 17
Zusammen . . . . .	23 086	28 401	+ 5 315

Die Fremdmittel aller Kategorien haben zugenommen. Die Einlagen von Zentralbanken wuchsen wie schon im Vorjahr um 23 Prozent. Dieses kräftige Wachstum, das den größten Teil des Anstiegs der Bilanzsumme ausmacht, beruht vor allem auf einer Einlage von kurzer Dauer, die über das Ende des Geschäftsjahres hinausging. Die Einlagen der anderen Einleger haben sich prozentual sehr stark erhöht (+ 54 Prozent). Die geringfügige Erhöhung der Wechselverpflichtungen ist eine Folge der Aufwertung des Schweizer Frankens im Geschäftsjahr, da alle Wechsel auf diese Währung lauten.

Die Quote jeder der drei Kategorien an den gesamten Fremdmitteln war am Ende des Geschäftsjahres ungefähr dieselbe wie an dessen Beginn; der allergrößte Teil der Fremdmittel bestand nach wie vor aus Einlagen von Zentralbanken.

BIZ: Laufzeit und Art der Fremdmittel

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Wechsel		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1971	1972		1971	1972		1971	1972	
Millionen Franken									
Auf Sicht . . . . .	2 846	3 219	+ 373	96	69	- 27	-	-	-
Bis zu 3 Monaten . . . . .	1 691	112	- 1 579	16 748	21 767	+ 5 019	-	-	-
Mehr als 3 Monate . . . . .	402	369	- 33	836	2 391	+ 1 545	467	484	+ 17
Zusammen . . . . .	4 939	3 700	- 1 239	17 680	24 217	+ 6 537	467	484	+ 17

a) Goldeinlagen

Fr. 3 700 032 951,

verglichen mit 4 939 Mio. Franken am 31. März 1971. Die Verringerung beträgt somit 1 239 Mio. Franken oder 25 Prozent. Sie erfolgte bei den befristeten Einlagen — vor allem bei den bis zu 3 Monaten gebundenen, die bis zum Ende des Geschäftsjahres auf einen sehr geringen Betrag zusammengeschnitten waren. Dies hatte zwei Gründe:

- größere Beträge wurden von einer Zentralbank abgerufen und zur Abwicklung von Operationen verwendet, die sie mit der Bank abgeschlossen hatte;
- befristete Einlagen wurden in Sichteinlagen umgewandelt, da die Bank immer weniger Möglichkeiten hatte, Gold ertragbringend zu verwenden; diese Umwandlungen erklären auch den Anstieg der Sichteinlagen, bei denen jedoch ebenfalls einige Abzüge zu verzeichnen waren.

b) Währungseinlagen

Fr. 24 217 208 314,

verglichen mit 17 680 Mio. Franken am 31. März 1971. Das ist eine Zunahme um 6 537 Mio. Franken oder 37 Prozent. Sie beruhte weitgehend auf der bereits erwähnten, über das Ende des Geschäftsjahres hinausgehenden Einlage, die das Volumen der auf höchstens drei Monate befristeten Mittel vergrößert hat. Die übrigen neuen Einlagen waren vorwiegend auf mehr als drei Monate gebunden; das Einlagenvolumen in dieser Kategorie hat sich dadurch verdreifacht.

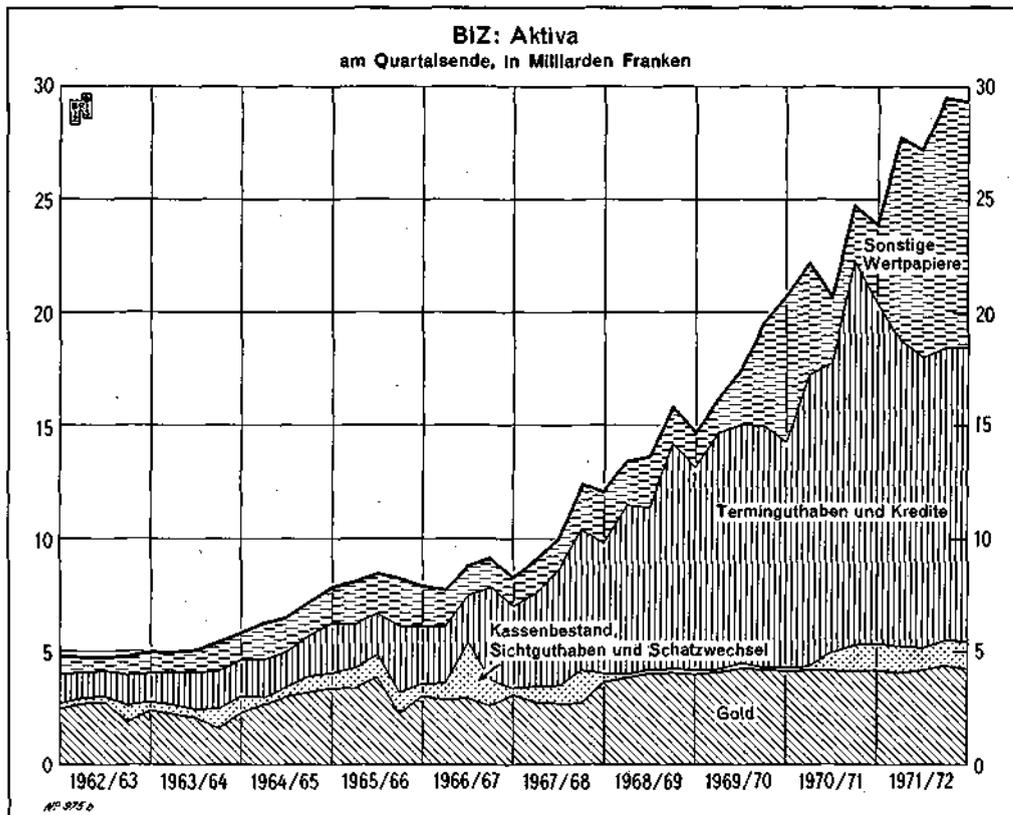
c) Wechsel

Fr. 483 677 691,

verglichen mit 467 Mio. Franken am 31. März 1971. Der Grund für die Erhöhung um 17 Mio. Franken ist bereits erwähnt worden.

Am Beginn des Geschäftsjahres bestanden die gesamten Fremdmittel zu 21 Prozent aus Goldeinlagen, zu 77 Prozent aus Währungseinlagen und zu 2 Prozent aus Wechseln. Am 31. März 1972 betragen die entsprechenden Sätze 13 bzw. 85 und 2 Prozent. Damit hat sich der Anteil der auf Gold lautenden Mittel weiter zugunsten der Währungsmittel verringert.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)



In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktivpositionen zusammengestellt.

**BIZ: Struktur der wichtigsten Aktiva**

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1971	1972	
	Millionen Franken		
<b>Kassenmittel</b>			
Gold . . . . .	4 202	4 253	+ 51
Kassenbestand und Sichtguthaben . . . . .	53    4 255	75    4 328	+ 22    + 73
<b>Schatzwechsel</b>			
auf Währungen lautend . . . . .	1 059	1 117	+ 59
<b>Terminguthaben und Kredite</b>			
auf Gold lautend . . . . .	90	252	+ 162
auf Währungen lautend . . . . .	14 989    15 059	12 780    13 032	- 2 189    - 2 027
<b>Sonstige Wertpapiere</b>			
auf Gold lautend . . . . .	424	279	- 145
auf Währungen lautend . . . . .	3 059    3 483	10 605    10 884	+ 7 546    + 7 401
<b>Zusammen</b>			
Gold . . . . .	4 716	4 784	+ 68
Währungen . . . . .	19 139    23 855	24 577    29 361	+ 5 438    + 5 506

a) Gold Fr. 4 252 402 814.

Der Goldbestand, bei dem es sich ausschließlich um Gold in Barren handelt, ist mäßig — um 51 Mio. Franken — gewachsen. Die Zunahme ist etwas größer als die Vermehrung der Eigenmittel der Bank an Gold, die von 654 auf 691 Mio., also um 37 Mio. Franken zugenommen haben, wovon die Hälfte wiederum auf der neuen Aktienaussgabe beruhte.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken Fr. 75 445 317.

Der Zuwachs beträgt 22 Mio. Franken.

c) Schatzwechsel Fr. 1 117 052 805.

Dies war der höchste Stand während des Geschäftsjahres; er übertraf den Stand vom 31. März 1971 um 59 Mio. Franken.

Die gesamten Sichtenanlagen und jederzeit mobilisierbaren Anlagen der Bank, welche die drei vorstehenden Positionen umfassen, hatten am Beginn des Geschäftsjahres 5 313 Mio. Franken oder 22,3 Prozent der Bilanzsumme betragen. Die entsprechenden Zahlen vom 31. März 1972 waren 5 445 Mio. Franken und 18,5 Prozent. Im selben Zeitraum sind auf der Passivseite die Sichteinlagen von 2 942 Mio. auf 3 288 Mio. Franken gestiegen, wobei sich aber ihr Anteil an den gesamten Mitteln von 12,3 auf 11,2 Prozent verringerte. Insgesamt ist das Verhältnis zwischen den Aktiva und den Passiva dieser Kategorie also etwas kleiner geworden.

d) Terminguthaben und Kredite

Fr. 13 031 993 155,

verglichen mit 15 059 Mio. Franken am 31. März 1971. Das ist eine Verringerung um 2 027 Mio. Franken. Die auf Gold lautenden Anlagen dieser Kategorie sind von 90 Mio. auf 252 Mio. und damit um 162 Mio. Franken gestiegen, die auf Währungen lautenden hingegen ziemlich stark von 14 969 Mio. auf 12 780 Mio. und damit um 2 189 Mio. Franken oder 15 Prozent gesunken. Diese Verminderung beruht darauf, daß größere Dollaranlagen vom Eurómarkt abgezogen und nur zu einem kleinen Teil durch Anlagen in anderen Währungen ersetzt worden sind.

e) Sonstige Wertpapiere

Fr. 10 884 313 375,

verglichen mit 3 483 Mio. Franken am 31. März 1971. Das ist ein Anstieg um nicht weniger als 7 401 Mio. Franken. Die auf Gold lautenden Anlagen dieser Kategorie haben von 424 Mio. auf 279 Mio. und somit um 145 Mio. Franken abgenommen, die auf Währungen lautenden hingegen von 3 059 Mio. um 7 546 Mio. auf 10 605 Mio. Franken zugenommen und sich damit reichlich verdreifacht. Für diese Zunahme waren im wesentlichen die folgenden Operationen bestimmend, die ein stärkeres Anwachsen der Anlagen der Bank auf dem US-Markt zur Folge hatten:

- erstens eine große Anlage, die auf der Aktivseite den Gegenposten zu der bereits erwähnten kurzfristigen Einlage bildete und die Erhöhung der Anlagen bis zu drei Monaten herbeiführte (vgl. die nachstehende Tabelle);
- zweitens umfangreiche Anlagen, hauptsächlich in Depositenzertifikaten, unter Verwendung der aus dem Euromarkt abgezogenen Mittel (vgl. die vorstehende Position d) sowie von Dollarbeträgen, die der Bank von Zentralbanken zur Anlage auf dem amerikanischen Markt zur Verfügung gestellt worden sind.

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

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1971	1972	
	Millionen Franken		
Bis zu 3 Monaten . . . . .	14 107	18 141	+ 4 034
Mehr als 3 Monate . . . . .	4 435	5 775	+ 1 340
Zusammen . . . . .	18 542	23 916	+ 5 374

### Goldtermingeschäfte

Diese Position steht in der Bilanz unter „Pro-memoria-Konten a“. Die dort zusammengefaßten Operationen ergeben einen *negativen* Saldo (zu lieferndes Gold) von

Fr. 393 075 329,

verglichen mit einem *positiven* Saldo von 877 Mio. Franken zu Beginn des Geschäftsjahres. Die Veränderung von 1270 Mio. Franken beruht auf zwei Vorgängen: Swaps, durch die Gold gegen Währungen per Kasse verkauft und per Termin zurückgekauft worden war, sind ausgelaufen und liquidiert worden; und Swaps, durch die Gold gegen Währungen per Kasse gekauft und per Termin zurückverkauft wurde, sind neu abgeschlossen worden.

\* \* \*

Das Geschäftsjahr 1971/72 war durch eine sehr lebhafteste Geschäftstätigkeit gekennzeichnet; davon zeugen die kräftige Ausweitung der Bilanzsumme und vor allem die sehr ausgeprägte Vergrößerung des Geschäftsvolumens, das einen Rekordumfang von 433 Mrd. Franken erreichte, verglichen mit 250 Mrd. Franken 1970/71 und 213 Mrd. Franken 1969/70.

### 3. Die Bank als Treuhänder für internationale Staatsanleihen

In Übereinstimmung mit den bestehenden Vereinbarungen war die Bank im Berichtsjahr weiterhin als Treuhänder für die neuen Schuldverschreibungen der Deutschen Äußerer Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) sowie der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig, welche die Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegeben hat. Bei der Dawes-Anleihe sind nur noch Fundierungsschuldverschreibungen in Umlauf, und diese werden am 15. Oktober 1972 fällig. Bei der Young-Anleihe werden die Fundierungsschuldverschreibungen am 1. Dezember 1972 fällig, während der letzte Tilgungstermin für die Konversionsschuldverschreibungen der 1. Juni 1980 ist.

Das Finanzjahr 1971/72 ist für die Dawes-Anleihe am 15. April 1972 und für die Young-Anleihe am 1. Juni 1972 zu Ende gegangen. Die Zinsen für das Finanzjahr 1971/72 beliefen sich auf den Gegenwert von rund 900 000 Franken bei der Dawes-Anleihe und von rund 32,4 Mio. Franken bei der Young-Anleihe; sie wurden ordnungsgemäß an die Bank gezahlt und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt. Die Tilgung für das Finanzjahr 1971/72 wurde bei der Dawes-Anleihe ausschließlich durch Käufe von Schuldverschreibungen am Markt, bei der Young-Anleihe daneben auch durch Auslosungen vorgenommen.

Die Frage, ob die im Londoner Abkommen enthaltene Währungsgarantie für die Young-Anleihe im Falle der Aufwertungen der Deutschen Mark Anwendung findet, ist immer noch nicht entschieden. Der Streitfall wurde im Mai 1971 dem im Abkommen vorgesehenen Schiedsgerichtshof unterbreitet; das Schiedsverfahren läuft. Die durch die vorübergehende Freigabe des Wechselkurses der Deutschen Mark

aufgeworfene Frage wurde den Regierungen der Länder unterbreitet, in denen Schuldverschreibungen ausgegeben worden sind.

Über den Stand der Dawes- und der Young-Anleihe unterrichten die beiden nachstehenden Tabellen.

**Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe)**  
Fundierungsschuldverschreibungen \*

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1970/71	1971/72	
Amerikanische . . .	\$	8 211 000	3 191 000	281 000	4 739 000
Belgische . . . . .	£	157 800	64 800	5 600	87 400
Britische . . . . .	£	2 232 700	909 700	79 600	1 243 400
Französische . . . .	£	499 100	204 800	19 400	274 900
Niederländische . .	£	291 700	110 000	10 800	170 900
Schweizerische . . .	£	115 000	46 200	4 200	64 600
Schweizerische . . .	sfr	418 000	150 000	14 000	254 000

\* Die letzten noch ausstehenden Konversionsschuldverschreibungen wurden bei Fälligkeit am 15. Oktober 1969 eingelöst.

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

Ausgabe	Währung	Nennwert*			
		Ausgegebene Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslösung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1970/71	1971/72	
<b>Konversionsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	55 524 000	9 895 000	1 133 000	44 496 000
Belgische . . . . .	bfr	202 852 000	35 538 000	3 820 000	163 494 000
Britische . . . . .	£	20 664 500	3 592 800	404 000	16 667 700
Deutsche . . . . .	DM	14 505 000	2 499 000	258 000	11 748 000
Französische . . . .	ffr	501 716 000	87 768 000	9 761 000	404 187 000
Niederländische . .	hfl	52 577 000	9 007 000	981 000	42 589 000
Schwedische . . . .	skr	92 780 000	16 183 000	1 786 000	74 811 000
Schweizerische . . .	sfr	58 387 000	10 164 000	1 059 000	47 164 000
<b>Fundierungsschuldverschreibungen</b>					
Amerikanische . . .	\$	9 015 000	1 512 000	146 000	7 357 000
Belgische . . . . .	bfr	45 683 000	7 765 000	749 000	37 169 000
Britische . . . . .	£	4 930 600	828 500	79 800	4 022 300
Deutsche . . . . .	DM	416 000	68 000	6 000	342 000
Französische . . . .	ffr	110 503 000	18 450 000	1 787 000	90 266 000
Niederländische . .	hfl	8 500 000	1 428 000	137 000	6 935 000
Schwedische . . . .	skr	6 014 000	1 014 000	98 000	4 902 000
Schweizerische . . .	sfr	1 405 000	235 000	22 000	1 148 000

\* Nennwert am 1. Mai 1972, berechnet gemäß den Bestimmungen des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953, jedoch ohne Berücksichtigung der Aufwertungen der Deutschen Mark und analoger Währungsmaßnahmen.

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

Über diese Anleihe unterrichtet die folgende Tabelle.

Internationale Anleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuldverschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959 bis 1970	1971	
Amerikanische . .	\$	1 667 000	903 000	99 000	665 000
Britisch-niederländische .	£	856 600	454 800	43 300	358 500
Schweizerische . .	sfr	7 102 000	3 217 000	363 000	3 522 000

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

Gesicherte Anleihen der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Serie der gesicherten Zahlungsverprechen	Jahr der Ausgabe	Land der Ausgabe	Anleihegläubiger bzw. Form der Anleihe	Anleihebetrag		Zinssatz %	Späteste Fälligkeit
				Ursprünglich	Am 1. April 1972 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten	Regierung der Vereinigten Staaten	\$ 100 000 000	46 300 000	3%	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	110 600 000	3½%	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf und Münster <sup>1</sup>	DM 50 000 000	22 407 200	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	11 060 000	3½%	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	lfr 5 000 000	—	3½%	1961
				DM 2 977 450 <sup>2</sup>	1 143 341	4%	1977
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	12 500 000	4%	1974
7	1957	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	6 000 000	5%	1975
8			Kapitalmarktemission	\$ 7 000 000	—	5	1962
9			Verschiedene Banken	\$ 3 000 000	—	5	1962
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	65 643 032	5%	1982
11	1958	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	16 600 000	5	1978
12			Kapitalmarktemission	\$ 15 000 000	—	4½%	1963
13			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	15 100 000	5%	1980
14	1960	Vereinigte Staaten	Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1963
			Kapitalmarktemission	\$ 3 300 000	—	4%	1964
			Kapitalmarktemission	\$ 3 400 000	—	5	1965
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	77 667 019	5%	1986
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	33 250 000	4½%	1981

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

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

Im Geschäftsjahr 1971/72 hat die Bank für die Bedienung der gesicherten Anleihen Zahlungen im Gegenwert von rund 17 Mio. Franken für Zinsen und von rund 39 Mio. Franken als Tilgungsbeträge entgegengenommen und an die Zahlungsagenten verteilt. Am Ende des Geschäftsjahres stand insgesamt noch ein Betrag im Gegenwert von rund 312 Mio. Franken aus.

#### **5. Die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen)**

Über die Tätigkeit der Bank als Agent für die Durchführung der EWA-Geschäfte im Rahmen der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung unterrichtet Kapitel VI des vorliegenden Berichts. Der Bank wurden im Zusammenhang mit dieser Tätigkeit wie im vorangegangenen Jahr als Verwaltungs-kostenbeitrag 500 000 Schweizer Franken gezahlt und die Auslagen ersetzt; diese Beträge wurden den „Verwaltungskosten“ in der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank gutgeschrieben.

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

Das am 31. März 1972 abgelaufene zweiundvierzigste Geschäftsjahr endete mit einem Geschäftsertrag von 156 364 072 Franken (im Vorjahr: 133 049 026 Franken). Die sehr starke Zunahme beruht auch diesmal wieder hauptsächlich auf dem beträchtlichen Anstieg der auf Währungen lautenden Mittel der Bank und auf der erheblichen Ausweitung des Geschäftsvolumens.

Angesichts des hohen Geschäftsertrages hat der Verwaltungsrat beschlossen, 7 531 416 Franken der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen; hingegen ist die Rückstellung für Bauvorhaben in diesem Jahr nicht erhöht worden. Infolge dieser Beschlüsse ergibt sich ein Reingewinn von 148 832 656 Franken (im Vorjahr: 99 448 906 Franken). Die Verwendung dieses Betrages wird durch Artikel 51 der Statuten geregelt.

Gestützt auf diesen Artikel empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von 148 832 656 Franken wie folgt zu verwenden:

- 1) 17 888 437 Franken zur Zahlung der Vorrangdividende von 6 Prozent p. a., was für 464 725 Aktien eine Dividende von 37,50 Franken je Aktie und für jede der 16 400 Ende Juni 1971 ausgegebenen Aktien eine Dividende von 28,125 Franken ergibt;
- 2) vom verbleibenden Reingewinn einen — innerhalb des statutarischen Rahmens von 20 Prozent bleibenden — Betrag von 8 944 219 Franken zur Zahlung der höchstzulässigen Zusatzdividende von 3 Prozent p. a., was für 464 725

Aktien eine Dividende von 18,75 Franken je Aktie und für jede der 16 400 Ende Juni 1971 ausgegebenen Aktien eine Dividende von 14,0625 Franken ergibt;

- 3) 61 000 000 Franken zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- 4) das statutarisch zulässige Maximum von 24 400 000 Franken zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds auf einen Betrag von 61 207 964 Franken, aus dem drei Jahre lang die Vorrangdividende gezahlt werden könnte;
- 5) den Rest des verfügbaren Reingewinns, also 36 600 000 Franken, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Wenn diese Vorschläge angenommen werden, wird die Gesamtdividende 56,25 Franken für jede der 464 725 Aktien, die für das ganze Geschäftsjahr dividendenberechtigt sind, und 42,1875 Franken für jede der Ende Juni 1971 ausgegebenen Aktien betragen. Diese Dividende wird am 1. Juli 1972 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1972 im Aktienregister der Bank eingetragen sind. Sie stellt sich für das gesamte Geschäftsjahr auf 76,60 Schweizer Franken je Aktie (im Vorjahr: 75,05 Schweizer Franken je Aktie) und für neun Monate auf 57,45 Schweizer Franken je Aktie. Die Umrechnung der Dividende in Schweizer Franken erfolgte in diesem Jahr nicht wie bisher über die amtliche Parität des Schweizer Frankens, sondern über die neue Goldparität des US-Dollars und den im Dezember 1971 bekanntgegebenen Mittelkurs des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung und eine Übersicht über die Veränderungen des eingezahlten Kapitals, der Reservefonds und der Rückstellungen während des Geschäftsjahres stehen am Schluß dieses Berichts. Die Bücher der Bank wurden von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1972 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr sind. Der Bericht der Firma Price Waterhouse & Co. ist der Bilanz angefügt.

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

Herr Henri Deroy, dessen Verwaltungsratsmandat am 31. März 1972 ablief, wurde von Herrn Olivier Wormser, Gouverneur der Banque de France, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten im März 1972 für eine weitere Amtsperiode als Verwaltungsratsmitglied bestätigt.

Das Mandat von Herrn Per Åsbrink, der gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten in den Verwaltungsrat gewählt worden war, lief am 31. März 1972 ab. In der Verwaltungsratssitzung vom 13. März 1972 wurde Herr Åsbrink erneut zum Verwaltungsratsmitglied gewählt.

Herr M. J. Babington Smith, dessen Verwaltungsratsmandat bis zum 6. Mai 1972 lief, wurde gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Rt. Hon. Sir Leslie O'Brien, Gouverneur der Bank von England, in der Verwaltungsratssitzung vom 10. April 1972 erneut in den Verwaltungsrat berufen.

In derselben Sitzung bestimmte Sir Leslie O'Brien Herrn Michael J. Balfour als Nachfolger von Herrn Rupert G. Raw, der zu jenem Zeitpunkt seine Tätigkeit bei der Bank von England beendete, zu seinem Stellvertreter für den Fall der Abwesenheit von Herrn C. Jeremy Morse. Der Vorsitzende sprach Herrn Raw den Dank der Bank für seine während fast neun Jahren geleisteten wertvollen Dienste aus.

In der Sitzung vom 14. Juni 1971 berief der Verwaltungsrat Herrn Maurice Toussaint mit Wirkung vom 1. Juli 1971 in die Direktion der Bank.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Vor einem Jahr zeigte das Wirtschaftswachstum in den meisten Industrieländern eine abnehmende Tendenz, und einige dieser Länder befanden sich in der Stagnation oder sogar in einer Rezession. Die Ursache waren die restriktiven Maßnahmen, die vorher — ohne besonderen Erfolg — zur Dämpfung der Preisinflation und ziemlich explosiver Lohnsteigerungen ergriffen worden waren.

Im Verlauf der vergangenen zwölf Monate hat die Produktionstätigkeit im allgemeinen noch mehr nachgelassen. Während einige Länder ihren restriktiven Kurs zur Bekämpfung der andauernden Inflation beibehielten, trat im allgemeinen immer mehr das Ziel in den Vordergrund, die Konjunktur anzukurbeln — wenn auch mit einigen Frustrationsgefühlen wegen des ungelösten Inflationsproblems. Am schnellsten reagierte die Produktion in Kanada, wo sie sich schon früh im Jahr 1971 kräftig zu erholen begann. Auf der anderen Seite blieben in Großbritannien die letztjährigen expansiven Maßnahmen weitgehend wirkungslos. Infolgedessen wurden im britischen Haushaltsvoranschlag vom März 1972 sehr starke fiskalische Anreize vorgesehen, und zweifellos wird sich bald eine Wende abzeichnen.

In den Vereinigten Staaten begann die wirtschaftspolitische Umstellung von Restriktion auf Expansion trotz andauernder Kosteninflation Anfang 1970, doch die Rezession wich nicht. Im vergangenen Jahr wurden Fiskal- und Geldpolitik noch wesentlich expansiver gestaltet, aber weiterhin ohne rechten Erfolg, bis der Präsident dann am 15. August das neue Antiinflationsprogramm verkündete. Im November stand fest, daß die hartnäckige Rezession überwunden war, und in den anschließenden Monaten ist der expansive Konjunkturverlauf bestätigt worden.

Frankreich und Italien waren Ausnahmen, wenn auch in unterschiedlicher Weise. In Frankreich ist die Produktion in jedem der beiden letzten Jahre zwar etwas verlangsamt, jedoch immer noch um mehr als 5 Prozent gewachsen. In Italien schrumpfte der Produktionszuwachs im vergangenen Jahr erheblich zusammen — aber nicht unter dem Einfluß der Wirtschaftspolitik, sondern wegen der schwer gestörten Arbeitsbeziehungen. In Deutschland hat sich die Konjunktur in den Anfangsmonaten von 1972 von sich aus etwas belebt, und die günstigeren Aussichten führten zur Verschiebung einiger geplanter expansiver Maßnahmen. Auch in mehreren der kleineren Länder begann sich in letzter Zeit eine Konjunkturerholung abzuzeichnen.

Die Periode der Expansionsermattung und sogar der Rezessionstendenzen war von einer höchst bedrohlichen Entwicklung an der Inflationsfront begleitet. Trotz merklicher Entspannung der Arbeitsmarktlage setzten sich die Preisinflation und außergewöhnlich hohe Tariflohnsteigerungen mit nur wenigen Zeichen der Abschwächung fort. In Großbritannien und den Vereinigten Staaten hat sich die Inflation sogar beschleunigt, und dies bei einem ziemlich geringen Kapazitätsausnutzungsgrad. Auch wenn die lohninduzierte Inflation ein Problem ist, mit dem viele Länder in der Nachkriegszeit fast ständig leben mußten, war dies das erste Mal, daß hohe Raten des Lohn- und Preisauftriebs so wenig auf eine Konjunkturabschwächung zu reagieren schienen.

Im vergangenen Jahr hat sich hieran im allgemeinen wenig geändert. Im Frühjahr 1972 waren in den meisten europäischen Ländern die Löhne immer noch um rund 10 Prozent und die Verbraucherpreise um etwa 5–8 Prozent höher als ein Jahr vorher. Auch in Japan und Kanada hat sich der Lohnauftrieb nur unwesentlich abgeschwächt. In Deutschland jedoch vermochte sich die Wirtschaft, die durch die kräftige DM-Aufwertung einem verschärften Wettbewerb ausgesetzt worden ist, den Forderungen der Gewerkschaften bis zu einem gewissen Grade zu widersetzen: die Lohnerhöhungen haben sich seit den letzten Monaten von 1971 im Rahmen von 7–8 Prozent gehalten, verglichen mit doppelt so hohen Raten in der Zeit davor. Auch in Italien sind die Lohnaufbesserungen eher kleiner geworden. Nichtsdestoweniger hat das Problem der Kosteninflation durch das Zusammentreffen von sehr großen Lohnanhebungen mit gleichzeitiger Nachfrageschwäche eine neue Bedeutung erlangt.

Die britischen Behörden versuchten, die Lohn/Preis-Spirale dadurch abzu-bremsen, daß sie den Lohnanstieg im öffentlichen Sektor auf etwa 7–8 Prozent be-grenzten, und zur Verteidigung dieser Linie stellten sie sich erfolgreich einigen Streiks. In den Anfangsmonaten dieses Jahres konnte dann aber ein wichtiger Streik im Kohlen-bergbau nur durch Gewährung eines Lohnzuschlags von rund 16 Prozent beendet werden, wodurch natürlich die Aussichten, die Inflation unter Kontrolle zu bekommen, nicht günstiger geworden sind.

Am entschlossensten haben sich, in klarer Erkenntnis des eigentlichen Problems, die Vereinigten Staaten der Lohn/Preis-Inflation entgegengestellt und dabei ohne Zögern ihre vorherige wirtschaftspolitische Haltung aufgegeben. Es konnte kaum bezweifelt werden, daß in der ersten Jahreshälfte die Bemühungen der Regierung, eine Nachfrageexpansion ingang zu bringen, durch die Lohn/Preis-Spirale zunichte ge-macht wurden. Deshalb stoppte der Präsident am 15. August die Preise und Löhne und errichtete ein Kontrollsystem für die Zeit nach dem Stopp. Die Inflation ist seither deutlich schwächer geworden; jedoch haben sich die Behörden mit starker Gewerk-schaftsopposition auseinanderzusetzen, so daß das Ausmaß des künftigen Erfolgs nicht sicher ist. Die Alternativmöglichkeiten sind nicht erfreulich — wie es scharfsichtig formuliert worden ist: „Wenn eine Nation zuläßt, daß ihre Volkswirtschaft in der In-flation versinkt, dann stehen den Männern, die die Entscheidungen zu treffen haben, keine guten Auswahlmöglichkeiten mehr offen. Das ist das schlimme Vermächtnis und auch die Hauptgefahr der Inflation.“

Obgleich dem Problem der Inflationskontrolle vielleicht die tiefere soziale und politische Bedeutung zukommt, spielte sich das Drama des vergangenen Jahres doch auf der Bühne des internationalen Währungsgeschehens ab. Die Lösung von 1971 hatte sich seit vielen Jahren vorbereitet. Das hartnäckige Ungleichgewicht des Gold-Dollar-Systems und des Dollars an sich war zweifellos auf die Dauer unhaltbar und bedurfte zwingend einer grundlegenden Korrektur — trotz ziemlich zähem Wider-stand.

Der erste Schritt auf jenem Wege, auf dem dieser Prozeß der Entscheidung von 1971 zusteuerte, resultierte aus den starken Unterschieden zwischen der amerikani-schen und der von mehreren europäischen Ländern betriebenen Geldpolitik. Die Liquiditätsfülle in den Vereinigten Staaten bei gleichzeitiger Verknappungspolitik in Europa hatte zur Folge, daß riesige Mengen von Geldern über den Atlantik fluteten,

wie Wasser beim Niveauausgleich. Diese durch Zinsarbitrage bedingte Bewegung begann 1970 und setzte sich im ersten Quartal von 1971 fort. Sie war besonders groß im Falle Deutschlands. Schließlich entstand Ende März die Spekulation auf eine erneute Aufwertung der Deutschen Mark, und im April nahm diese Spekulation immer größere Ausmaße an. In den ersten Maitagen war der Dollarzuluß so massiv, daß die deutschen Behörden ihre Interventionen am Devisenmarkt einstellen und den Wechselkurs freigeben mußten. Die niederländischen Behörden schlossen sich diesem Schritt an, da sie sonst mit Dollars überschwemmt worden wären, und die Schweiz und Österreich benutzten die Gelegenheit zu einer kleinen Aufwertung des Schweizer Frankens und des Schillings.

Daß in der Mai-Krise die große, durch stark binnenwirtschaftliche Orientierung verursachte internationale Divergenz der Geldpolitik eine nicht unwesentliche Rolle gespielt hat, muß deshalb hervorgehoben werden, weil daraus Konsequenzen für die künftig zu treffenden Regelungen zu ziehen sind. Gewiß war der Dollar überbewertet und die Deutsche Mark unterbewertet; doch kann die Krise nicht ohne den zusätzlichen Einfluß der vorangegangenen riesigen Zinsarbitrageströme erklärt werden. Dies wird beim Vergleich mit dem Yen ersichtlich. Obgleich der Yen viel stärker unterbewertet war als die Deutsche Mark, wurde er von der Spekulation erst nach dem 15. August in größerem Ausmaß erfaßt.

Nichtsdestoweniger hätte eine Dollarkrise wahrscheinlich in keinem Fall lange auf sich warten lassen. Die amerikanische Handelsbilanz hatte sich 1968 und 1969, weitgehend wegen der mit dem Vietnamkrieg einhergehenden Inflation, erheblich verschlechtert. Nach einer bescheidenen Erholung im Rezessionsjahr 1970 stellte sich gegen Ende Mai 1971 heraus, daß der Außenhandel im April sogar defizitär geworden war. Da sich dieser ungünstige Trend in den folgenden Monaten bestätigte, wurde das Vertrauen in den Dollar immer mehr erschüttert. Die Flucht aus dem Dollar erreichte in der ersten Augusthälfte solche Ausmaße, daß der Präsident am 15. August die Aufhebung der Dollarkonvertibilität bekanntgab. Zu jenem Zeitpunkt betragen die amerikanischen Reserven nur noch 12 Mrd. Dollar, und die zentralen Verbindlichkeiten waren auf rund 40 Mrd. Dollar angeschwollen. Zur Aufhebung der Dollarkonvertibilität meinte der frühere Finanzminister, John B. Connally, kürzlich: „Wir hätten das, was wir getan haben, schon viel früher tun sollen.“ Damit hat er kurz und bündig eine weitverbreitete Überzeugung ausgedrückt.

Zur Vervollständigung der Analyse und wegen ihrer Relevanz für künftige Währungsregelungen ist es wichtig, klar die einzelnen Kräfte zu sehen, die in den letzten beiden Jahrzehnten unablässig die amerikanische Reserveposition unterhöhlt haben. Übernachfrage und Binneninflation waren seit 1966 sicherlich wichtige Ursachen. Sie erklären aber nicht die erhebliche Verschlechterung, von der die amerikanische Reserveposition schon vorher betroffen war. In diesem Zusammenhang sind drei weitere Faktoren zu beachten, die das Bild erst vervollständigen. Erstens wurde das wichtigste Reservewährungsland durch den Bedarf der übrigen Welt an zusätzlichen Reserven — die für die Aufrechterhaltung fester Wechselkurse bei wachsendem Handels- und Zahlungsverkehr ganz unerlässlich sind — in ein fast ständiges Defizit getrieben, da die Versorgung mit neuem Währungsgold bei weitem nicht ausreichte, um den Bedarf an zusätzlichen Gesamtreserven auch nur einigermaßen zu decken.

Zweitens waren die wenigen Länder, die aus dem einen oder anderen Grunde in eine exzessive Überschußposition gerieten und dadurch den Verschlechterungstrend der Dollarposition noch verstärkten, nach den Regeln von Bretton Woods nicht gezwungen, ihre Parität zu ändern. Und drittens deckte die Versorgung mit neuem Währungsgold zum geltenden offiziellen Preis von 35 Dollar je Feinunze nicht einmal den Bedarf der übrigen Welt an Goldreserven, und die Lücke wurde mit Gold gefüllt, das sich die Länder durch Umtausch von Dollars beim amerikanischen Schatzamt beschafften.

Aus dem ersten und dem dritten Faktor ergab sich das Dilemma, entweder den amtlichen Goldwert generell zu erhöhen oder das System von Bretton Woods grundlegend zu ändern. Die relative Überbewertung des Dollars und die Unterbewertung mehrerer anderer Währungen waren der Anlaß, eine Neuordnung des Wechselkursgefüges in Angriff zu nehmen.

Nach der Suspendierung der Dollarkonvertibilität wurden alle wichtigeren Währungen mit Ausnahme des französischen Frankens dem Floating überlassen; nur die Bank von Japan hielt noch zwei Wochen lang am bestehenden Wechselkurs fest.

Die Maßnahmen vom 15. August, einschließlich der 10prozentigen Importsondersteuer, waren anfänglich ein Schock für den Geist der internationalen Zusammenarbeit, der in der Nachkriegszeit mit beträchtlichem Erfolg entwickelt worden war. Die EWG-Länder bemühten sich um ein neues Gefüge von innergemeinschaftlichen Wechselkursen, um gegenüber dem Dollar gemeinsam zu floaten. Diese Bemühungen führten jedoch zu keinem Erfolg; nur die Benelux-Länder konnten ein gemeinsames Floating vereinbaren. Die Vereinigten Staaten zögerten eine Zeitlang, sich an den Verhandlungen über ein neues Gefüge fester Kurse zu beteiligen, die alle anderen großen Länder möglichst schnell begonnen sehen wollten. Diese ablehnende Haltung änderte sich jedoch bald, als die ungünstige Wirkung des Floating auf das Vertrauen der Wirtschaft erkennbar wurde. Nach harten Verhandlungen wurde am 18. Dezember in Washington eine Paritäten-Neuordnung vereinbart, wobei der Dollar um 7,9 Prozent abgewertet und einige andere Währungen aufgewertet werden sollten.

Dieses Washingtoner Abkommen hatte mehrere unmittelbare Vorteile. Der vielleicht wichtigste war, daß es erneut die Bereitschaft der großen Länder bestätigte, an die Probleme der internationalen Währungs- und Wirtschaftsordnung im Geiste der Zusammenarbeit und des Kompromisses heranzugehen. Zweitens beendete es die Ungewißheiten der Floating-Episode mit allen Nachteilen, die sich längerfristig aus ihr noch hätten ergeben können. Drittens brachte es eine bedeutende Anpassung zur Verbesserung des vorherigen Zustandes ernster Ungleichgewichte im Handels- und Zahlungsverkehr.

Andere wichtige Fragen wurden hingegen der kommenden „Reform des Währungssystems“ überlassen. Da diese Reform aber nach Umfang und Inhalt noch im ungewissen liegt, bleibt unklar, inwieweit sie die Regeln des Systems von Bretton Woods — im Unterschied zum Verhalten der Währungen im Rahmen dieser Regeln — betreffen wird. Es scheint daher, daß in den Verhandlungen zwangsläufig bestimmte Themen zur Sprache kommen werden.

Eines dieser Themen ist die Wiederherstellung der Dollarkonvertibilität, da die einzige wesentliche Änderung im System von Bretton Woods darin besteht, daß die

anderen Währungen jetzt an einen nichtkonvertierbaren Dollar gebunden sind. Die Dollarkonvertibilität gilt als wünschenswert, damit die Vereinigten Staaten der sonst überall bestehenden Zahlungsbilanzdisziplin unterworfen werden und alle anderen Länder vermehrten Entscheidungsspielraum hinsichtlich der Zusammensetzung ihrer Reserven erhalten. Für die Vereinigten Staaten wird das Problem jedoch darin bestehen, sich genügend Reserven zu beschaffen, um die Rückkehr zur Konvertibilität gewährleisten zu können, und ziemlich konkrete Sicherungen gegen exzessive Überschüsse anderer Länder zu errichten. Jedoch sollten sich die Vereinigten Staaten hierbei konstruktiv verhalten, da eine dauernde Inkonvertibilität des Dollars die Welt in restriktive Währungsblöcke aufspalten könnte.

Das ganze Problem der Reserven und ihrer konkreten Formen wird ebenfalls ein wichtiges Diskussionsthema sein. Häufig ist gesagt worden, daß die Rolle des Goldes abnehmen und die der Sonderziehungsrechte zunehmen dürfte. Das ist offensichtlich, wenn damit gemeint ist, daß die Defizite und Überschüsse immer mehr in Sonderziehungsrechten und immer weniger in Gold ausgeglichen werden. Jedoch ist derzeit das Gold im System weniger Mittel des Saldenausgleichs als vielmehr Standard der Währungsparitäten und Wertgarant für Sonderziehungsrechte und Gläubiger- und Schuldnerpositionen im IWF. Diese Funktionen dürften in nächster Zukunft kaum geändert werden.

Hinsichtlich des Dollars als Reservewährung kann man immer wieder hören, daß sich die Praxis der Dollarreservehaltung überlebt habe und auf dem Vereinbarungswege beendet werden sollte. Da der Dollar aber die hauptsächliche Interventionswährung bleiben dürfte und viele Länder durchaus bereit sind, in beträchtlichem Umfang Dollarreserven zu unterhalten, ist nicht ersichtlich, daß eine solche Änderung des Dollarstatus denkbar wäre — oder eine Reform darstellen würde. Gleichwohl läge es im allgemeinen Interesse, das künftige Wachstum der Dollarreserven bis zu einem gewissen Grade bewußt zu lenken.

Ein dritter Diskussionsbereich wird die Rolle sein, die Wechselkursänderungen im Anpassungsprozeß spielen sollen. Es besteht in offiziellen Kreisen wenig Neigung, von der Regel fester, nur bei einem fundamentalen Ungleichgewicht zu ändernder Währungsparitäten abzugehen. Doch wird erfreulicherweise anerkannt, daß Paritätenänderungen, wenn sie nötig sind, schneller als bisher vorgenommen werden und auf die eine oder andere Weise glatter und weniger schmerzhaft sein sollten.

Dies ist weitgehend eine Frage der Einstellung. Es ist zu hoffen, dass nach den Erfahrungen der letzten Jahre Paritätenänderungen, und kämen sie auch mit Hilfe eines gelegentlichen oder zeitweiligen Floating zustande, in Zukunft weniger als Sünde und mehr als Beitrag zu so grundlegenden Zielen wie der Aufrechterhaltung einer gesunden Vollbeschäftigung und eines freien internationalen Handels- und Zahlungsverkehrs aufgefaßt werden. Gewiß haben einige Paritätenänderungen in der Vergangenheit akute innenpolitische Schwierigkeiten nach sich gezogen. Aber waren diese Schwierigkeiten nicht zu einem großen Teil auf die zuständigen Stellen selber zurückzuführen, die in Situationen eines offensichtlichen fundamentalen Ungleichgewichts immer wieder behaupteten, eine Ab- bzw. Aufwertung der Währung komme unter gar keinen Umständen in Frage? Sollte es statt dessen für Politiker nicht möglich sein, die öffentliche Meinung so zu leiten, daß sie die Wiederherstellung des

Wechselkursgleichgewichts als vorteilhaft erkennt, und sich selber das Leben dadurch weniger schwer zu machen?

Ein bedeutender Schritt auf dem Gebiete der internationalen Währungsregelungen war der Beschluß der EWG-Mitgliedstaaten, auf eine Währungsunion hinzuwirken. Bestimmte Aspekte dieses Prozesses waren schon vor der Krise von 1971 geregelt worden; die Ereignisse vom letzten Sommer haben ihre Durchführung wesentlich beschleunigt.

Die innergemeinschaftlichen Maßnahmen bedeuten, trotz ihrem noch begrenzten Umfang, in dreifacher Hinsicht einen Vorstoß in Neuland. Erstens sind die Bandbreiten jeder EWG-Währung gegenüber jeder anderen EWG-Währung nun genauso groß wie gegenüber dem Dollar, während sie vorher doppelt so groß waren. Zweitens werden die Zentralbanken der EWG-Länder, die vorher auf dem Devisenmarkt nur in Dollar interveniert hatten, künftig auch in Gemeinschafts-Währungen intervenieren. Drittens haben sich die EWG-Länder jetzt darauf festgelegt, ihre Defizite und Überschüsse, die sie früher täglich in Dollar und nur ausnahmsweise mit anderen Reserve-  
medien ausgeglichen hatten, untereinander periodisch in Dollar, Gold, SZR und IWF-Reservepositionen nach einem festen Schlüssel abzurechnen.

Es bleibt abzuwarten, wie sich diese Regelungen entwickeln werden. Zumindest sind sie aber ein neuer Faktor, der in den Verhandlungen über die künftige Gestaltung des Währungssystems eine Rolle spielen könnte, da sie einen ergänzenden Mechanismus für Interventionen und Saldenausgleich vorsehen und eine Festigung der Wechselkursbeziehungen innerhalb einer wichtigen Gruppe von Ländern bedeuten.

RENÉ LARRE  
Generaldirektor

**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1972**

AKTIVA

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

	<u>Goldfranken</u>
<b>Gold</b> ... ..	4 262 402 814
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ...	75 445 317
<b>Schatzwechsel</b> ... ..	1 117 052 805
<b>Terminguthaben und Kredite</b>	
<b>Gold</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	252 042 834
<b>Währungen</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	8 660 895 553
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>4 119 054 788</u>
	13 031 993 155
<b>Sonstige Wertpapiere</b>	
<b>Gold</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	41 333 328
von mehr als 3 Monaten ... ..	237 825 165
<b>Währungen</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	9 187 134 469
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>1 418 020 413</u>
	10 884 313 375
<b>Verschiedenes</b> ... ..	943 690
<b>Land, Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	1
	<u>29 362 151 157</u>
Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten.	
<b>PRO-MEMORIA-KONTEN</b>	<u>Goldfranken</u>
a) Goldtermingeschäfte:	
Saldo: zu lieferndes Gold (zu erhaltende Währungen) ... ..	393 075 329
b) Guthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere, die von der Bank für Rechnung Dritter verwaltet oder verwahrt werden:	
Gold ... ..	969 089 272
Bankguthaben ... ..	19 399 296
Wechsel und sonstige Wertpapiere ... ..	399 463 462

**31. MÄRZ 1972**

des Reingewinns)

PASSIVA

	<u>Vor Verwendung</u> Goldfranken	<u>Nach Verwendung</u> Goldfranken
<b>Stammkapital</b>		
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2 500 Goldfranken ...	<u>1 500 000 000</u>	
Begeben: 481 125 Aktien ... .. .	<u>1 202 812 500</u>	
mit 25%iger Einzahlung ... .. .	300 703 125	300 703 125
<b>Reserven</b>		
Gesetzlicher Reservefonds ... .. .	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds ... .. .	144 133 210	205 133 210
Besonderer Dividenden-Reservefonds ... .. .	38 807 964	61 207 964
Freier Reservefonds ... .. .	<u>120 200 000</u>	<u>156 800 000</u>
	331 211 487	453 211 487
<b>Einlagen (Gold)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... .. .	3 052 089 200	
bis zu 3 Monaten ... .. .	111 953 071	
von mehr als 3 Monaten ... .. .	369 109 135	
Andere Einleger		
auf Sicht ... .. .	<u>166 881 545</u>	
	3 700 032 951	3 700 032 951
<b>Einlagen (Währungen)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... .. .	46 432 491	
bis zu 3 Monaten ... .. .	21 292 188 676	
von mehr als 3 Monaten ... .. .	2 253 106 985	
Andere Einleger		
auf Sicht ... .. .	22 170 678	
bis zu 3 Monaten ... .. .	475 175 947	
von mehr als 3 Monaten ... .. .	<u>128 133 537</u>	
	24 217 208 314	24 217 208 314
<b>Wechsel</b>		
von mehr als 3 Monaten ... .. .	483 677 691	483 677 691
<b>Verschiedenes</b> ... .. .		
	98 419 824	98 419 824
<b>Rückstellung für Bauvorhaben</b> ... .. .		
	82 065 109	82 065 109
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> ... .. .		
	148 832 656	—
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1972</i> ... .. .	—	<u>26 832 656</u>
	<u>29 362 151 157</u>	<u>29 362 151 157</u>

**BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, BASEL**

Nach unserer Ansicht sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1972 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit Ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, den 26. April 1972

PRICE WATERHOUSE & CO.

# GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1972 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... ..	172 741 185
Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... ..	265 915
Direktion und Personal ... ..	12 561 590
Geschäfts- und Bürokosten ... ..	<u>3 549 608</u>
	<u>16 377 113</u>
Geschäftsertrag ... ..	156 364 072
Abzüglich:	
Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ... ..	<u>7 531 416</u>
Reingewinn für das am 31. März 1972 abgeschlossene Geschäftsjahr ... ..	148 832 656

Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:

Dividende von 6% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
37,50 Goldfranken je Aktie auf 464 725 Aktien für zwölf Monate ...	17 427 187
28,125 Goldfranken je Aktie auf 16 400 Aktien für neun Monate ...	<u>461 250</u>
	<u>130 944 219</u>
Zusatzdividende (statutarisches Maximum) von 3% p.a. auf das eingezahlte Kapital	
18,75 Goldfranken je Aktie auf 464 725 Aktien für zwölf Monate ...	8 713 594
14,0625 Goldfranken je Aktie auf 16 400 Aktien für neun Monate ...	<u>230 625</u>
	<u>8 944 219</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... ..	61 000 000
	<u>61 000 000</u>
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds (statutarisches Maximum) ...	<u>24 400 000</u>
	<u>36 600 000</u>
Zuweisung an den Freien Reservefonds ... ..	<u>36 600 000</u>
	<u>                    </u>
	<u>                    </u>

## Veränderung von eingezahltem Kapital, Reserven und Rückstellungen

in Goldfranken

### Eingezahltes Kapital

Stand am 1. April 1971:

464 725 Aktien von je 2 500 Goldfranken mit 25%iger Einzahlung	...	...	...	290 453 125
Dazu: 16 400 während des Geschäftsjahres 1971/72 begebene Aktien von je 2 500 Goldfranken mit 25%iger Einzahlung	...	...	...	10 250 000
Stand am 31. März 1972 gemäß Bilanz	...	...	...	<u>300 703 125</u>

### Reservefonds

(nach Verwendung des Reingewinns)

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1971	29 045 313	99 958 210	22 007 964	98 000 000
Dazu: Zuweisung aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1970/71		37 000 000	14 800 000	22 200 000
1971/72		61 000 000	24 400 000	36 600 000
Verteilung des Aufgeldes aus der Begebung von 16 400 neuen Aktien	<u>1 025 000</u>	<u>7 175 000</u>		
Stand am 31. März 1972 gemäß Bilanz	<u>30 070 313</u>	<u>205 133 210</u>	<u>61 207 964</u>	<u>156 800 000</u>

### Rückstellung für Bauvorhaben

Stand am 1. April 1971	...	80 671 000
Dazu: Kursdifferenz	...	<u>2 742 583</u>
		83 413 583
Abzüglich: Entnommener Betrag für Aufwendungen während des Geschäftsjahres	...	<u>1 348 474</u>
Stand am 31. März 1972 gemäß Bilanz	...	<u>82 065 109</u>

## VERWALTUNGSRAT

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

Baron Ansiaux, Brüssel  
M. J. Babington Smith, London  
Dr. Guido Carli, Rom  
Dr. Leonhard Gleske, Bremen  
Dr. Karl Klasen, Frankfurt a. M.  
Dr. Donato Menichella, Rom  
The Rt. Hon. Sir Leslie O'Brien, London  
Dr. Edwin Stopper, Zürich  
Robert Vandeputte, Brüssel  
Olivier Wormser, Paris  
Per Åsbrink, Stockholm

### Stellvertreter

Dr. Paolo Baffi, Rom, oder  
Prof. Francesco Masera, Rom  
Bernhard Clappier, Paris, oder  
Marcel Théron, Paris  
Dr. Otmar Emminger, Frankfurt a. M., oder  
Johannes Tüngeler, Frankfurt a. M.  
Georges Janson, Brüssel  
C. J. Morse, London, oder  
M. J. Balfour, London

## DIREKTION

René Larre	Generaldirektor
Dr. Milton Gilbert	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Antonio d'Aroma	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
Dr. Hans H. Mandel	Chef der Bankabteilung
D. H. Macdonald	Direktor
Henri Guisan	Rechtsberater
Dr. Antonio Rainoni	Direktor
Maurice Toussaint	Direktor

---

D. H. Stapleton	Beigeordneter Direktor
Prof. Dr. F. E. Klein	Beigeordneter Direktor
A. N. Barltrop	Vize-Direktor
Dr. Warren D. McClam	Vize-Direktor
M. G. Dealtry	Vize-Direktor
Robert Chaptinel	Vize-Direktor