

JOHN F. KENNEDY-INSTITUT  
FÜR NORDAMERIKASTUDIEN  
Abteilung für Wirtschaft

WORKING PAPER NO. 9/1987

Carl-Ludwig Holtfrerich  
und Hans Otto Schötz

Vom Weltgläubiger zum Weltschuldner: Erklärungsansätze zur historischen Entwicklung und Struktur der internationalen Vermögensposition der USA

Copyright © 1987 by Carl-Ludwig Holtfrerich  
und Hans Otto Schötz

John F. Kennedy-Institut  
für Nordamerikastudien

Freie Universität Berlin

Lansstrasse 5-9

1000 Berlin 33

Federal Republic of Germany

# Vom Weltgläubiger zum Weltschuldner: Erklärungsansätze zur historischen

## Entwicklung und Struktur der internationalen Vermögensposition der USA

Carl-Ludwig Holtfrerich und Hans Otto Schötz

### I. Einleitung

1985 traten die USA zum ersten Mal seit dem Ersten Weltkrieg wieder als Nettoschuldernation gegenüber dem Ausland in Erscheinung. Seitdem dort die größte Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit 1982 ihren Tiefpunkt erreicht hatte, wuchs das amerikanische Bruttosozialprodukt 1983 um +3,5% und 1984 mit +6,8% sogar stärker an als in jedem anderen westlichen Industrieland. Die 1981 vom Kongreß beschlossenen Steuersenkungen und Abschreibungserleichterungen (der Economic Recovery Tax Act, einschließlich des Accelerated Cost Recovery System, als wesentlicher Bestandteil der neuen Wirtschaftspolitik Reagans) und die seit Herbst 1982 vom Federal Reserve Board eingeleitete Lockerung der Geldpolitik gelten als die entscheidenden Ursachen für die Freisetzung der Wachstumskräfte. Die steuerlichen Maßnahmen waren mit hohen Einnahmeverlusten im Bundeshaushalt verbunden, die trotz der Einsparungen bei den Sozialausgaben vor allem wegen des starken Anstiegs der Verteidigungsausgaben zu exorbitant steigenden Haushaltsdefiziten führten. Diese mußten auf dem amerikanischen Geld- und Kapitalmarkt finanziert werden, auf dem deshalb das Zinsniveau im Vergleich zu anderen großen Industrienationen (z.B. Japan und BRD) relativ hoch blieb. Diese Zinsdifferenz sowie die relativ besseren Gewinnaussichten für Investitionen in der US-Wirtschaft und die erwarteten Wechselkursgewinne für Dollaranlagen bremsten vor allem das Wachstum amerikanischer Kapitalanlagen im Ausland, während das schon seit den sechziger Jahren hohe Wachstum ausländischer Kapitalanlagen in den USA

weiter fortschritt. Die internationale Nettovermögensposition der USA fiel von einem Maximum von 136 Mrd. Dollar am Jahresende 1982 über 88,5 Mrd. 1983 und 4,4 Mrd. 1984 auf minus 107,4 Mrd. 1985 (Tab. 1). Für das Jahresende 1986 ist sie auf minus 250 Mrd. Dollar geschätzt worden.

Damit dürfte ein bisher einmaliger Fall in der Geschichte des Industriezeitalters vorliegen: Die größte Gläubigernation der Welt entwickelt sich ohne den Störfall kriegerischer Ereignisse, d.h. ohne den konkursartigen Verlust von Auslandsforderungen, innerhalb weniger Jahre zur größten Schuldernation. Als die USA im Ersten Weltkrieg den Sprung von einer Schuldernation, die sie bis dahin stets waren, zur größten Gläubigernation der Welt vollzogen, hatte noch der kriegsbedingte Kredithunger Europas Pate gestanden. Jener Krieg verursachte Deutschlands Wechsel vom internationalen Gläubiger- zum Schuldnerstatus und schwächte die Gläubigerposition Großbritanniens entscheidend und nachhaltig.<sup>1</sup>

Der Übergang der USA zu einem internationalen Schuldnerstatus bietet den Anlaß, die Entwicklung und Struktur der internationalen Vermögensposition der USA vom 19. Jahrhundert bis zur Gegenwart zu untersuchen. Im folgenden wird zunächst die Entwicklung der internationalen Nettovermögensposition der USA in absoluten Größen und in Relation zum Bruttosozialprodukt dargestellt. Sodann werden die Änderungen in der Struktur der US-Auslandsanlagen und der ausländischen Anlagen in den USA herausgearbeitet und verglichen. Darauf folgend werden Erklärungshypothesen vorgestellt und in einem zweiten Schritt zur Interpretation der beobachteten Entwicklungen und Strukturen herangezogen. Einige Überlegungen zur voraussehbaren Entwicklung der internationalen Vermögensposition der USA werden die Untersuchung abschließen.

## II. Entwicklung der internationalen Nettovermögensposition der USA

Einen Überblick über den jeweiligen Bestand der internationalen Vermögenswerte der USA (US-Vermögensanlagen im Ausland plus Goldbestände in den Währungsreserven) sowie der ausländischen Vermögensanlagen in den USA bietet Tabelle 1. Der jeweilige Saldo ist als internationale Nettovermögensposition der USA ebenfalls aufgeführt. Um die relative Bedeutung dieser Größe zu verdeutlichen, ist sie auch als Prozentsatz des US-Bruttosozialprodukts angegeben.

Im 19. Jahrhundert waren die USA ein klassisches Kapitalimportland. Dünn besiedelt und reich an fruchtbaren Böden sowie an Bodenschätzen lockten die USA in der Industrialisierungsperiode die in Europa relativ reichlicher vorhandenen Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital ins Land. Das wirtschaftlich fortgeschrittenste Land Großbritannien war mit Abstand größter Kreditgeber der USA durch das ganze Jahrhundert hindurch, gefolgt von den Niederländern und den Deutschen in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts.<sup>2</sup> Insbesondere der beschleunigte Eisenbahnbau nach dem amerikanischen Bürgerkrieg wurde mit großen Mengen europäischen, vor allem britischen Kapitals finanziert.

Obwohl per Saldo noch Schuldnation, waren die internationalen Vermögenswerte der USA schon in den zwei Jahrzehnten vor dem Ersten Weltkrieg stark gewachsen, und zwar von 0,7 Mrd. Dollar 1897 auf 2,5 Mrd. Dollar 1908 und weiter auf 3,5 Mrd. Dollar am 30. Juni 1914. Diese stark steigende wirtschaftliche und finanzielle Beteiligung der USA an Entwicklungen im Ausland korrelierte mit der Zunahme imperialistischer Elemente in der amerikanischen Außenpolitik. Zwar stiegen in jener Periode auch die ausländischen Kapitalanlagen in den USA, von 3,4 Mrd. Dollar 1897 auf 6,4 Mrd. Dollar 1908 und auf 7,2 Mrd. Dollar am 30. Juni 1914. Doch war dieses Wachstum relativ und in den Jahren unmittelbar vor

dem Ersten Weltkrieg auch absolut schwächer als das der internationalen Vermögenswerte der USA. Die internationale Nettovermögensposition der USA betrug dementsprechend minus 2,7 Mrd. Dollar 1897 (-18,5% des BSP), minus 3,9 Mrd. Dollar 1908 (-14,1% des BSP) und - unter Berücksichtigung der Währungsgoldreserven - nur noch minus 2,2 Mrd. Dollar 1914 (-5,7% des BSP).

Wie Tabelle 1 ausweist, stiegen die internationalen Vermögenswerte der USA, zum Teil wegen der Goldzuflüsse, besonders aber wegen der privaten Kreditgewährung an die Alliierten während des Ersten Weltkrieges stark an. 1919 hatten sie sich gegenüber 1914 ungefähr verdoppelt.<sup>3</sup> Demgegenüber hatten sich die ausländischen Vermögensanlagen in den USA in jener Periode auf weniger als die Hälfte reduziert. Insbesondere die Portfolioforderungen der Bürger alliierter Länder waren während des Krieges zur Finanzierung von kriegswichtigen Importen aus den USA abgestoßen worden. 1919 hatte sich für die USA aus dieser Entwicklung eine positive internationale Nettovermögensposition ergeben, die sogar ohne die staatlichen Auslandsforderungen aus der interalliierten Verschuldung bereits 7,6% des amerikanischen Sozialprodukts ausmachte.

In den ersten Nachkriegsjahren exportierten die USA weiterhin in großem Umfang Kapital, besonders in die kredithungrigen europäischen Staaten. 1924 waren die US-Auslandsanlagen und die amerikanischen Währungsgoldreserven bereits weiter um ca. 50% gestiegen, während sich die Auslandsschulden kaum erhöht hatten. Die Nettovermögensposition erreichte 1924 13,2% des US-Sozialprodukts. In der zweiten Hälfte der 1920er Jahre ging das Wachstum der US-Auslandsanlagen in etwa gleichem Tempo weiter; nur verebbte jetzt der Zufluß an Währungsgold. Allerdings stiegen nunmehr auch die ausländischen Investitionen in den USA im Zusammenhang mit der Prosperität der amerikanischen Wirtschaft und der Spekulationswelle in Wertpapieren und Grundstücken stark an. Die Nettovermögensposition der USA lag deswegen 1927 und 1929 in Relation zum Sozial-

produkt mit knapp 12% sogar niedriger als 1924.

Die Weltwirtschaftskrise führte zunächst zu einem starken Einbruch bei den ausländischen Vermögensanlagen in den USA, während die US-Kapitalanlagen im Ausland von 1930 auf 1931 weit weniger zurückgingen.<sup>4</sup> Jeweils bezogen auf das nominal stark geschrumpfte Bruttonominalprodukt (BSP) wuchs deshalb die internationale Nettovermögensposition der USA von 14,5% 1930 auf 21,5% 1931 geradezu dramatisch an. 1933 war dieser Prozentsatz mit 24,3 noch höher, und zwar vor allem weil das BSP inzwischen nominal weiter stark gesunken war. Auch 1940 lag die Quote noch über 20%, obwohl sich das BSP seit 1933 nominal fast verdoppelt und damit das Niveau von 1929 fast wiedererreicht hatte.

Diese Globalschau verdeckt allerdings wichtige Strukturverschiebungen. Seit 1931 stiegen die ausländischen Vermögensanlagen in den USA wieder kräftig an. Dasselbe galt aber auch für die internationalen Vermögenswerte der USA. Deren Struktur veränderte sich allerdings dramatisch insofern, als die US-Währungsgoldbestände, die 1931 und 1933 mit rd. 4 Mrd. Dollar nur etwa ein Fünftel der gesamten internationalen Vermögenswerte der USA ausgemacht hatten, 1935 mit 10,1 Mrd. Dollar fast die Hälfte und 1940 mit 22,0 Mrd. Dollar fast zwei Drittel der Bruttoauslandsvermögenswerte der USA darstellten. Während also die US-Goldreserven dramatisch gestiegen waren,<sup>5</sup> waren die US-Vermögensanlagen im Ausland sogar auch absolut geschrumpft, und zwar von 15,9 Mrd. Dollar 1931 auf 13,5 Mrd. Dollar 1935 und weiter auf 12,3 Mrd. Dollar 1940. Diese Entwicklung der US-Auslandsanlagen in den Zwischenkriegsjahren bestätigt eindrucksvoll die These von C. P. Kindleberger, daß das Auslandsinvestitionsverhalten des "Weltbankiers" USA prozyklisch und auf diese Weise destabilisierend auf die Entwicklung der Weltkonjunktur wirkte: Im Boom der zwanziger Jahre fand eine starke Expansion der US-Auslandsinvestitionen statt, während der Depression der dreißiger Jahre

eine Kontraktion.<sup>6</sup> Demgegenüber hatte Großbritannien vor dem Ersten Weltkrieg seine zentrale Rolle als "Weltbankier" auch deswegen so erfolgreich gespielt, weil der Auslandsinvestitionsstrom aus England eher antizyklisch erfolgte.<sup>7</sup>

Während des Zweiten Weltkriegs hatten sich die Auslandsforderungen und -schulden der USA nominal nur begrenzt verändert, während sich das US-Sozialprodukt nominal mehr als verdoppelt hatte. Der Anteil der internationalen Nettovermögensposition am Sozialprodukt der USA betrug deshalb 1945 nur noch 9,4%. Zur Finanzierung des Wiederaufbaus ihrer eigenen Volkswirtschaften reduzierten Ausländer ihre Anlagen in den USA bis einschließlich 1947 und bauten sie erst seit 1950 wieder stärker auf. Demgegenüber stiegen die US-Vermögensanlagen im Ausland stark an, besonders im Jahr 1947 um etwa ein Drittel, und zwar im Zusammenhang mit den damals anlaufenden Auslandshilfeprogrammen. Auch die Goldreserven der USA stiegen bis 1949 noch mäßig an. Der Anteil der internationalen Nettovermögensposition am Sozialprodukt der USA erreichte deshalb in den Jahren 1947 bis 1949 rund 15%. Die Goldreserven hielten sich von 1950 bis 1957 auf ungefähr demselben absoluten Niveau, während die US-Vermögensanlagen im Ausland stiegen, jedoch relativ weniger als die ausländischen Vermögensanlagen in den USA. Dies war die Zeit der sogenannten Dollarlücke. Bei kräftig steigendem US-Sozialprodukt ergab sich daraus ein fallender Anteil der internationalen Nettovermögensposition am BSP der USA bis auf 9-10% in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre. Seitdem 1957 die wichtigsten Industriestaaten die Konvertibilität ihrer Währungen im System fester Wechselkurse wiedererreicht hatten, fielen die US-Währungsgoldbestände bis Ende der sechziger Jahre auf ungefähr die Hälfte ihres Werts von 1957 zurück (und haben sich bis heute auf etwa diesem Niveau gehalten). Die US-Auslandsanlagen wuchsen in jener Periode allgemeiner Währungskonvertibilität bei prinzipiell festen Wechselkursen jedoch beschleunigt weiter. Das Wachstum der ausländischen Vermögensan-

lagen in den USA fiel allerdings in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre (und weiter bis 1972) noch stärker aus.

Aus diesen Entwicklungen resultierte, daß der Anteil der internationalen Nettovermögensposition am BSP der USA sich bis 1965 bei rund 9% hielt, in den folgenden Jahren des Vietnamkrieges aber kontinuierlich bis auf ein Minimum von 3,1% im Jahre 1972 zurückfiel.

In den folgenden zehn Jahren schwankte der Anteil der internationalen Nettovermögensposition am Sozialprodukt der USA zwischen 3,5 und 4,9%. Die starke konjunkturelle Erholung der US-Wirtschaft bremste 1983-1985 den Abfluß von US-Kapital ins Ausland erheblich, während der schon seit den 1960er Jahren starke Zustrom ausländischen Kapitals in die USA anhielt. Die Nettovermögensposition der USA schrumpfte seit 1983 absolut und relativ zum Sozialprodukt und erreichte 1985 zum ersten Mal seit dem Ersten Weltkrieg wieder negative Werte.

Da die USA seit dem Ende des Ersten Weltkrieges in die Rolle einer "Weltzentralbank" hineinwachsen und der Dollar zur wichtigsten internationalen Reservewährung wurde, ist es nützlich, einen Blick auf die Golddeckung der Auslandsverpflichtungen der USA zu richten.<sup>8</sup> Wie Tabelle 1 ausweist, reichten die amerikanischen Goldreserven 1919 fast an den Betrag der gesamten Auslandsschulden heran, 1924 übertrafen sie ihn sogar, 1929/30 machten sie immerhin rund 50 Prozent der gesamten Auslandsschulden aus. 1931 und seit der Abwertung von 1934 bis 1953 lagen die Goldreserven der USA durchgängig über der Summe der US-Auslandsschulden, 1935 bis 1940 sogar um rund 60 bis 85 Prozent. Dies ist ein Zeichen dafür, daß die USA in den dreißiger Jahren ihre Rolle als "Weltzentralbankier" eingebüßt hatten. Denn wer unrentierliche Goldbestände akkumuliert, denen nicht wenigstens in entsprechendem Ausmaß Verpflichtungen gegenüberstehen, wer darüber hinaus seine Ausleihungen abbaut und gleichzeitig seine Barvermögens(Gold-)bestände vermehrt, der betätigt

sich nicht als Bankier, sondern sein Verhalten entspricht eher dem eines Privatmannes, der sein Vermögen im Sparstrumpf sammelt.

Seit 1950 wuchsen die US-Auslandsverpflichtungen so stark, daß sie 1954 die US-Goldreserven erstmals seit Anfang der dreißiger Jahre wieder übertrafen. 1960 lag die Deckungsquote zum ersten Mal unter 50 Prozent, was einer in der Zentralbankgeschichte noch relativ hohen Deckungsquote entspricht. Doch der Trend war absehbar: Robert Triffin brachte ungefähr um diese Zeit seine Bedenken zur Zukunft des Gold-Dollar-Standards in die öffentliche Diskussion.<sup>9</sup> In den sechziger Jahren sank die Deckung rapide auf nur noch 22 Prozent 1966, dem Jahr vor der Einführung des gespaltenen Goldpreises<sup>10</sup> und weiter auf nur noch 10 Prozent 1970, dem Jahr vor der Aufkündigung des Goldstandards durch die Regierung Nixon. Diese Relationen entsprachen nicht mehr den Deckungsquoten, die in der Zentralbankgeschichte als "ordentlich" galten. Mit der Erosion des Goldstandards ging die weltweite Zunahme inflationärer Kreditausweitung seit der zweiten Hälfte der sechziger Jahre einher, zunächst vor allem im Zusammenhang mit der Defizitfinanzierung amerikanischer Bundesausgaben, sowohl für den Vietnamkrieg als auch für die Sozialpolitik im Rahmen des "Great Society" Programms.

Mit der Unterschreitung "ordentlicher" Deckungsquoten auf Seiten des "Weltbankiers" USA in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre und erst recht seit dem Verlassen des Goldstandards 1971 war "die goldene Bremse an der Kreditmaschine"<sup>11</sup> gelöst und der Weg frei für die weltweite Inflation der siebziger Jahre. Es ist daher wenig erstaunlich, daß die Reagan-Administration in Opposition zur unpopulären Inflationspolitik ihrer Vorgänger die Wiedereinführung des Goldstandards als Maßnahme zur Wiedergewinnung und langfristigen Sicherung der Preisstabilität, aber auch des internationalen Vertrauens in den Dollar 1982 in die innenpolitische Diskussion gebracht hat.<sup>12</sup>

### III. Änderungen in der Struktur der Auslandsanlagen

Tabelle 2 bietet einen Überblick über die Entwicklung der Struktur der US-Vermögensanlagen im Ausland. Leider lassen sich trotz des relativ groben Rasters von Anlagekategorien nicht alle Spalten durchgehend füllen, da die Erfassung bzw. Aufbereitung der Daten mehrmals gewechselt hat. Wichtige Strukturverschiebungen treten aber dennoch deutlich in Erscheinung.

Am einfachsten läßt sich das Verhältnis von Direktinvestitionen zu Portfolioinvestitionen verfolgen; denn alle nicht als (private) Direktinvestitionen ausgewiesenen Anlagen können als Portfolioinvestitionen zusammengefaßt werden (staatliche und private, lang- und kurzfristige). 1897 machten die Direktinvestitionen 93 Prozent der gesamten US-Auslandsanlagen aus, 1914 immerhin noch 77 Prozent. Im und nach dem Ersten Weltkrieg traten die US-Direktinvestitionen im Ausland an relativer Bedeutung hinter die langfristige und kurzfristige private Finanzkreditgewährung der USA an das Ausland zurück. Dies führte zu einer starken Erhöhung des Anteils der Portfolioinvestitionen an den gesamten Auslandsanlagen, von 23 Prozent 1914 auf 44 Prozent 1919 und weiter auf 56 Prozent 1929.<sup>13</sup> Dies war das Ergebnis der bekannten Tatsache, daß die USA in der Periode zwischen dem Ersten Weltkrieg und der Weltwirtschaftskrise mit gewaltigen Kapitalexporten auf den internationalen Finanzmärkten in Erscheinung traten, nicht zuletzt, um die ihnen aus der stark aktiven Handels- und Leistungsbilanz zufließenden Goldströme durch attraktive Anlagen im Ausland in einer Art Recyclingprozeß wieder zu neutralisieren.

Wie die Zahlen der Tabelle 2 zeigen, unterbrach die große Weltwirtschaftskrise diesen Prozeß privater Kreditgewährung an das Ausland. Viele der ausländischen Schuldnerländer (darunter vor allem das Deutsche Reich) wurden zahlungsunfähig.<sup>14</sup> Die daraus entstandenen Verluste der

privaten Gläubiger in den USA führten nicht nur zu einer Stagnation, sondern sogar zu einer absoluten Schrumpfung des amerikanischen Auslandsengagements bis in den Zweiten Weltkrieg hinein. Dabei ging der Anteil der Portfolioinvestitionen von 56 Prozent 1929 auf nur noch 39 Prozent 1939 zurück. Wie bereits oben erwähnt, stiegen die amerikanischen Goldreserven von 4,0 Mrd. Dollar 1933 auf 22,0 Mrd. Dollar 1940 (vgl. Tabelle 1). Der Goldzufluß resultierte aus Handelsbilanzüberschüssen,<sup>15</sup> die in den zwanziger Jahren noch zur Finanzierung der privaten Kapitalexporte genutzt worden waren, sowie aus Nettokapitalimporten, die die USA aus dem Rückgang ihrer eigenen privaten Anlagen im Ausland bei gleichzeitigem Anstieg der Auslandsanlagen in den USA realisierten. Nur wegen der Einbeziehung dieser in Gold thesaurierten internationalen Vermögenswerte in die Statistik der internationalen Nettovermögensposition (vgl. Tabelle 1) behielten die USA in den dreißiger Jahren ihre internationale Gläubigerposition. Ansonsten übertrafen 1940 ihre Auslandsverpflichtungen (13,5 Mrd. Dollar) ihre (privaten) Auslandsforderungen (12,2 Mrd. Dollar) um 1,3 Mrd. Dollar.

Während des Zweiten Weltkriegs stieg der Anteil der Portfolioinvestitionen wieder an, von 39 Prozent 1939 auf 50 Prozent 1945. Für 1946 weist die Statistik sogar einen abrupten Anstieg auf 61 Prozent aus, der nur zum Teil aus einer Änderung der Erfassungsmethode für Direktinvestitionen in jenem Jahr resultiert (vgl. Anmerkung zu Tabelle 2). Bedeutender war, daß schon seit dem Beginn des Zweiten Weltkrieges die staatliche Kreditgewährung an das Ausland eine zunehmend größere Rolle spielte (Anstieg von 1 Prozent 1940 auf 13 Prozent 1945 und 28 Prozent 1946) und der Anteil der privaten Portfoliokredite an das Ausland sogar zurückging (von 40 Prozent 1940 auf 34 Prozent 1946). In den folgenden drei Jahren, als weitere Auslandshilfeprogramme der USA, darunter die Marshallplanhilfe an Europa, anliefen, setzte sich dieser Prozeß verstärkt durch. Der Anteil der privaten Portfolioinvestitionen fiel in

jenen Jahren weiter zurück, bis auf ein Minimum von 21 Prozent im Jahr 1949. Gleichzeitig stieg der Anteil der staatlichen Portfolioanlagen auf ein Maximum für das gesamte zwanzigste Jahrhundert von rund 42 Prozent in den Jahren 1947 bis 1949.

Seit 1947 stiegen auch die privaten Direktinvestitionen wieder kräftig an und erhöhten ihren Anteil, der für 1947 mit einem vorläufigen historischen Minimalwert von 33 Prozent ausgewiesen ist, bis Ende der fünfziger Jahre auf rund 48 Prozent. Sie erreichten damit wieder ihren Anteil aus der zweiten Hälfte der zwanziger Jahre. In dem entsprechenden Ausmaß verloren gleichzeitig die staatlichen Auslandsanlagen an Bedeutung, während sich der Anteil privater Portfolioinvestitionen relativ stabil hielt.

Wohl im Zusammenhang mit der Einführung der Konvertibilität der europäischen Währungen Ende der fünfziger Jahre und der Entwicklung des Eurodollarmarktes in den sechziger Jahren stieg der Anteil besonders der kurzfristigen privaten Portfolioinvestitionen in der ersten Hälfte der sechziger Jahre an, und zwar auch zu Lasten der staatlichen Auslandsanlagen.

Eine relative Stabilität der Struktur kennzeichnet die zweite Hälfte der sechziger Jahre bei einem Anteil der Direktinvestitionen und der Portfolioinvestitionen von jeweils rund 50 Prozent. Erst mit dem Ende des Bretton-Wood-Systems (Aufhebung der Goldkonvertibilität des Dollar 1971 und endgültiger Übergang zum allgemeinen Floating der Wechselkurse 1973) setzte eine Änderung des Trends ein, der bis heute angehalten hat. Der Anteil der privaten Direktinvestitionen fiel von 50 Prozent 1970 auf rund 25 Prozent in den Jahren 1982 bis 1985 und erreichte damit einen in der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte einmaligen Tiefststand. Der Anteil der staatlichen Portfolioanlagen ging gleichzeitig auch von 23 auf 12 bis 13 Prozent zurück, so daß der Anteil

der privaten Portfolionanlagen von 27 Prozent 1970 auf die Rekordhöhe von rund 63 Prozent steigen konnte. Mehr denn je zuvor spiegelt die Struktur der US-Auslandsanlagen in den letzten Jahren die Mentalität des Investitionsverhaltens eines privaten Rentiers im Gegensatz zu der eines privaten Unternehmers wieder.

Tabelle 3 zeigt die Struktur der Auslandsverpflichtungen der USA seit 1914. Es ist unmittelbar ersichtlich, daß die ausländischen Direktinvestitionen in den USA in der gesamten Periode von 1914 bis zur Gegenwart von relativ geringerer Bedeutung waren als die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland. In den ersten Jahren nach dem Ersten Weltkrieg war ihr Anteil nur deshalb sprunghaft angestiegen, weil Ausländer während des Krieges ihr Portfoliovermögen in den USA zur Finanzierung amerikanischer Warenlieferungen benutzt, ihre Direktinvestitionen aber weitgehend unangetastet in den USA belassen hatten. In den Krisenjahren der dreißiger Jahre kam es allerdings auch zu einem starken absoluten Anstieg der ausländischen Direktinvestitionen in den USA,<sup>16</sup> woraus die erhöhten Anteilswerte vor dem Zweiten Weltkrieg resultierten. Möglicherweise als Folge der Enteignung deutscher Vermögensanlagen während des Zweiten Weltkrieges fielen die ausländischen Direktinvestitionen während des Krieges absolut und von einem Anteil von 21 Prozent auf nur noch 15 Prozent 1945. Sie zogen in den ersten Nachkriegsjahren jedoch wieder an und hielten bis zum Ende der fünfziger Jahre einen relativ stabilen Anteil zwischen 18 und 20 Prozent, also etwa in der Höhe wie vor dem Ersten Weltkrieg. In den sechziger Jahren fiel ihr Anteil jedoch mehr oder weniger kontinuierlich ab bis auf ein Minimum von nur noch 9 Prozent 1972. Dieser Schrumpfungsprozeß dürfte noch bis 1977/1978 weitergegangen sein, wie die seit 1973 nach neuer Erfassungsmethode zusammengestellte Reihe zeigt. Seitdem aber haben ausländische Direktinvestitionen in den USA in ganz kurzer Zeit wieder erheblich an Bedeutung gewonnen. Sie sind seit 1979 soviel stärker gewachsen als die

US-Direktinvestitionen im Ausland, daß ihr Bestand 1985 schon fast 80 Prozent des Bestands der US-Direktinvestitionen im Ausland ausmachte. 1967 bis 1972 hatte dieses Verhältnis noch bei einem historischen Minimum von nur 17 Prozent gelegen (vgl. Tabellen 2 und 3).

Bei den ausländischen Vermögensanlagen in den USA dominierten also stets die Portfolioinvestitionen, deren Zusammensetzung allerdings auffallende Änderungen zeigte. Vor dem Ersten Weltkrieg machten die kurzfristigen nur rund ein Zehntel der langfristigen Portfolioverpflichtungen der USA aus, demgegenüber in den ersten fünf Jahren nach dem Ersten Weltkrieg rund die Hälfte. Dies dürfte vor allem das Ergebnis der Tatsache gewesen sein, daß der US-Dollar als Leit- und Reservewährung an die Seite des britischen Pfundes und New York als internationaler Finanzplatz neben London getreten war. Der Zweite Weltkrieg akzentuierte diese Entwicklung noch stärker. Die langfristigen Portfolioverpflichtungen der USA traten seitdem weit hinter die kurzfristigen zurück. Unter den kurzfristigen Verpflichtungen gewannen die des US-Staates seit dem Zweiten Weltkrieg ein großes Gewicht. Darin kommen der Verkauf kurzfristiger Staatsschuldverschreibungen an Ausländer zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben sowie das Anwachsen von Forderungen ausländischer Notenbanken auf die amerikanischen Währungsreserven zum Ausdruck. Ein erstes Maximum wurde 1962 mit 27 Prozent erreicht. Damit waren in jenem Jahr allein die kurzfristigen staatlichen Verpflichtungen genau so hoch wie die gesamten langfristigen Portfolioverpflichtungen der USA, unter denen sich ebenfalls zu einem großen Teil staatliche Verpflichtungen befanden. Ein zweites Maximum wurde mit 40 Prozent im Jahre 1977 und 1978 erreicht, als zur Bekämpfung der Dollarschwäche die US-Regierung und -Notenbank im Ausland verstärkt kurzfristige Kredite aufgenommen hatten.

Statistiken zur regionalen Struktur der US-Auslandsforderungen und -schulden existieren für die Direktinvestitionen seit 1897 bzw. 1914. Sie sind für Stichjahre in den Tabellen 4 und 5 wiedergegeben. Während 1897 bis 1924 noch rund die Hälfte der amerikanischen Direktinvestitionen in Lateinamerika angelegt war, ist dieser Anteil seitdem erheblich gesunken und lag 1985 bei nur noch 13 Prozent. Der Anteil Kanadas hielt sich langfristig sehr stabil zwischen 20 und 30 Prozent. Von 1936 auf 1938 konnte dieses Land seinen Anteil auf Kosten Lateinamerikas vorübergehend beträchtlich auf 36 Prozent steigern. Auch blieb es im Gegensatz zu Lateinamerika in den fünfziger Jahren ein bevorzugtes Anlageland und erreichte deshalb 1960 einen Anteil von 34 Prozent gegenüber nur noch 26 Prozent für Lateinamerika. Anschließend fiel sein Anteil jedoch auf nur noch rund 20 Prozent in der ersten Hälfte der achziger Jahre zurück.

Der Hauptstrom amerikanischer Direktinvestitionen floß seit den fünfziger Jahren, bes. seit der Gründung der EWG 1957, nach Westeuropa. Dessen Anteil stieg von 15 Prozent 1950 auf rund 45 Prozent in den achziger Jahren. Westeuropa und Japan zusammen haben nunmehr rund die Hälfte aller US-Direktinvestitionen aufgenommen. Innerhalb Westeuropas hat Großbritannien seine traditionell starke Stellung als Empfänger solcher Investitionen behaupten können: 1950 und 1960 hatte es rund die Hälfte aller US-Direktinvestitionen in Westeuropa aufgenommen, 1970 bis 1980 immer noch fast ein Drittel. Bemerkenswert ist allerdings auch, daß "andere Regionen", wohl in erster Linie die heutigen Schwellenländer in Asien und Afrika, ihren Anteil von 8 Prozent vor dem Zweiten Weltkrieg bis auf 22 Prozent 1970 steigern konnten. In den siebziger Jahren fielen sie stark zurück, bis auf 13 Prozent 1980, holten anschließend aber wieder bis auf 17 Prozent 1985 auf. Diese Schwankungen seit 1970 erklären sich vor allem daraus, daß wichtige Schwellenländer aus der Rubrik "andere Regionen" auch in den Zeiten flexibler Wechselkurse ihre Währun-

gen gegenüber dem Dollar stabilisierten. Deshalb verloren in solchen Ländern die Buchwerte amerikanischer Investitionen relativ an Wert, als der Dollar nach 1970 Abwertungstendenzen zeigte, und gewannen, als der Dollar von 1980-1985 wiedererstarbte.

Die Direktinvestitionen von Ausländern in den USA (Tabelle 5) stammten unmittelbar vor und nach dem Ersten Weltkrieg, ganz überwiegend aus Europa, danach bis zur Gegenwart zu mindestens zwei Dritteln aus Westeuropa. Traditionell dominierte Großbritannien, das allerdings in den siebziger Jahren weit zurückfiel. Stattdessen gewannen die Niederlande stark an relativer Bedeutung und schon seit den sechziger Jahren auch die Bundesrepublik. Die Bundesrepublik hat seit 1984 erstmals mehr in den USA direkt investiert als umgekehrt. Neben Großbritannien und Westeuropa insgesamt hatte Kanada einen traditionell hohen Anteil an den ausländischen Direktinvestitionen in den USA: Es steigerte seinen Anteil von 4 Prozent 1914 über 9 Prozent 1919 auf rund 25 Prozent in den dreißiger Jahren und sogar auf 30 Prozent 1950. Seit den sechziger Jahren ist sein Anteil jedoch stark gefallen, und zwar bis auf nur noch 9 Prozent 1985. Dagegen haben Japan und in den letzten Jahren auch "andere Regionen" stark an Bedeutung gewonnen.<sup>17</sup>

Zusammenfassend kann man feststellen, daß seit dem Zweiten Weltkrieg der Austausch von Direktinvestitionen zwischen den USA und den besonders dynamisch gewachsenen Industrieländern (bestimmte westeuropäische Staaten und Japan) zugenommen hat. Die Direktinvestitionen von Ausländern in den USA stammen bis auf Restgrößen aus dem industrialisierten OECD-Raum, während von den US-Direktinvestitionen trotz einer relativen Abnahme noch immer etwa ein Drittel in weniger industrialisierten Gebieten angelegt ist.

Die Branchenstruktur der Direktinvestitionen ist in den Tabellen 6 und 7 wiedergegeben. Auffallend ist Tatsache, daß in beiden Richtungen

die Direktinvestitionen im Handelssektor in den siebziger Jahren an Bedeutung stark gewannen und daß in der gesamten Nachkriegszeit die Investitionen im Bereich "Transport, Kommunikation und öffentliche Versorgungsunternehmen" ihre frühere Bedeutung fast vollständig verloren. Ansonsten veränderte sich an der Struktur der ausländischen Direktinvestitionen in den USA nur wenig. Demgegenüber zeigen die US-Direktinvestitionen im Ausland größere langfristige Änderungen in der Branchenstruktur. Auf Investitionen in der verarbeitenden Industrie entfielen 1897 nur 15 Prozent, dagegen 1970-85 41 Prozent, auf den Ölsektor entfielen 1897-1914 nur rund 13 Prozent; der Anteil stieg dann bis 1960 auf 34 Prozent und pendelte sich in den folgenden Jahrzehnten auf einem Niveau von rund 25 Prozent ein. Dagegen fielen Investitionen im Montansektor, die vor dem Ersten Weltkrieg noch 27 Prozent ausgemacht hatten, auf nur noch 3 Prozent 1980.

Für die Portfolioinvestitionen liegt die regionale Struktur seit 1897 bzw. 1914 vor. Sie ist in den Tabellen 8 und 9 wiedergegeben. Vor dem Ersten Weltkrieg konzentrierten sich die allerdings noch sehr geringen US-Portfolioinvestitionen im Ausland auf Kanada und Lateinamerika. Vom Ersten Weltkrieg bis zur Weltwirtschaftskrise, d.h. während der Boomjahre der US-Kreditgewährung an das Ausland, gewannen Europa und "andere Regionen" stark an Bedeutung, vor allem auf Kosten Lateinamerikas. Nach dem Zweiten Weltkrieg spielten auch internationale Institutionen eine Rolle, die zeitweise einen Anteil von über 20 Prozent erreichten. Das Gewicht Kanadas als Aufnahmeland amerikanischer Portfolioinvestitionen blieb - anders als bei den US-Direktinvestitionen - bis zur zweiten Hälfte der siebziger Jahre relativ stabil und fiel erst seitdem deutlich ab. Westeuropa fiel von circa 50 Prozent um 1950 auf nur noch 18 Prozent 1976 zurück, während gleichzeitig die US-Direktinvestitionen dorthin an Bedeutung stark gewonnen hatten. In den letzten zehn Jahren

konnte Westeuropa seinen Anteil an den US-Portfolioinvestitionen im Ausland wieder vergrößern. Für Japan ist kein Trend erkennbar. Lateinamerika dagegen steigerte seinen Anteil nahezu kontinuierlich von rund 7 Prozent um 1950 auf 36 Prozent 1985, in derselben Zeit also, als es unter den Aufnahmeländern für US-Direktinvestitionen stark zurückgefallen war. Für Lateinamerika und Westeuropa läßt sich also mit dem Zweiten Weltkrieg ein inverses Verhältnis von US-Direktinvestition einerseits und von US-Portfolioinvestition andererseits feststellen.

Vor dem Ersten Weltkrieg stammten die ausländischen Portfolioinvestitionen in den USA zu rund 90 Prozent aus Europa. Bis in die dreißiger Jahre fiel dieser Anteil auf rund 60 Prozent zurück, während Kanada und "andere Regionen" fast entsprechend an Bedeutung gewannen. Nach dem Zweiten Weltkrieg entfiel ein Anteil von durchgehend zwischen 41 und 60 Prozent der ausländischen Portfolioinvestitionen in den USA auf Westeuropa.<sup>18</sup> In den sechziger und frühen siebziger Jahren bewegte sich Westeuropas Anteil am oberen Ende dieser Marge, dagegen in den ersten Nachkriegsjahren und erneut seit 1981 am unteren Ende. Der kanadische Anteil war durchgehend wesentlich niedriger, lag bis 1970 mit 10-15 Prozent aber etwa in der Größenordnung des lateinamerikanischen und hielt sich in dieser Marge relativ stabil. Er fiel von 1970 bis 1975 aber auf weniger als die Hälfte zurück und stabilisierte sich anschließend auf dem ermäßigten Niveau. Japan ist erst seit 1968 erfaßt und steigerte seinen Anteil in den Jahren des Umbruchs der Währungsordnung von zuvor 6-7 Prozent plötzlich auf 15-16 Prozent 1971 und 1972, fiel ebenso plötzlich 1973 auf 10 Prozent zurück und hat sich in den letzten Jahren wieder bei 6-7 Prozent eingependelt. Bemerkenswert ist vor allem der Anstieg, den Lateinamerika in den letzten zehn Jahren und bis zum Ausbruch der internationalen Schuldenkrise 1981/82 auch "andere Regionen" zu verzeichnen hatten. Sie hielten in den letzten Jahren zusammen fast die Hälfte der gesamten ausländischen Portfoliobestände in

den USA. Während diese Teile der Welt, in denen sich die größten Schuldernationen, aber auch die reichen OPEC-Länder befinden, seit den siebziger Jahren einen immer größeren Teil der gesamten US-Portfolioinvestitionen im Ausland absorbierten, konnten sie selbst ihre Portfolioforderungen gegenüber den USA besonders seit 1979 relativ stärker als die großen Industrieregionen Westeuropa, Japan und Kanada steigern. Der Intensivierung des Direktinvestitionsaustausches zwischen den USA und den dynamischen Industrieländern Westeuropas und Japan entsprach in den letzten zehn Jahren eine Intensivierung des Portfolioinvestitionsaustausches zwischen den USA einerseits und besonders Lateinamerika, aber auch der Gruppe der "anderen Regionen" andererseits.<sup>19</sup>

#### IV. Erklärungshypothesen: Allgemeines

Die internationale Nettovermögensposition eines Landes ist - wenn man von Wertberichtigungen der Auslandsforderungen und -schulden aufgrund von Wechselkurs- oder Ertragswertänderungen absieht - das kumulierte Ergebnis der Struktur aller früheren Zahlungsbilanzergebnisse dieser Volkswirtschaft. Wenn alle internationalen Transaktionen ohne Rest(-posten, die allerdings zum größten Teil auch Kapitaltransaktionen, und zwar die nicht-meldepflichtigen bzw. nicht-gemeldeten, widerspiegeln) korrekt erfaßt werden, steht dem Saldo der Kapitalbilanz (einschließlich der Gold- und Devisenbilanz) mit umgekehrten Vorzeichen ein gleich hoher Saldo der Leistungsbilanz gegenüber. Wenn von Änderungen im Zeitwert von Auslandsvermögen abgesehen wird, ist die jährliche Änderung der internationalen Nettovermögensposition eines Landes (Bestandsgrößenvergleich zum jeweiligen Stichtag am Jahresende) gleich dem Saldo der Leistungsbilanz (Strömungsgröße) des betreffenden Jahres. Ein Leistungsbilanzüberschuß bedeutet, daß im Inland Einkommen entstehen, die nicht

in voller Höhe im Inland verwendet werden.

Das Volkseinkommen (genauer: Nettosozialprodukt zu Faktorkosten) läßt sich - wenn man zwecks Vereinfachung von der Existenz indirekter Steuern und staatlicher Subventionen an Unternehmen absieht - entsprechend Formel (1) in die üblichen Verwendungszwecke definitorisch aufgliedern:

$$(1) \quad Y = C_{pr} + I_{pr} + A_{st} + (Ex - Im)$$

Y = Nettosozialprodukt zu Faktorkosten (Volkseinkommen)

$C_{pr}$  = private Konsumausgaben im Inland

$I_{pr}$  = private Nettoinvestitionsausgaben im Inland

$A_{st}$  = Staatsausgaben im Inland

Ex = Exporte von Gütern und Dienstleistungen

Im = Importe von Gütern und Dienstleistungen

Gleichzeitig läßt sich das Volkseinkommen definitorisch aufteilen in die Elemente der Formel (2):

$$(2) \quad Y = C_{pr} + S_{pr} + St$$

$S_{pr}$  = private Ersparnisse im Inland

St = Steuern und Abgaben an den Staat

Da (1) und (2) gleich gesetzt werden können, ergibt sich die folgende Identitätsgleichung:

$$(3) \quad I_{pr} + A_{st} + (Ex - Im) = S_{pr} + St$$

Durch Umformung läßt sich diese Beziehung überführen in:

$$(4) \quad Ex - Im = (S_{pr} - I_{pr}) + (St - A_{st})$$

Diese Beziehung gilt immer ex post und kann als Identitätsgleichung noch nichts darüber aussagen, welche Elemente der Gleichung als unabhängige und welche als abhängige Variable anzusehen sind. Sie bringt lediglich zum Ausdruck, daß z.B. einem Leistungsbilanzüberschuß, d.h. einem Nettokapitalexport, in gleicher Höhe ein Überschuß der privaten Ersparnisse über die privaten Investitionen plus der Staatseinnahmen über die Staatsausgaben im Inland gegenüberstehen muß.

Da internationale Kapitalbewegungen sich über Änderungen der Leistungsbilanzsalden "realisieren", stellt sich die Frage, ob tendenziell eher die Leistungsbilanzströme die Kapitalbewegungen auslösen oder die Kapitalbewegungen die Änderungen der Leistungsbilanzsalden bewirken. Ein Teil der Kapitalbewegungen ist sicherlich von den Leistungsströmen "induziert". Wenn z.B. Unternehmen eines Landes auf Kreditbasis exportieren, so steht das Warengeschäft im Vordergrund und wirkt sich gleichzeitig und im gleichen Betrag auf die Kapitalbilanz aus. Eingespielte Handelsströme gelten jedoch als kurzfristig relativ wenig variabel, während Kapitalbewegungen auf veränderte Bedingungen auch kurzfristig schnell reagieren können.<sup>20</sup> Außer im Sonderfall von Kriegen, in denen die Deckung eines kriegsnotwendigen Bedarfs an Gütern und Diensten im Vordergrund steht und Kapitalbewegungen entsprechend angepaßt werden, ist in Industrieländern im allgemeinen der Einfluß des Kapitalverkehrs auf die Leistungsströme von größerer Bedeutung als die umgekehrte Wirkungsrichtung.<sup>21</sup>

In der theoretischen Literatur finden sich verschiedene Hypothesen zur Erklärung des Auslandsinvestitionsverhaltens bzw. der internationalen Kapitalströme:

1. die Lebenszyklushypothese für die Summe von Direkt- und Portfolioinvestitionen,<sup>22</sup>
2. die Produktzyklenhypothese für Direktinvestitionen,
3. das Protektionismusargument für Direktinvestitionen,
4. das Wechselkursargument für Direktinvestitionen,
5. das Zinsdifferenzenargument für Portfolioinvestitionen,
6. das Safe-Haven-Argument, vor allem für Portfolioinvestitionen.<sup>23</sup>

Lebenszyklushypothese. Die Voraussetzung für anhaltende Nettokapitalexporte und damit für eine positive Entwicklung der Nettovermögenspo-

sition eines Landes ist ein anhaltender Überschuß der privaten Ersparnisse eines Landes über die privaten inländischen Investitionen, der nicht durch staatliche Budgetdefizite aufgezehrt wird. Ein solcher anhaltender Überschuß ist in der Regel nur in Ländern ab einer bestimmten Entwicklungsstufe möglich. Im 19. Jahrhundert war zunächst die fortgeschrittenste Volkswirtschaft, Großbritannien, das mit Abstand dominierende Kapitalexportland der Welt, während Deutschland und die USA in ihrer industriellen Revolutionsphase um die Mitte des 19. Jahrhunderts noch Kapitalimportländer waren. Deren Kapitalverkehrsbilanzen kehrten sich erst gegen Ende des Jahrhunderts während ihrer Hochindustrialisierungsphase um. Mit gesteigertem Volkseinkommen war dort die Ersparnisbildung nicht nur absolut, sondern auch relativ gewachsen.<sup>24</sup>

Produktzyklenhypothese. Was Direktinvestitionen im Ausland angeht, so gehört es zum Grundmuster industrieller Entwicklung, daß mit neuen und wachsenden Industriekapazitäten zunächst der inländische Markt und daran anschließend per Export die Auslandsmärkte versorgt werden. Wenn auf diese Weise die Produktion standardisierter Massenware technologisch ausgereift und zur Routine geworden ist, entsteht die Tendenz, die Exporte durch Direktinvestitionen im Ausland zu ersetzen, sowohl weil die Unternehmen inzwischen die notwendige Kapitalkraft dazu erworben haben als auch weil die Produktion technisch ausgereift ist und nunmehr durch weniger qualifizierte Arbeitskräfte im Ausland kostengünstiger durchgeführt werden kann.<sup>25</sup>

Protektionismusargument. Durch Produktion im Ausland entfallen die Nachteile von Handelsbarrieren für die Belieferung ausländischer Märkte. Direktinvestitionen im Ausland werden deshalb teilweise auch durch handelsprotektionistische Maßnahmen des Aufnahmelandes gefördert.

Wechselkursargument. Da auf Auslandsmärkten tätige Unternehmen unter Kostengesichtspunkten entscheiden müssen, ob sie diese über Tochterunternehmen im Ausland (Direktinvestitionen) oder über Exporte aus

inländischer Produktion beliefern, hat auch der Wechselkurs einen Einfluß auf die Höhe von Direktinvestitionen im Ausland. In einer Volkswirtschaft, für deren Währung der reale Wechselkurs gesunken ist, sind, in Auslandswährung gerechnet, die inländischen Produktionskosten und die Exporte gegenüber den Produktionskosten im ausländischen Tochterunternehmen billiger geworden. Deshalb reduziert die Abwertung einer Währung tendenziell die Neigung zu Direktinvestitionen im Ausland, während eine Aufwertung den Anreiz verstärkt.

Was die privaten lang- und kurzfristigen Portfolioinvestitionen im Ausland angeht, so hängen sie vor allem von zwei Einflußgrößen ab: erstens, von den Zinsdifferenzen und, zweitens, von der Bewertung politischer Risiken, die im übrigen auch in Entscheidungen über Direktinvestitionen eingeht.

Zinsdifferenzenargument. Zinsdifferenzen spielten zur Zeit des Goldstandards vor dem Ersten Weltkrieg eine wichtige Rolle nicht nur für die erste Anpassung von Volkswirtschaften an Zahlungsbilanzungleichgewichte durch Kapitalbewegungen, sondern auch für eine dauerhafte Lenkung von Ersparnisströmen aus den hochindustrialisierten Gläubigerstaaten in Schuldnerländer an der Peripherie industrieller Entwicklung. Bei relativ geringerer Kapitalintensität der Produktion tendiert dort die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in einzelnen Bereichen höher zu sein als in den am weitesten entwickelten Ländern.<sup>26</sup> Da das Zinsniveau einer Volkswirtschaft und die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sich tendenziell angleichen, kann sich zwischen hochentwickelten und weniger entwickelten Volkswirtschaften ein Zinsgefälle auch auf Dauer halten, das die Kapitalströme aus den wirtschaftlich starken in die noch schwachen Volkswirtschaften in Bewegung hält.

Wenn im Goldstandard oder in einem anderen System fester Wechselkurse keine größeren Wechselkursänderungen zu erwarten sind,

spiegeln die nominalen Zinsdifferenzen zum größten Teil auch die realen Zinsdifferenzen wider. Denn es sind die über Wechselkursänderungen berechneten realen Zinsdifferenzen, die für den Investor von Bedeutung sind. In einem System flexibler Wechselkurse, wie es seit 1973 vorherrscht, spielen die Wechselkursänderungserwartungen für die Ermittlung der realen Zinsdifferenzen, die ihrerseits bestimmend auf die Kapitalströme einwirken, eine sehr wichtige Rolle. Im Gegensatz zum Festkurssystem können sich sehr große nominale Zinsdifferenzen ergeben, während die realen Zinsdifferenzen, die die Kapitalströme in Gang setzen, viel geringer sind und sogar umgekehrt sein können. So kann trotz eines vergleichsweise hohen Zinsniveaus in den USA Kapital in die Bundesrepublik oder in die Schweiz fließen, wenn mit einer Abwertung des Dollar und einer Aufwertung der Währungen der beiden anderen Länder gerechnet wird.

Save-Haven-Argument. Der Einfluß der Bewertung wirtschafts- und allgemeinpoltischer Risiken auf internationale Kapitalströme wird auch als "Safe-Haven" (sicherer Hafen)-Motiv in der Literatur diskutiert. Das Phänomen der "Kapitalflucht" fällt in diese Kategorie, d.h. internationale Vermögenstransaktionen, die z.B. aus Angst vor dem Zugriff des Fiskus, in Erwartung von Eingriffen in die Freiheit des Kapitalverkehrs oder in Erwartung politischer Krisen ausgelöst werden, ohne daß sie auf eine Änderung der Zinsdifferenzen zurückgeführt werden könnten.

#### V. Die beobachtete Entwicklung im Lichte der Erklärungshypothesen

Im folgenden wird der Versuch unternommen, mit Hilfe der genannten Hypothesen die historische Entwicklung der Kapitalströme aus den und in die USA zu erklären. Dabei geht es nicht um die empirische Bestätigung oder Wiederlegung der Hypothesen. Sie sollen vielmehr mit wechselnden Gewichten in unterschiedlichen Phasen der Entwicklung als Interpretationshilfen dienen, als theoretische Werkzeuge zur Deutung historischer

Abläufe.

1914 waren rund 80 Prozent der amerikanischen Auslandsanlagen aus Direktinvestitionen entstanden, während ungefähr derselbe Prozentsatz der amerikanischen Auslandsschulden auf Portfolioinvestitionen von Ausländern in den USA entfiel (Tabellen 2 und 3). Beides erklärt sich aus der Dynamik des amerikanischen Wirtschaftswachstums in den Jahrzehnten zuvor. Sie machte sich nämlich auch darin bemerkbar, daß das Zinsniveau in den USA langfristig über dem des größten Gläubigerlandes Großbritannien lag und deshalb ausländische Ersparnisse zur Anlage auf den amerikanischen Kapitalmarkt strömten. In der gesamten Periode 1870-1914 bezogen die USA 55-60 Prozent ihrer Nettokapitalimporte aus Großbritannien. Williamson schätzte, daß fast 70 Prozent der gesamten US-Nettokapitalimporte 1870-1915 in Eisenbahnanlagen floß.<sup>27</sup> Auch wissen wir, daß dabei der normale Aktienerwerb kaum eine Rolle spielte, sondern der Erwerb von Anleihen (und allenfalls von den anleiheähnlichen Vorzugsaktien) mit weitem Abstand im Vordergrund stand.<sup>28</sup>

Statistiken, die Michael Edelstein zusammengestellt hat, erlauben einen Einblick in die Zinsdifferenz zwischen britischen und amerikanischen Eisenbahnanleihen. Im Durchschnitt der Periode 1870-1913 betragen die realisierten Renditen für solche Anleihen im Vereinigten Königreich 3,74 Prozent gegenüber 6,03 Prozent in den USA.<sup>29</sup> Die Differenz spiegelte z.T. das höhere Risiko einer Anlage in amerikanischen Eisenbahnpapieren wider. Aber gerade wegen der höheren Ertragsaussichten wurde risikobereites britisches Kapital in die USA gelockt. Die Dynamik des US-Wirtschaftswachstums wirkte sich aber auch auf der Kapitalexportseite aus. Technisch-industriell hatte die amerikanische Wirtschaft das zuvor führende Industrieland Großbritannien bereits in den 1890er Jahren überholt,<sup>30</sup> übernahm von den Engländern Exportmärkte vor allem auf dem amerikanischen Kontinent und begann im Sinne der Produktzyklen-

hypothese diese Märkte nun zunehmend durch Tochterunternehmen der inländischen Konzerne, d.h. durch Direktinvestitionen vor allem in Kanada und Mittelamerika zu beliefern.<sup>31</sup> Aber noch bedeutender waren damals die Direktinvestitionen im Primärgütersektor zur Versorgung der eigenen Wirtschaft mit Rohstoffen und Nahrungsmitteln, die amerikanische Kaufleute zuvor auf dem Handelswege in die USA importiert hatten.<sup>32</sup>

Dabei spielte offenbar auch die zunehmende Tendenz zu internationalen Kartellabsprachen eine Rolle. Einerseits verteuerten sie oder gefährdeten gar den Rohstoffbezug aus dem Ausland über den Markt. Andererseits hatte der Sherman Act von 1890 solche Kartellabsprachen zwischen unabhängigen Unternehmen verboten. Dies erhöhte für amerikanische Firmen den Anreiz, internationale Absprachen und Kooperation über Tochterunternehmen im Ausland zu praktizieren.<sup>33</sup>

Es flossen also europäische, bes. britische Ersparnisse in Form von Finanzkapital in die USA. Seit den letzten Jahrzehnten des 19. Jahrhunderts wurde die mit dem Volkseinkommen gewachsene Sparkapitalkraft der amerikanischen Volkswirtschaft nicht nur zur Finanzierung der inländischen Investitionen, sondern auch dazu genutzt, Unternehmerkapital vor allem in den Nachbarstaaten für produktive Investitionen einzusetzen. Von 1897 bis 1913 (nur mit Ausnahme der Jahre 1909 und 1910) war die US-Leistungsbilanz regelmäßig im Überschuß.<sup>34</sup> Da Budgetungleichgewichte noch keine bedeutende Rolle spielten, bedeutet dies im Sinne der obigen Formel (4), daß die privaten inländischen Ersparnisse seit dieser Zeit größer waren als die privaten inländischen Investitionen. Zwar wies die amerikanische Handelsbilanz schon seit 1874 andauernd Überschüsse aus; doch wurden diese bis 1896 durch Defizite in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz überkompensiert (mit Ausnahme der Jahre 1876-81 und 1884).<sup>35</sup>

Aus dem Ersten Weltkrieg gingen die amerikanische Volkswirtschaft gestärkt, die europäischen Volkswirtschaften dagegen geschwächt hervor.

Die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland setzten deshalb ihre Wachstumstendenz der Vorkriegszeit aus den schon erwähnten Gründen fort, während die Direktinvestitionen von Ausländern in den USA im Krieg zusammengeschrumpft waren und ihr Vorkriegsniveau während der gesamten Zwischenkriegsjahre kaum überschritten. Nunmehr wurde auch Westeuropa eine zunehmend wichtige Aufnahmeregion für US-Direktinvestitionen (Tabelle 4). Diese Tendenz dürfte auch die Zunahme handelsprotektionistischer Tendenzen und durch die relative Abwertung europäischer Währungen gegenüber dem Dollar, bes. zur Zeit flexibler Wechselkurse in den ersten Nachkriegsjahren, gefördert worden sein.

Noch stärker als amerikanische Direktinvestitionen stiegen in den Jahren bis zur Weltwirtschaftskrise aber die lang- und kurzfristigen US-Portfolioinvestitionen im Ausland, vor allem in Kanada und Deutschland.<sup>36</sup> Nunmehr lag das Zinsniveau auf dem amerikanischen Kapitalmarkt niedriger als in den Hauptanlageländern, so daß mit der Zinsdifferenz auch der Finanzkapitalstrom gegenüber der Vorkriegszeit umgekehrt verlief. Nach einer Berechnung des US-Department of Commerce lag die Rendite der Auslandsanleihen von 1920 bis 1928 zwischen 1,44 und 1,91 Prozentpunkte höher als die Rendite von Inlandsanleihen.<sup>37</sup> In Deutschland führte das durch die Hyperinflation angeschlagene Vertrauen in die Währung zu einer besonders restriktiven Geld- und Kreditpolitik seit 1924 und damit zu einem etwa doppelt so hohen Kapitalmarktzinsniveau wie vor dem Ersten Weltkrieg.<sup>38</sup> In Kanada ergaben sich im Sog des amerikanischen Booms der 1920er Jahre besondere industrielle Entwicklungsmöglichkeiten, die die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in diesem Land und damit das Zinsniveau hoch hielten.<sup>39</sup>

Zwar stiegen in der zweiten Hälfte der zwanziger Jahre auch die lang- und kurzfristigen Portfolioinvestitionen von Ausländern in den USA, doch war dies nicht zinsinduziert. Bei den langfristigen Anlagen

stand Spekulationskapital im Vordergrund, das während der Aktienhausse an die New Yorker Wertpapierbörse floß. Bei den kurzfristigen Geldern handelte es sich um Kapitalfluchtgelder ("Safe-Haven"-Motiv) sowie um liquide Dollarbestände von Ausländern, die diese wegen der zunehmenden Bedeutung des Dollar als internationale Transaktions- und Reservewährung hielten. Für diese Zurechnung spricht auch die Tatsache, daß in der Finanz- und Wirtschaftskrise 1931 die lang- und kurzfristigen Vermögensanlagen von Ausländern in den USA auf weniger als die Hälfte schrumpften, während die ausgewiesenen amerikanischen Vermögensanlagen im Ausland kaum zurückgingen (Tabelle 1).

Der Zusammenbruch der liberalen Weltwirtschaftsordnung in den dreißiger Jahren kommt auch in den Statistiken zur internationalen Vermögensposition der USA voll zum Ausdruck. Die Auslandsanlagen des kapitalstärksten Landes schrumpften von 1930 bis 1940, und zwar in allen Bereichen. Nach dem erwähnten drastischen Rückgang der ausländischen Vermögensanlagen in den USA von 1930 auf 1931 stiegen diese bis 1940 auf ein Rekordniveau, auf dem sie die amerikanischen Auslandsanlagen seit 1914 erstmals wieder übertrafen (Tabelle 1). An dieser Entwicklung nahmen sowohl die kurz- und langfristigen ausländischen Portfolioinvestitionen als auch die ausländischen Direktinvestitionen in den USA teil. Dies kann nicht durch die Zinsdifferenz, die eher einen umgekehrten Kapitalstrom hätte bewirken müssen, erklärt werden. Ein Vergleich der Renditen amerikanischer und britischer Staatsanleihen zeigt dies an, da Großbritannien für ausländische Kapitalanlagen das mit den USA konkurrierende Finanzzentrum war:<sup>40</sup>

	Rendite brit. "Consols"	Rendite US-amerik. Regierungsanleihen	Differenz
1933	3,39	3,31	-0,08
34	3,10	3,12	+0,02
35	2,89	2,79	-0,10
36	2,93	2,69	-0,24

37	3,28	2,74	-0,54
38	3,38	2,61	-0,77
39	3,72	2,41	-1,31

Noch deutlicher tritt dies bei einem Vergleich der kurzfristigen Zinssätze hervor:<sup>41</sup>

	Rendite brit. Schatzwechsel (3 Mon.)	Rendite US-amerik. Schatzwechsel (3 Mon.)	Differenz
1933	0,59	0,52	-0,07
34	0,73	0,26	-0,47
35	0,55	0,14	-0,41
36	0,58	0,14	-0,44
37	0,56	0,45	-0,11
38	0,61	0,05	-0,56
39	1,32	0,02	-1,30

Auch die Produktzyklenhypothese für den Bereich der Direktinvestitionen gibt in dieser Periode an Erklärungskraft wenig her. Als marktwirtschaftliche Ursache für den Nettodirektinvestitionsstrom in die USA könnte man allenfalls auf die Erhöhung der Zölle im Zusammenhang mit dem Smoot-Hawley-Gesetz von 1930 und auf die Abwertung des amerikanischen Dollar 1933/34 verweisen. Aber Abwertungen und Erhöhungen von Handelsbarrieren waren auch im Ausland eine verbreitete Erscheinung. Die Hauptlast der Erklärung fällt deshalb dem "Safe-Haven"-Argument zu. Die Weltwirtschaftskrise hatte vor allem in Europa drastische Eingriffe in die Freiheit des Kapitalverkehrs, Unsicherheiten über die Zukunft des Wirtschaftssystems und mit dem Vordringen faschistischer und sozialistischer Kräfte auch politische Risiken größten Ausmaßes herbeigeführt, die über den Bürgerkrieg in Spanien und den Abessinienkrieg Italiens, die Besetzung Österreichs und der Tschechoslowakei sowie die Judenverfolgung durch Deutschland schließlich 1939 in den Zweiten Weltkrieg einmündeten. Dies trieb Kapital in das politisch relativ stabile und wirtschaftlich relativ stärkste Land, die USA, und zwar weitgehend

unabhängig von den in normalen Zeiten üblichen Renditeüberlegungen.

Mehr als drei Viertel der Nettokapitalimporte der USA 1935-39 stammten aus Europa.<sup>42</sup> Cleona Lewis schrieb über die US-Kapitalimporte in den dreißiger Jahren: "... many Europeans were seeking a safe refuge for their savings, and therefore were investing in American securities."<sup>43</sup> Und an anderer Stelle stellte sie 1938 fest: "The gradual restoration of confidence in the American situation - under way since 1933 - has coincided with unsettling threats of war and other impending political and economic difficulties in various parts of the world. Both influences have encouraged the inflow of foreign capital ... The short-term balances now held in American banks to the credit of foreigners are made up principally of frightened capital that has come here for temporary safe-keeping."<sup>44</sup> Zusätzlich weist Hal B. Lary darauf hin, daß Spekulationen um eine Abwertung der Goldblockwährungen (französischer Franc, holländischer Gulden, Schweizer Franken) seit 1935 zum Strom kurzfristigen Kapitals in die USA beitrugen.<sup>45</sup> Bloomfield macht auch auf den etwa hundertprozentigen Kursanstieg an der New Yorker Aktienbörse vom März 1935 bis März 1937 aufmerksam, der ähnlich wie schon 1928-29 Ausländer zum Erwerb amerikanischer Aktien motivierte.<sup>46</sup>

Die "Safe-Haven"-Erklärung wird auch gestützt von der Tatsache, daß die USA die ihnen aus dem Ausland zufließenden Mittel sowie auch einen Teil ihres eigenen Überschusses der privaten inländischen Ersparnisse über die privaten inländischen Investitionen zur Thesaurierung in renditelosen Währungsgoldreserven statt zu Investitionen im Ausland verwendeten. Die Goldreserven stiegen von 4,0 Mrd. Dollar 1933 über 11,4 Mrd. 1936 auf 22 Mrd. Dollar 1940 an (Tabelle 1). Die amerikanischen Budgetdefizite dieser Periode absorbierten den anderen Teil des Überschusses der inländischen und importierten Ersparnisse über die inländischen Investitionen; die amerikanische Staatsverschuldung, d.h. die kumulier-

ten Budgetdefizite, aller Gebietskörperschaften stieg von 38,7 Mrd. Dollar Ende 1932 auf 63,3 Mrd. Dollar Ende 1940.<sup>47</sup>

Nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs hatte sich an dieser Konstellation wenig geändert. 1945 übertrafen die ausländischen Anlagen in den USA die amerikanischen Anlagen im Ausland noch immer leicht, während die amerikanischen Währungsgoldbestände mit 20,1 Mrd. Dollar hoch geblieben waren. Anders als nach dem Ersten Weltkrieg war es jetzt der amerikanische Bundesstaat, der das Wachstum der amerikanischen Auslandsinvestitionen über seine verschiedenen Auslandshilfe- und Wiederaufbauprogramme wieder in Gang brachte.<sup>48</sup> Von dem fast hundertprozentigem Zuwachs der amerikanischen Vermögensanlagen im Ausland von 1945 bis 1949 (bei gleichzeitigem Rückgang der Auslandsschulden, vgl. Tabelle 1) gingen rund 80 Prozent auf staatliche Anlagen zurück, die ein Ergebnis sowohl außen- als auch wirtschaftspolitischer Entscheidungsprozesse waren. Die unklaren politischen und wirtschaftlichen Verhältnisse in Europa hemmten wie in den dreißiger Jahren noch bis 1950 den Fluß privaten US-Kapitals nach Europa. In der ersten Hälfte der fünfziger Jahre setzte er stärker ein, während die staatlichen Auslandsanlagen nunmehr an Bedeutung zurücktraten (Tabelle 2). Von 1949 bis 1955 stiegen die US-Vermögensanlagen im Ausland durchschnittlich um 6,7 Prozent pro Jahr, während das US-BSP um 7,6 Prozent pro Jahr zunahm (vgl. Tabelle 1). Der amerikanische Investitionsstrom ins Ausland wurde in dieser Zeit aber durch den Zuwachs der ausländischen Vermögensanlagen in den USA nicht nur relativ (11,1% p.a.), sondern sogar auch in absoluten Beträgen übertroffen.<sup>49</sup> In dieser Periode fiel die internationale Nettovermögensposition der USA in Relation zum BSP (Spalte 5 von Tabelle 1), die durch die staatliche Kreditgewährung von 1945-49 stark angestiegen war, wieder auf das Niveau von 1945 zurück.

Es war die Zeit der vieldiskutierten Dollarlücke. Erst seit der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre übertraf der Zuwachs der US-Auslands-

anlagen wieder deutlich den Zuwachs der Auslandsschulden, wodurch sich die Dollarknappheit außerhalb der USA auflöste. Denn während das US-BSP von 1955-65 um durchschnittlich 5,6 Prozent pro Jahr zunahm, wuchsen die US-Vermögensanlagen im Ausland um 9,4% p.a., die ausländischen in den USA dagegen nur um 7,8% p.a. (vgl. Tabelle 1).

Amerikanische Ersparnisse, die in den dreißiger Jahren in Gold thesauriert, in der zweiten Hälfte der vierziger Jahre über den amerikanischen Staat dem Ausland zugeleitet wurden, flossen seit der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre wieder über die privaten Kapitalmärkte und aus Renditeerwägungen ins Ausland. Die folgende Übersicht zeigt die Zinsdifferenzen zwischen den USA und Großbritannien im lang- und kurzfristigen Bereich:<sup>50</sup>

	Rendite brit. "Consols"	Rendite US-amerikan. Reg.anleihen	Differenz	Rendite brit. Schatzwechsel (3 Mon.)	Rendite US-amerik. Schatzwechsel (3 Mon.)	Differenz
1950	3,54	2,32	1,22	0,52	1,22	-0,70
51	3,78	2,57	1,21	0,56	1,55	-0,99
52	4,23	2,68	1,55	2,20	1,77	0,43
53	4,08	2,94	1,14	2,30	1,93	0,37
54	3,75	2,55	1,20	1,79	0,95	0,84
55	4,17	2,84	1,33	3,75	1,75	2,00
56	4,73	3,08	1,65	4,95	2,66	2,29
57	4,98	3,47	1,51	4,81	3,27	1,54
58	4,98	3,43	1,55	4,56	1,84	2,72
59	4,82	4,07	1,75	3,38	3,41	0,97
60	5,42	4,01	1,41	4,89	2,93	1,96
61	6,20	3,90	2,30	5,14	2,38	2,76
62	5,98	3,95	2,03	4,17	2,78	1,39
63	5,58	4,00	1,58	3,67	3,16	0,51
64	6,03	4,15	1,88	4,59	3,55	1,04
65	6,42	4,21	2,21	5,91	3,95	1,96

Die amerikanischen Portfolioinvestitionen konzentrierten sich zunächst, vor allem in den fünfziger Jahren, auf Westeuropa, seit den

1970er Jahren dagegen auf Lateinamerika (Tabelle 8). Im ersten Fall sorgte der Wiederaufbaubedarf nach dem Krieg, im zweiten Fall die rasante industrielle Entwicklung Lateinamerikas für eine hohe Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und damit für ein vergleichsweise hohes Zinsniveau in den jeweiligen Regionen. Bei den Direktinvestitionen der USA, die von 1945 bis Mitte der 1970er Jahre den weitaus größten Teil der privaten US-Auslandsanlagen ausmachten (vgl. Tabelle 2), verlief die Entwicklung genau umgekehrt. Bis in die fünfziger Jahre blieb neben Kanada Lateinamerika dominant, während seit der Gründung der EWG Westeuropa die bevorzugte Investitionsregion wurde (Tabelle 4). Als Erklärung hierfür sind vor allem die Dynamik und Größe des westeuropäischen Marktes mit seiner Zollfreiheit nach innen und dem gemeinsamen Schutzzoll nach außen sowie die relative Unterbewertung europäischer Währungen bis in die 1970er Jahre zu nennen.

Einen zweiten größeren Einbruch zeigt die internationale Nettovermögensposition der USA in Relation zum BSP von Mitte der sechziger bis Anfang der siebziger Jahre an, als die Währungsgoldreserven gegenüber den Jahren vor und nach dem Zweiten Weltkrieg erheblich an Bedeutung eingebüßt hatten. Das Nettoauslandsvermögen der USA fiel von 9,0 Prozent des amerikanischen BSP 1965 auf 3,1 Prozent 1972 (Tabelle 1). Während das BSP in dieser Periode nominal um 8,2% p.a. stieg, wuchsen die US-Vermögensanlagen im Ausland um 8,5% p.a. Die ausländischen Vermögensanlagen in den USA wuchsen in dieser Periode dagegen um 15,5% p.a. und damit nunmehr wieder mit Abstand stärker als das amerikanische BSP. Dies war die Periode des Vietnamkrieges, in der Defizite im amerikanischen Bundeshaushalt sowie die damals rege Investitionstätigkeit in der US-Wirtschaft offenbar in größerem Umfang durch Ersparnisse des Auslands finanziert werden konnten. Dazu haben die Versuche der amerikanischen Regierung, durch eine Zinsausgleichsteuer (Interest Equalization Tax

von 1963) und durch Appelle (1965) und verpflichtende Auflagen (1968) zur Beschränkung der Direktinvestitionen im Ausland den Abfluß amerikanischen Kapitals zu bremsen, anscheinend nicht entscheidend beigetragen.<sup>51</sup> Stattdessen waren es die lang- und kurzfristigen Portfolioinvestitionen von Ausländern in den USA, die den Swing in der Kapitalbilanz herbeiführten. Zum einen trug die Expansion des Eurodollarmarktes, auf dem sich auch amerikanische Kreditnehmer wegen fehlender Mindestreservevorschriften billiger verschulden konnten als in den USA, zum Wachstum der Kapitalzuflüsse in die USA bei.<sup>52</sup> Zum anderen war es die Akkumulation von Dollarbeständen durch außeramerikanische Zentralbanken zur Verteidigung bestimmter Dollarparitäten und damit des Systems fester Wechselkurse an sich. Insofern spielten staatliche Kapitalanlagen in den USA für das hohe Wachstum der amerikanischen Kapitalimporte in der Periode 1965-1972 eine wichtige Rolle.<sup>53</sup>

Zinsdifferenzen, und zwar die realen, dürften auch über den Eurodollarmarkt hinaus eine Rolle gespielt haben. Sie sind seit der Erosion des Bretton-Wood-Systems fester Wechselkurse am Ausgang der sechziger Jahre und seinem schließlichen Ende 1973 jedoch schwer kalkulierbar, da Wechselkursänderungserwartungen seitdem eine zentrale Rolle spielen, aber nicht direkt meßbar sind.

Von 1973 bis 1982 hielt sich der Anteil der internationalen Nettovermögensposition der USA am BSP tendenziell stabil in einer Schwankungsbreite zwischen 3,5 und 4,9 Prozent. In dieser Periode wuchsen sowohl die US-Vermögensanlagen im Ausland mit 16,0% p.a. als auch die Anlagen von Ausländern in den USA mit 15,6% p.a. weit stärker als das nominale amerikanische BSP mit 10,0% p.a. (vgl. Tabelle 1); mit anderen Worten, die Internationalisierung der US-Wirtschaft setzte sich entsprechend der weltweiten Zunahme der Kapitalmarktverflechtungen fort.<sup>54</sup> Auffallend für diese Periode ist allerdings die starke Strukturverschiebung im Direktinvestitionsbereich: Amerikanische Direktinvestitionen im

Ausland wuchsen nur noch schwach, ausländische Direktinvestitionen in den USA dagegen dramatisch an (vgl. Tabellen 2 und 3). Letzteres dürfte zum Teil auf Ölgelder zurückzuführen sein, die in größeren Unternehmensbeteiligungen Anlage suchten, sowie darauf, daß vor allem japanische und europäische Unternehmen als Reaktion auf neo-protektionistische Strömungen in den USA ihre Produktionsstätten in Amerika vermehrten. Auch waren japanische und europäische Firmen nach der erfolgreichen Erschließung des amerikanischen Marktes für ihre Exporte schließlich in den siebziger Jahren in kapitalmäßige Größenordnungen hineingewachsen, die ihnen eine verstärkte Multinationalisierung ihrer Produktion erlaubten. Die Umkehr der Direktinvestitionsbilanz ist jedoch vorwiegend der Abwertung des Dollar zu Beginn der siebziger Jahre zuzurechnen. Dadurch wurde - in europäischer Währung gerechnet - die Produktion in den USA relativ billiger.<sup>55</sup> Ende der siebziger Jahre und erst recht nach der Wahl Reagans zum Präsidenten wurde das Investieren in Amerika auch durch erhebliche Steuererleichterungen wieder attraktiver gemacht,<sup>56</sup> so daß der Trend zu verstärkten Direktinvestitionen in den USA auch die Periode des starken Dollarkursanstiegs von 1980 bis Anfang 1985 überdauert hat.

Die Aufwertungstendenz des Dollar von 1980 bis zum Höhepunkt 1985 kann vor allem mit der Antiinflationspolitik des Federal Reserve Board erklärt werden, die schon im Herbst 1979 eingeleitet wurde und über eine Reduzierung des Geldmengenwachstums zunächst zu einem Anstieg des Nominalzinsniveaus und alsbald über eine Reduzierung der Inflationsrate zu einem starken Anstieg des Realzinsniveaus führte. Die 1981 von der Reaganregierung beschlossenen Steuersenkungen, bes. für die Unternehmen,<sup>57</sup> trugen einerseits zu einer dramatischen Erhöhung der Defizite im amerikanischen Bundeshaushalt und damit am Kapitalmarkt zu einer verstärkten staatlichen Nachfrage nach privaten Ersparnissen bei. Andererseits bedeuteten sie, bes. insoweit sie über Abschreibungserleichterun-

gen an die Unternehmen gegeben wurden, eine staatliche Subvention für die privaten Investitionen; durch sie konnte die Investitionsunlust der Unternehmen überwunden werden, die durch die hohen Realzinsen entstanden war und in die Depression von 1982 geführt hatte. 1983 und bes. 1984 wuchs die amerikanische Wirtschaft kräftig, während der Abbau der Defizite in den Staatshaushalten Japans und der europäischen Länder dort die Investitionsnachfrage und das wirtschaftliche Wachstum relativ niedrig ausfallen ließ. Die vergleichsweise hohe Ersparnisbildung in den Volkswirtschaften Japans und Europas wurde dort durch die Nachfrage nach Kapital für Investitionen und zur Deckung der abnehmenden Haushaltsdefizite nicht ausgeschöpft, während in den USA die hohen Haushaltsdefizite sowie die stärkere Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung der Investitionen aus den inländischen Ersparnissen allein nicht gedeckt werden konnten. Eine positive Nominal- und Realzinsdifferenz zugunsten der USA, die sowohl europäisches als auch japanisches Kapital in die USA trieb und den Export amerikanischen Kapitals bremste, war die Folge. Im Bereich der Handels- und Leistungsbilanzen schlug sich dieser Kapitalstrom in steigenden Leistungsbilanzüberschüssen der europäischen und japanischen Volkswirtschaften und in steigenden Leistungsbilanzdefiziten der amerikanischen Volkswirtschaft nieder.<sup>58</sup> Die amerikanische Volkswirtschaft prosperierte bei gleichzeitigem Verzehr ihres Auslandsvermögens.

Neben den Zinsdifferenzen ist auch das "Safe-Haven"-Argument zur Erklärung der Kapitalzuflüsse in die USA in den achtziger Jahren herangezogen worden. Insbesondere Bürger und Unternehmen aus lateinamerikanischen Staaten hätten seit Ausbruch der internationalen Schuldenkrise Vermögen in die USA transferiert, um es vor Eingriffen des eigenen Staates zu schützen.<sup>59</sup> Auch wenn man berücksichtigt, daß amerikanisches Kapital nicht mehr wie in den siebziger Jahren nach Lateinamerika floß, weil die Kreditwürdigkeit dieser Region erschüttert war und solche

Anlagen als "unsafe" galten, so tritt doch das "Safe-Haven"-Argument zur Erklärung des "Swing" in der amerikanischen Kapitalbilanz an Bedeutung hinter dem Realzinsdifferenzenargument weit zurück; denn quantitativ dominierend blieben die Änderungen in den Kapitalströmen zwischen Europa und Japan einerseits und den USA andererseits. Das zeigt sich auch darin, daß mit der Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums, d.h. auch der Investitionsnachfrage, seit 1985 eine Verminderung der Realzinsdifferenz eintrat, die zur Abschwächung der Anlagebereitschaft europäischen und japanischen Kapitals in den USA und damit zum starken Rückgang des Dollarkurses beitrug.

Seit 1982 haben die US-Vermögensanlagen im Ausland erstmals einen beträchtlich geringeren Zuwachs erfahren als das US-Sozialprodukt. In der Periode 1982-85 betrug ihre durchschnittliche jährliche Wachstumsrate nur noch 5,0 Prozent, während das nominale US-BSP um durchschnittlich 10,0 Prozent, die ausländischen Vermögensanlagen in den USA sogar um 15,5 Prozent pro Jahr anstiegen (vgl. Tabelle 1).

Seit 1965 hat sich das Wachstum der ausländischen Vermögensanlagen in den USA über alle drei betrachteten Subperioden hinweg mit einer Rate von ca. 15,5 % p.a. bemerkenswert stabil gehalten (wenngleich dies wegen der Preisentwicklung ganz unterschiedliche reale Zuwächse bedeutet). Die relative Erosion der internationalen Nettovermögensposition der USA ergab sich daraus, daß das Wachstum der US-Vermögensanlagen im Ausland in den Perioden 1965-72 und erneut seit 1982 weit dahinter zurückblieb und gleichzeitig gegenüber den Vorperioden eine relative Abschwächung zeigte. Mitte der sechziger Jahre dominierte noch der rapide Anstieg des Wachstums der Auslandsschulden die Verschlechterung der US-Vermögensposition gegenüber dem Ausland, während es seit 1982 der drastische Rückgang des Wachstums der US-Auslandsforderungen war.

## VI. Voraussenhbare Entwicklungen

Im Gegensatz zur Periode vor dem Ersten Weltkrieg sind die USA heute in ihrer eigenen, nicht in fremder Währung gegenüber dem Ausland verschuldet. Ihre Schulden sind insofern heute auch von einer anderen Qualität als die der Dritten Welt: Für die US-Schulden besteht kein Solvenzproblem. Die Dollars, mit denen die Auslandsschulden zu bedienen oder zurückzuzahlen sind, können vom Schuldner selbst in jeder notwendigen Menge geschaffen werden, freilich mit dem Risiko einer stärkeren Inflation. Diese würde jedoch gleichzeitig mit einer weiteren Abwertung des Dollar und damit der Auslandsschulden verbunden sein. Im Gegensatz zu einem Schuldnerland in Auslandswahrung kann die amerikanische Wirtschaftspolitik über den realen Wert der Schulden selbst erheblich mitbestimmen. Das für ein Schuldnerland typische Souveranitatsrisiko besteht für die USA insoweit nicht. Auch zählen die USA nach den Kriterienkatalogen für Länderrisiken noch immer zu den kreditwurdigsten Ländern der Welt.

Dennoch ist es höchst unwahrscheinlich, daß sich die amerikanischen Nettokapitalimporte im Umfang der Jahre 1984 und 1985 werden fortsetzen lassen. Sie reichten mit 2,3 bzw. 2,7 Prozent des jährlichen BSP an die entsprechenden Spitzenwerte der kapitalimportierenden USA im 19. Jahrhundert (1866-1873) heran.<sup>60</sup> Wenn man davon ausgeht, daß das langfristig zu erwartende reale jährliche Wirtschaftswachstum in den USA über diese Prozentsätze wohl nicht hinausgehen dürfte, wäre bei einer Fortsetzung dieser Verschuldungstendenz die nominale Erhöhung des BSP langfristig gleich dem nominalen Anstieg der Nettoauslandsverschuldung. A la longue würde der Betrag der Auslandsverschuldung sich dem Betrag des BSP asymptotisch annähern, d.h. die Spalte 5 in Tabelle 1 gegen -100% streben. Die daraus resultierenden Zinsbelastungen könnten unmöglich aus amerikanischen Exportüberschüssen erwirtschaftet werden. Denn am Ende des Prozesses müßte die Exportquote der amerikanischen Volkswirtschaft, die

1985 bei 8,8% lag, bei einem Zinsniveau vom gleichen Prozentsatz voll für die Verzinsung der Auslandsschulden eingesetzt werden, so daß keine Importe mehr möglich wären.

Aber nicht nur deshalb werden die US-Kapitalimporte in ihrer bisherigen relativen Höhe nicht fort dauern können. Zum einen waren sie das Ergebnis einer speziellen weltkonjunkturwellen Situation. Die 1981 beschlossenen Steuererleichterungen für Unternehmen in den USA, insbesondere durch die Erhöhung des Investitionssteuerkredits und die Verkürzung der Abschreibungsfristen, ließen Investitionen trotz eines vergleichsweise sehr hohen Zinssatzes noch profitabel erscheinen. Neue Steueranreize solchen Ausmaßes fehlten in Europa und Japan, so daß die Investitionstätigkeit dort trotz eines niedrigeren Zinsniveaus relativ schwach blieb. Das hohe Ersparnisaufkommen der Volkswirtschaften Japans und Europas wurde deshalb zur Finanzierung amerikanischer Investitionen und wachsender Budgetdefizite verfügbar, zumal die Politik der Verminderung der Defizite in den öffentlichen Haushalten Europas und Japans Erfolge zeigte.

Inzwischen ist aber auch in europäischen und japanischen Volkswirtschaften die Unternehmensbesteuerung gesenkt worden. In der Bundesrepublik Deutschland haben die Wachstumskräfte der Wirtschaft 1985 und 1986 an Stärke gewonnen, während sie in den USA eine Abschwächung erfahren haben. Während der Prozeß der Haushaltskonsolidierung in Europa und Japan seinem Ende zugehen dürfte, ist er in den USA seit dem Gramm-Rudman-Hollings Act vom Dezember 1985 in Angriff genommen worden. Auch die 1986 beschlossene US-Steuerreform hat die Unternehmensbesteuerung in den USA wieder erhöht, und zwar vor allem durch eine Verlängerung der Abschreibungsfristen und durch die Rücknahme des Investitionssteuerkredits. Auch als Folge davon sind die Zinsdifferenzen zwischen den USA einerseits und Europa und Japan andererseits stark gesunken. Europäische

und japanische Ersparnisse werden deshalb dazu tendieren, verstärkt in ihren eigenen Wirtschaftsräumen absorbiert zu werden statt in die USA zu strömen. Diese Tendenz wird verstärkt durch Wechselkursänderungserwartungen für den Dollar, die mit der Abwertungstendenz des Dollar und der Aufwertungstendenz der europäischen und japanischen Währungen ins Negative umgeschlagen sind. Je vergleichsweise stärker die Triebkräfte der Konjunktur außerhalb der USA werden, desto schneller werden die amerikanischen Kapitalimporte versiegen und desto eher werden die USA wieder zu ihrer traditionellen Rolle als Kapitalexporteur zurückfinden. Dabei findet die Umschichtung der Nachfrage nach den Weltersparnissen ihr Gegenstück in der Gestaltung der Leistungsbilanzen, d.h. die vergleichsweise stärkere Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage außerhalb der USA zieht die Aktivierung der amerikanischen Handelsbilanz nach sich. Möglicherweise wird es zu noch extremeren Verschiebungen der Wechselkurse zwischen dem Dollar einerseits und den japanischen und europäischen Währungen andererseits kommen als bereits bis Mai 1987 zu beobachten war. In einer Studie des Institute for International Economics, Washington D.C., vom Dezember 1985 wurde auf der Basis eines ökonometrischen Modells der Dollarwechselkurs prognostiziert. Danach würde in einem Szenario, in dem die großen Volkswirtschaften den Anpassungsprozeß zur Beseitigung der amerikanischen Defizite kooperativ gestalten, der Dollar 1989 bei 158 Yen und 1,78 DM liegen. Fehlt es aber an Kooperation, so würde sich bei einem "Hard-landing" des Dollar ein Wechselkurs von 128 Yen und 1,33 DM einstellen. Im Mai 1987, als der Dollar in DM ca. 1,80 und in Yen ca. 140 kostete, kritisierte Rüdiger Dornbusch in der New York Times die amerikanische Regierung für ihre Zustimmung zu einer internationalen Vereinbarung, die bestehenden Wechselkurse durch Interventionen zu verteidigen. Er prognostizierte, daß bei Ausbleiben eines beschleunigten Wirtschaftswachstums im Ausland der Dollarkurs möglichst bald um weitere 20 bis 30 Prozent fallen müsse, um

das amerikanische Defizit im Außenhandel mit Gütern und Dienstleistungen zu beseitigen. Dies geht in Richtung der erwähnten "Hard-landing"-Prognose vom Dezember 1985.<sup>61</sup>

Nicht nur die mittelfristigen und konjunkturellen Perspektiven lassen erwarten, daß es sich bei dem Rutsch der USA in den Schuldnerstatus um eine vorübergehende Erscheinung handelt und daß die Vorhersage zutrifft: "Looking to the 1990s, the United States seems most likely to resume its traditional role as a capital exporter."<sup>62</sup> Denn die USA weisen nicht mehr wie im 19. Jahrhundert die Charakteristika eines Landes mit strukturellen, d.h. langfristig angelegten Kapitalimportbedürfnissen auf. Die Geschichte des internationalen Kapitalverkehrs seit dem 19. Jahrhundert läßt erkennen, daß Länder mit strukturellen Kapitalimportbedürfnissen eines der beiden folgenden Profile hatten: entweder waren es dünn besiedelte Gebiete mit wichtigen natürlichen Ressourcen oder Länder mit relativ gut qualifizierten, aber noch billigen Arbeitskräften (typisch für NICs). Kapitalexportländer waren jeweils die fortgeschrittensten Industrieländer. Die Wirtschaftsgeschichte läßt einen Lebenszyklus für Industrieländer erkennen, innerhalb dessen sie in der Anfangsphase als "junge" Schuldnernationen, in einer Zwischenphase als Kapitalimporteure zur Deckung des Zinsendienstes ihrer Altschulden und im Reifestadium als Kapitalexporteure und schließlich als Gläubigerländer in Erscheinung treten.<sup>63</sup> Dieses Entwicklungsmuster wird nur durch außergewöhnliche Schocks, z.B. durch die Folgen des Ersten Weltkrieges für Deutschlands internationale Vermögensposition oder der Ölpreisschocks der siebziger Jahre für etliche Industrieländer oder durch extreme Divergenzen in der Konjunkturpolitik der Industriestaaten, vorübergehend unterbrochen. Die Eigenschaften eines Landes mit strukturellen Kapitalimportbedürfnissen werden dadurch aber nicht zurückerworben. Der starke Rückgang des US-Zinsniveaus und des Dollarwechselkurses seit

Februar 1985 signalisiert, daß die Korrektur einer internationalen Schiefelage im Gange ist und daß die Periode hoher amerikanischer Leistungsbilanzdefizite und Kapitalimporte ihrem Ende zustrebt.

## Statistischer Anhang

Die hier vorgestellten Zahlen zur internationalen Vermögensposition sind, sofern nicht anders vermerkt, das Ergebnis offizieller Erhebungen des heutigen Bureau of Economic Analysis (BEA) im amerikanischen Handelsministerium. Wir haben diese offiziellen Daten sowie auch die von amtlicher Seite übernommenen privaten Schätzungen für die Zeit vor und teils noch nach dem Ersten Weltkrieg in unsere Tabellen übernommen, ohne das Bewertungsproblem erneut aufzurollen. Bei der statistischen Erfassung der internationalen Vermögenswerte der USA, die aus Bankforderungen und -verbindlichkeiten, Aktien, Obligationen, Währungsreserven (inklusive Gold) und Direktinvestitionen zusammengesetzt sind, stellen sich erhebliche Probleme der Vergleichbarkeit, zumal unsere Untersuchung den Zeitraum von fast einem Jahrhundert umfaßt. Das gilt auch für die ausländischen Vermögenswerte in den USA. So ist bei Aktien und Obligationen zu fragen, inwieweit Differenzen zwischen Kaufpreis und aktuellem Marktwert berücksichtigt werden und welchen Einfluß Wechselkursänderungen auf den Buchwert von Forderungen und Verbindlichkeiten ausüben, sofern diese auf fremde Valuta lauten. Die für die frühe Zeit geschätzten, seit den Zwischenkriegsjahren aber zunehmend regierungsamtlich erhobenen Daten sind wohl am wenigsten frei von Bewertungsverzerrungen dieser Art. Das BEA hat in den letzten Jahren versucht, Erhebungsverzerrungen durch die Einführung verschiedener Bewertungsindizes abzumildern, die die Fristigkeit und Wechselkursabhängigkeit von Portfolioinvestitionen in die Wertrechnung einbeziehen.<sup>64</sup>

Direktinvestitionen, die im Unterschied zu den indirekten - d.h. nur monetäre Abhängigkeiten implizierenden - Portfolioinvestitionen definiert sind als Vermögensanlagen, die einen unmittelbaren Einfluß auf die Führung eines Unternehmens oder Immobilienbesitz im Ausland begründen, erfaßt das BEA mittels Befragung aller als Tochterunternehmen

(affiliates) ausländischer Personen und Körperschaften definierter amerikanischer Unternehmen bzw. aller als Tochterunternehmen amerikanischer Personen und Körperschaften definierter ausländischer Unternehmen. Als amerikanische Tochterunternehmen von Ausländern gelten seit 1974 alle Unternehmen, in denen ein einziger ausländischer Investor Anteile von mindestens 10% hält. Zuvor lag die Bemessungsgrenze bei 25%.

In Abständen von mehreren Jahren - getrennt für amerikanische Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in den USA - werden umfassende Erhebungen (Benchmark Surveys) durchgeführt, deren Auswertung etwa zwei bis drei Jahre in Anspruch nimmt. In den Jahren zwischen den Benchmark Surveys werden aus den Untersuchungsjahren gewonnene Eckdaten mit den Änderungsraten der weniger aufwendigen jährlichen Erhebungen (Stichproben) extrapoliert. Mit dem Erscheinen eines neuen Benchmark Surveys werden die so ermittelten Daten dann einer erneuten Revision unterzogen.

Am Beispiel des Benchmark Survey für ausländische Direktinvestitionen in den USA von 1980 (der letzte davor fand 1974 statt) kann die Arbeitsweise des BEA allgemein veranschaulicht werden; die Erfassung der amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland erfolgt analog.<sup>65</sup> Grundsätzlich müssen alle "affiliates" im Untersuchungsjahr ausführliche Angaben über ihre Vermögensposition machen und zu diesem Zweck umfangreiche Berichte abgeben. Von der Verpflichtung zu vollständigen Angaben ausgenommen sind nur diejenigen, deren Vermögen, Umsatz und Gewinn unter 1 Mio \$ liegt bzw. deren Grundbesitz die Fläche von 200 acres unterschreitet. Obwohl 1980 nur etwa 61 Prozent aller "affiliates" diese Grenze überschritten, verkörperten diese 61 Prozent nach Forderungen, Verkäufen, Einkommen und Landbesitz gemessen über 99 Prozent aller ausländischen Vermögensanlagen in den USA.

In den Jahren zwischen den Benchmark Surveys werden Befragungen

vorgenommen, die einen wesentlich kleineren Teil der "affiliates" abdecken: Die Bemessungsgrenze lag für Auskunftspflichtige 1981-3 bei 5 Mio \$ und wurde 1984 auf 10 Mio angehoben.

Aus diesen Ausführungen sollte ersichtlich werden, daß selbst die Zahlen aus den letzten Jahrzehnten zwar korrekte Trendaussagen erlauben, aber hinsichtlich ihrer absoluten Größenordnung keine Exaktheit beanspruchen können. Für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg sind sie mehrmaligen Revisionen unterworfen worden. Im Einzelfall können sie von den Zahlen, die von anderer Seite ermittelt wurden, abweichen. Wo immer außergewöhnliche Veränderungen in der Erfassungsmethode vorkommen oder zusätzlich begründbare Zweifel an der Treffsicherheit der wiedergegebenen Relationen existieren, haben wir in den nachfolgenden Tabellen Hinweise angemerkt.

**Tabelle 1:** Die internationale Vermögensposition der USA 1869-1985 (in Mrd. US-Dollar)

Jahresende	US-Vermögensanlagen im Ausland plus Währungsgold in Klammern (1)	Ausländische Vermögensanlagen in den USA (2)	Internat. Nettovermögensposition der USA (3)	US-Brutto-sozialprodukt (BSP) (4)	Spalte 3 in % von Spalte 4 (5)
1869	0,1	1,5	-1,4	7,4 <sup>a</sup>	-18,9
1897	0,7	3,4	-2,7	14,6	-18,5
1908	2,5	6,4	-3,9	27,7	-14,1
1914 (30. Juni)	3,5 +(1,5)	7,2	-2,2	38,6	-5,7
1919	7,0 +(2,7) <sup>b</sup>	3,3	6,4	84,0	7,6
1924	10,9 +(4,2)	3,9	11,2	84,7	13,2
1927	13,8 +(4,1)	6,6	11,3	94,9	11,9
1929	17,0 +(4,0)	8,9	12,1	103,1	11,7
1930	17,2 +(4,3)	8,4	13,1	90,4	14,5
1931	15,9 +(4,2)	3,8	16,8	75,8	21,5
1933	14,9 +(4,0)	5,4	13,5	55,6	24,3
1935	13,5+(10,1)	6,4	17,2	72,2	23,8
1936	13,3+(11,4)	7,6	17,1	82,5	20,7
1939	11,4+(17,8)	9,6	19,6	90,5	21,9
1940	12,3+(22,0)	13,5	20,8	99,7	20,9
1945	16,8+(20,1)	17,0	19,9	211,9	9,4
1946	18,7+(20,7)	15,2	24,2	208,5	11,6
1947	25,4+(22,9)	13,8	34,5	231,3	14,9
1948	28,1+(24,4)	14,4	38,1	257,6	14,8
1949	29,3+(24,6)	14,8	39,1	256,5	15,2
1950	31,6+(22,8)	17,6	36,8	284,8	12,8
1951	33,5+(22,9)	18,7	37,7	328,4	11,5
1952	35,8+(23,3)	20,8	38,3	345,5	11,1
1953	38,1+(22,1)	21,9	38,3	364,6	10,5
1954	40,6+(21,8)	25,0	37,4	364,8	10,3
1955	43,3+(21,8)	27,8	37,3	398,0	9,4
1956	48,7+(22,1)	30,5	40,3	419,2	9,4
1957	53,5+(22,9)	30,7	45,7	441,1	10,4

1958	58,6+(20,6)	34,4	44,8	447,3	10,0
1959	62,7+(19,5)	39,1	43,1	483,7	8,9
1960	67,8+(17,8)	40,9	44,7	503,7	8,9
1961	75,1+(16,9)	46,0	46,0	520,1	8,8
1962	80,4+(16,1)	46,3	50,2	560,3	9,0
1963	88,3+(15,6)	51,5	52,4	590,5	8,9
1964	99,2+(15,5)	56,9	57,8	632,4	9,1
1965	106,6+(13,8)	58,8	61,4	684,9	9,0
1966	112,0+(13,2)	60,4	64,8	749,9	8,6
1967	122,6+(12,1)	69,7	65,0	793,9	8,2
1968	135,9+(10,9)	81,2	65,6	864,2	7,6
1969	147,2+(11,9)	90,8	67,3	930,3	7,2
1970 <sup>c</sup>	154,3+(11,1)	106,9	58,5	992,7	5,6
1971	168,8+(10,2)	133,5	45,5	1077,6	4,2
1972	188,2+(10,5)	161,7	37,0	1185,9	3,1
1973	210,7+(11,7)	174,5	47,9	1326,4	3,6
1974	244,0+(11,7)	197,0	58,7	1434,2	4,1
1975	283,5+(11,6)	220,9	74,2	1549,2	4,8
1976	335,6+(11,6)	263,6	83,6	1718,0	4,9
1977	367,4+(11,7)	306,4	72,2	1918,3	3,8
1978	436,1+(11,7)	371,7	76,1	2163,9	3,5
1979	499,4+(11,2)	416,1	94,5	2417,8	3,9
1980	595,7+(11,2)	500,8	106,0	2631,7	4,0
1981	708,5+(11,2)	579,0	140,7	2957,8	4,8
1982	813,8+(11,1)	688,7	136,2	3069,3	4,4
1983	863,0+(11,1)	785,6	88,5	3304,8	2,7
1984	887,1+(11,1)	893,8	4,4	3662,8	0,1
1985 <sup>d</sup>	941,3+(11,1)	1059,8	-107,4	4087,7	-2,6

Anmerkungen:

<sup>a</sup> Durchschnitt der Dekade 1869-1878;

<sup>b</sup> Die interalliierten Forderungen (1919 rund 10 Mrd. Dollar) sowie die Forderungen von Ausländern an die amerikanische Regierung (für während des Krieges beschlagnahmtes Vermögen 0,66 Mrd. Dollar) sind für dieses und die folgenden Jahre nicht berücksichtigt. Vgl. Hal B. Lary, The United States in the World Economy, Washington D.C. 1943, S. 122. Die Beträge sind angegeben in Cleona Lewis, America's Stake in International Investments, Washington D.C. 1938, S. 130, 360-6 u. 450.

<sup>c</sup> Achtung: Wechsel in der Datenbasis;

<sup>d</sup> vorläufige Schätzung;

Quellen:

Die Daten (mit Ausnahme des U.S.-BSP und der Angaben für 1929, 1933, 1936 und 1939) von 1869 bis einschl. 1969 aus Historical Statistics of

the United States. Colonial Times to 1970, Washington D.C. 1975, series U 26-39 und X 438-443, S. 868-9 und 995; von 1970 bis 1985 aus Survey of Current Business, Juni 1986, S. 28;  
für 1933 und 1939 aus Hal B. Lary, The United States in the World Economy, Washington D.C. 1943, S. 123;  
für 1929 und 1936 aus Cleona Lewis, America's Stake..., S. 454-5.  
Die Zahlen für das U.S.-Bruttosozialprodukt bis einschl. 1969 aus Historical Statistics, series F 1-5, S. 224; von 1970 bis 1984 aus Statistical Abstract of the U.S., 1986, No. 718, S. 431;  
für 1985 aus: Federal Reserve Bank of St. Louis, National Economic Trends, Nov. 1986.

**Tabelle 2:** Die Struktur der US-Vermögensanlagen im Ausland nach Anlagearten 1897-1985 in Prozent der gesamten US-Auslandsanlagen

Jahres-ende	Private Anlagen				Staatliche Anlagen				Gesamte US-Auslandsanlagen in Mrd. \$ (=100%)
	Gesamt	Langfristige Gesamt	Direktinvestitionen	Portfolioinvestitionen	Kurzfristige	Gesamt	Langfristige	Kurzfristige	
1897	100	100	93	7	-	-	-	-	0,7
1908	100	100	65	35	-	-	-	-	2,5
1914	100	100	77	23	-	-	-	-	3,5
(30. Juni)									
1919	100	93	56	37	7	-	-	-	7,0
1924	100	92	50	42	7	-	-	-	10,9
1927	100	91	48	43	9	-	-	-	13,8
1929	100	90	44	46	10	-	-	-	17,0
1930	100	88	47	42	12	-	-	-	17,2
1931	100	92	51	41	8	-	-	-	15,9
1933	100	93	52	40	7	-	-	-	14,9
1935	100	93	58	36	7	-	-	-	13,5
1939	100	95	61	33	5	-	-	-	11,4
1940	99	92	59	33	7	1	-	-	12,3
1945	88	82	50	32	6	13	-	-	16,8
1946	72	66	39 <sup>a</sup>	27	7	28	-	-	18,7
1947	59	53	33	20	6	41	-	-	25,4
1948	58	52	34	18	6	42	-	-	28,1
1949	58	53	37	17	4	42	-	-	29,3
1950	60	55	37	18	5	40	34	6	31,6
1951	62	57	39	19	5	38	-	-	33,5
1952	63	59	41	18	5	37	-	-	35,8
1953	63	58	43	16	4	38	-	-	38,1
1954	66	60	43	17	5	35	-	-	40,6
1955	67	62	45	17	6	33	29	4	43,3
1956	69	62	46	16	6	31	-	-	48,7
1957	69	63	48	16	6	31	-	-	53,5
1958	70	64	47	17	6	30	-	-	58,6
1959	72	66	48	18	6	29	-	-	62,7

1960	73	66	47	19	7	27	21	7	67,8
1961	74	65	46	19	9	26	20	6	75,1
1962	75	66	46	19	9	25	20	5	80,4
1963	75	66	46	20	9	25	19	5	88,3
1964	77	66	45	21	11	24	19	5	99,2
1965	77	67	46	21	10	24	19	5	106,6
1966	77	68	49	19	10	23	19	4	112,0
1967	76	67	49	18	10	24	19	5	122,6
1968	75	66	48	18	10	25	19	6	135,9
1969	76	66	49	17	10	25	19	5	146,2
1970	77	67	50	17	10	23	19	4	155,8
1971	79		49	30		21	19	3	168,8
1972	79		48	32		21	18	3	188,2
1973	80		48	32		20	17	3	210,7
1974	83		45	38		17	15	3	244,0
1975	84		44	40		16	14	2	283,5
1976	84		41	43		16	13	3	335,6
1977	84		40	45		16	13	3	367,4
1978	86		37	49		14	12	2	436,1
1979	87		38	49		13	11	2	499,4
1980	87		36	51		13	10	3	595,7
1981	88		32	55		12	10	3	708,5
1982	88		26	62		12	9	3	813,8
1983	88		24	64		12	9	3	863,0
1984	88		24	64		12	9	3	887,1
1985 <sup>b</sup>	87		25	63		13	9	3	941,3

<sup>a</sup> neue Erfassungsmethode;

<sup>b</sup> Vorläufige Schätzung;

#### Quellen:

Die Prozentsätze für 1897-1914 sind errechnet aus Angaben in Cleona Lewis, America's Stake..., Washington D.C. 1938, S. 605;

Daten für 1919-1970 generell aus Historical Statistics of the U.S., Series U 26-39, S. 868-9. Die Zahlen für die gesamten US-Auslandsanlagen errechnen sich aus den Angaben dieser Serie minus den Währungsgoldbeständen, die in den Series X 438-443, S. 995 aufgeführt sind;

die Angaben speziell für 1929 stammen aus C. Lewis, a.a.O., S. 454, für 1933 und 1939 aus Hal B. Lary, The United States in the World Economy, Washington D.C. 1943, S. 123.

Die getrennte Ausweisung lang- und kurzfristiger staatlicher Auslandsanlagen ist fortlaufend erst ab 1960 möglich und stammt aus den Aufstellungen des Survey of Current Business 1963ff.; die ebendort für die Vorjahre angewandte Methode führte zu Zahlen, die nicht zu denjenigen der Historical Statistics paßten.

Die Zahlen für 1971-1985 aus Survey of Current Business, Juni 1986, S. 28.

**Tabelle 3:** Die Struktur der ausländischen Vermögensanlagen in den USA nach Anlagearten 1897-1985 in Prozent der gesamten ausländischen Vermögensanlagen

Jahresende	Langfristige Anlagen			Kurzfristige Anlagen			Gesamte ausländische Vermögensanlagen in den USA in Mrd.\$ (=100%)
	Gesamt	Direktinvestitionen	Portf.-investitionen	Gesamt	Forderungen an Private	d. US-Staat	
1897	93	-	-	7	7	-	3,4
1914	93	18	75	7	7	-	7,2
(30. Juni)							
1919	76	27	48	24	24	-	3,3
1924	74	26	49	26	26	-	3,9
1927	56	-	-	44	-	-	6,6
1929/30	68	17	51	32	32	-	8,4
1931	61	-	-	39	39	-	3,8
1933/34	91	33	57	9	9	-	5,4
1935	80	25	55	19	19	-	6,4
1936	80	21	59	20	20	-	7,6
1939	66	21	45	34	34	-	9,6
1940	60	21	39	40	38	2	13,5
1945	47	15	32	53	31	22	17,0
1946	46	16	30	55	35	20	15,2
1947	49	19	30	51	36	14	13,8
1948	47	19	28	53	38	15	14,4
1949	48	20	28	52	39	14	14,8
1950	45	19	26	55	38	18	17,6
1951	47	20	27	53	35	18	18,7
1952	45	19	26	55	35	20	20,8
1953	44	20	25	56	35	21	21,9
1954	46	18	28	54	34	20	25,0
1955	48	18	30	52	30	22	27,8
1956	47	18	29	53	31	22	30,5
1957	45	19	26	55	32	23	30,7
1958	48	18	30	52	32	21	34,4
1959	46	17	29	54	28	26	39,1
1960	45	17	28	55	29	26	40,9

1961	47	16	31	53	29	24	46,0
1962	44	16	27	56	29	27	46,3
1963	44	15	29	56	29	27	51,5
1964	44	15	29	56	31	25	56,9
1965	45	15	30	55	31	24	58,8
1966	45	15	30	55	34	21	60,4
1967	46	14	32	54	33	21	69,7
1968	50	13	36	50	28	23	81,2
1969	45	13	32	55	42	13	90,8
1970	50	14	36	50	29	21	97,7
-----							
1971		10		90		35	133,5
1972		9		91		34	161,7
1973		12 <sup>a</sup>		88		33	174,5
1974		13		87		32	197,0
1975		13		87		33	220,9
1976		12		88		34	263,6
1977		11		89		40	306,4
1978		11		89		40	371,7
1979		13		87		32	416,1
1980		17		83		30	500,8
1981		19		81		27	579,0
1982		18		82		25	688,7
1983		17		83		24	785,6
1984		18		82		21	893,8
1985 <sup>b</sup>		17		83		23	1059,8

<sup>a</sup> Seit 1973 werden in den USA alle Beteiligungen an Firmen über 10% zu den Direktinvestitionen gerechnet; davor lag die Grenze bei 25%.

<sup>b</sup> vorläufige Schätzung.

#### Quellen:

Zahlen für 1897 aus C. Lewis, America's Stake..., S. 442;  
für 1914-1970 generell aus Historical Statistics of the U.S., Series U 26-39, S. 868-9;  
speziell für 1933/34 und 1939 aus Hal B. Lary, The United States in the World Economy..., S. 123;  
für 1936 aus C. Lewis, a.a.O., S. 131;  
Zahlen für 1971 bis 1985 aus Survey of Current Business, Juni 1986, S. 28; die Angaben zu den staatlichen Verpflichtungen errechnen sich aus den Positionen 22, 25 und 30.

**Tabelle 4:** Die Verteilung der US-Direktinvestitionen im Ausland auf Länder und Ländergruppen 1897-1985 in Prozent

Jahr	Europa <sup>a</sup> Gesamt	GB	NL	Sz	D	Kanada	Japan	Latein- amerika	Andere Regio- nen	Gesamtvol. in Mrd. \$ (=100 %)
1897	21	-	-	-	-	25	-	49	5	0,6
1908	23	-	-	-	-	25	-	46	6	1,6
1914	22	-	-	-	-	23	-	48	7	2,7
1919	18	-	-	-	-	21	-	51	10	3,9
1924	17	-	-	-	-	20	-	52	11	5,4
1929	17	6	1	0	3	27	1	47	8	7,5
1936	17	7	0	0	2	29	1	42	8	6,7
1938	20	-	-	-	-	36	-	34	10	7,1
1940	17	-	-	-	-	30	-	40	13	7,0
1943	23	7	1	1	7	30	0	35	12	7,9
1950	15	7	1	0	2	30	0	38	17	11,8
1960	20	10	1	1	3	34	1	26	19	32,8
1970	33	11	2	3	6	28	2	15	22	75,5
1980	45	13	4	5	7	21	3	18	13	215,6
1985	46	-	-	-	-	20	4	13	17	232,7

<sup>a</sup> 1929-1985: Westeuropa

**Quellen:**

Zahlen für 1897-1924 aus C. Lewis, America's Stake..., S. 606;  
 Zahlen für 1929-1960 generell aus Value of U.S. Direct Investment Abroad by Country, Statistical Supplement to the Survey of Current Business, S. 208-9; speziell für 1938 aus C. Lewis, Debtor and Creditor Countries: 1938, 1944, Washington D.C. 1945, S. 8; für 1940 aus Historical Statistics of the U.S., Series 41-46, S. 870;  
 Angaben für 1970 aus Selected Data on US Direct Investment Abroad, 1950-76, Dept. of Commerce, Washington D.C. 1982, S. 21.  
 Zahlen für 1980 aus Survey of Current Business, Aug. 1982, S. 21;  
 für 1985 aus Survey of Current Business, Jun. 1986, S. 27.

**Tabelle 5:** Die Direktinvestitionen in den USA nach Herkunftsgebieten 1914-1985 in Prozent der gesamten ausländischen Direktinvestitionen

Jahresende	Europa Gesamt	GB	NL	Sz	D	Kanada	Japan	Lateinamerika	Andere Regionen	gesamte D.-Inv. in Mrd.\$ (=100%)
1914 (1. Juli)	92	50	11	-	25	4	-	-	4	1,2
1919	85	63	20	-	-	9	-	-	6	0,8
1934	71	45	15	6	-	24	-	0	5	1,5
1936	71	45	14	6	-	25	-	0	4	1,6
1937	71	47	10	4	3	25	2	-	2	1,9
1941	68	31	15	6	5	23	2	-	9	2,3
1950	66	34	10	10	-	30	-	-	4	3,4
1960	68	33	14	11	1	28	1	-	3	6,9
1970	72	31	16	12	5	23	2	-	3	13,3
1980	66	17	23	6	9	15	6	2 (8) <sup>a</sup>	3	83,0
1985	66	24	20	6	8	9	10	4 (6) <sup>a</sup>	5	183,0

<sup>a</sup> Angaben in Klammern kennzeichnen den vorübergehend hohen Anteil der Niederländischen Anteile, die von amerikanischen Unternehmen wegen ihres steuerfreien Status Anfang der 80er Jahre zur Kreditaufnahme am europäischen Kapitalmarkt benutzt wurden. Da die entsprechende Steuer in den USA abgeschafft worden ist, ist dieser Posten mittlerweile rückläufig.

**Quellen:**

Zahlen für 1914 und 1919 aus C. Lewis, America's Stake..., S. 546; für 1934 und 1936 ebd. S. 146;

Zahlen für 1937 und 1941 aus Foreign Business and Investments in the US, Supplement to the Survey of Current Business, Dept. of Commerce, Wash., D.C. 1962, S. 34;

Zahlen für 1950 aus Statistical Abstract of the U.S. 1985, No. 1430;

Zahlen für 1960 und 1970 aus U.S. Dept. of Commerce, Selected Data on Foreign Direct Investment in the United States, 1950-79, Washington D.C. 1984, S. 2f.;

Zahlen für 1980 aus Survey of Current Business, Okt. 1984, S. 37f.;

Zahlen für 1985 aus Survey of Current Business, Juni 1986, S. 33.

**Tabelle 6:** Die Verteilung der U.S.-Direktinvestitionen im Ausland auf Branchen 1897-1985 in Prozent

Jahresende	Bergbau Verhütung	Öl	verarbeitende Industrie	Transp. Kommun. öff. Versorgung	Handel	Banken Versicherungen	andere	Gesamtvol. in Mrd. \$ (=100%)
1897	21	13	15	26	10	2	13	0,6
1908	27	14	18	15	5	1	20	1,6
1914	27	13	18	15	7	1	19	2,7
1919	23	16	20	11	7	3	20	3,9
1924	18	18	23	11	6	2	22	5,4
1929	16	18	24	18	5	2	17	7,5
1935	17	19	26	19	5	2	12	7,2
1936	15	16	26	25	6	-	13	6,7
1940	11	18	28	22	7	-	14	7,0
1950	10	29	32	12	6	-	11	11,8
1960	9	34	35	7	7	-	8	31,9
1970	7	26	41	4	8	10	4	75,5
1980	3	22	41	-	12	16 <sup>a</sup>	5	215,6
1985	-	25	41	2	10	16	6	232,7 <sup>b</sup>

<sup>a</sup> Enthält Investitionen in Grund und Boden.

<sup>b</sup> Neue Erfassungsmethode.

**Quellen:**

Zahlen für 1897-1935 aus C. Lewis, America's Stake..., S. 605;

Zahlen für 1936-1960 aus Historical Abstracts of the U.S., Series U 41-46, S. 870-1;

Zahlen für 1970 aus Selected Data on U.S. Direct Investment Abroad, 1950-76, Dept. of Commerce, Wash. D.C. 1982, S. 21;

Zahlen für 1980 aus Survey of Current Business, Aug. 1982, S. 21; für 1985 aus Survey of Current Business, Juni 1986, S. 33.

Tabelle 7: Die Verteilung der Direktinvestitionen in den USA auf Branchen 1834-1985 in Prozent der gesamten ausländischen Direktinvestition

Jahresende	Bergbau Verhütung	Öl	verarbeitende Industrie	Transp. Kommun. Versorgung	Handel	Banken Versicherungen, Immobilien	andere	Gesamtvol. in Mrd. \$ (=100%)
1934	2	14	37	17	6	24	0	1,5
1937	1	15	39	14	6	22	3	1,9
1941	1	10	31	19	9	23	7	2,3
1950	-	12	34	-	-	31	23	3,4
1960	1	18	38	6	9	26	2	6,9
1970	-	23	46	-	7	17	7	13,3
1980	2	15	40	-	18	22 (7) <sup>a</sup>	4	83,0
1985	-	15	33	-	19	25(10) <sup>a</sup>	8	183,0

<sup>a</sup> Zahlen in Klammern weisen den Anteil von Grund und Boden separat aus.

Quellen:

Zahlen für 1934 aus C. Lewis, America's Stake..., S. 140;  
 Zahlen für 1937 und 1941 aus Foreign Business Investments in the U.S.,  
 Supplement to the Survey of Current Business, Dept. of Commerce,  
 Washington D.C. 1962, S. 34;  
 für 1950 aus Selected Data on Foreign Direct Investment in the U.S.,  
 1950-79, Dept. of Commerce, Washington D.C. 1984, S. 2;  
 für 1960 und 1970 aus Statistical Abstract of the U.S. 1985, No. 1430;  
 für 1980 aus Survey of Current Business, Oct. 1984, S. 37;  
 für 1985 aus Survey of Current Business, Juni 1986, S. 33.

**Tabelle 8:** Die regionale Struktur der U.S.-Portfolioinvestition im Ausland 1897-1984 in Prozent der gesamten Portfolioinvestitionen

Jahres- ende	Europa (seit 1946 West- europa)	Kanada	Japan	Latein- amerika	Inter- nat. Inst.	Andere Regio- nen	Ges. Port- folioinv. in Mrd \$ (=100%)
1897	40	60	0	0	-	0	0,05
1908	14	33	-	35	-	18	0,9
1914	14	29	-	43	-	14	0,9
1919	42	24	-	14	-	20	3,1
1924	32	29	-	16	-	23	5,4
1929	34	21	-	18	-	27	9,5
1935	26	30	-	20	-	24	6,5
1938	22	43	-	25	-	10	4,3 <sup>a</sup>
1946	45	27	-	11	3	14	11,5
1947	47	16	-	7	19	11	18,7
1948	50	15	-	8	18	9	19,8
1949	52	15	-	7	18	8	20,0
1950	51	17	-	7	17	8	21,0
1951	48	18	-	7	17	10	21,9
1952	48	17	-	8	17	10	22,4
1953	50	15	-	8	17	10	23,2
1954	48	16	-	10	16	10	24,6
1955	47	16	-	10	15	12	25,6
1956	45	17	-	11	14	13	27,3
1957	44	16	-	12	14	14	29,0
1958	42	17	-	13	14	14	32,1
1959	38	16	-	13	17	16	35,0
1960	36	16	-	13	16	19	38,6
1961	34	19	-	15	9	23	40,4
1962	31	18	-	16	8	27	43,1
1963	30	18	-	15	7	30	47,6
1964	29	20	-	15	5	31	54,7
1965	28	19	-	16	5	32	56,8
1966	28	19	-	17	4	32	57,1

1967	28	18	-	17	19	18	63,2
1968	29	17	7	17	17	13	70,9
1969	26	18	7	17	22	10	75,2
1970	22	18	7	18	22	13	77,6
1971	21	19	8	18	18	16	84,3
1972	21	19	8	18	17	17	95,8
1973	20	20	9	18	16	17	110,0
1974	19	18	12	21	15	15	134,3
1975	19	18	9	24	14	16	159,3
1976	18	17	7	28	13	17	198,5
1977	19	16	6	29	13	17	220,8
1978	22	16	7	30	8	17	271,0
1979	24	15	7	30	8	16	309,4
1980	24	14	8	33	6	15	379,0
1981	24	12	-	35	-	29	478,9
1982	26	11	-	37	-	26	601,8
1983	25	11	6	36	-	22	655,7
1984	27	13	6	36	-	22	670,2

-----  
 a 1938 ohne kurzfristige Portfolioinvestitionen.

Quellen:

Zahlen für 1897-1935 aus C. Lewis, America's Stake..., S. 606; für 1938 aus C. Lewis, Debtor and Creditor Countries..., S. 8; für 1946 bis 1979 aus Survey of Current Business, 1954ff.; für 1980 bis 1984 aus Statistical Abstract of the U.S., 1981ff.

**Tabelle 9:** Die Struktur der ausländischen Portfolioinvestitionen in den USA nach Herkunftsgebieten 1898-1984 in Prozent der gesamten ausländischen Portfolioinvestitionen

Jahres- ende	Europa (seit 1946 West- europa)	Kanada	Japan	Latein- amerika	Internat. Institu- tionen	Andere Regio- nen	Gesamte aus- länd. Port- folioinv. in Mrd. \$ (=100%)
1898 <sup>a</sup>	93	-	-	1	-	6	3,3
1914 (1. Juli)	90	4	-	-	-	6	5,9
1919	77	13	-	-	-	10	1,9
1934	57	21	-	5	-	17	3,5
1936	60	20	-	5	-	15	6,0
1946	49	13	-	13	4	21	13,4
1947	41	9	-	14	17	19	13,5
1948	41	11	-	14	14	20	13,8
1949	43	12	-	15	13	17	13,9
1950	42	14	-	14	11	19	16,4
1951	42	14	-	13	11	20	17,2
1952	44	14	-	13	10	19	19,0
1953	46	12	-	13	10	19	19,9
1954	49	12	-	13	9	17	22,8
1955	51	11	-	12	9	17	25,3
1956	52	12	-	13	7	16	27,1
1957	52	12	-	14	7	15	26,6
1958	54	12	-	12	7	15	30,0
1959	53	12	-	10	11	14	35,4
1960	51	11	-	10	13	15	37,8
1961	57	12	-	10	7	14	39,5
1962	55	14	-	10	8	13	38,7
1963	56	13	-	11	7	13	43,5
1964	57	12	-	11	6	14	48,5
1965	56	12	-	12	5	15	49,9
1966	56	11	-	11	5	17	51,4
1967	57	11	-	11	4	17	59,8
1968	57	12	6	12	4	9	70,4
1969	59	11	6	11	4	9	79,0
1970	60	12	7	10	4	7	84,4

1971	59	9	15	8	3	6	109,4
1972	58	8	16	8	3	7	135,1
1973	64	7	10	9	3	7	145,2
1974	58	6	10	10	3	13	165,0
1975	56	4	9	11	3	17	183,8
1976	51	6	8	10	4	21	234,9
1977	52	5	9	11	3	20	277,2
1978	53	5	11	12	2	17	333,0
1979	53	5	7	16	2	17	366,0
1980	48	6	7	16	2	21	415,4
1981	42	6	-	21	-	31	467,3
1982	42	5	-	22	-	31	563,7
1983	43	6	6	24	-	21	650,6
1984	43	6	7	24	-	20	726,9

<sup>a</sup> für dieses Jahr ist noch keine Unterscheidung zwischen Direkt- und Portfolioinvestitionen möglich.

#### Quellen:

Die Daten für 1898 nach Schätzungen von Nathaniel T. Bacon, American International Indebtedness, in: Yale Review Bd. 9 (1900), zitiert nach U.S. Department of Commerce, Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Foreign Investments in the United States, Washington D.C. 1937, S. 23;

Zahlen für 1914 und 1919 aus C. Lewis, America's Stake..., S. 546, für 1934 und 1936 ebd., S. 146;

Zahlen für 1946 bis 1979 aus Survey of Current Business, 1954ff.;

Für 1980 bis 1984 aus Statistical Abstract of the U.S., 1981ff.

## Anmerkungen

- 1 Carl P. Parrini, Heir to Empire. United States Economic Diplomacy, 1916-1923, Pittsburgh 1969, S. 41-43.
- 2 Cleona Lewis, America's Stake in International Investments, Washington D.C. 1938, S. 36-49, 524.
- 3 Die Auslandsforderungen der US-Regierung aus der interalliierten Kreditgewährung während des Ersten Weltkrieges sind in den Zahlen der Tabelle 1 nicht enthalten. Sie betragen Ende 1919 10,0 Mrd., Ende 1930 11,5 Mrd. und Ende 1939 11,4 Mrd. Dollar. Vgl. U.S. Department of Commerce. Office of Business Economics, Balance of Payments. Statistical Supplement. Revised Edition. A Supplement to the Survey of Current Business, Washington D.C. o.J. (1961 oder später), S. 249.
- 4 Hierbei und für die folgenden Jahre ist allerdings zu berücksichtigen, daß Forderungen an das Ausland von amerikanischen Investoren nur ungern abgeschrieben wurden und deswegen mit Nennwerten zu Buche standen, die ihrem Marktwert nicht mehr entsprachen. Beispielsweise schätzte Cleona Lewis für 1938 den tatsächlichen Wert der internationalen Portfolioforderungen der USA im Durchschnitt auf nur 65 Prozent ihres Nennwerts. Cleona Lewis, Debtor and Creditor Countries: 1938, 1944, Washington D.C. 1945, S. 8-9.
- 5 Für den Anstieg von 4,0 Mrd. Dollar 1933 auf 10,1 Mrd. 1935 (Tabelle 1) spielte zum Teil auch die Tatsache eine wichtige Rolle, daß mit dem Gold Reserve Act vom Januar 1934 der gesetzlich festgelegte Preis des Goldes von früher 20,67 auf nunmehr 35 Dollar je Feinunze erhöht worden war.
- 6 Charles P. Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise 1929-1939, München 1973, S. 306.
- 7 Ibid., S. 305-306. Statistiken dazu in Michael Edelstein, "Foreign Investment and Empire 1860-1914", in Roderick Floud und Donald McCloskey (Hg.), The Economic History of Britain Since 1700, Bd.2: 1860 to the 1970s, Cambridge 1981, S. 72-73. Idem, Overseas Investment in the Age of High Imperialism. The United Kingdom, 1850-1914, New York 1982, S. 29-30, 313-314.
- 8 Eigentlich müßte auch die Fristigkeit der Auslandsverpflichtungen mitberücksichtigt werden, da langfristige Schulden eine geringere Deckung erfordern als kurzfristige. Doch soll dies der Einfachheit halber an dieser Stelle unterbleiben.
- 9 Robert Triffin, Gold and the Dollar Crisis, New Haven, Conn. 1960.
- 10 Seitdem wurde Währungsgold unter den Zentralbanken weiterhin mit 35 Dollar je Feinunze getauscht; die Notenbanken verzichteten aber nunmehr darauf, diesen Preis durch Interventionen auch auf dem freien Goldmarkt in London zu halten.
- 11 Diese Bezeichnung wurde geprägt von Joseph A. Schumpeter, "Die goldene Bremse an der Kreditmaschine. Die Goldwährung und der Bankkredit", in Die Kreditwirtschaft, Bd.1, Leipzig 1927, S. 80-

106. Insbesondere Robert A. Mundell erkannte frühzeitig die inflationären Gefahren, die sich aus der Aufgabe des Goldstandards ergeben würden. Siehe Jude Wanniski, The Way the World Works, New York (1978) 1983, S. XXX. Idem, "The Mundell-Laffer Hypothesis - A New View of the World Economy", in The Public Interest, 39 (Spring 1975), S. 31-52.
- 12 "Proposals for a Gold-Based Monetary System. Pro and Con", in Congressional Digest, June-July 1982.
- 13 Die staatlichen US-Auslandsforderungen aus der interalliierten Kreditgewährung im Zusammenhang mit dem Ersten Weltkrieg sind in diesen Zahlen nicht enthalten. Ihre Berücksichtigung würde die Portfolioanteile noch höher ausfallen lassen. Zur Größenordnung vgl. Anm. 3.
- 14 Dazu vor allem Max Winkler, Foreign Bonds. An Autopsy. A Study of Defaults and Repudiations of Government Obligations, Philadelphia 1933. Ilse Mintz, Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States, 1920-1930, New York 1951.
- 15 U.S. Department of Commerce. Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States. Colonial Times to 1970, Washington D.C. 1975, Part 2, S. 884.
- 16 Ibid., S. 869. Zu den Direktinvestitionen in den USA vor dem Ersten Weltkrieg siehe: Peter J. Buckley und Brian R. Roberts, European Direct Investment in the U.S.A. Before World War I, London 1982.
- 17 Eine Ausnahme sind die Niederländischen Antillen, da die dort ansässigen US-Tochterunternehmen nur zum Zweck der steuerfreien Kreditaufnahme am europäischen Markt gegründet worden sind; obwohl diese Kredite dann auch steuerrechtlich als Direktinvestitionen aus Lateinamerika verbucht wurden, handelte es sich sachlich doch um Portfolioinvestitionen europäischer Herkunft.
- 18 Der einzige darüberhinausgehende Wert von 64 Prozent 1973 dürfte vor allem mit den Dollarstützungsmaßnahmen europäischer Zentralbanken unmittelbar vor dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse 1973 zu erklären sein.
- 19 Daß gerade Lateinamerika seinen Anteil an den ausländischen Portfolioinvestitionen in den USA in den achtziger Jahren stark steigern konnte, spiegelt die bekannte Tatsache wider, daß den staatlichen Auslandsschulden der noch verschuldeten lateinamerikanischen Staaten erhebliche Dollarforderungen von Privatpersonen und Unternehmen in diesen Staaten gegenüberstehen. Zahlen dazu in Peter Isard und Lois Stekler, "U.S. International Capital Flows and the Dollar", in Brookings Papers on Economic Activity, 1985, S. 227. Donald R. Lessard und John Williamson (Hg.), Capital Flight and Third World Debt, Washington D.C. 1987.
- 20 Dies stellte schon J.M. Keynes fest, als er meinte, Kapitalbewegungen seien der "sensitive" und Handelsströme der "insensitive factor" der Zahlungsbilanz. John M. Keynes, "The German Transfer Problem", in Economic Journal 39 (1929), S. 1-7. Wiederabgedruckt in American Economic Association, Readings in the Theory of International Trade, London 1950, S. 161-169, speziell S. 167.

- 21 Diese Aussage wird z.B. durch die Aktivierung der Handelsbilanz des Deutschen Reiches zu Anfang der 1930er Jahre belegt, als Kapitalimporte durch den Abfluß von Auslandsgeldern abgelöst worden waren, oder durch die Aktivierung der Handelsbilanzen lateinamerikanischer Schuldnerstaaten in den 1980er Jahren, nachdem ihre massiven Kapitalimporte in den 1970er Jahren zu Ende gegangen waren.
- 22 Diese Hypothese ist kürzlich erneut in die Beurteilung aktueller Entwicklungen eingebracht worden. Vgl. World Bank, World Development Report, 1985, Washington D.C. 1985, S. 47-48.
- 23 Die verschiedenen Hypothesen werden ausführlich vorgestellt und diskutiert in dem Lehrbuch von Richard E. Caves and Ronald W. Jones, World Trade and Payments. An Introduction, Boston 1973, S. 474-521.
- 24 Deutschland war schon vor dem Ersten Weltkrieg ein bedeutender Gläubigerstaat, während die USA ihre Schuldnerposition bis 1914 zwar relativ vermindert, aber noch nicht ganz abgetragen hatten. Statistiken dazu in Douglas C. North, "International Capital Movements in Historical Perspective", in Raymond F. Mikesell (Hg.), U.S. Private and Government Investment Abroad, Eugene, Oregon 1962, S. 17-25. Arthur I. Bloomfield, Patterns of Fluctuation in International Investment Before 1914, Princeton 1968, S. 47.
- 25 Dazu ausführlich Raymond Vernon, Sovereignty at Bay: the Multinational Spread of U.S. Enterprises, New York 1971, S. 65-77.
- 26 J.M. Keynes definierte die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals als die Diskontrate, die den Gegenwartswert der zukünftigen erwarteten Nettoerträge einer zusätzlichen Investition gleich macht den Anschaffungskosten des Investitionsgutes. Vgl. John M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, London (1936) 1970, S. 135. Vgl. auch Klaus Rose, "Einkommens- und Beschäftigungstheorie", in Werner Ehrlicher u.a. (Hg.), Kompendium der Volkswirtschaftslehre, Bd. 1, Göttingen 1967, S. 213.
- 27 Jeffrey G. Williamson, American Growth and the Balance of Payments, 1820-1913, Chapel Hill, N.C. 1964, S. 145 bzw. 136.
- 28 Herbert Feis, Europe. The World's Banker 1870-1914, New York (1930) 1964, S. 27-28.
- 29 M. Edelstein, "Foreign Investment", S. 78. Detailliertere Statistiken zu den Zinsdifferenzen, auch für einzelne Subperioden, in Idem, "Realized Rates of Return on U.K. Home and Overseas Portfolio Investment in the Age of High Imperialism", in Explorations in Economic History 13 (1976), S. 283-329, bes. S. 318-319.
- 30 Das wurde auch von Zeitgenossen erkannt. Vgl. für die amerikanische Seite Brooks Adams, America's Economic Supremacy, New York (1900) 1947; für die europäische Seite drei um 1900 in London erschienene Veröffentlichungen: The American Invasion, The American Invaders und The Americanization of the World, zitiert in Mira Wilkins, The Emergence of Multinational Enterprise: American Business Abroad from the Colonial Era to 1914, Cambridge, Mass. 1970, S. 71.

- 31 Robert W. Dunn, American Foreign Investments, New York 1926, S. 3, gibt an, daß vor dem Ersten Weltkrieg allein auf Kanada und Mexiko rund 70 Prozent der U.S.-Auslandsinvestitionen entfielen.
- 32 John T. Madden, Marcus Nadler und Harry C. Sauvain, America's Experience as a Creditor Nation, New York 1937, S. 36.
- 33 M. Wilkins, Emergence, S. 73.
- 34 Historical Statistics, S. 867.
- 35 Ibid.
- 36 Jährliche Angaben dazu in C. Lewis, America's Stake, S. 620, 628.
- 37 Die jährlichen Angaben finden sich in J.T. Madden u.a., America's Experience, S. 14. Für ähnliche Zinsdifferenzen im kurzfristigen Bereich vgl. Stephen V.O. Clarke, Central Bank Cooperation 1924-31, New York 1967, S. 87. Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics, Washington D.C. 1943, S. 448 ff. und 656 ff. Paul Einzig, The Theory of Forward Exchange, London 1937, S. 483 ff.
- 38 Daten dazu in Statistisches Bundesamt, Bevölkerung und Wirtschaft 1872-1972, Stuttgart 1972, S. 214.
- 39 Von 1923 bis 1929 stieg die Produktion der verarbeitenden Industrie in Kanada um rund 50 Prozent. Vgl. Morris C. Urquhart und Kenneth A.H. Buckley (Hg.), Historical Statistics of Canada, Toronto 1965, S. 475. Jährliche Daten zur Rendite kanadischer Staatsanleihen 1919-1929 in ibid., S. 275. Zum Vergleich die deutlich niedrigeren Renditen auf US-amerikanische Bundesanleihen in Historical Statistics of the U.S., S. 1003.
- 40 Daten aus Thelma Liesner, Economic Statistics 1900-1983, London 1985, S. 32, 62.
- 41 Ibid.
- 42 Hal B. Lary, The United States in the World Economy. The International Transactions of the United States During the Interwar Period, Washington D.C. 1943, S. 191.
- 43 Cleona Lewis, Debtor and Creditor Countries: 1938, 1944, Washington D.C. 1945, S. 8.
- 44 C. Lewis, America's Stake, S. 145, 149.
- 45 H.B. Lary, United States, S. 121, 191.
- 46 Arthur I. Bloomfield, Capital Imports and the American Balance of Payments 1934-39. A Study in Abnormal International Capital Transfers, New York (1950) 1966, S. 90. Während in der Vorkriegszeit ausländische Portfolioanlagen in den USA ganz überwiegend aus Anleihen bestanden hatten, nahm in den Zwischenkriegsjahren der Aktienwerb an Bedeutung wesentlich zu; vgl. C. Lewis, America's Stake, S. 134-140.

- 47 Historical Statistics, S. 1120.
- 48 Zu den verschiedenen Auslandskreditprogrammen der amerikanischen Regierung nach 1945 vgl. Raymond F. Mikesell (Hg.), U.S. Private and Government Investment Abroad, Eugene, Oregon 1962, S. 273-314.
- 49 Dabei machten die kurzfristigen Auslandsanlagen in den USA mehr als die Hälfte aus; das dürfte vor allem den Aufbau von Transaktionskasse in Dollar zur Finanzierung des damals stark anwachsenden internationalen Handels widerspiegeln.
- 50 T. Liesner, Economic Statistics, S. 32, 62.
- 51 Zu den staatlichen Maßnahmen zur Beschränkung amerikanischer Kapitalexporte vgl. Charles P. Kindleberger und Peter H. Lindert, International Economics, Homewood, Ill.(1953) 1978, S. 439, 464.
- 52 Zum Wachstum des Eurodollarmarktes haben die Zinsplafonds durch die bekannte Regulation Q in den sechziger und siebziger Jahren vor allem deshalb beigetragen, weil der Anstieg der Inflation das Marktzinnsniveau über die gesetzten Plafonds hinaustrieb.
- 53 Stephen Marris, Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk, Washington D.C.1985, S.91-93.
- 54 Die Flexibilisierung der Wechselkurse hat zu den verstärkten internationalen Kapitalmarktverflechtungen erheblich beigetragen, da vor allem die internationale Diversifizierung von Vermögensanlagen Schutz vor den seitdem größeren Währungsrisiken bietet. Robert Mundell meint, daß 90 Prozent des internationalen Kapitalflusses "völlig unnötig" seien. "Gäbe es eine Welts-Einheitswährung", d.h. keine Währungsrisiken, "wären sie gleich Null". Zitiert nach "Dollar auf der Achterbahn", in Der Spiegel 41 (1987), Heft 4, S. 134.
- 55 Die "wechselkursbedingte Exportverteuerung als Initialzündung" für die Zunahme deutscher Direktinvestitionen in den USA in den siebziger Jahren wird so gesehen von Helmut Fickenwirth, Direktinvestitionen in USA, Zürich 1979, S. 12.
- 56 Insbesondere durch den Economic Recovery Tax Act von 1981 und die damit verbundenen erheblichen Abschreibungserleichterungen; vgl. Hans-Werner Sinn, "Die Bedeutung des Accelerated Cost Recovery System für den internationalen Kapitalverkehr", in Kyklos, 37 (1984), S. 542-576.
- 57 Die Einnahmen aus der Körperschaftssteuer an den gesamten Steuereinnahmen fielen von 12,5% 1980 auf 8,5% 1984; vgl. S. Marris, Deficits, S. 84.
- 58 Die Leistungsbilanzdefizite der USA entwickelten sich wie folgt (in Mrd. Dollar): 1980:1,9; 1981:6,3; 1982:-9,2; 1983:-46,6; 1984:-106,5; 1985:-117,7. Daten für 1980-1982 aus Statistical Abstract of the United States 1985, S. 801, für 1983-1985 aus Federal Reserve Bulletin, Jan. 1987, S.A53.
- 59 Vgl. die Anm.19 für Zahlenangaben dazu.
- 60 S. Marris, Deficits, p. 79.

- 61 Ibid., S. 169. Rüdiger Dornbusch, "Why the Dollar Must Fall Another 30%" in New York Times, May 10, 1987, Business Section.
- 62 Ibid., S. XXV. Eine davon etwas abweichende Meinung vertritt David D. Hale, "World's Largest Debtor. The Risks of America's New Role as Capital Importer", in Policy Review, Fall 1986, No. 38, S. 28-39. Hale hält die Zuwachsrate der US-Auslandsverschuldung in den letzten Jahren zwar auch für bedrohlich und fordert Europa und Japan zur Stärkung ihres eigenen Wirtschaftswachstums auf. Er sieht aber strukturelle Veränderungen, u.a. demographischer Art, die auf längere Zeit Kapitalzuflüsse in die USA sinnvoll machen könnten.
- 63 S. Marris, Deficits, S. 80.
- 64 Vgl. hierzu die Technical Notes von Ralph Kozlov in Russell B. Scholl, "The International Investment Position of the United States 1985", in Survey of Current Business, June 1986, S. 34-35. Zu den Bewertungsmethoden der Erhebungen in den dreißiger Jahren vgl. U.S. Department of Commerce. Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Foreign Investments in the United States, Washington D.C. 1937 und idem (Paul de Witt Dickens), American Direct Investments in Foreign Countries - 1936, Washington D.C. 1938. Zu methodischen Problemen bei der Erfassung von internationalen Kapitalbewegungen allgemein: Walther P. Michael, Measuring International Capital Movements, New York 1971.
- 65 Vgl. R. David Belli, "Foreign Direct Investment in the United States in 1983", in Survey of Current Business, October 1984, bes. S. 31-36. Vgl. auch den letzten Benchmark Survey: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis, U.S. Direct Investment Abroad: 1982 Benchmark Survey Data, Washington D.C. 1985.

M A T E R I A L I E N

1. A BIBLIOGRAPHIC GUIDE TO AFRO-AMERICAN STUDIES  
(based on the holdings of the John F. Kennedy-  
Institut library). Comp. and ed. by Werner Sollors.  
Berlin 1972. - out of print -
2. VIOLENCE IN THE UNITED STATES: RIOTS - STRIKES -  
PROTEST AND SUPPRESSION. A working bibliography  
for teachers and students. Comp. and ed. by Dirk  
Hoerder.  
Berlin 1973. - out of print -
3. A BIBLIOGRAPHIC GUIDE TO AFRO-AMERICAN STUDIES:  
SUPPLEMENT ONE (based on recent acquisitions of  
the John F. Kennedy-Institut library). Comp. and  
ed. by Werner Sollors.  
Berlin 1974. - out of print -
4. STUDIES ON THE INTERACTION OF SOCIETY AND CULTURE  
IN AMERICAN PAST AND PRESENT. A bibliography of  
dissertations, 1938-1973. Comp. and ed. by Dirk  
Hoerder.  
Berlin 1974. DM 10.-
5. BIBLIOGRAPHIE AMERIKANISTISCHER VERÖFFENTLICHUNGEN  
IN DER DDR BIS 1968. Zsgest. und hrsg. von Christian  
Freitag (u.a.)  
Berlin 1976. DM 10.-
6. A BIBLIOGRAPHIC GUIDE TO WOMEN'S STUDIES I  
(based on the holdings of the John F. Kennedy-  
Institut library). Comp. and ed. by Dagmar Loytved,  
Hanna-Beate Schöpp-Schilling.  
Berlin 1976. DM 12.-
7. AMERICAN LABOR HISTORY. Research, teaching, and  
bibliographic aids. Comp. and ed. by Dirk Hoerder.  
Berlin 1976. - out of print -
8. A BIBLIOGRAPHIC GUIDE TO WOMEN'S STUDIES II  
(based on the holdings of the John F. Kennedy-  
Institut library). Comp. and ed. by Dagmar Loytved,  
Hanna-Beate Schöpp-Schilling.  
Berlin 1976. DM 12.-

9. WORKING PAPERS ON AMERICAN STUDIES IN THE TEACHING OF ENGLISH. Ed. by Winfried Fluck.  
Berlin 1976. DM 12.-
  
10. YOUNG MR. LINCOLN. Der Text der Cahiers du Cinéma und der Film von John Ford.  
Ergebnisse und Materialien eines Seminars hrsg. von Winfried Fluck.  
Berlin 1979. - out of print -
  
11. DIRECTORY OF EUROPEAN HISTORIANS OF CANADA AND THE UNITED STATES. Addresses, publications, research in progress. Comp. and ed. by Willi Paul Adams und Wolfgang J. Helbich.  
Berlin 1979. - out of print -
  
12. "ANGLOS ARE WEIRD PEOPLE FOR ME". Interviews with Chicanos and Puerto Ricans with a preface and introductions by Wolfgang Binder.  
Berlin 1979. DM 22.-
  
13. A BIBLIOGRAPHIC GUIDE TO WOMEN'S STUDIES. SUPPLEMENT ONE. (based on the holdings of the John F. Kennedy Institut library) Comp. and ed. by Dagmar Loytved.  
Berlin 1980. DM 12.-
  
14. DIE DEUTSCHSPRACHIGE AUSWANDERUNG IN DIE VEREINIGTEN STAATEN. Berichte über Forschungsstand und Quellenbestände, hrsg. von Willi Paul Adams.  
Berlin 1980. - out of print - DM 12.-
  
15. USA UND DEUTSCHLAND. AMERIKANISCHE KULTURPOLITIK 1942-1949. Bibliographie - Materialien - Dokumente.  
Hrsg. Michael Hoenisch, Klaus Kämpfe, Karl-Heinz Pütz.  
Berlin 1980. DM 22.-
  
16. THE ROLE OF THE UNITED STATES IN THE RECONSTRUCTION OF ITALY AND WEST GERMANY, 1943-1949. Papers presented at a German-Italian Colloquium... Introd. and ed. by Ekkehart Krippendorff.  
Berlin 1981. DM 22.-
  
17. PROCEEDINGS OF THE CONFERENCE ON AMERICAN STUDIES RESOURCES IN EUROPE held at the library of the John F. Kennedy-Institut from October 16th-20th, 1980.  
Ed. by Hans Kolligs and Peter Snow.  
Berlin 1981. DM 4.-

18. AFRO-AMERICAN STUDIES: A BIBLIOGRAPHY (based on the holdings of the John F. Kennedy Institut library)  
Comp. and ed. by Dagmar Loytved. 2 vols.  
Berlin 1981. DM 42.-
19. THE MICROFORM HOLDINGS OF THE JOHN F. KENNEDY-  
INSTITUT LIBRARY.  
Berlin 1982. DM 15.-
20. BÜRGERINITIATIVEN IN AMERIKANISCHEN GROSSTÄDTEN.  
Ulrich Andersch, Andreas Falke, Peggy White,  
Sue Wilcox.  
Berlin 1982. DM 21.-
21. REAGANISM: DAWN OR DUSK OF AMERICAN CONSERVATISM?  
Karl-Heinz Pütz.  
Berlin 1984. DM 15.-
22. DER REGIONALE WANDEL IM SÜDEN DER USA.  
Rudolf Hartmann.  
Berlin 1985. DM 20.-
23. DIE AMERIKANISCHEN WAHLEN VON 1984 UND DIE DEMO-  
CRATIC NATIONAL CONVENTION. MATERIALIEN UND BEITRÄGE.  
Hrsg. von Karl-Heinz Pütz.  
Berlin 1985. DM 25.-
24. PAZIFISMUS IN DEN USA.  
Hrsg. von Ekkehart Krippendorff. 2 Bände.  
Berlin 1986. DM 46.-
25. DIRECTORY OF EUROPEAN HISTORIANS OF NORTH AMERICA.  
Addresses, Publications, Research in Progress.  
Rev. ed. Comp. and ed. by Willi Paul Adams and  
Wolfgang J. Helbich DM 10.-

## WORKING PAPERS

1. Jürgen Honeck, "Spekulantentum" und Versorgungskrise in Pennsylvanien zur Zeit des amerikanischen Unabhängigkeitskrieges  
Berlin 1986.
2. Carl-Ludwig Holtfrerich, U.S. economic (policy) development and world trade during the interwar period compared to the last twenty years  
Berlin 1986.
3. Monika Medick-Krakau, Administration und Kongreß in der amerikanischen Außenpolitik der Ära Eisenhower: Die Beispiele Außenhandelspolitik und Allianzpolitik  
Berlin 1986.
4. Christoph Scherrer, The U.S. autoindustry: Can it adapt to global competition?  
Berlin 1986.
5. Adam Gwiazda, American-European relations with the Comecon countries in the 1980's  
Berlin 1986.
6. Carl-Ludwig Holtfrerich, The Roosevelts and foreign trade: Foreign economic policies under Theodore and Franklin Roosevelt  
Berlin 1986.
7. Christoph Scherrer, Mini-Mills - A new growth path for the U.S. steel industry?  
Berlin 1987.
8. Novak Jankovič, The relevance of post-Keynesian economic theory for socialist economies  
Berlin 1987.