



BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

# **71. Jahresbericht**

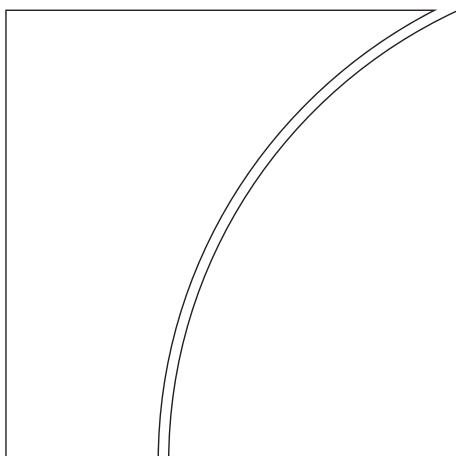
1. April 2000–31. März 2001

Basel, 11. Juni 2001





BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH



# **71. Jahresbericht**

1. April 2000–31. März 2001

Basel, 11. Juni 2001

Veröffentlichungen sind erhältlich bei:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
Information, Presse & Bibliothek  
CH-4002 Basel, Schweiz

E-Mail: [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

Fax: (+41 61) 280 9100 und (+41 61) 280 8100

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2001.*

*Alle Rechte vorbehalten.*

*Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden,  
sofern die Quelle angegeben wird.*

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-355-6

Auch in Englisch, Französisch, Italienisch und (im Sommer 2001) in Spanisch veröffentlicht.  
Auf der BIZ-Website verfügbar ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort .....	1
I. Einleitung: Ein plötzlicher Umschwung? .....	3
Stimmungsfaktoren, Preise von Vermögenswerten und gesamtwirtschaftliche Entwicklung .....	6
Maßnahmen gegen Instabilität im Finanzsystem .....	9
II. Entwicklung in den Industrieländern .....	12
Schwerpunkte .....	12
Lebhafte Konjunktur im ersten Halbjahr 2000 .....	13
Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte .....	16
Jüngste Inflationsentwicklung .....	19
Produktivitätstrends und Aussichten für die Weltwirtschaft .....	23
Finanzierungssalden, Ersparnis und Verschuldung .....	28
Welthandel und Außenwirtschaft .....	33
III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....	39
Schwerpunkte .....	39
Finanzmarktentwicklung und Kapitalströme .....	41
Asien .....	44
<i>Wirtschaftswachstum und Außenwirtschaft</i> .....	44
<i>Ertragsentwicklung im Bankensektor und Kreditvergabe</i> .....	46
<i>Fiskalpolitische Herausforderungen</i> .....	48
<i>Hochtechnologieexporte als wirtschaftlicher Stützpfiler in Asien</i> ...	49
<i>Kurzfristige Aussichten</i> .....	51
Lateinamerika .....	51
<i>Wirtschaftswachstum und Außenwirtschaft</i> .....	51
<i>Veränderungen des makroökonomischen Policy Mix</i> .....	53
<i>Rezession in Argentinien</i> .....	54
<i>Privatisierung und Sanierung im Bankensektor</i> .....	55
Afrika .....	56
Nahe Osten .....	57
Mittel- und Osteuropa .....	58
<i>Wirtschaftswachstum und Außenwirtschaft</i> .....	58
<i>Inflation, Wirtschaftspolitik und Arbeitslosigkeit</i> .....	58
Krise in der Türkei .....	61
Veränderte Inflationsprozesse in den aufstrebenden Volkswirtschaften ....	62
<i>Hauptmerkmale der Disinflation in jüngerer Zeit</i> .....	62
<i>Ursachen der Disinflation</i> .....	64
<i>Aufrechterhalten einer niedrigen Inflation</i> .....	67

	Seite
IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern .....	70
Schwerpunkte .....	70
USA .....	71
Japan .....	74
Euro-Raum .....	77
Länder mit Inflationsziel .....	79
Umdenken in der Gestaltung der Geldpolitik .....	83
<i>Wahl der geldpolitischen Indikatoren</i> .....	84
<i>Kommunikation mit den Finanzmärkten</i> .....	87
<i>Taktik geldpolitischer Schritte</i> .....	89
V. Devisenmärkte .....	92
Schwerpunkte .....	92
Dollar, Yen und Euro .....	93
<i>Wesentliche Entwicklungen und langfristige Perspektiven</i> .....	93
<i>Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen</i> .....	96
<i>Devisenmarktinterventionen am Euro/Dollar-Markt</i> .....	101
Entwicklung an anderen Devisenmärkten .....	102
<i>Währungen in Europa</i> .....	102
<i>Währungen anderer Industrieländer</i> .....	104
<i>Währungen aufstrebender Volkswirtschaften</i> .....	105
Liquidität an den Devisenmärkten .....	110
<i>Strukturwandel an den Devisenmärkten</i> .....	111
VI. Finanzmärkte .....	114
Schwerpunkte .....	114
Aktienmärkte .....	115
<i>Übersteigerte Vermögenspreise oder Fundamentalfaktoren</i> .....	115
<i>Informationen und Aktienkurse</i> .....	118
<i>Die Aktienbörse in Tokio und die japanischen Banken</i> .....	119
<i>Auswirkungen auf die Realwirtschaft</i> .....	120
Märkte für festverzinsliche Instrumente .....	122
<i>Bewertung von Kreditrisiken und Marktverhalten der Schuldner</i> .....	124
<i>Kreditzyklen in den Jahren 1990 und 2000</i> .....	129
Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften .....	130
Ablauf von Marktprozessen .....	134
VII. Zyklen und das Finanzsystem .....	139
Schwerpunkte .....	139
Finanzzyklen .....	139
<i>Kredite und Vermögenspreise</i> .....	141
<i>Zyklisches Verhalten der Institute und der Märkte</i> .....	144
Verstärkungsmechanismen im Finanzsektor .....	147
<i>Risikobewertung im Zeitverlauf</i> .....	147
<i>Anreize</i> .....	149
<i>Bilanzierungsmethoden und aufsichtsrechtliche Grundsätze</i> .....	150

	Seite
Mögliche politische und regulatorische Maßnahmen .....	152
<i>Aufsichtsmaßnahmen</i> .....	153
<i>Geldpolitik</i> .....	157
VIII. Schlußbemerkungen: Die jüngste Vergangenheit als Prolog? .....	161
Maßnahmen zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Gesamtwirtschaft .....	163
Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität .....	170
Zusammenarbeit im Streben nach Finanzstabilität .....	175
<hr/>	
Die Tätigkeit der Bank .....	179
Direkte Beiträge der BIZ zur internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich .....	179
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i> .....	179
<i>Förderung der Finanzstabilität durch die permanenten Ausschüsse</i> .....	181
<i>Basler Ausschuß für Bankenaufsicht</i> .....	182
<i>Ausschuß für das weltweite Finanzsystem</i> .....	183
<i>Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i> .....	184
<i>Repräsentanz für Asien und den Pazifik</i> .....	186
<i>Institut für Finanzstabilität</i> .....	187
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit	188
<i>Zehnergruppe</i> .....	188
<i>Forum für Finanzstabilität</i> .....	188
<i>International Association of Insurance Supervisors</i> .....	190
Weitere Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken .....	191
<i>Zusammenarbeit im Statistikbereich</i> .....	191
<i>Zusammenarbeit mit regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken</i>	192
<i>Koordinierung technischer Hilfe und Schulung</i> .....	192
<i>Ausschuß der EDV-Fachleute</i> .....	192
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	193
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	193
<i>Pfandhalter</i> .....	193
Tätigkeit der Bankabteilung .....	193
<i>Passiva</i> .....	194
<i>Aktiva</i> .....	194
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	195
Änderung der Statuten der Bank .....	196
<i>Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen Aktien</i> .....	196
<i>Sonstiges</i> .....	197
Veränderungen im Verwaltungsrat .....	197
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung .....	199
Verwaltungsrat .....	214
Oberste Führungsebene der Bank .....	215
Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 14. und 22. Mai 2001 abgeschlossen.	

# Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Entwicklung in den Industrieländern</b>	
Beiträge zum BIP-Wachstum* .....	13
Realzinssatz, struktureller Haushaltssaldo und Produktionslücke* .....	14
Verschuldung der öffentlichen Haushalte* .....	15
Rohöl: Preis, Förderung und Nachfrage* .....	16
Inflation und Produktionslücke* .....	20
Lohnquote und Inflation* .....	22
Veränderung der Arbeitsproduktivität im Unternehmensbereich .....	24
Beitrag zur Steigerung der Arbeitsproduktivität im US-Unternehmensbereich (ohne Landwirtschaft) .....	26
Realzinssätze und Gewinn/Kurs-Verhältnis in den USA* .....	27
Finanzierungssalden der Wirtschaftssektoren* .....	28
Nettoersparnis des privaten Sektors* .....	29
Verschuldung des privaten Sektors in den USA* .....	30
Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte .....	31
Japan und USA: Entwicklung im Vergleich .....	32
Welthandel und Preise .....	34
Außenhandelsanteile .....	34
Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen .....	35
Verhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, Schätzung .....	36
Realzinssätze und Leistungsbilanzungleichgewichte* .....	36
Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen .....	37
<b>Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften</b>	
Wachstum, Inflation und Leistungsbilanz .....	40
BIP-Wachstumsprognosen für 2001* .....	41
Aktienkurse und Renditenabstände* .....	42
Korrelationen zwischen Veränderungen des Nasdaq-Index und der Aktienkurse .....	42
Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften .....	43
Inlandsnachfrage und Nettoexporte .....	45
Inlandskredite und internationale Verschuldung* .....	46
Haushaltssaldo und öffentliche Verschuldung .....	48
Hochtechnologieexporte asiatischer Volkswirtschaften .....	50
Hochtechnologiegeschäft in asiatischen Volkswirtschaften* .....	51
Außenhandel, Ölexporte und Wachstum in Lateinamerika 2000 .....	52
Entwicklung an den Finanzmärkten in Mitteleuropa und Rußland* .....	59
Inflation und BIP-Wachstum* .....	63
Verbraucherpreisinflation und ausgewählte Bestimmungsfaktoren* .....	64
Haushaltssaldo und Zentralbankforderungen* .....	65
Verbraucherpreisinflation und ausgewählte Preiskomponenten* .....	68



## Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

Wirtschaftsindikatoren in den USA*	72
Wirtschaftsindikatoren in Japan*	75
Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum*	78
Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit Inflationsziel*	80
Wechselkurse in Ländern mit Inflationsziel*	82
Renditenabstände und Rezessionen in den USA*	86
Aktienmarktindizes und 3-Monats-Zinserwartungen*	88
Sitzungsturnus und Zinsglättung	90

## Devisenmärkte

Nominaler effektiver Wechselkurs von Dollar, Yen und Euro*	93
Wechselkurs, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Yen und Euro*	94
Nettovermögensposition und Nettovermögenseinkommen der USA, Japans und des Euro-Raums im Ausland*	95
Offizielle Devisenreserven	96
Differenzen der Wachstumsprognosen zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften*	98
Kumulierte Portfolioströme zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften*	99
Fusionen/Übernahmen und Euro/Dollar-Wechselkurs*	99
Reaktion des Euro/Dollar-Kurses auf Nachrichten über den Euro-Raum*	100
Wechselkurs und Differenz der Zinsterminsätze*	101
Wahrscheinlichkeitsverteilung des Dollars gegenüber dem Euro*	102
Wechselkurse europäischer Währungen gegenüber dem Euro*	103
Rohstoffpreise, Wachstums- und Zinsabstände sowie Wechselkurs*	104
Wechselkurse in aufstrebenden Volkswirtschaften*	106
Aktienmärkte, Wechselkurse und Hochtechnologieexporte in aufstrebenden Volkswirtschaften	107
Einstellung der Anleger gegenüber Risiko und Liquidität*	107
Umsatz und Volatilität in aufstrebenden Volkswirtschaften*	108
Wechselkurs- und Zinsvolatilität in aufstrebenden Volkswirtschaften	109
Devisenmarktumsatz	110
Umsatzanteile im Devisenhandel nach Währungen	111
Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten	112

## Finanzmärkte

Aktienindizes*	116
Kurs/Gewinn-Verhältnis, Kursänderungen und Gewinnwachstum von Technologieaktien	117
Öffentlich bekanntgegebene Informationen*	118
Aktienemissionen*	121
Verbraucherstimmung, Arbeitslosigkeit und Aktienmarkt	121
Renditenstrukturkurve für Zinsswaps*	122
Renditenaufschläge auf Unternehmens- und Staatsanleihen*	123
Nettoabsatz von Schuldtiteln*	124
Bruttoabsatz internationaler Schuldtitel*	125

	Seite
Telekom-Finanzierungen* .....	126
Zinsaufschläge auf US-Commercial-Paper* .....	128
Elemente in der Bewertung des Kreditrisikos* .....	129
Einfluß des Nasdaq auf die Aktienmärkte aufstrebender Volkswirtschaften* .....	131
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Entwicklungsländern* .....	132
Auslandspositionen der Banken gegenüber Entwicklungsländern* .....	133
Konsolidierte Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Entwicklungsländern* .....	134
Zufluß von Anlagegeldern bei Hedge-Fonds und Marktliquidität* .....	136
Zinsswaps* .....	137

## Zyklen und das Finanzsystem

Kredit- und Vermögenspreiszyklen .....	141
Kreditzyklen und Anspannungen im Finanzsektor* .....	142
Kredite und Preise gewerblicher Immobilien* .....	144
Renditendifferenzen und Zugang zu Kapital* .....	145
Rentabilität und Wertberichtigungen der Banken* .....	146
Rentabilität großer Banken 1999 und 2000 .....	147
Bonitätsbeurteilungen vor und nach der Asien-Krise* .....	149
Korrelation zwischen Eigenkapital bzw. Rückstellungen und Konjunkturzyklus* .....	151
Eigenkapitalquoten der Banken* .....	152

## Abkürzungen und Zeichen

s	geschätzt
LS, RS	linke Skala, rechte Skala
...	nicht verfügbar
.	nicht anwendbar
–	null oder vernachlässigbar
\$	US-Dollar, wenn nicht anders angegeben

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

# 71. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 11. Juni 2001 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das am 31. März 2001 abgeschlossene 71. Geschäftsjahr vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt 271,7 Millionen Goldfranken, verglichen mit 307,8 Millionen Goldfranken im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluß für das Geschäftsjahr 2000/01 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (S. 195).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 48,6 Millionen Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 360 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 44,6 Millionen Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3,0 Millionen Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 175,5 Millionen Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 2000/01 den Aktionären am 1. Juli 2001 gezahlt.

Basel, 22. Mai 2001

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor



## I. Einleitung: Ein plötzlicher Umschwung?

Die bedeutendste Entwicklung im Berichtszeitraum war die markante Konjunkturabschwächung in den USA, die im zweiten Halbjahr 2000 einsetzte. Zwar war eine Verlangsamung der Wirtschaftsentwicklung seit langem erwartet und sogar herbeigesehnt worden, doch ihr plötzliches Einsetzen war aus einer Vielzahl von Gründen bemerkenswert. Sie schien das Ende – oder zumindest eine deutliche Pause – des seit zehn Jahren andauernden weltweiten Aufschwungs zu markieren, in dem die US-Wirtschaft eine unverhältnismäßig große, aber willkommene Rolle gespielt hatte (Kapitel II). Begleitet wurde sie von einer offensichtlichen Unterbrechung der Erholung in Japan und einer Konjunkturabflachung in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften (Kapitel III) sowie, wenn auch in weit geringerem Maße, in Europa. Und sie war eine herbe Enttäuschung für alle, die gehofft hatten, daß dank einer auf die Informationstechnologie gestützten New Economy sowohl Lagerzyklen als auch starke Schwankungen der Investitionsausgaben der Vergangenheit angehören würden.

Rasch wurden die üblichen Erklärungsfaktoren für einen solchen globalen Umschwung bemüht. Die Ölpreise hatten scharf angezogen, was die Ausgabenneigung in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften noch stärker beeinträchtigte als in den Industrieländern. Die kurzfristigen Zinssätze waren in allen wichtigen Industrieländern angehoben worden, um entweder einem aufkeimenden Inflationsdruck entgegenzuwirken oder – im Falle Japans – die Geldpolitik angesichts einer sich abzeichnenden leichten Konjunkturerholung auf einen normaleren Kurs zurückzuführen. Den Finanzmärkten wurde ebenfalls ein gewisser Einfluß zugeschrieben, denn die Indizes für Aktientitel der New Economy hatten gegenüber ihren Höchstständen vom März 2000 überall kräftig verloren. Auch die Kreditvergabebedingungen waren das Jahr hindurch weltweit zwar in unterschiedlichem Maße, aber fortlaufend verschärft worden, vor allem für Schuldner geringerer Bonität. Unter diesen Umständen wurde in Ländern mit voller Kapazitätsauslastung eine etwas schwächere Ausgabenbereitschaft als nur natürlich und sogar begrüßenswert angesehen. In den von der Abschwächung am meisten betroffenen Ländern galt dies auch für die Umkehr des zuvor beobachteten Trends zur geldpolitischen Straffung. Mit Blick zurück auf die Wirtschaftsentwicklung seit dem Zweiten Weltkrieg lag all dies gewissermaßen im Rahmen des Üblichen.

Dennoch gab es gleichzeitig Befürchtungen, daß einige weniger vertraute Einflußfaktoren am Werk waren. Der vorangegangene Aufschwung erinnerte manche Beobachter in gewisser Weise an die Konjunkturzyklen vor dem Ersten Weltkrieg – ein ungewöhnlicher Vergleich, aber vielleicht nicht unangebracht

angesichts der unaufhaltsamen Deregulierungs- und Globalisierungswelle im Finanzsektor, die die letzten Jahrzehnte geprägt hat. Ähnlich wie bei früheren umwälzenden technischen Neuerungen – Schiffskanäle, Eisenbahn, Elektrizität, Automobil – nahm die damit verbundene Sachvermögensbildung stark zu, wobei im jetzigen Konjunkturzyklus die Informationstechnologie- und die Telekommunikationsbranche am meisten profitieren konnten. Zugleich verstärkten die Höhenflüge der Aktienkurse diese Entwicklung, indem sie zur reichlichen Verfügbarkeit kostengünstigen Risikokapitals beitrugen. Bei allgemein geringem bzw. rückläufigem Preisauftrieb blieben außerdem die Realzinsen auf einem verhältnismäßig tiefen Niveau. Während diese Trends in den USA am deutlichsten hervortraten, waren sie in unterschiedlichem Ausmaß auch in anderen Ländern zu beobachten. Daraufhin entstand der Eindruck, daß es zu einer weltweiten Krisenanfälligkeit kommen würde, wenn sich die Gewinnerwartungen nicht erfüllten. Dies trug vermutlich dazu bei, daß viele Zentralbanken bereit waren, die Zinsen zu senken, als die Federal Reserve im Januar dieses Jahres eine ungewöhnlich energische geldpolitische Lockerung einleitete (Kapitel IV).

Günstigerweise war der Aufschwung in den letzten Jahren sowie auch noch im Berichtszeitraum zudem durch eine weitgehende Stabilität der Preise auf aggregiertem Niveau gekennzeichnet. In einer ganzen Reihe von Ländern – sowohl aufstrebenden Volkswirtschaften als auch Industrieländern – reagierten die Meßgrößen für die Kerninflation unerwartet gedämpft auf den Druck, der von niedrigen Arbeitslosenquoten, Währungsabwertungen und gestiegenen Ölpreisen ausging. Zum Teil war dies die Folge der höheren Produktionskapazitäten, insbesondere für Industriegüter, die im Zuge der vorangegangenen langen Phase intensiver Investitionstätigkeit aufgebaut worden waren. Andere Faktoren spielten jedoch auch eine Rolle, so etwa die Deregulierung der Gütermärkte, die Globalisierung im Handel mit Gütern und Dienstleistungen, die Ausgabenzurückhaltung der öffentlichen Haushalte und die zunehmende Glaubwürdigkeit der von den Zentralbanken gesetzten Ziele zur Inflationsbekämpfung. All diese Elemente trugen dazu bei, daß ein „Käufermarkt“ entstand, der den Preisauftrieb dämpfte und ihn zugleich auf einem niedrigen Niveau hielt.

Da die Preise insgesamt träger waren, mußten Schocks wie höhere Ölpreise natürlich auf andere Weise abgefangen werden, um Gewinneinbußen zu vermeiden. Dies gelang im Berichtszeitraum weitgehend auch. In den USA, den meisten europäischen Ländern und Japan wurde bei den Nominallohnerhöhungen eine überraschend große Zurückhaltung geübt, was in den USA und Europa mit besser funktionierenden Arbeitsmärkten, in Japan mit Arbeitsplatzunsicherheit und einer gedrückten Konjunkturlage zusammenhing. In der gesamten Weltwirtschaft gab es außerdem Anzeichen für einen positiven Wirkungskreislauf von mäßigen Lohnzuwächsen und gemäßiger Preisentwicklung. Ferner waren insbesondere in den USA in den letzten Jahren erhebliche Steigerungen der Arbeitsproduktivität zu verzeichnen gewesen, die mitgeholfen hatten, die Preise im Zaum zu halten, ohne die Gewinne zu beeinträchtigen. In den letzten Quartalen haben sich die Gewinnaussichten in vielen Ländern jedoch deutlich verschlechtert, was besonders für die Branchen der

New Economy weltweit gilt. Dies trug wesentlich zur Verschlechterung der Lage an den Finanzmärkten bei, die sich dann wiederum auf das weltweite Wirtschaftswachstum auszuwirken begann.

Der anhaltende Prozeß der Globalisierung war in letzter Zeit auch dadurch gekennzeichnet, daß große Divergenzen bei den nationalen Sparquoten problemlos durch die internationalen Kapitalströme ausgeglichen wurden. In den USA fiel die Nettosparquote des privaten Sektors im letzten Jahr gemessen am BIP auf unter -6% (das entspricht einem Rückgang um 12 Prozentpunkte seit 1992), während sie in Japan auf fast 9% stieg. Während die öffentlichen Haushalte für einen gewissen Ausgleich sorgten, blieben doch erhebliche Leistungsbilanzungleichgewichte bestehen, denen massive Kapitalzuflüsse in die USA – zunehmend in Form von Aktienkäufen und Direktinvestitionen – gegenüberstanden. Schaut man weiter und vergleicht die hohe gesamtwirtschaftliche Ersparnis in Asien und Europa mit der Situation auf der westlichen Halbkugel, so zeigen sich ähnliche strukturelle Unterschiede in der Ersparnisbildung. Von großer Bedeutung für die Finanzierung der sich daraus ergebenden Leistungsbilanzdefizite waren auch hier die ausländischen Direktinvestitionen, insbesondere in Lateinamerika.

Die Kapitalzuflüsse in die USA ebenso wie in andere Empfängerländer wurden zum Teil durch das Streben nach Diversifizierung und durch die Erwartung überdurchschnittlicher Anlageerträge stimuliert. Im Nebeneffekt stützten sie jedoch den US-Dollar beträchtlich (Kapitel V), was wiederum dazu beitrug, den Inflationsdruck zu dämpfen. Trotz deutlicher Anzeichen für eine Konjunkturabschwächung in den USA hielt die Dollarstärke an, möglicherweise ein Hinweis darauf, daß der Markt in der Verlangsamung nur eine Pause sah, bis das Wachstumspotential der New Economy wieder Fuß gefaßt haben würde. Eine weitere Erklärung könnte sein, daß die Rolle der Reservewährung Dollar als sicherer Hafen an Bedeutung gewann, als die Unsicherheit hinsichtlich der weltweiten Wirtschaftsaussichten wuchs, insbesondere da der öffentliche Haushalt und das Bankensystem in den USA als solide angesehen wurden. Ob sich diese Annahmen und Einschätzungen schließlich bewahrheiten werden, bleibt abzuwarten.

Nicht alle Länder, die auf Auslandsfinanzierung angewiesen waren, hatten es so leicht. Unter anderem hatten die anhaltend prekäre haushaltspolitische Lage in Argentinien und grundlegende Probleme im Bankensektor in der Türkei einen starken Zins- und Wechselkursdruck zur Folge, der im Falle der Türkei zu einer drastischen Abwertung der Währung führte. Bis Ende April waren von diesen Ereignissen verhältnismäßig geringe Ansteckungseffekte ausgegangen. Nicht nur war die Hebelwirkung im System geringer als im Verlauf früherer Krisen, die internationalen Finanzmärkte schienen auch besser in der Lage zu sein, zwischen unterschiedlichen Kategorien von Kreditrisiken zu unterscheiden (Kapitel VI). Die Tatsache, daß viele Wechselkursregime von einer Basis fest angebundener, aber anpaßbarer Wechselkurse auf kontrolliertes Floaten umgestellt worden waren, spielte wahrscheinlich ebenfalls eine Rolle.

Im Berichtszeitraum wurden eine Reihe von Maßnahmen zur Förderung der Stabilität des internationalen Finanzsystems ergriffen. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften waren fortgesetzte Bemühungen zu beobachten, die

inländischen Finanz- und Zahlungsverkehrssysteme zu verbessern, wobei oft internationale Vereinbarungen über bestmögliche Praktiken zugrunde gelegt wurden. Zudem lenkten der schärfere Wettbewerb und die Konsolidierung im Finanzsektor der Industrieländer in größerem Maße die Aufmerksamkeit der politisch Verantwortlichen auf sich. Immer mehr rückte ins Bewußtsein, daß ein rascher Wandel im Finanzsektor und eine damit einhergehende Kreditausweitung in der Vergangenheit zu einer Vielzahl von Schwierigkeiten geführt hatten (Kapitel VII). Daß die Aufsichtsinstanzen solche Schwachpunkte auf regelmäßiger Basis überwachten, wurde begrüßt, konnte aber natürlich nicht garantieren, daß das Problem wiederkehrender Krisen im Finanzsektor damit aus dem Weg geräumt sei.

### Stimmungsfaktoren, Preise von Vermögenswerten und gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Obwohl die Weltwirtschaft immer stärker durch gemeinsame Schocks sowie real- und finanzwirtschaftliche Interdependenzen geprägt wurde, waren nach wie vor auch einzelfallspezifische Entwicklungen von großer Bedeutung, die von der Stimmungslage in den wichtigsten Regionen abhingen. Nirgends war die Wirtschaftsentwicklung spektakulärer als in den USA, wo sich das BIP-Wachstum im ersten Halbjahr 2000 unter dem Einfluß lebhafter Verbraucherausgaben und eines weiteren beträchtlichen Anstiegs der gewerblichen Anlageinvestitionen auf fast 6% beschleunigte. Beide Faktoren hingen vor allem mit der vorangegangenen Aktienhausse zusammen, durch die das Vermögen der Verbraucher zugenommen hatte und die Kosten für Unternehmensfinanzierungen gesunken waren. Leicht zugängliche Kredite aus immer unterschiedlicheren – oftmals ausländischen – Quellen spielten ebenfalls eine unterstützende Rolle. Generell begünstigend wirkte sich die positive Grundstimmung aus, die auf der Überzeugung beruhte, daß sowohl die Produktivität als auch die Erträge dank der neuen Informations- und Kommunikationstechnologie auf einen dauerhaft höheren Wachstumspfad eingeschwenkt seien.

Doch im weiteren Jahresverlauf begannen sich wachsende Risiken abzuzeichnen. Der Nasdaq brach ein und fiel immer weiter, andere Indizes sanken ebenfalls, wenngleich in geringerem Maße. Als Folge davon ging das Nominalvermögen der privaten Haushalte in den USA im Jahr 2000 zum ersten Mal in der Nachkriegszeit sogar zurück. Dagegen stiegen die Verbindlichkeiten und Schuldendienstverpflichtungen der privaten Haushalte in Prozent ihres verfügbaren Einkommens fast auf Rekordwerte, während die private Sparquote noch tiefer unter null sank. Die Gesamtverschuldung der Unternehmen war zwar von den historischen Höchstständen weiter entfernt, doch kleinere Unternehmen gerieten in Bedrängnis. Die Banken verschärften die Kreditvergabebedingungen drastisch, eine Zeitlang hatten Schuldner mit einer Bonität unterhalb des Anlageratings fast keinen Zugang zum Anleihemarkt mehr, und auch die Konditionen für Lieferantenkredite im Bereich der Technologieausrüstung wurden strenger.

Der Inlandsabsatz bei Endverbrauchern in den USA schwächte sich im vierten Quartal stark ab, wobei sich der Rückgang durch sämtliche Branchen



zog. Auch das Vertrauen der Verbraucher nahm merklich ab. Die erzielten Gewinne fielen, und Gewinnwarnungen kamen in rascher Folge. Darüber hinaus wuchs das Bewußtsein, daß Sonderfaktoren, die auch in die andere Richtung ausschlagen könnten, möglicherweise die ausgewiesenen Gewinne aufblähten oder die Aktienwerte verwässerten. Die steigenden Aktienkurse schufen nämlich einen Anreiz, Rentenversicherungsbeiträge vorübergehend auszusetzen, die Ausbreitung von Aktienoptionen verschaffte den Unternehmen zwar Steuervorteile, bewirkte aber potentiell eine Verwässerung der Eigentümerstruktur, und die Verwendung von Stammaktien bei Unternehmensübernahmen zu aufgeblähten Kurs/Gewinn-Verhältnissen verringerte die Anteilswerte der Aktionäre der übernehmenden Gesellschaften noch weiter. Dennoch wurden diejenigen, die davon ausgingen, daß der Konjunkturabschwung nur vorübergehend sein würde, in der Folge durch günstigere Wirtschaftsindikatoren in ihrer Überzeugung bestärkt. Insbesondere wurden die Lagerbestände im ersten Quartal 2001 viel rascher abgebaut als erwartet. Zudem hielten sich die Konsumausgaben angesichts der angekündigten Stellenkürzungen und des weiter nachlassenden Verbrauchervertrauens überraschend gut.

Der plötzliche Umschwung der konjunkturellen Lage in den USA fand seinen Niederschlag in einer ungewöhnlich raschen Kursänderung der Geldpolitik. Insgesamt waren sowohl die vorangegangene Phase der Straffung als auch die spätere Phase der Lockerung mit dem Anliegen vereinbar, die Konjunkturausschläge zu dämpfen und zugleich das Ziel der Preisstabilität im Inland zu verfolgen. Mit Blick auf die größere Bedeutung der Preise von Finanzvermögenswerten in den USA und deren Abhängigkeit von der Stimmungslage sah sich die Federal Reserve in ihrem Handlungsspielraum jedoch auf subtile, aber maßgebliche Weise eingeschränkt. Noch mehr als zuvor kam es darauf an, daß die Zinssenkungen als weder zu klein noch zu groß beurteilt wurden. Fielen sie zu klein aus, dürfte der Verbrauch kaum stimuliert werden; wären sie zu groß, könnte es einerseits zu einer Euphorie an den Finanzmärkten kommen oder andererseits zu einer Panik, falls die Märkte glaubten, daß die Federal Reserve ihnen gegenüber einen Informationsvorsprung habe. Schließlich führte die erste und deutliche Zinssenkung im Januar tatsächlich zu einer sprunghaften Lockerung der Kreditbedingungen, wobei weitere Zinssenkungen halfen, diesen Zustand beizubehalten. Der Preisauftrieb im Inland hätte die Bereitschaft der Federal Reserve zur Senkung der Zinssätze ebenfalls einschränken können, glücklicherweise blieb er aber schwächer, als angesichts der vorangegangenen Energiepreissteigerungen und der in jüngerer Zeit zu verzeichnenden Beschleunigung bei den Lohnstückkosten vielleicht zu erwarten gewesen wäre.

Die Konjunktur in Japan blieb im wesentlichen schwach, zeigte aber einen ähnlichen Quartalsverlauf wie in den USA. Allerdings hatte in den USA der Glaube an die neuen Technologien – trotz der Abschwächung im zweiten Halbjahr 2000 – einen grundlegenden Optimismus bewahrt. Japan dagegen litt immer noch unter den Nachwirkungen der zehn Jahre zuvor geplatzten Konjunkturblase: Überkapazitäten in der Industrie und niedrige Erträge, Vermögenswertverluste und anhaltende Schwäche im Finanzsektor. Da die Wirtschaftspolitik weiterhin nicht in der Lage war, eine durchgreifende Lösung

dieser Probleme herbeizuführen, gesellte sich zu der allgemeinen Enttäuschung über die herrschende Situation überdies noch die Überzeugung, daß die Zukunft wohl keine Änderung bringen würde.

Im ersten Halbjahr 2000 stieg die Industrieproduktion in Japan dennoch vorübergehend, worin sich die Erholung in den USA und in Asien widerspiegelte. Steigende Erträge und höhere Investitionen waren die Folge, vor allem in der Informationstechnologiebranche. Als jedoch der außenwirtschaftliche Impuls nachließ und die Auswirkungen der vorangegangenen Yen-Aufwertung deutlicher sichtbar wurden, verblaßte die Hoffnung wieder. Das Konsumklima dagegen blieb durchgehend gedämpft. Da die Verbraucher zuvor erhebliche Vermögenseinbußen erlitten hatten, Zweifel am Zustand der nicht kapitalgedeckten Rentenversicherungssysteme hegten und mit der langsam voranschreitenden Umstrukturierung in der Industrie ihre Einkünfte und ihre Arbeitsplätze gefährdet sahen, neigten sie eher zum Sparen als zum Konsum. Die rückläufigen Einzelhandelspreise, zum Teil bedingt durch positive Angebotsentwicklungen, dürften die Verbraucher in ihrer abwartenden Haltung noch bestärkt haben.

Die Wirtschaftspolitik ihrerseits nutzte den kleinen ihr noch verbliebenen Spielraum aus. Die Nullzinspolitik wurde für kurze Zeit ausgesetzt, als sich die Wirtschaftslage im Sommer aufzuhellen schien, dann aber in Form eines expliziten quantitativen Ziels für die Überschußreserven der Banken faktisch wieder eingeführt. Gleichzeitig erklärte die Bank of Japan, daß diese Regelung bestehen bleiben werde, bis die Verbraucherpreise zu fallen aufgehört hätten. Diese Erklärung sollte helfen, den eindrucksvollen und willkommenen Rückgang der längerfristigen Zinsen im zweiten Halbjahr aufrechtzuerhalten. Die Fiskalpolitik lieferte weitere konjunkturelle Impulse, die jedoch immer weniger Wirkung entfalteten, weil die Erkenntnis wuchs, daß verlustbringende Investitionen und Staatsgarantien letztendlich eine große Belastung für die Steuerzahler bedeuten würden.

Die Hoffnung, daß das schleppende Wachstum in den USA und Japan durch höhere Wachstumsraten in anderen Ländern ausgeglichen würde, erfüllte sich nur zum Teil. Ähnlich wie in den USA gab auch in den anderen wichtigen englischsprachigen Ländern das rasche Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte Anlaß zur Besorgnis, die meisten verzeichneten jedoch anschließend eine deutliche Verlangsamung, die mit Zinssenkungen einherging. Nur das Vereinigte Königreich widersetzte sich dem Schwächetrend, aber auch dort wurden zuletzt die Notenbankzinsen mit Blick auf die Zukunftsaussichten zurückgenommen.

Zudem zog die Konjunktur im Euro-Raum nicht wie erhofft an, auch wenn die Wachstumsabschwächung zumindest weniger ausgeprägt war als andernorts. Die Inlandsnachfrage war relativ stabil, da sich angesichts der ungewöhnlich rasch wachsenden Beschäftigung die Stimmung bei den Verbrauchern verbesserte, und so schien Kontinentaleuropa eine Zeitlang von den Entwicklungen außerhalb abgeschirmt zu sein. Doch die Kehrtwende im 2jährigen Abwärtstrend des Euro-Wechselkurses stellte sich nicht ein. Der schwache Euro und die höheren Ölpreise trugen außerdem dazu bei, daß die Inflationsrate über das Preisstabilitätsziel der EZB stieg. Als gegen Ende des

Berichtszeitraums Anzeichen eines schwächeren Wirtschaftswachstums und etwas günstigerer Inflationsaussichten vorlagen, lockerte das Eurosystem die Geldpolitik schließlich vorsichtig. In Anbetracht der haushaltspolitischen Zurückhaltung der letzten Zeit konnten eine Anzahl europäischer Länder sogar die Steuersätze senken. Dahinter standen ursprünglich strukturelle Überlegungen, doch die Nachfrageeffekte dieser Steuersenkungen versprachen eine willkommene Stütze für die künftigen Wachstumsaussichten.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten 2000 eine durchschnittliche reale Wachstumsrate von 6%, und alle wichtigen Regionen sowie praktisch alle großen Volkswirtschaften hatten an dieser Expansion teil. Allerdings traten allmählich Anzeichen von Anspannungen auf, und die Aktienkurse fielen im Zuge des Nasdaq-Rückgangs auf breiter Front. Auch das Exportwachstum schwächte sich tendenziell ab; in manchen Ländern wurde dies allerdings durch eine steigende Inlandsnachfrage teilweise kompensiert.

Die Exportaufträge für Elektronikgüter sanken überall, vor allem aber in Ostasien. Angesichts der Entwicklung hin zu frei schwankenden Wechselkursen, allgemein positiver Außenhandelsbilanzen, hoher Währungsreserven und einer wesentlich geringeren Abhängigkeit von kurzfristigen Kapitalzuflüssen schlug dies jedoch viel weniger auf die Wechselkurse durch als 1997. Als nach wie vor relativ geschlossene Volkswirtschaften waren China und Indien in geringerem Maße betroffen, doch beide Länder hatten wegen des noch immer weitverbreiteten Staatseigentums und der damit verbundenen haushaltspolitischen Schwierigkeiten weiterhin binnenwirtschaftliche Probleme. In Lateinamerika gelang es Argentinien nach wie vor nicht, sein Haushaltsdefizit in den Griff zu bekommen, was Bedenken wegen der Schuldendienstfähigkeit des Landes und einer möglicherweise notwendig werdenden Umschuldung aufkommen ließ. Der Renditenaufschlag argentinischer Anleihen stieg infolgedessen vorübergehend auf über 1000 Basispunkte, und auch die Anleihe-spreads weiterer Staaten begannen sich auszuweiten. In anderen Ländern der Region führte das sich beschleunigende Wirtschaftswachstum allmählich zu einem Inflationsdruck, der zwar bei weitem nicht die Vergleichswerte der Vergangenheit erreichte, eine Reihe von Zentralbanken aber dennoch zur Straffung der Geldpolitik veranlaßte. Schließlich wuchs die Besorgnis über die anhaltend großen Außenhandelsdefizite in Lateinamerika und Mitteleuropa – mit der Ausnahme der ölproduzierenden Länder – sowie über die möglichen Risiken für diese Länder, falls das Vertrauen der ausländischen Anleger einmal nachzulassen beginnen sollte.

## Maßnahmen gegen Instabilität im Finanzsystem

Im Laufe der letzten 20 Jahre haben wiederkehrende Krisen sehr deutlich vor Augen geführt, wie Probleme im Finanzsektor sowohl gesamtwirtschaftliche Störungen verursachen als auch deren Kosten auf schwerwiegende Weise erhöhen können. Manche dieser Probleme hängen mit einzelnen Instituten zusammen, andere mit der Funktionsweise der Märkte und wieder andere mit den Eigenschaften des globalen Finanzsystems selbst. Angesichts der Befürchtung, Wettbewerbsnachteile oder Ansteckungseffekte zu erleiden,

überrascht es nicht, daß der öffentliche Sektor in den letzten Jahren umfangreiche Anstrengungen unternahm, um Schwachstellen im Finanzsektor zu erkennen und auszumerzen. Aufkommende Zweifel hinsichtlich der Tragfähigkeit des weltweiten Konjunkturaufschwungs verliehen diesen Anstrengungen neues Gewicht.

Einige der Schwächen im Finanzsektor, die im Berichtszeitraum ins Blickfeld gerieten, waren nicht neu. An erster Stelle stand dabei die mangelnde Bereitschaft zur durchgreifenden Sanierung des japanischen Unternehmens- und Bankensektors. Daß die Fusion großer Banken ohne eine Verpflichtung zur Sanierung genehmigt wurde, deutete vielmehr auf die Beibehaltung des Status quo hin. Auch die Verlängerung des Einlagensicherungsprogramms und die neuerlichen Versuche des Staates, die sinkenden Aktienkurse zu stützen, dürften die Banken davon abgehalten haben, von sich aus durchgreifende Sanierungsmaßnahmen zu treffen. Die Verbesserung der Aufsicht über die Finanzinstitute und Vorlagen für neue, strengere Rechnungslegungsvorschriften konnten diese umfassenderen Unzulänglichkeiten nur teilweise ausgleichen. In anderen Ländern Ostasiens wurde die Sanierung im Finanzsektor generell fortgesetzt, oft aber immer noch nicht konsequent und rasch genug. Insgesamt war die Rentabilität im Bankgewerbe noch nicht wiederhergestellt, und das Wachstum der Bankkredite blieb gering. In Mitteleuropa und Lateinamerika hielt die Tendenz zur stärkeren Beteiligung ausländischer Banken weiter an. Dies wurde einerseits begrüßt, da erwartet wurde, daß der Vorsprung dieser Banken hinsichtlich Kapital, Technologie und Managementwissen der Finanzstabilität im Inland zugute kommen würde. Andererseits gab es in manchen Ländern Bedenken, daß den ausländischen Instituten sowohl die Bereitschaft als auch die nötige Sachkenntnis zur Kreditvergabe an kleinere inländische Unternehmen fehlten.

Andere Befürchtungen, die im Berichtszeitraum aufkamen, waren naturgemäß weniger konkret. Trotz hoher Gewinn- und Eigenkapitalquoten gerieten die Banken in einigen der im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen Länder – u.a. aufgrund niedriger Verlustrückstellungen – in den Verdacht, daß sie sich bei der Kreditvergabe an Schuldner geringerer Bonität unversehens höheren Risiken ausgesetzt hatten. Hohe Volumina von Konsortialkrediten an Telekommunikationsgesellschaften riefen ebenfalls Bedenken hervor, vor allem in Europa, denn es wurde immer unwahrscheinlicher, daß diese Kredite mit den Erlösen aus der Veräußerung von Vermögenswerten, Aktienneuemissionen und Anleihebegebungen rasch zurückgezahlt würden. Ähnliche Befürchtungen entstanden im Zusammenhang mit den Schwierigkeiten einiger Emittenten bei der Neuauflage ablaufender Commercial Paper, was wiederum bedeutete, daß zuvor ausgehandelte Kreditlinien bei Banken in Anspruch genommen werden könnten. In beiden Fällen wurden die Ängste noch dadurch geschürt, daß einige Unternehmen mit ursprünglich hoher Bonität überraschend schnell auf ein Rating unterhalb der Anlagequalitätsklassen zurückgestuft wurden.

Zum Teil als Reaktion auf solche Entwicklungen verschärften die Banken in vielen Industrieländern auf breiter Basis ihre Kreditvergaberichtlinien, und an den Sekundärmärkten weiteten sich die Spreads allgemein aus. Anders als

in früheren Fällen führten die Bedenken hinsichtlich der Bonität der Finanzinstitute aber offenbar nicht dazu, daß die Finanzmärkte schlechter funktionierten oder weniger liquide waren. Dies war u.a. auf die vorsichtigeren Haltung der größten am Markt tätigen Institute gegenüber hohen offenen Handelspositionen zurückzuführen.

Längerfristige Initiativen zur Förderung eines soliden Finanzsystems wurden engagiert vorangetrieben. Besonders bemerkens- und begrüßenswert waren die Bemühungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht – in enger Zusammenarbeit mit den Aufsichtsinstanzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie dem privaten Sektor – um eine risikogerechtere Eigenkapitalvereinbarung. Einzelheiten hierzu sowie die Beiträge anderer in Basel ansässiger Gruppen und Ausschüsse finden sich im Kapitel über die Tätigkeit der Bank. Unter der Ägide des Forums für Finanzstabilität gab es überdies weitere Fortschritte bei der Erarbeitung von Standards, die zur Finanzstabilität beitragen können, sowie bei der Abgabe von Empfehlungen in bezug auf Probleme, die durch Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (HLI), Offshore-Finanzzentren oder internationale Kapitalströme entstehen. Der größte Fortschritt war jedoch bei der Umsetzung internationaler Standards zu verzeichnen, denn der IWF und die Weltbank sorgten dafür, daß diesen Fragen vor Ort in den aufstrebenden Volkswirtschaften wie auch in den Industrieländern weitaus mehr Aufmerksamkeit geschenkt wurde. Selbst wenn das Bewußtsein für Probleme nur als ein Schritt auf dem Weg zu ihrer Lösung erscheinen mag, ist es dennoch ein wichtiger Schritt.

Begrenzte Erfolge gab es auch bei der Behebung von Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich der angemessenen Verfahren für die Bewältigung und Überwindung von staatlichen Liquiditäts- und Schuldenkrisen. Diese Fragen rückten wieder in den Blickpunkt, als der IWF vor kurzem Argentinien und der Türkei Unterstützung leistete. Außerdem gab es im Berichtszeitraum einige Beispiele, die darauf hindeuteten, daß die Umschuldung staatlicher Verbindlichkeiten, zumindest wenn es um Anleiheemissionen kleinerer Länder geht, erfolgversprechender wäre als ursprünglich angenommen, wenn die Bereitschaft bestünde, Kündigungs- und Sammelklageklauseln bei bestehenden Anleihekontrakten anzuwenden. Die Chance, daß geregelte Lösungspakete geschnürt werden, die den privaten Sektor in hohem Maße einbinden, schien etwas größer geworden zu sein. Vor diesem Hintergrund dürften die gewonnenen Erfahrungen ihrerseits geholfen haben, einem weniger interventionistischen Ansatz bei der Bewältigung von Staatsschuldenkrisen in der Beurteilung einen – wenn auch nur knappen – Vorsprung zu verschaffen.

## II. Entwicklung in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Die Wirtschaftslage in den Industrieländern änderte sich im Verlauf des Jahres 2000 drastisch. Nach einer kräftigen Expansion in der ersten Jahreshälfte verlangsamte sich das Produktionswachstum in den USA im zweiten Halbjahr abrupt. Diese Abschwächung wurde von einer Lageranpassung und niedrigeren Investitionen in Hochtechnologieausrüstung angeführt. Sie breitete sich schnell von den USA auf andere Länder und Regionen aus, vor allem auf diejenigen aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften, die vom Export elektronischer Ausrüstungsgüter abhängig sind. In Japan war die Produktion bei stagnierenden Exporten und einer schwachen Inlandsnachfrage rückläufig. Dank eines weniger verschuldeten Unternehmensbereichs und eines solideren Bankensystems war der Euro-Raum gegenüber dem Konjunkturabschwung weniger anfällig. Die kurzfristigen Aussichten für die Weltwirtschaft sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch sehr unsicher. Ein struktureller Einflußfaktor, dem entscheidendes Gewicht zukommt, ist die Beschaffenheit des Produktivitätswachstums in den USA. Wenn der rasante Anstieg der Arbeitsproduktivität in den letzten Jahren strukturelle Verbesserungen widerspiegelt, die auch auf andere Länder übergreifen und den zukünftigen Gewinnen Auftrieb verleihen können, dann besteht eine größere Wahrscheinlichkeit, daß der Konjunkturrückgang nur leicht und von kurzer Dauer sein wird.

Eine angenehme Überraschung bot im letzten Jahr die Inflation, die ungeachtet des starken Wirtschaftswachstums in der ersten Jahreshälfte und der höheren Ölpreise moderat blieb. Trotz größeren Nachfragedrucks und sinkender Arbeitslosigkeit waren die Inflationsraten während der gesamten neunziger Jahre tendenziell niedriger als erwartet. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik hatte bei der Verankerung der Inflationserwartungen eine Schlüsselrolle inne, doch andere vorübergehende und möglicherweise umkehrbare Faktoren haben das Inflationsverhalten ebenfalls beeinflußt.

Die erneute Ausweitung bestimmter Finanzierungsungleichgewichte in den wichtigsten Volkswirtschaften warf mehrere Fragen auf. In den USA fiel die Sparquote des privaten Sektors unter  $-6\%$  des BIP, was das Leistungsbilanzdefizit in die Höhe trieb und die Tragfähigkeit der daraus resultierenden höheren Verschuldung im privaten Sektor in Frage stellte. In Japan konzentrierten sich die Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit auf den öffentlichen Sektor, da mehrere Jahre zunehmend höherer Budgetdefizite die Staatsverschuldung auf über  $120\%$  des BIP ansteigen ließen. Gleichzeitig erklärte sich das nach wie vor schwache Wachstum der Inlandsnachfrage zum Teil aus der anhaltenden Unsicherheit über die Stabilität des Bankensektors und dem wachsenden Nettoersparnisüberschuß im privaten Sektor. Dagegen tendierten



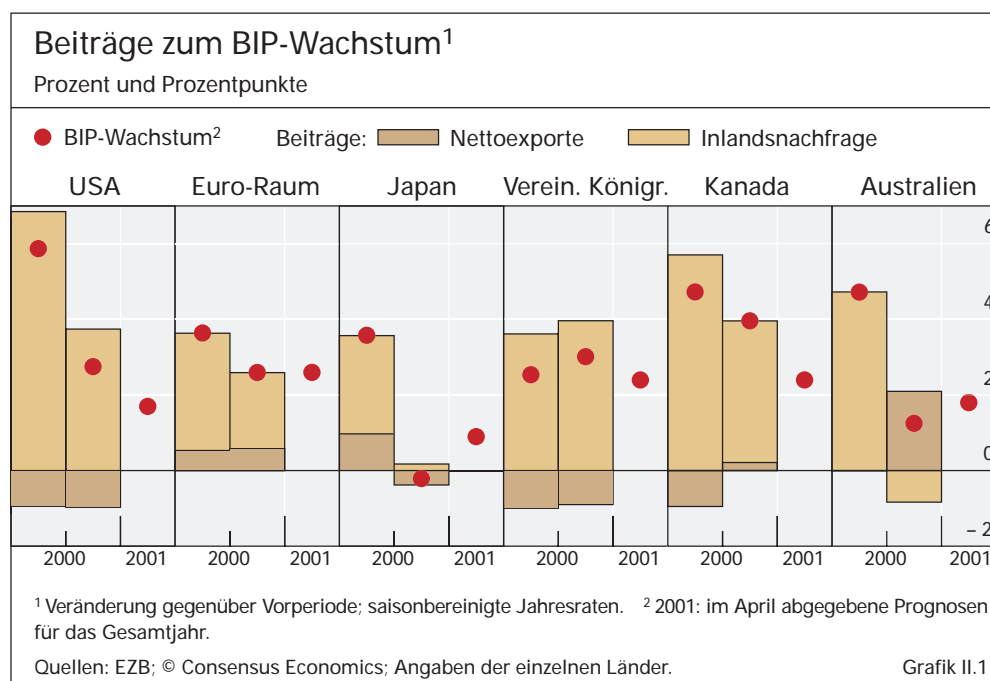
die privaten und öffentlichen Finanzierungssalden im Euro-Raum im letzten Jahr allmählich gegen null.

Erwähnenswert ist auch, daß die nationalen Investitionsquoten – insbesondere in Europa – offenbar immer unabhängiger von den nationalen Sparquoten geworden sind. Das könnte bedeuten, daß sich die internationalen Finanzmärkte bei der Kapitalallokation inzwischen weniger auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte als solche konzentrieren, sondern vermehrt darauf achten, in welchen Ländern höhere Renditen zu erwarten sind.

### Lebhafte Konjunktur im ersten Halbjahr 2000

Hohes Wachstum  
aufgrund  
US-Nachfrage

Von einer starken Inlandsnachfrage angetrieben, insbesondere in den USA und anderen englischsprachigen Ländern, stieg das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern in der ersten Hälfte des Jahres 2000 auf eine Jahresrate von fast 5% (Grafik II.1), was der höchsten Zuwachsrate seit Ende der achtziger Jahre entsprach. Wie in den Jahren zuvor war in den USA der Verbrauch die Hauptantriebskraft für das Nachfragewachstum. Unterstützend wirkten dabei ein kräftiger Einkommensanstieg aufgrund der günstigen Arbeitsmarktbedingungen sowie beträchtliche Vermögenszuwächse. Die Investitionen wuchsen infolge niedriger Kapitalkosten und hoher Renditeaussichten ebenfalls deutlich. Auch in Kanada war ein schnelles Investitionswachstum zu verzeichnen, während sich in Australien Konsum und Wohnbau im Vorfeld eines neuen, ab 1. Juli 2000 geltenden Systems der indirekten Besteuerung erheblich beschleunigten. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Vereinigten Königreich war moderater, wenngleich es immer noch ausreichte, um die geschätzte positive Produktionslücke auszuweiten. Die Ausgaben der privaten Haushalte, die durch eine Zunahme der Beschäftigung gestützt wurden, waren die am schnellsten wachsende Nachfragekomponente.



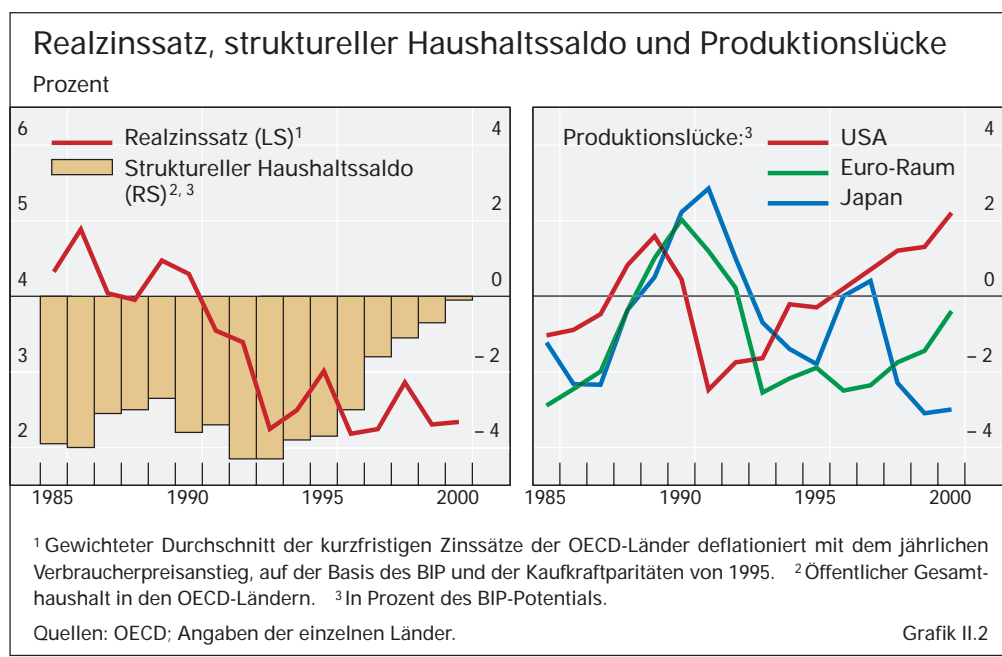
Dagegen verlangsamten sich die Unternehmensinvestitionen nach einer raschen Expansion im Vorjahr.

Die Wirtschaft im Euro-Raum expandierte in der ersten Jahreshälfte 2000 ebenfalls stark. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate von 3½% war zwar deutlich niedriger als in den USA, stellte aber dennoch eine merkliche Verbesserung im Vergleich zu den neunziger Jahren dar. Nicht zuletzt dank eines wettbewerbsfähigen Wechselkurses und günstiger Bedingungen in der Weltwirtschaft trugen die Nettoexporte nicht nur positiv zum Wirtschaftswachstum bei, sondern kurbelten auch die Investitionsausgaben an. Bei einer jährlichen Zuwachsrate der Beschäftigung von über 2% und sinkender Arbeitslosigkeit wirkte sich zudem der private Verbrauch unterstützend aus. Auch andere europäische Länder wiesen im ersten Halbjahr 2000 eine lebhafte Konjunktur auf. Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz erreichte beinahe 4%, wobei die Unternehmensinvestitionen einen besonders starken Auftrieb erlebten. Schweden konnte dank fiskalpolitischer Anreize und günstiger Arbeitsmarktbedingungen ebenfalls eine hohe Expansionsrate verzeichnen. In Norwegen setzte sich die Mitte 1999 begonnene Erholung fort, getragen in erster Linie von den Nettoexporten und verbesserten Terms of Trade infolge höherer Ölpreise. Da sich aber die Volkswirtschaft der Vollbeschäftigung näherte (oder sie möglicherweise bereits überschritt), mußte die Geldpolitik gestrafft werden, um den Inflationsdruck zu mindern.

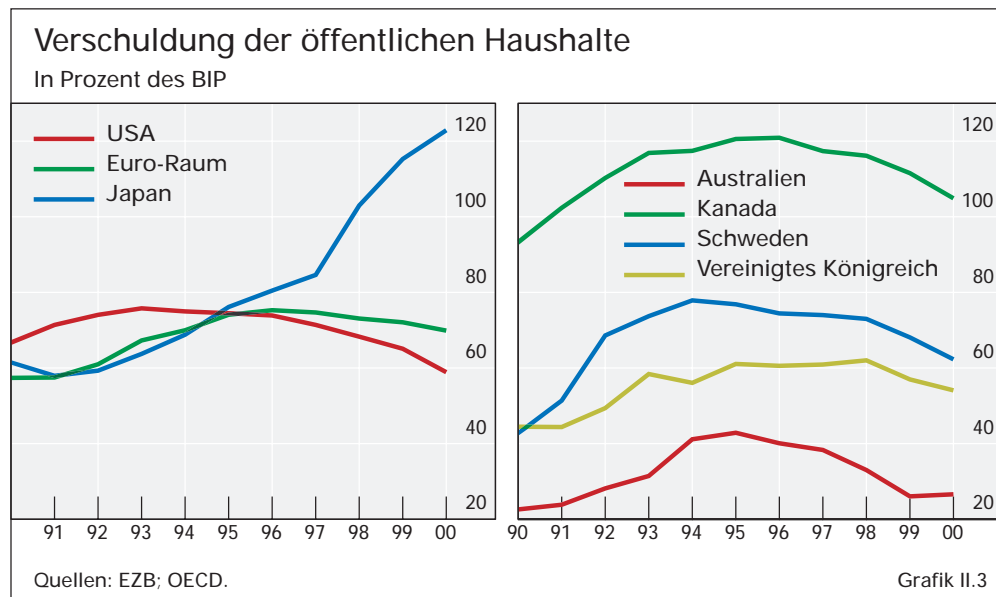
Auch in Kontinental-europa lebhaftes Wachstum

Japan kehrte nach der Rezession 1998 und der Stagnation 1999 zu einem positiven Wachstum zurück. Unterstützt durch die Dynamik des US-Marktes sowie die kräftige Erholung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens trugen die Nettoexporte mit 1 Prozentpunkt zum gesamten BIP-Wachstum bei. Darüber hinaus belebten höhere Gewinne die Anlageinvestitionen der Unternehmen, insbesondere bei den Ausrüstungen in der Hochtechnologie. Die öffentlichen Investitionen nahmen ebenfalls zu, was die Wirkung der gegen Ende 1999 beschlossenen haushaltspolitischen Maßnahmen widerspiegelte.

In Japan Rückkehr zu positivem Wachstum







Trotz staatlich garantierter Kreditpläne zugunsten kleiner und mittlerer Unternehmen verringerte sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor weiter. Anhaltende Unsicherheit über die Beschäftigungsaussichten sowie Bedenken wegen der zukünftigen Renten, der sozialen Sicherheit und der Leistungen im Gesundheitswesen begrenzten außerdem das Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte.

Wachstum gestützt durch Policy Mix ...

In den meisten Industrieländern wurde das Wachstum durch das Zusammenspiel einer solideren Haushaltslage und verhältnismäßig niedriger Realzinsen unterstützt (Grafik II.2). Trotz einer geldpolitischen Straffung in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen blieben die kurzfristigen Realzinsen tief, insbesondere angesichts der lebhaften Nachfrage. Die langfristigen Realzinsen lagen nur knapp darüber und nahmen im Laufe des Jahres sogar ab. Die Haushaltskonsolidierung und die daraus resultierenden Rückgänge der öffentlichen Schuldenquoten trugen zweifellos zu dieser Entwicklung bei und halfen, Raum für private Investitionen zu schaffen. In den USA führte eine fortschreitende Verbesserung der Haushaltslage zu einer Verringerung der Staatsschuldenquote (Grafik II.3). Im Euro-Raum profitierten die öffentlichen Einnahmen sowohl von der Stärkung des Wachstums als auch von außerordentlichen Einnahmen (z.B. aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen). Dadurch war der Haushalt weitgehend ausgeglichen, was angesichts der sich schließenden Produktionslücke im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt stand, so daß einige der wichtigsten Länder in der Lage waren, ihre Steuerreformen voranzubringen und die Steuern zu senken. Auch im Vereinigten Königreich, in Kanada, Australien und Schweden war die fiskalpolitische Entwicklung durch einen Schuldenabbau geprägt. In Japan dagegen ist die Staatsschuldenquote weiter gestiegen, und die niedrigen Zinssätze lassen sich hauptsächlich auf eine hohe private Ersparnisbildung und eine akkommodierende Geldpolitik zurückführen.

... und günstige Bedingungen an den Finanzmärkten

Für das starke Wachstumsergebnis spielten günstige Bedingungen an den Vermögens- und Kreditmärkten ebenfalls eine Rolle, und zwar nicht nur in

den USA, sondern auch in Ländern wie Kanada, Australien, den Niederlanden und Schweden. In allen Fällen waren es Vermögensgewinne in Verbindung mit niedrigen Nominalzinsen, die die privaten Haushalte motivierten und es ihnen ermöglichten, sich weiter zu verschulden, um den Kauf von langlebigen Konsumgütern und Wohneigentum zu finanzieren.

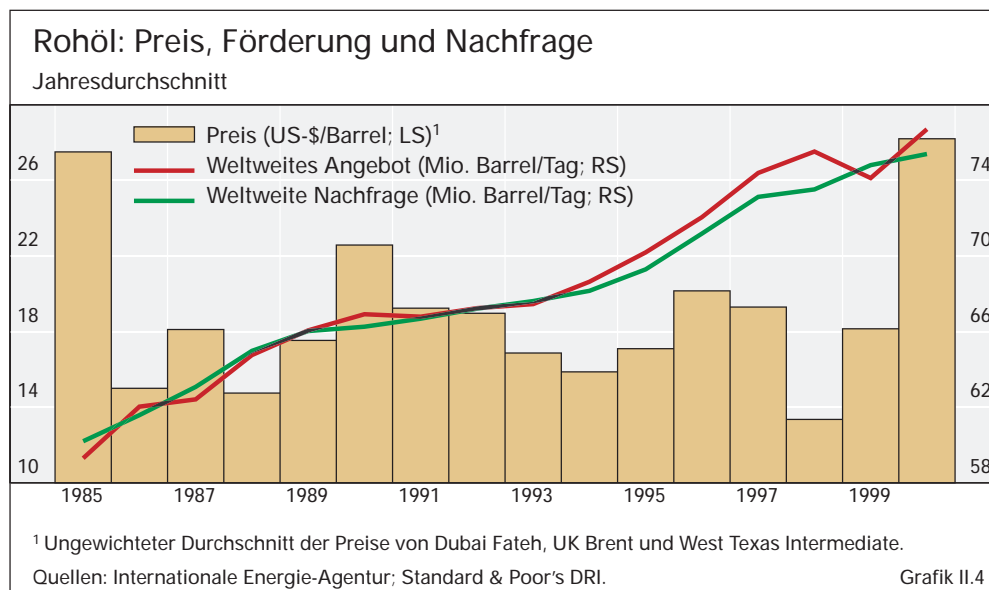
### Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte

In der zweiten Jahreshälfte 2000 machten sich Anzeichen einer beträchtlichen Abschwächung bemerkbar (Grafik II.1). Die Konjunktur in den USA verlangsamte sich deutlich, und im vierten Quartal betrug das Wachstum nur noch 1%. Bei diesem Umschwung spielten verschiedene Faktoren eine Rolle. Erstens haben sich die Ölpreise gegenüber ihrem Tiefstand im Jahr 1998 verdreifacht, was einer „Steuerabgabe“ in Höhe von 1½% des BIP gleichkommt. Die Gründe für diesen Höhenflug sind nicht völlig ersichtlich. Wie Grafik II.4 zeigt, ging die globale Ölnachfrage gegenüber dem weltweiten Angebot im Jahr 2000 zurück, nachdem die Förderquoten in den OPEC-Ländern erhöht worden waren. Eine mögliche Erklärung ist, daß die begrenzte Raffineriekapazität in den USA – nach einem Jahrzehnt niedriger oder abnehmender Investitionen im Energiesektor – zu einer Knappheit von Leichtöl auf dem nordamerikanischen Markt führte. Die niedrigen Öllagerbestände sowie geringe Überkapazitäten außerhalb Saudi-Arabiens in Verbindung mit einem steilen Anstieg der Erdgaspreise und Erwartungen, daß die Wirtschaft in den USA weiterhin rasch expandieren würde, könnten zudem ein spekulatives Element in den Marktpreis für Rohöl hineingebracht haben.

Zweitens bewirkte die zunehmende Straffung der Geldpolitik seit Mitte 1999 zusammen mit dem stärker werdenden Eindruck, die USA stünden kurz vor ihrem Höhepunkt im Konjunkturzyklus, daß sich die Bedingungen auf den Kapitalmärkten und die Kreditkonditionen für Unternehmen wesentlich verschlechterten. Wie in Kapitel VI erörtert, fielen die Aktienkurse in den USA nach

In den USA  
deutliche  
Abschwächung  
infolge gestiegener  
Ölpreise ...

... schärferer  
Kredit-  
konditionen ...



ihrem Höchststand im März 2000 beträchtlich. Dies hatte für die privaten Haushalte Vermögensverluste zur Folge, und die Kosten einer Finanzierung über Aktien stiegen sprunghaft an. Überdies wurde die Wirkung der sich ausweitenden Renditenspannen am Markt für Unternehmensanleihen durch deutlich schärfere Kreditkonditionen der Banken noch vergrößert.

... und negativer Beschleunigungseffekte

Drittens, und das ist vielleicht der wichtigste Faktor, verstärkten verschiedene Beschleunigungseffekte den Abschwung, als die US-Konjunktur erst einmal den Wendepunkt erreicht hatte. Die Pkw-Nachfrage ging abrupt zurück, und Unternehmen mit überhöhten Lagerbeständen verringerten ihre Aufträge. Als sich die Ertragsaussichten verschlechterten und erste Anzeichen für Überkapazitäten sichtbar wurden, kürzten die Unternehmen außerdem ihre Investitionspläne, insbesondere für Computer und sonstige Hochtechnologieausrüstung. So gingen die Ausrüstungsinvestitionen nach einer ununterbrochenen Ausweitung in den letzten neun Jahren im vierten Quartal sogar zurück. Aufgrund von Vermögensverlusten sowie einer beträchtlichen Zunahme der angekündigten Stellenkürzungen schwand zudem das Vertrauen der Verbraucher, und die Ausgaben der privaten Haushalte wuchsen langsamer.

Abschwächung auch in anderen Ländern ...

Überraschend war nicht nur, wie rasch sich die Wirtschaftslage in den USA verschlechterte, sondern auch das Ausmaß und die zeitgleiche Überlagerung mit der Abschwächung in anderen Ländern. In einigen Fällen war die nachlassende Dynamik auf länderspezifische Sonderfaktoren zurückzuführen (so z.B. den Einbruch bei den Wohnbauinvestitionen in Australien nach Einführung einer neuen Güter- und Dienstleistungssteuer) oder auf enge Handelsverflechtungen mit dem rückläufigen Hochtechnologiebereich in den USA (wie im Falle der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften, s. Kapitel III). In den meisten anderen Fällen jedoch deuteten die Entwicklungen im zweiten Halbjahr 2000 darauf hin, daß die Übertragungskanäle zwischen Ländern weit über direkte Handelsverbindungen hinausgingen.

... wie Kanada ...

Ein auffälliges Beispiel war Kanada. Die Verlangsamung der Produktion im zweiten Halbjahr resultierte offensichtlich aus der schwächeren Binnen nachfrage. Diese verzeichnete im vierten Quartal sogar einen absoluten Rückgang, da die Unternehmen ihre Lagerbestände und Investitionsausgaben verringerten. Jedoch hatten sowohl unmittelbare als auch weniger sichtbare Übertragungskanäle ebenfalls ihre Wirkung. So war die verbesserte Handelsbilanz in erster Linie das Ergebnis niedrigerer Importe. Am stärksten sanken zudem Aufträge und Produktion bei den Zulieferbetrieben für die von der Konjunkturschwäche am meisten betroffenen US-Wirtschaftszweige (Automobil- und Telekommunikationsbranche).

... Japan ...

In Japan, wo das BIP im zweiten Halbjahr zurückging, zeigte sich ein ähnliches Bild. Niedrigere Ausfuhren in andere asiatische Länder und die USA erklärten zum Teil das Nachlassen der Nettoexporte. Noch stärker wirkte sich diesbezüglich allerdings das beschleunigte Wachstum der Importvolumina in einem Umfeld allgemein schwächerer Inlandsnachfrage aus. Ein weiterer Faktor war das geringere Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte. Ihre Hauptursache hatte die Verschlechterung der inländischen Nachfragebedingungen jedoch in einer Kürzung der öffentlichen Investitionen. Während

die Unternehmensinvestitionen ihr Wachstum bis Ende 2000 fortsetzten, offenbart die jüngste *Tankan*-Erhebung der Bank of Japan ein deutlich geringeres Vertrauen der Wirtschaft, stark gesunkene Nachfrageerwartungen und substantielle Kürzungen der geplanten Investitionsausgaben. Diese Kürzungen könnten sich noch verschärfen, wenn die Banken nurmehr in geringerem Umfang Kredite gewähren können oder wollen. Mit den sich stark häufenden Insolvenzen weisen die Banken erneut einen steigenden Bestand an notleidenden Krediten auf, während sich ihr Spielraum für die Abschreibung solcher Kredite verringert hat, da sich die Buchgewinne in ihren Aktienportfolios in Verluste verwandelt haben. Um die Banken wieder in die Lage zu versetzen, Kredite zu gewähren, schlugen die Behörden ein Programm vor, das den Banken den Anreiz geben soll, Kredite, die an Konkursunternehmen oder vor dem Konkurs stehende Unternehmen gewährt wurden, zu veräußern. Sie machten auch den Vorschlag, eine neue Einrichtung zu schaffen, die bis zu einem Viertel der von Banken gehaltenen Aktien aufkaufen soll.

Der Euro-Raum erfuhr in der zweiten Jahreshälfte ebenfalls eine deutliche Abkühlung. Sie war jedoch weniger ausgeprägt als in den USA und Japan und verlief in den Mitgliedsländern sehr unterschiedlich. Bedingt durch die Abhängigkeit von der Industriegüterausfuhr und einen tatsächlichen Rückgang des privaten Verbrauchs sank das BIP-Wachstum in Deutschland von 4% im ersten auf 2% im zweiten Halbjahr. Auch das Geschäftsklima trübte sich ein. In Frankreich hingegen gewann die Konjunktur im Verlauf des Jahres an Dynamik, das Vertrauen der Verbraucher blieb hoch, und die Unternehmensinvestitionen beschleunigten sich. Nach der weltweiten Abschwächung im Hochtechnologiebereich, bei der die europäischen Telekommunikationsaktien den Rückgang der IT-Werte in den USA nachvollzogen, waren die Produzenten in beiden Ländern mit schlechter werdenden Wachstumsaussichten und strafferen Kreditkonditionen konfrontiert. Da die deutschen Unternehmen die Übernahme von US-Firmen aktiver betrieben hatten, waren sie über ihre Tochtergesellschaften potentiellen Umsatzeinbußen nun jedoch stärker ausgesetzt.

Die Widerstandsfähigkeit des Euro-Raums im Vergleich zu den USA und Japan erklärt sich aus mehreren Faktoren. Erstens war der Euro-Raum mit einer robusten Inlandsnachfrage, einem nicht durch Schulden überbelasteten Unternehmensbereich und einem starken Finanzsektor besser positioniert, den ungünstigen außenwirtschaftlichen Schocks standzuhalten, als Japan. Zweitens unterhält der Euro-Raum weniger Handelsbeziehungen mit den USA und den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften als Japan, und er profitierte wahrscheinlich von dem anhaltenden Wachstum des Handels und des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedsländern. Drittens war die Abwärtskorrektur der Aktienkurse im Euro-Raum zwar noch ausgeprägter als in den USA, aber ihre Auswirkungen auf die Ausgaben der privaten Haushalte und die Investitionen waren gering. Der Anteil der privaten Haushalte, die Aktien besitzen, ist nämlich viel niedriger, und die Unternehmen finanzieren ihre Investitionen in höherem Maße mit einbehaltenen Gewinnen und über Banken. Dieser Unterschied bei den Vermögenseffekten ist einer der Gründe, weshalb das Verbrauchervertrauen im Euro-Raum hoch blieb. Schließlich sind die meisten Länder im Euro-Raum weniger von der Herstellung von Hochtechnologie-

... und dem Euro-Raum

Widerstandsfähigkeit des Euro-Raums

ausrüstung abhängig als die USA oder die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, und ihre IT-Investitionen haben sich nur leicht erhöht. Infolgedessen bestand für den Euro-Raum – außer in den Bereichen Telekommunikationsausrüstung und -dienstleistungen – ein geringeres Risiko eines Abschreibungsbedarfs in bezug auf den Kapitalstock sowie einer Rückführung der Unternehmensverschuldung.

Entwicklungen in anderen Ländern

Andere europäische Länder verzeichneten ebenfalls nur eine mäßige Abschwächung der Konjunktur. Im Vereinigten Königreich nahm das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2000 trotz eines leichten Rückgangs gegen Ende des Jahres und eines relativ hohen Außenhandelsanteils mit den USA sogar zu, vor allem aufgrund der Dynamik der Ausgaben der privaten Haushalte und einer expansiven Fiskalpolitik. Auch in der Schweiz wirkten das robuste Ausgabenverhalten der privaten Haushalte und eine außergewöhnlich gute Entwicklung des Arbeitsmarktes der außenwirtschaftlichen Abschwächung entgegen. In Schweden war der Wachstumsrückgang etwas ausgeprägter, denn das Land verfügt über einen verhältnismäßig großen IT-Sektor und ist stärker von den Exporten in die USA abhängig. Darüber hinaus gehört Schweden zu den europäischen Ländern, die den Entwicklungen an den Aktienmärkten am stärksten ausgesetzt sind, da mehr als die Hälfte der privaten Haushalte Aktien halten.

### Jüngste Inflationsentwicklung

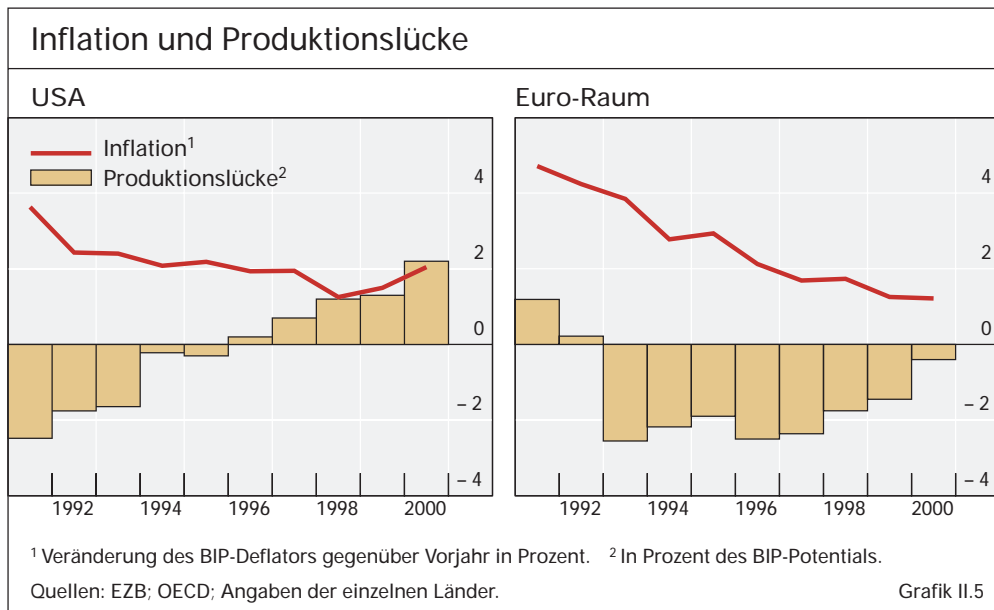
Nur mäßiger Inflationsdruck im Jahr 2000

Trotz des starken gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums und höherer Ölpreise kam es in den Industrieländern im Jahr 2000 nur zu einem mäßigen Anstieg des Inflationsdrucks. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate erhöhte sich auf 2¼%, aber die Basisinflationsrate veränderte sich kaum, und der Anstieg des BIP-Deflators, des am weitesten gefaßten Maßes für die Inflation, betrug nur 1¼%. Er war damit etwas höher als 1999, blieb aber deutlich unter dem Durchschnittswert der neunziger Jahre. In den USA lag die Inflation leicht über dem Durchschnitt, während im Euro-Raum die Abwertung des Euro den Effekt der höheren Ölpreise verstärkte. In einigen anderen Ländern hatten indirekte Steuern beträchtliche einmalige Preiserhöhungen zur Folge. Dagegen blieb die Inflation im Vereinigten Königreich im letzten Jahr zumeist unter dem Zielwert. Anhaltende Preisrückgänge in Japan trugen dazu bei, daß sich die Inflationsraten in den Industrieländern weiter auseinanderentwickelten, wie dies schon seit 1997 festzustellen gewesen war.

Niedrige Inflation in den neunziger Jahren u.a. infolge ...

Mit der günstigen Inflationsentwicklung des letzten Jahres setzte sich der während der gesamten neunziger Jahre zu beobachtende Trend zu beständig überhöhten Vorausschätzungen der Preisänderungen fort. Es war tatsächlich ungewöhnlich, daß sich der Preisauftrieb in einem allgemein dynamischen konjunkturellen Umfeld und bei Anspannungen an den Arbeitsmärkten weiterhin so deutlich verlangsamt (Grafik II.5).

Neben der Geldpolitik mit Preisstabilität als ihrem wichtigsten Ziel gibt es weitere Erklärungen für die jüngste Inflationsentwicklung, die sich drei allgemeinen Kategorien zuordnen lassen. Die eine besagt, daß sich einige Faktoren, die den Inflationsprozeß prägen, *dauerhaft* verändert haben, so daß



die traditionellen Prognosemodelle nicht mehr anwendbar sind. Am anderen Ende des Spektrums steht der Ansatz, wonach die traditionellen Modelle nach wie vor gültig sind, solange verschiedene *vorübergehende* und sich möglicherweise wieder umkehrende angebotsseitige Schocks berücksichtigt werden. Erklärungen der dritten Kategorie – im Grunde eine Mischung der beiden anderen – sind beispielsweise, daß die herkömmlichen Modelle noch gelten, daß sich aber einige der Schlüsseldeterminanten geändert und zu langanhaltenden (jedoch nicht permanenten) Verlagerungen im Inflationsverlauf geführt haben.

In die erste Kategorie gehört das Argument, daß sich der Trade-off zwischen Wachstum und Inflation durch den größeren Einfluß von Marktkräften verbessert hat und noch weiter verbessern wird. An weniger regulierten Gütermärkten dürften die Absatzbedingungen durch einen höheren Grad an Preiselastizität gekennzeichnet sein, was die Unternehmen veranlaßt bzw. zwingt, ihre Gewinnspannen zu verringern und sich verstärkt um Kostensenkungen zu bemühen. In ähnlicher Weise könnte die Ansicht vertreten werden, daß Fortschritte im elektronischen Handel und in der Datenübertragung die Funktionsweise von freien Märkten verändern. Auch die Angebotsfunktionen reagieren tatsächlich immer mehr auf Preisänderungen, was langanhaltende Folgen für das Preissetzungsverhalten der Unternehmen hat. Zudem besteht vermehrt Grund zu der Annahme, daß verschiedene Strukturveränderungen dazu beigetragen haben, die Inflation zu senken, und daß sich diese Änderungen fortsetzen werden. In den europäischen Versorgungsgüterbranchen (vor allem Telekommunikation und Energie) waren als Folge von Deregulierung und Privatisierung erhebliche Preissenkungen zu verzeichnen. Darüber hinaus hat sich durch die Schaffung des Binnenmarktes mit einer gemeinsamen Währung der Wettbewerb im gesamten Euro-Raum zunehmend verschärft. Die negative Inflation in Japan wird ebenfalls häufig auf Restrukturierungs- und Deregulierungseffekte sowie auf den technologischen Fortschritt und eine größere Öffnung für Importe zurückgeführt.

... besser funktionierender Gütermärkte ...



... und eher vorübergehender Einflußfaktoren

Beim zweiten Erklärungsansatz wird bisweilen die These vertreten, daß das bewährte Modell der Phillips-Kurve die Inflation recht gut nachvollzieht, sofern dem bedeutenden Rückgang der Rohstoffpreise in den neunziger Jahren entsprechend Rechnung getragen wird. Dann wieder wird hervorgehoben, daß auch andere, aber vorübergehende Preis- oder Angebotschocks berücksichtigt werden müssen. Dazu gehören die stark rückläufigen Computerpreise und – in den USA fast das ganze letzte Jahrzehnt über – der geringfügige Anstieg der Kosten im Gesundheitswesen sowie die Berichtigung der systematischen Überzeichnung der gemessenen Inflationsrate. Läßt man Unklarheiten bezüglich des exakten quantitativen Einflusses dieser Elemente einmal beiseite, bedeutet dies u.a., daß die Schocks, die zu den günstigen Inflationsbewegungen geführt haben, nicht von Dauer und möglicherweise durchaus reversibel sind. Der Anstieg der Ölpreise seit 1998 verdeutlicht denn auch, wie Vorteile, die durch positive, aber nur vorübergehende Angebotschocks entstanden sind, wieder verlorengehen können. Auch einige der Änderungen im Lohnverhalten, wie sie weiter unten beschrieben werden, könnten sich als nur temporär und umkehrbar erweisen. Dies steht in krassem Gegensatz zu der extremen New-Economy-Auffassung, daß die niedrige Inflation Ausdruck eines grundlegenden und dauerhafteren Wandels der Lohn- und Preispolitik sei.

Weitere Ursachen:  
– niedrigere NAIRU

Der dritte Erklärungsansatz würde – in seiner einfachsten Form – die niedrige Inflation der neunziger Jahre darauf zurückführen, daß die strukturelle Arbeitslosenquote (inflationstabile Arbeitslosenquote, NAIRU) in mehreren Ländern gesunken ist. Der Hauptunterschied zum zweiten Erklärungsansatz besteht darin, daß die Veränderung der NAIRU nicht vorübergehend, sondern dauerhaft ist. Das herkömmliche Inflationsmodell gilt jedoch weiterhin, und eine Verringerung der Inflation ist nur solange festzustellen, wie die tatsächliche Arbeitslosenquote die neue, niedrigere NAIRU noch nicht erreicht hat. Oft wird der Rückgang der NAIRU einem verstärkten Einfluß der Marktkräfte zugeschrieben. Die Arbeitsmärkte in den englischsprachigen Ländern funktionieren inzwischen merklich besser, und in einigen Ländern Kontinentaleuropas waren in jüngster Zeit ebenfalls Fortschritte zu beobachten. Sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich liegt die Arbeitslosenquote nunmehr unter dem Niveau, das früher gewöhnlich mit einem zunehmenden Lohnkostendruck verbunden war. Auch die beeindruckende Beschäftigungszunahme und die sinkenden Arbeitslosenquoten in kontinentaleuropäischen Ländern gingen bisher nur mit einem leicht höheren Lohnkostendruck einher.

– höheres Produktivitätswachstum

Andere Erklärungen für eine mögliche Veränderung der Bestimmungsfaktoren für die Inflation stützen sich auf die Art und Weise, wie die Informationstechnologie die traditionellen Beziehungen zwischen den Wirtschaftsakteuren verändert hat. Die wohl am häufigsten angeführte Veränderung dieser Art ist die Beschleunigung des Produktivitätswachstums in den USA und einer Anzahl weiterer Länder im Laufe der neunziger Jahre (s. weiter unten). Ähnlich wie die niedrigere NAIRU wird ein dauerhaft höheres Produktivitätswachstum die Inflation nur so lange senken, wie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage noch nicht das neue, höhere Ausmaß des Produktionspotentials erreicht hat. Diese Erklärung setzt außerdem voraus, daß sich die

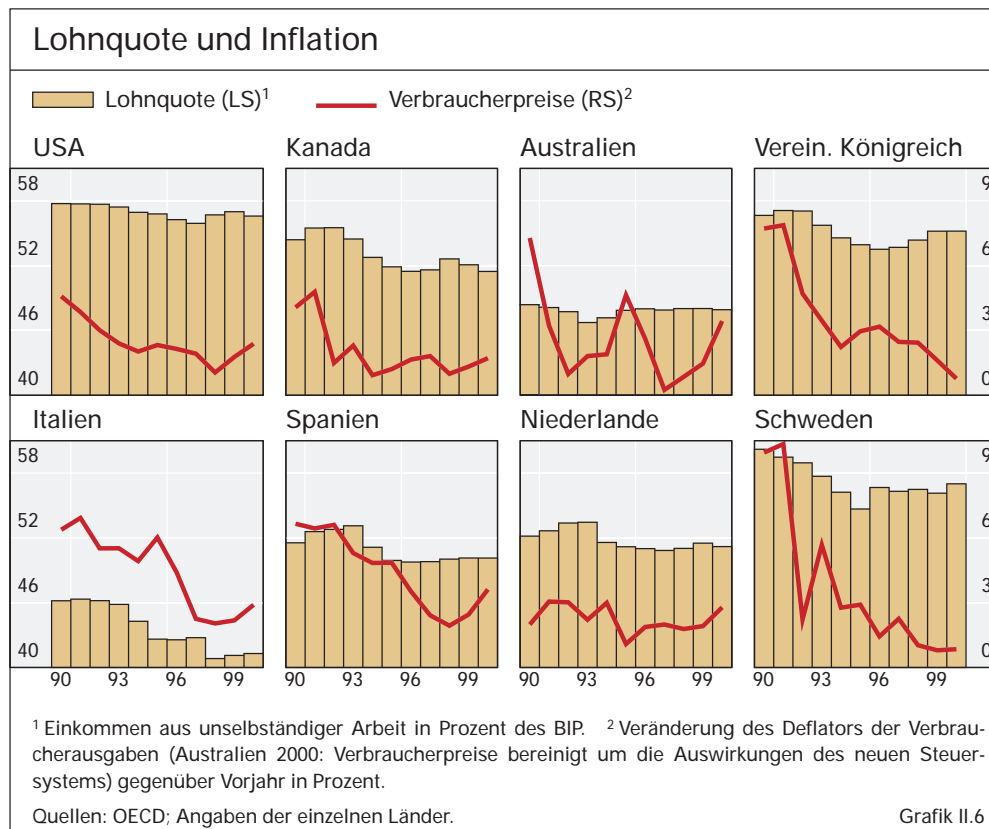
Erwartungen künftiger Gewinne nicht übermäßig erhöhen, so daß die Nachfrage rascher wächst als die Produktion, wie dies in den USA Anfang 2000 zu beobachten war.

Einem wieder anderen Argumentationsansatz zufolge hängt die Inflationsentwicklung vom tatsächlichen Inflationsniveau ab. Vor allem in einem Umfeld niedriger Inflation und einer auf Preisstabilität abzielenden Geldpolitik sind die Erwartungen meist besser verankert und die Inflationsraten dadurch stabiler. Nach dieser Auffassung sind der schwindende Spielraum der Unternehmen, die Preise über die erwartete Inflationsrate hinaus anzuheben, sowie die verminderte Überwälzung der Kosten auf die Preise im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß die tatsächliche Inflation reagibler geworden ist. In Zeiten niedriger Inflation lassen die Arbeitnehmer und die Unternehmen in der Lohn- und Preispolitik preistreibende Schocks teilweise außer acht. Daneben werden in einem Umfeld niedriger Inflation Wechselkursänderungen eher als vorübergehend und reversibel betrachtet, was dazu führt, daß die Inlandspreise unempfindlicher auf Währungsschocks reagieren. Die Erfahrungen in Kanada 1991–93, in Italien, im Vereinigten Königreich und in Schweden nach der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus 1992 sowie in Australien als Folge der Asien-Krise und im vergangenen Jahr lassen darauf schließen, daß die Überwälzung von Wechselkursänderungen auf die inländischen Preise im letzten Jahrzehnt tatsächlich abgenommen hat.

– die niedrige Inflation selbst

Vor diesem Hintergrund läßt sich die günstige Inflationsentwicklung der neunziger Jahre nicht auf einen einzigen Faktor zurückführen. Vielmehr scheint sie von verschiedenen Faktoren und deren Zusammenwirken abhängig zu sein.

Nicht nur eine einzige gültige Erklärung ...





Oft wird auf den geringeren Spielraum der Unternehmen bei der Preisgestaltung (und die niedrigeren Gewinnspannen) im immer schärferen Wettbewerb an den nationalen und internationalen Märkten verwiesen. Wäre dies aber die einzige Veränderung, wäre die auf niedrigem Niveau stabile Inflation mit einer höheren Lohnquote einhergegangen. Doch im letzten Jahrzehnt stagnierte die Lohnquote weitgehend oder sank sogar (Grafik II.6). Auffallend ist tatsächlich, daß für alle in der Grafik dargestellten Länder eine signifikante und positive Korrelation zwischen Inflationsrate und Lohnquote besteht.

... aber geringerer Einfluß von Schocks wegen Kräfteverschiebung an den Märkten

Eine plausible Erklärung für den rückläufigen Trend der Lohnquote könnte eine Verschiebung des Kräfteverhältnisses auf den Güter- und Arbeitsmärkten sein. Anders als in den siebziger und achtziger Jahren werden nicht mehr beide Märkte von Anbietern beherrscht. Wie bereits angeführt, haben die Unternehmen (die Anbieter) ihre Preissetzungsautonomie an den Absatzmärkten weitgehend eingebüßt. Gleichzeitig haben die Arbeitnehmer ihre Preismacht an den Arbeitsmärkten größtenteils verloren, da verschiedene Arbeitsmarktvorschriften und -beschränkungen gelockert oder ganz aufgehoben wurden und der Anteil gewerkschaftlich organisierter Arbeitnehmer abgenommen hat; in einigen Fällen hat auch die hohe Arbeitslosigkeit dazu beigetragen. In einem solchen Umfeld wirken sich negative Schocks (z.B. höhere Importpreise) meist nur mäßig auf die Inflation aus, da die Unternehmen ihre gestiegenen Kosten nicht auf die Preise überwälzen und sich Lohnausgleichsforderungen erfolgreich widersetzen können. Ebenso wird ein autonomer Anstieg des Produktivitätswachstums in erster Linie zu niedrigeren Preisen und in Verbindung damit zu einem Anstieg der Reallöhne führen, ohne daß sich das Nominallohnwachstum verändert hätte.

## Produktivitätstrends und Aussichten für die Weltwirtschaft

Fragen in bezug auf das Produktivitätswachstum

Die günstige Inflationsentwicklung in den USA und anderen Industrieländern hat zwar den Spielraum für eine expansive Wirtschaftspolitik vergrößert, Ausmaß und Dauer des gegenwärtigen Abschwungs werden aber auch von der Art der jüngsten Produktivitätsentwicklung beeinflusst. Drei Fragen sind hier wesentlich: War außer in den USA auch in anderen Ländern ein stärkerer Produktivitätszuwachs zu beobachten? Inwieweit wurde der sprunghafte Anstieg des Produktivitätswachstums in den USA von den Investitionen in IT-Ausrüstung und den Entwicklungen im Hochtechnologiebereich getragen? Und in welchem Maße ist die jüngste deutliche Beschleunigung des Wachstums bei der Arbeitsproduktivität konjunkturbedingt?

Produktivitätswachstum in den USA und Australien

Was die Produktivitätsentwicklung in anderen Industrieländern betrifft, so hatte in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre nur Australien einen höheren Anstieg der Arbeitsproduktivität zu verzeichnen als die USA (Tabelle II.1). Australien ist auch das einzige Land neben den USA, wo sich das Wachstum der Arbeitsproduktivität in diesem Zeitraum gegenüber der ersten Hälfte der neunziger Jahre und den achtziger Jahren beschleunigte. Erwähnenswert ist zudem, daß die Beschleunigung in beiden Ländern hauptsächlich einem offenbar rascheren technologischen Fortschritt zuzuschreiben ist, wie er am Wachstum der Mehrfaktorenproduktivität gemessen wird (d.h. dem

Produktionsanstieg, der nicht auf einen höheren Input an Arbeit oder Kapital zurückgeht), und sich deshalb als nachhaltiger erweisen könnte. Der Beitrag der Verbesserungsinvestitionen (d.h. der Steigerung der Kapitalausstattung je Beschäftigten) scheint geringer gewesen zu sein, wenngleich dies teilweise vom verwendeten Datenmaterial abhängt (s. weiter unten).

In allen in der Tabelle aufgeführten Ländern des Euro-Raums war das Wachstum der Arbeitsproduktivität in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre rückläufig. Am stärksten war der Rückgang in Frankreich, Italien, den Niederlanden und Spanien, also den Ländern, die bei der Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen und der Beschäftigungsförderung am erfolgreichsten waren. In Frankreich scheint die Schaffung von Arbeitsplätzen durch die Senkung der Sozialversicherungsabgaben für wenig qualifizierte Arbeitskräfte begünstigt worden zu sein. In Italien, Spanien und den Niederlanden wurden die zuvor unverhältnismäßig hohen Entlassungskosten gemindert und befristete Beschäftigung sowie Teilzeitarbeit gefördert. Der Erfolg dieser Maßnahmen ist zu begrüßen, doch gingen damit ein beträchtlicher Anstieg der Arbeitsintensität der Produktion und eine entsprechende Abschwächung des Wachstums der Arbeitsproduktivität einher. Auch die nordischen Länder können dieser Gruppe zugerechnet werden, während die Situation in der Schweiz schwieriger zu interpretieren ist. Hier konnte die Arbeitslosenquote in nur drei Jahren von über 5% auf unter 2% gesenkt werden. Doch anders als in den Ländern des Euro-Raums hat sich das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Vergleich zur ersten Hälfte der neunziger Jahre sogar erhöht.

In Europa schwächeres Produktivitätswachstum, aber besser funktionierende Arbeitsmärkte

Neben den Auswirkungen der Arbeitsmarktreformen dürfte das im Vergleich zu den USA langsame Wachstum von Arbeits- und Mehrfaktoren-

IT-Revolution

Veränderung der Arbeitsproduktivität im Unternehmensbereich									
	Produktion je Stunde	darunter:		Produktion je Stunde	darunter:		Produktion je Stunde	darunter:	
		Kapital <sup>1</sup>	MFP <sup>2</sup>		Kapital <sup>1</sup>	MFP <sup>2</sup>		Kapital <sup>1</sup>	MFP <sup>2</sup>
	1996-99			1990-95			1981-89		
Jahresrate in Prozent und Prozentpunkten									
Australien	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
USA	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Deutschland	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Japan	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Schweiz	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Schweden	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
Frankreich	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Vereinigtes Königreich	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Norwegen	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Kanada	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Dänemark	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italien	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Niederlande	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
Spanien	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

<sup>1</sup> Steigerung der Kapitalintensität. <sup>2</sup> Mehrfaktorenproduktivität.  
Quelle: *Federal Reserve Bulletin*, USA, Oktober 2000 (auf der Basis von OECD-Daten). Tabelle II.1

produktivität im Euro-Raum auch auf den unterschiedlichen Einfluß der umwälzenden Fortschritte in der Informationstechnologie zurückzuführen sein. Die USA profitierten viel stärker von der Produktion und dem Einsatz von Hochtechnologieausrüstung als die Länder des Euro-Raums. Darüber hinaus wurden die Vorteile aus der Innovation durch den starken Wettbewerb auf dem US-Markt zweifellos vergrößert. In Europa hingegen sind die IT-Produktion und der Einsatz von Hochtechnologieausrüstung noch nicht so weit fortgeschritten, und der Wettbewerb auf den Märkten ist weniger intensiv. Mit der anhaltenden Liberalisierung der Güter- und Arbeitsmärkte und der Übernahme von Innovationsprozessen aus den USA könnte sich das Produktivitätswachstum in den europäischen Ländern mittelfristig jedoch noch beschleunigen.

Produktivitätswachstum in anderen Ländern

Sowohl das Vereinigte Königreich als auch Kanada mußten ein schwächeres Wachstum der Arbeitsproduktivität hinnehmen, was damit zusammenhängen könnte, daß die Effekte höherer Investitionsgüteraussgaben von den Auswirkungen der Deregulierung am Arbeitsmarkt mehr als ausgeglichen wurden. Auch in Japan ließ das Produktivitätswachstum sowohl im Laufe der neunziger Jahre als auch im Vergleich zu den achtziger Jahren nach. Angesichts des geringen gesamtwirtschaftlichen Wachstums in den letzten zehn Jahren war dies vielleicht zu erwarten gewesen. Größtenteils ist die niedrigere Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität jedoch auf den offensichtlich langsameren technologischen Fortschritt (bzw. Anstieg der Mehrfaktorenproduktivität) zurückzuführen, was bedeutet, daß es sich um einen länger anhaltenden Effekt handeln könnte. Im Gegensatz dazu blieb der Beitrag von Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität relativ stabil.

Rolle der IT-Investitionen und der IT-Branche in den USA

Im Mittelpunkt der zweiten Frage (nach der Rolle der IT-Branche und der IT-Investitionen in den USA) steht, daß sich der höhere Beitrag von Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität während der zweiten Hälfte der neunziger Jahre allein mit den Investitionen in IT-Ausrüstung erklären läßt (Tabelle II.2). Der Beitrag anderer Unternehmensinvestitionen (ohne IT-Ausrüstung und -Anlagen) blieb auf einem Niveau deutlich unter dem des Zeitraums 1974–90 konstant. Der zunehmende Einfluß des technologischen Fortschritts verteilte sich offenbar etwa gleichmäßig auf die Hersteller und die Verwender von IT-Ausrüstung. Bei letzteren konnten im Groß- und Einzelhandel sowie im Finanzsektor besonders hohe Produktivitätszuwächse verzeichnet werden. Dagegen ging das Produktivitätswachstum im Transport und Verkehr, im Nachrichtenwesen und bei der Herstellung von nichtdauerhaften Konsumgütern zurück.

Höhe des Potentialwachstums in den USA

Die dritte Frage, d.h. inwieweit das Produktivitätswachstum konjunkturbedingt ist, hat vielleicht die größte Bedeutung für die kurzfristigen Aussichten der US-Wirtschaft, ist aber leider auch am schwierigsten zu beantworten. Vielen Schätzungen zufolge hat sich das Potentialwachstum in den USA von 2–2,5% in den achtziger Jahren und der ersten Hälfte der neunziger Jahre auf nunmehr 3,5–4% erhöht. Bei einer jährlichen Zunahme der Erwerbsbevölkerung um gut 1% würde das einen anhaltenden Anstieg der Arbeitsproduktivität um 2,5–3% bedeuten. Ein solcher Anstieg wurde jedoch erst gegen Ende des Zeitraums 1995–2000 registriert. Um diesen Wert zu halten, müßten

Beitrag zur Steigerung der Arbeitsproduktivität im US-Unternehmensbereich (ohne Landwirtschaft)			
	1996–99	1991–95	1974–90
	Jahresrate in Prozent und Prozentpunkten		
Arbeitsproduktivität	2,6	1,5	1,4
Steigerung der Kapitalintensität	1,1	0,6	0,8
Informationstechnologiekapital <sup>1</sup>	1,0	0,5	0,4
Sonstiges Kapital	0,1	0,1	0,4
Qualität des Erwerbspotentials	0,3	0,4	0,2
Mehrfaktorenproduktivität	1,2	0,5	0,3
Hochtechnologiebereiche <sup>2</sup>	0,7	0,3	0,2
Sonstige Wirtschaftszweige	0,5	0,2	0,1

Anmerkung: Berechnungen der Autoren auf der Basis von Daten des Bureau of Labor Statistics und des Bureau of Economic Analysis.  
<sup>1</sup> Hardware-, Software- und Kommunikationsausrüstung. <sup>2</sup> Computer- und Halbleiterindustrie.  
Quelle: S.D. Oliner und D.E. Sichel, „The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?“, *Journal of Economic Perspectives*, Herbst 2000. Tabelle II.2

die Investitionsgüteraussgaben außerdem im selben Ausmaß weiterwachsen wie bis Mitte letzten Jahres. Sollte sich das Potentialwachstum tatsächlich auf etwa 4% erhöht haben, dann hätten die Gewinne und die Aktienkurse eine solidere Unterstützungsbasis. Wenn sich daraufhin die Verbraucherausgaben wieder belebten, wäre die derzeitige Konjunkturabschwächung in den USA von kürzerer Dauer und vielleicht überwiegend auf eine Lageranpassung begrenzt. Sollten dagegen die oben angeführten Schätzungen des langfristigen Produktions- und Produktivitätsanstiegs zu hoch angesetzt sein, dürften auch die derzeitigen Erwartungen des Ertragswachstums zu optimistisch sein. Dann blieben sowohl die Konsum- als auch die Investitionsausgaben wahrscheinlich verhalten und könnten sogar weiter zurückgehen.

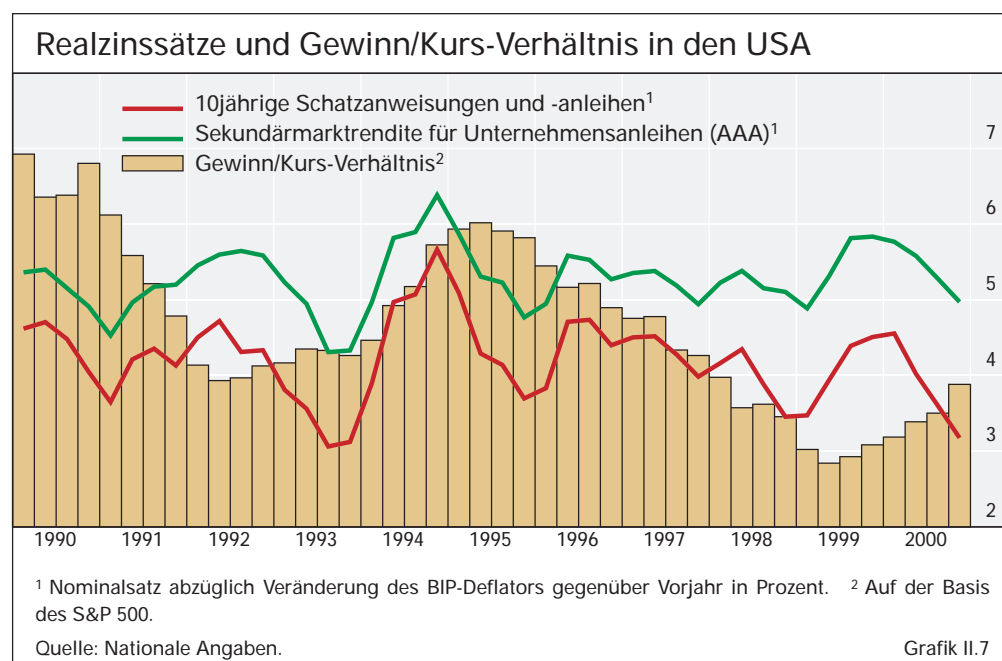
Die Beurteilung der dauerhaften bzw. trendmäßigen Komponente des Anstiegs der Arbeitsproduktivität anhand der jüngsten Erfahrungen wird durch ein anderes Problem erschwert. Möglicherweise hat sich die Arbeitsproduktivität infolge der konjunkturbedingten Nachfragestärke nur vorübergehend erhöht. Die aktuellen Schätzungen machen diese Problematik deutlich, denn je nach den getroffenen Annahmen und den verwendeten Methoden liegen sie weit auseinander. Nach Schätzungen des US-Sachverständigenrats war die Steigerung der Arbeitsproduktivität von 1995 bis 2000 überwiegend strukturbedingt, was bedeuten würde, daß die höhere Einschätzung des Potentialwachstums gerechtfertigt ist. Dagegen schreiben einige Volkswirte aus dem privaten Bereich ein Drittel bis die Hälfte der Steigerung konjunkturellen Faktoren zu. Die aktuellen Wirtschaftsindikatoren lassen auf eine relativ große zyklische Komponente schließen. Die Entwicklung des Kapazitätsauslastungsgrads in der Industrie stützt in gewisser Weise die Ansicht, daß die Investitionen (vor allem in Hochtechnologieausrüstung) zurückgehen und damit dem bisherigen Wachstum der Arbeitsproduktivität einen positiven Einflußfaktor entziehen könnten. In den letzten drei Jahren, als die Industrieproduktion um jährlich 5–6% stieg, blieb der Kapazitätsauslastungsgrad unter dem lang-

Schätzungen  
der zyklischen  
Komponente

fristigen Durchschnitt, und mit der Abschwächung des Wachstums im zweiten Halbjahr 2000 ging er stark zurück. Zudem sind die Probleme, denen sich viele junge Hochtechnologieunternehmen in letzter Zeit bei der Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit gegenübersehen, möglicherweise ein Hinweis darauf, daß die Arbeitsproduktivität nicht nur von dem geringeren Beitrag der Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität, sondern auch von einem langsameren technologischen Fortschritt beeinträchtigt werden könnte. Die jüngsten Zahlen über das Wachstum der Arbeitsproduktivität liefern Grund zur Besorgnis. Während zu Beginn des Konjunkturrückgangs im letzten Jahr die Produktivität je Arbeitsstunde noch mit rund 4½% gewachsen war, nahm sie im ersten Quartal dieses Jahres sogar ab. Aber angesichts des Tempos der Produktionsabschwächung sowie der Hemmnisse bei der Beschäftigungsanpassung, selbst in einer Volkswirtschaft mit einem flexiblen Arbeitsmarkt, lassen sich die langfristigen Produktivitätstrends anhand der jüngsten Zahlen nur unvollständig und ungenau messen.

Finanzmarkt-  
indikatoren

Die aktuellen Finanzmarktindikatoren für die USA scheinen darauf hinzudeuten, daß die Anleger – zu Recht oder zu Unrecht – die Einschätzung eines jährlichen Wachstumspotentials von knapp 4% akzeptiert haben (Grafik II.7). Nachdem die Kurs/Gewinn-Verhältnisse seit Anfang letzten Jahres nach unten korrigiert wurden, dürfte sich aus den impliziten Eigenkapitalrenditen ein langfristiges Wachstumspotential von etwa 3½% herleiten lassen, was nur knapp unter der allgemeinen Einschätzung liegt. Das könnte bedeuten, daß die Aktienanleger die jüngsten Rücknahmen bei den Ertragsprognosen als nur vorübergehend betrachten. Problematischer ist es, die reale Verzinsung langfristiger Anleihen als Näherungswert für den langfristigen Wachstumspfad zu verwenden. Das Ergebnis hängt dabei nicht nur vom angenommenen Nominalzins, sondern auch von der Messung der Inflationserwartungen ab.



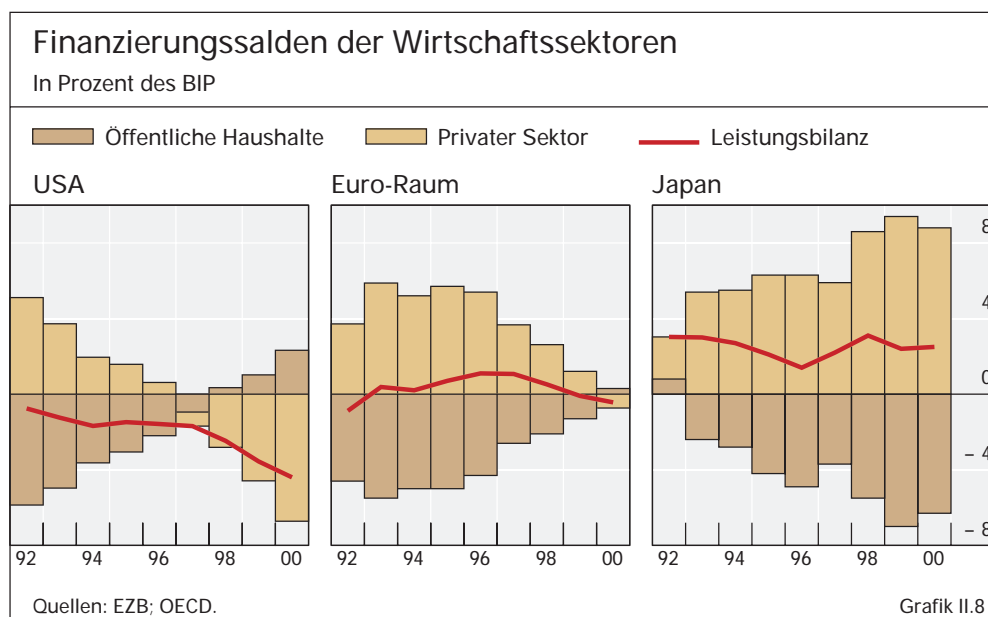
## Finanzierungssalden, Ersparnis und Verschuldung

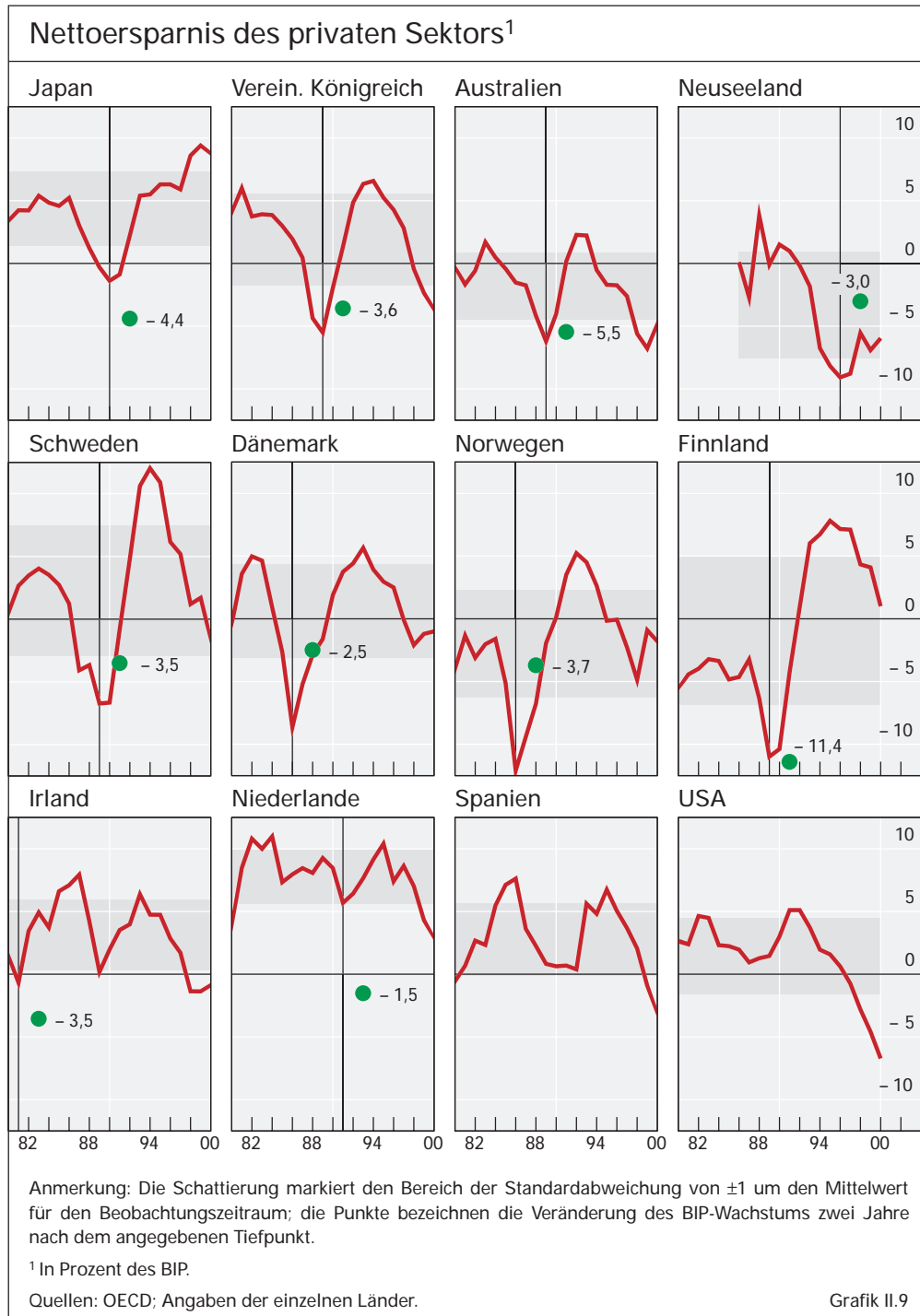
Mit dem Nachlassen der US-Konjunktur im zweiten Halbjahr 2000 kam die Frage auf, ob sich nun Übersteigerungen und Schwachstellen zeigen würden, die in den Jahren zuvor durch das rasche Wachstum verdeckt worden waren. Dies bedarf einer Betrachtung aus verschiedenen Blickwinkeln. So war festzustellen, daß im Jahr 2000 die Nettoersparnis (Ersparnis abzüglich Investitionen) des privaten Sektors auf  $-6\frac{1}{2}\%$  des BIP (Grafiken II.8 und II.9) sank, verglichen mit einem anhaltenden Überschuß während der gesamten achtziger und der frühen neunziger Jahre. Zwar wurde dieses Defizit mühelos durch staatliche und ausländische Ersparnisse finanziert, doch könnten immer noch Probleme auftreten. In der Vergangenheit folgte auf Jahre, in denen die Nettoersparnis des privaten Sektors deutlich unter ihren langfristigen Durchschnitt fiel (und die Kredite an den privaten Sektor besonders stark expandierten, s. Kapitel VII), zumeist eine spürbare Verlangsamung des BIP-Wachstums (Grafik II.9). Dies war nach 1986 in Dänemark und Norwegen der Fall, Ende der achtziger Jahre im Vereinigten Königreich, in Australien und in Finnland sowie nach 1990 in Japan. Außerdem haben in einigen anderen Industrieländern, in denen die private Nettoersparnis im letzten Jahr deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt lag (Irland, Niederlande, Spanien), die Befürchtungen immer mehr zugenommen, daß es zu einer Überhitzung der Konjunktur und zu Finanzierungsungleichgewichten kommen könnte.

Auffallend war auch, wie rasch der Finanzierungssaldo im privaten Sektor der USA ins Ungleichgewicht abglitt, nämlich seit 1992 um fast 12 Prozentpunkte gemessen am BIP. Die damit im Zusammenhang stehende höhere Verschuldung (Grafik II.10) sowie die Befürchtung, daß ein langsamerer Anstieg des Nominaleinkommens und des Cash-flows zu Schuldendienstproblemen führen könnte, trugen mit dazu bei, daß sich die Bedingungen an den Kreditmärkten verschärfen und die Banken strengere Kreditkonditionen auferlegten. Im vergangenen Jahr war der Anteil der Banken, die ihre Kreditkonditionen

Perioden deutlich rückläufiger privater Nettoersparnis

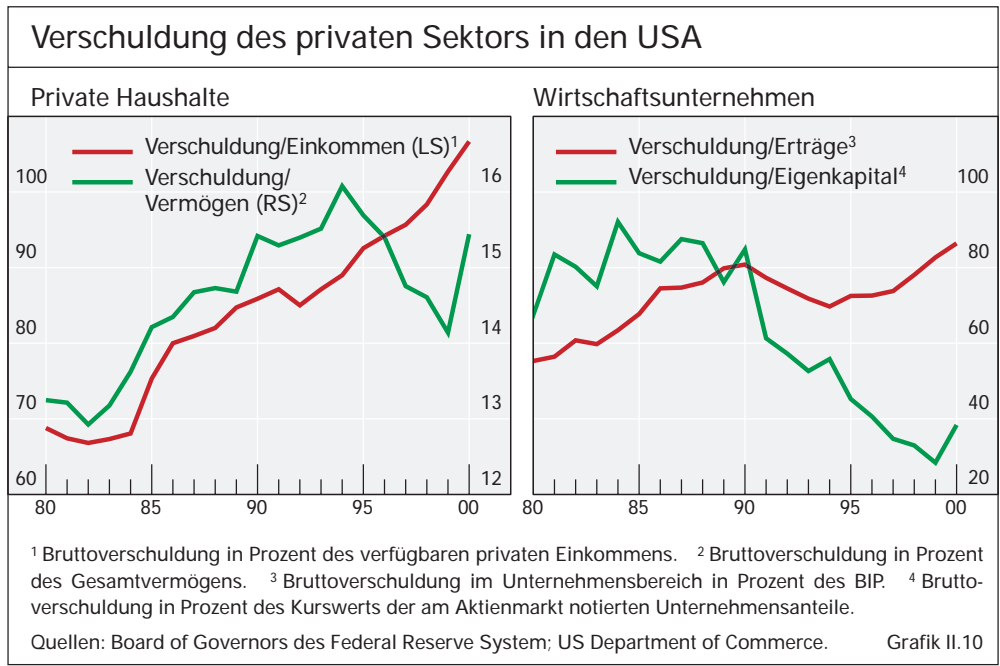
Schärfere Kreditkonditionen





strafften, so hoch wie zuletzt bei der Rezession von 1990/91. Zudem waren die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen Ende 2000 größer als auf dem Höhepunkt der Krise von 1998 (Kapitel VI). Neben den steigenden Schuldenständen haben möglicherweise auch die beschleunigten technologischen Veränderungen im Zusammenhang mit der New Economy bei den Anleihe-inhabern Bedenken über die Bonität zuvor als erstklassig bewerteter Schuldner hervorgerufen. Unternehmen, die in hohem Maße in Hochtechnologieaus-rüstung investiert haben, sehen sich mit ungewissen Ertragsaussichten kon-frontiert und werden kaum in der Lage sein, stabile Cash-flows zu generieren.





Außerdem wird sich ihr Abschreibungsaufwand zu Beginn deutlich bzw. sogar jäh erhöhen, wenn ihr Kapitalstock aufgrund neuer Technologien tatsächlich veraltet.

Natürlich müssen die Entwicklungen der privaten Nettoersparnis und der Verschuldung in den wichtigsten Volkswirtschaften im Zusammenhang mit den Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Spar- und Investitionstätigkeit sowie ihrer Gliederung nach Sektoren betrachtet werden. Erstens blieb die gesamtwirtschaftliche Sparquote in den USA in Prozent des BIP gemessen während der neunziger Jahre vergleichsweise stabil. Angesichts des traditionell prozyklischen Sparverhaltens und der raschen Einkommensexpansion dürfte diese scheinbare Stabilität eine Verschlechterung der zugrundeliegenden Sparquote verdecken. Dennoch scheint das größere gesamtwirtschaftliche Defizit in der Ersparnisbildung in erster Linie auf die lebhaftere Investitionskonjunktur zurückzuführen zu sein. Dies steht in krassem Gegensatz zur Entwicklung in Japan, wo die unsicheren Zukunftsaussichten zur Folge hatten, daß die private Ersparnis relativ hoch blieb und die gesamtwirtschaftliche Sparquote nicht so steil sank wie die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote. Im Euro-Raum zeigte sich ein wieder anderes Bild: Dort blieben die gesamtwirtschaftlichen Spar- und Investitionsquoten im letzten Jahrzehnt weitgehend stabil.

Zweitens war der Rückgang der privaten Ersparnisbildung (und die damit verbundene Zunahme der Finanzierungsungleichgewichte und der Verschuldung) bei den privaten Haushalten im allgemeinen ausgeprägter als bei den Unternehmen (Tabelle II.3). Seit ihrem Höchststand im Jahr 1992 ist die Sparquote der privaten Haushalte in den USA um beinahe 9 Prozentpunkte gefallen, und in Kanada, Schweden und Finnland war der Rückgang sogar noch größer. Die Verschuldung im Verhältnis zum BIP ist bei den privaten Haushalten in den USA stärker angestiegen als bei den Unternehmen. Ähnlich

Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis

Allgemein sinkende Ersparnis der privaten Haushalte



war die Situation in den Niederlanden und Australien sowie, in geringerem Ausmaß, auch in Italien und Kanada. Niedrigere Hypothekensätze halfen jedoch in vielen Ländern, die Kosten des Schuldendienstes trotz steigender Verschuldung zu begrenzen. Dazu kommt, daß die Verschuldung der privaten Haushalte gemessen an der Vermögensentwicklung stabil blieb oder abnahm; dies dürfte sich allerdings mit dem jüngsten Aktienurseinbruch in einigen Fällen geändert haben.

Höhere  
Verschuldung von  
US-Unternehmen

Drittens erreichte die Verschuldung der Unternehmen in den USA im Verhältnis zu deren Wertschöpfung zwar einen historischen Höchststand, doch ist der Verschuldungsgrad in den letzten zehn Jahren bedeutend gesunken, und das trotz beträchtlicher fremdfinanzierter Aktienrückkäufe (Grafik II.10). Im Falle von überhöhten Investitionen und – auf der Grundlage zukünftiger Ertragsaussichten – überzogenen Aktienkursen würde dieser Verschuldungsgrad natürlich ein falsches Bild vermitteln. Aber auch wenn nicht Markt-, sondern Buchwerte angesetzt würden, hätte der Verschuldungsgrad im letzten Jahr immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt gelegen. Zudem war die Nettozinslast im Verhältnis sowohl zum Cash-flow als auch zum Umlaufvermögen während der neunziger Jahre weitgehend stabil. Bei einer Klassifizierung der Schulden- und Liquiditätskennzahlen nach Betriebsgröße ist allerdings eine zunehmende Anfälligkeit kleiner Unternehmen zu erkennen. Die Wahrscheinlichkeit, daß solche Unternehmen an den Finanzmärkten unter Druck geraten, ist größer, und zwar vor allem dann, wenn sie noch keine über längere Zeit erfolgreiche Ertragsentwicklung vorweisen können.

Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte								
	Prozent und Prozentpunkte							
	Kanada	Schweden	Finnland	USA	Italien	Neusee-land	Dänemark	Vereinigtes Königreich
Höchststand neunziger Jahre (Jahr)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Veränderung <sup>1</sup>	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
<i>Verschuldung/BIP</i> <sup>2</sup>	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australien	Niederlande	Japan	Belgien	Deutsch-land	Spanien	Schweiz	Frankreich
Höchststand neunziger Jahre (Jahr)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Veränderung <sup>1</sup>	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
<i>Verschuldung/BIP</i> <sup>2</sup>	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

<sup>1</sup> Vom Höchststand der neunziger Jahre bis 2000. <sup>2</sup> Veränderung des Verschuldungsgrads der privaten Haushalte in bezug auf das BIP zwischen dem Durchschnitt für den Zeitraum 1981–90 (Finnland: 1992; Dänemark, Niederlande: 1995; Vereinigtes Königreich: 1987; Australien: 1988; Deutschland: 1991) und der jüngsten Beobachtung.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.3

Interessant ist es, die Entwicklung in den USA seit Mitte der neunziger Jahre mit jener in Japan in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre zu vergleichen. Wie Tabelle II.4 zeigt, gibt es eine Reihe von Ähnlichkeiten, aber auch wesentliche Unterschiede. In beiden Fällen stieg das durchschnittliche BIP-Wachstum im Vergleich zum vorangegangenen Fünfjahreszeitraum, und auch die Arbeitsproduktivität sowie der technologische Fortschritt nahmen rascher zu. Beide Länder verzeichneten auch einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen im Verhältnis zum BIP, und die Verbesserungsinvestitionen trugen beträchtlich zur Zunahme der Arbeitsproduktivität bei. Vermutlich läßt sich der Investitionsschub in beiden Fällen auf eine höhere erwartete Rentabilität in einem Umfeld niedriger Kapitalkosten zurückführen. Die langfristigen Realzinsen blieben während der Expansion stabil oder sanken, und wenn außerdem der Anstieg der Kurs/Gewinn-Verhältnisse (bzw. der implizite Rückgang der Risikoprämie für Aktien) berücksichtigt wird, waren die Gesamtkapitalkosten wahrscheinlich sehr niedrig. Trotz des rascheren Wirtschaftswachstums ging die Inflation in beiden Ländern zurück, da ein beschleunigtes Produktivitätswachstum und die Aufwertung der Währung zu einer Dämpfung des Kostendrucks beitrugen. Ferner verzeichneten sowohl Japan als auch die USA eine Verbesserung des Haushaltssaldos und einen Rückgang der privaten Nettoersparnis.

Ähnlichkeiten mit Japan Ende der achtziger Jahre ...

Japan und USA: Entwicklung im Vergleich					
	Japan			USA	
	1981-85	1986-90	1991-95	1991-95	1996-2000
BIP-Volumen <sup>1</sup>	3,3	4,9	1,4	2,4	4,3
Arbeitsproduktivität <sup>1</sup>	2,3	3,4	0,8	1,4	2,7
Verbraucherpreise <sup>1</sup>	2,8	1,3	1,4	3,1	2,5
Investitionen (ohne Wohnbau)/BIP <sup>2</sup>	15,7	17,9	16,7	10,4	12,5
Realzinssatz <sup>3</sup>	4,8	4,2	3,6	4,2	4,1
Kurs/Gewinn-Verhältnis <sup>4</sup>	35,2	69,5 <sup>5</sup>	86,5	17,5	32,4 <sup>5</sup>
Importe/BIP <sup>2</sup>	12,5	8,1	7,5	11,1	13,2
Preise für Wohneigentum <sup>6</sup>	131	190	172	113	147
Aktienkurse <sup>6</sup>	211	563 <sup>5</sup>	314	187	452 <sup>5</sup>
Nominaler effektiver Wechselkurs <sup>6</sup>	129	154	208	99	122
Private Nettoersparnis/BIP <sup>2</sup>	4,7	1,6	3,7	3,5	-2,8
Haushaltssaldo/BIP <sup>2</sup>	-2,8	1,3	-1,1	-4,5	0,1
Leistungsbilanz/BIP <sup>2</sup>	1,8	2,8	2,6	-1,0	-2,7
Nettokapitalzuflüsse/BIP <sup>2, 7</sup>	-1,3	-3,6	-0,9	0,1	3,3
Private Haushalte: Ersparnis/verfügbares Einkommen <sup>2</sup>	22,0	17,6	14,0	7,2	3,1
Verschuldung der privaten Haushalte/BIP <sup>8</sup>	47	61	63	67	74
Unternehmensverschuldung/BIP <sup>8</sup>	99	131	132	69	73
Geldmenge in weiter Abgrenzung <sup>1</sup>	8,3	10,4	2,1	1,8	8,7

<sup>1</sup> Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>2</sup> Periodendurchschnitt in Prozent. <sup>3</sup> 10jähriger Nominalzinssatz abzüglich der jährlichen Inflationsrate (Verbraucherausgabendeinflator), Periodendurchschnitt. <sup>4</sup> Periodenendstand. <sup>5</sup> Höchststand im letzten Jahr des angegebenen Zeitraums. <sup>6</sup> Index (Japan: 1980 = 100; USA: 1990 = 100); Periodenendstand. <sup>7</sup> Direkt- und Portfolioinvestitionsströme netto. <sup>8</sup> Prozent; Periodenendstand.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Tabelle II.4

... aber auch  
Unterschiede ...

Zu den Unterschieden gehört, daß in den Jahren der Hochkonjunktur das jährliche durchschnittliche Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge im Vergleich zum Anstieg des nominalen BIP in Japan mit 4,1 Prozentpunkten etwas höher war als in den USA (2,6 Prozentpunkte). Überdies verlieh in Japan die zusätzliche Liquidität den Preisen von Vermögenswerten mehr Auftrieb; dies galt besonders für Immobilien, aber auch für Aktien. Japan verzeichnete zudem einen steileren Anstieg im Verschuldungsgrad des privaten Sektors als die USA, und da Bankkredite den Großteil des entsprechenden Kreditwachstums 1986–90 ausmachten, erhöhten sich die Risikopositionen der japanischen Banken im Zeitraum 1996–2000 stärker als die der US-Banken. Dies trifft besonders im Hinblick auf die Kreditverteilung nach Wirtschaftszweigen zu, denn in Japan war die Kreditvergabe der Banken eng mit dem spekulativ bedingten Anstieg der Immobilienpreise korreliert. In den USA dagegen entfiel der größte Teil der neuen Bankkredite auf die Hersteller von Waren und Dienstleistungen.

... vor allem  
hinsichtlich der  
Zahlungsbilanz

Ein weiterer wichtiger Unterschied betrifft die Entwicklung der Zahlungsbilanz. Während in Japan von 1986 bis 1990 ein Zuwachs des Leistungsbilanzüberschusses und der Nettokapitalabflüsse verzeichnet wurde, war die Expansion in den USA von einem steigenden Leistungsbilanzdefizit und einem wachsenden Auslandskapitalbedarf begleitet. Wenngleich langfristig kaum tragfähig, dürfte das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht doch den positiven Effekt gehabt haben, daß die US-Unternehmen – an den inländischen wie an den internationalen Märkten – unter dem anhaltenden Druck standen, ihre Gewinne und ihre Rentabilität zu verbessern. Auch die japanischen Unternehmen waren einem Wettbewerbsdruck ausgesetzt, der vornehmlich aus den anderen asiatischen Ländern stammte. Dennoch lag für sie die größte Herausforderung darin, attraktive Investitionsmöglichkeiten im Ausland zu suchen.

Anpassung des  
Kapitalstocks

Die fallende Investitionsquote in Japan 1991–95 dürfte ein Hinweis darauf sein, daß der Investitionsboom in Anlagen und Ausrüstung übertrieben war und daß der Abbau eines Kapitalstocks mit einer relativ langen wirtschaftlichen Lebensdauer sowohl langwierig als auch schmerzlich ist. In den USA hingegen beschränkte sich die Ausweitung der Investitionstätigkeit überwiegend auf Hochtechnologieausrüstung mit einer vergleichsweise kurzen wirtschaftlichen Lebensdauer. Daher lassen sich dort etwaige Überinvestitionen schneller korrigieren, wenngleich den Kreditgebern und Investoren trotzdem hohe Verluste erwachsen können.

## Welthandel und Außenwirtschaft

Deutliche Zunahme  
des Welthandels  
und des Außen-  
handelsanteils  
am BIP

Mit dem seit über 15 Jahren höchsten Weltwirtschaftswachstum nahm auch der Welthandel im Vergleich zu 1999 volumenmäßig um 13½% zu (Tabelle II.5). Der Außenhandel im Verhältnis zur Weltproduktion stieg daher im letzten Jahr weiter und setzte damit den seit dem Zweiten Weltkrieg ununterbrochen zu beobachtenden Trend fort, der in hohem Maße auf Änderungen in den Produktionsverfahren der Unternehmen zurückzuführen ist (Tabelle II.6). Aufgrund eines intensiveren Wettbewerbs an den internationalen Gütermärkten,

Welthandel und Preise				
	1991-97	1998	1999	2000
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent			
Außenhandelsvolumina	7,1	4,6	5,6	13,4
Außenhandelspreise (in US-Dollar)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Industriegüter	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Öl	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Sonstige Rohstoffe	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Terms of Trade				
Industrieländer	0,3	1,7	0,1	-3,4
Aufstrebende Volkswirtschaften	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.5

noch verstärkt durch die Versuche der Unternehmen, die Vorteile steigender Skalenerträge auf Betriebsebene zu nutzen, haben sich die Produktionsprozesse sowohl vertikal als auch horizontal zunehmend aufgespalten. Im Vergleich zu früher umfaßt jeder Arbeitsprozeß heute eine steigende Zahl an Zwischenstufen, die sich auf verschiedene Länder verteilen und dort zu dem wachsenden Außenhandelsanteil beitragen. Dank des technologischen Fortschritts und der niedrigeren Kommunikationskosten sind auch immer mehr Dienstleistungen handelbar geworden, was den Anteil des Außenhandels ebenfalls erhöht hat. Etwas überraschend ist, daß der Anteil der Dienstleistungen am Welthandel trotzdem außergewöhnlich konstant blieb.

Trotz der Zunahme der Außenhandelsvolumina hielt der während der neunziger Jahre durchweg beobachtete Rückgang der Außenhandelspreise von Industriegütern (in Dollar wie auch in SZR gemessen) im vergangenen Jahr an und bestätigte damit ebenfalls, daß die Unternehmen an den internationalen Gütermärkten an Preissetzungsspielraum eingebüßt haben. Auf-

Anhaltender Rückgang der Güterpreise

Außenhandelsanteile <sup>1</sup>				
	1981-90	1995	1999	2000
	in Prozent des BIP			
USA	7,9	11,6	13,9	14,8
Euro-Raum	11,9	14,3	17,6	19,0
Japan	7,1	8,4	9,1	9,9
Vereinigtes Königreich	22,9	28,5	33,9	35,9
Kanada	23,7	35,9	43,7	46,3
Australien	13,3	18,4	20,5	21,6
Schweden	28,4	37,1	45,0	47,7
Schweiz	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Handel mit Dienstleistungen/ Außenhandel insgesamt</i>	21,5	20,4	21,2	19,9

<sup>1</sup> Durchschnitt der Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen, Abgrenzung nach den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der jeweiligen Länder (in realer Betrachtung).  
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.6

grund des steilen Anstiegs der Ölpreise und der Trendumkehr bei den Preisen für andere Rohstoffe verschlechterten sich die Terms of Trade der Industrieländer im letzten Jahr. In den ölexportierenden Ländern sowie den von Metallexporten abhängigen Volkswirtschaften verlieh die Entwicklung der Außenhandelspreise den Realeinkommen hingegen einen bedeutenden Auftrieb.

Verschlechterung der Leistungsbilanz des Euro-Raums

Was Veränderungen in der Zahlungsbilanz betrifft, ist als eine der überraschendsten Entwicklungen der letzten Jahre die Verschlechterung der Leistungsbilanz im Euro-Raum zu nennen, nämlich von einem Überschuß von rund \$ 70 Mrd. im Jahr 1997 zu einem Defizit von über \$ 30 Mrd. im vergangenen Jahr (Tabelle II.7). Im Zeitraum 1997–99, als das gesamtwirtschaftliche Nachfragewachstum im Euro-Raum verhältnismäßig niedrig war, stiegen die Importe (sowohl nominal als auch real) weit schneller als die Exporte. Im letzten Jahr, als die Abwertung des Euro wesentlich zur Steigerung des Exportwachstums beitrug, wuchsen die Importe aufgrund des Zusammenwirkens höherer Ölpreise und eines schwächeren Wechselkurses sogar noch rascher. Auf Italien entfällt seit 1997 rund ein Drittel der Verschlechterung, denn das Land büßte erhebliche Exportmarktanteile ein, und seine Abhängigkeit von Ölimporten ist relativ hoch. Deutschland und Spanien sind für je rund 20% verantwortlich. Während die Verschlechterung in Deutschland in erster Linie auf wachsende Defizite in der Dienstleistungs- und Kapitalertragsbilanz zurückzuführen war, kann das höhere Außenhandelsdefizit Spaniens dem ungewöhnlich starken Importwachstum zugeschrieben werden.

Im Vereinigten Königreich hat sich die Leistungsbilanz ebenfalls beträchtlich verschlechtert (seit 1997 um 2¼ Prozentpunkte bezogen auf das BIP), was überwiegend auf ein steigendes Handelsbilanzdefizit zurückzuführen ist. Im Gegensatz dazu verzeichneten Kanada und Norwegen Verbesserungen um 3½ bzw. 8¼ Prozentpunkte. In Norwegen ist dies vor allem das Ergebnis höherer Ölpreise, während Kanada von dem starken Wachstum der US-Nachfrage, günstigen Veränderungen der Terms of Trade und niedrigeren Nettozinszahlungen profitierte.

Geringere Korrelation zwischen Spar- und Investitionsquoten ...

Ebenfalls interessant und nicht ohne weiteres nachzuvollziehen ist, wie sich die traditionelle Beziehung zwischen den gesamtwirtschaftlichen Investitions- und Sparquoten in den letzten Jahren offenbar verändert hat. Der

Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen									
	Leistungsbilanz			Direkt- und Portfolioinvestitionsströme netto			Gesamtbilanz <sup>1</sup>		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Mrd. US-Dollar									
USA	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Euro-Raum	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Japan	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

<sup>1</sup> Summe der beiden vorangegangenen Größen.  
Quellen: EZB; Angaben der einzelnen Länder.

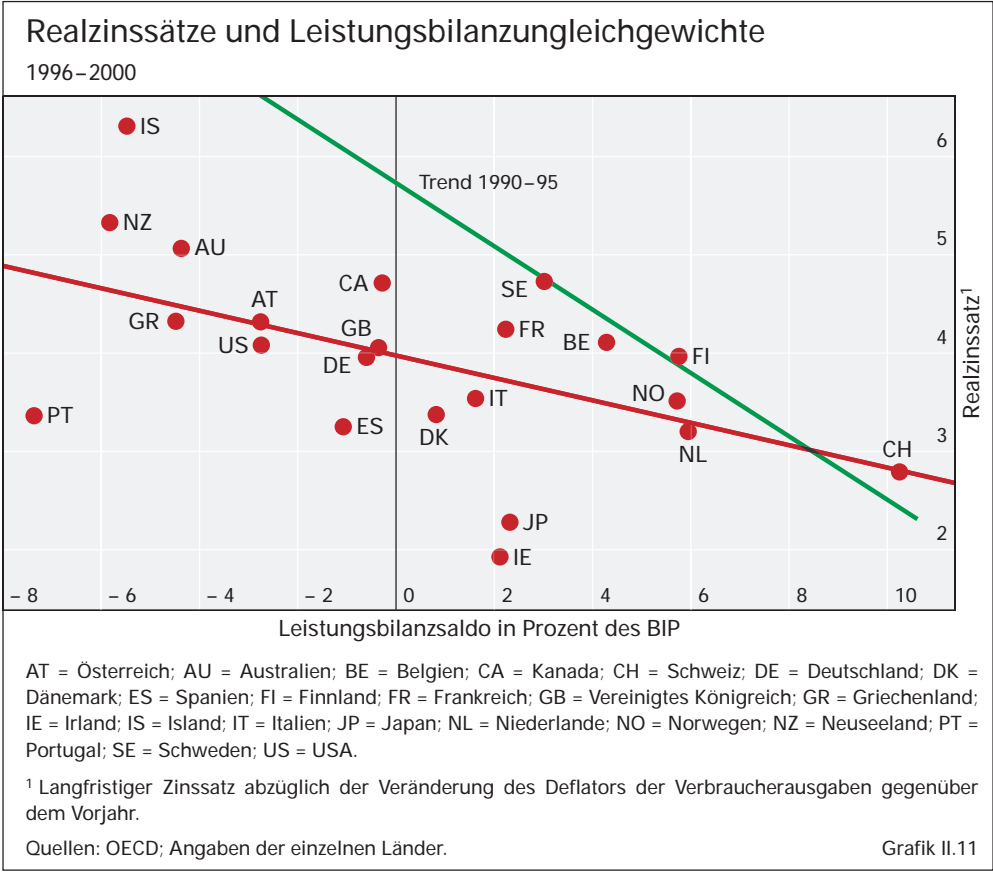
Tabelle II.7

Verhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, Schätzung <sup>1</sup>				
	$\alpha$	$\beta$	$R^2$	$\Sigma Bop/Y$
1980–89	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990–95	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996–2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

<sup>1</sup> Die der Schätzung zugrunde liegende Gleichung für 22 Industrieländer lautet  $I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$  mit  $I/Y$  bzw.  $S/Y$  als dem durchschnittlichen Verhältnis von Gesamtinvestitionen bzw. Gesamtsparsparnis zum BIP bezogen auf die in der ersten Spalte angegebenen Perioden.  $\Sigma Bop/Y$  ist das durchschnittliche Verhältnis der Zahlungsbilanz zum BIP ohne Berücksichtigung des Vorzeichens, wobei \* und \*\* Signifikanzniveaus von 90% bzw. 99% bezeichnen. Tabelle II.8

geschätzte Regressionskoeffizient für die gesamten achtziger und frühen neunziger Jahre lag bei rund 0,6 und ging für die zweite Hälfte der neunziger Jahre auf nur noch 0,2 zurück (Tabelle II.8); dies deutet darauf hin, daß sich die Investitionsquoten immer mehr von den Sparquoten abgekoppelt haben. Dieser Entwicklung stand ein beispielloser Anstieg der Leistungsbilanzungleichgewichte gegenüber, der die Frage nach den zugrundeliegenden Einflüssen aufwirft.

Eine mögliche Erklärung dafür ist, daß die Märkte aufgrund der Verringerung der Haushaltsungleichgewichte weniger Bedenken hinsichtlich außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte hatten. Eine zweite Erklärung stützt sich auf



... möglicherweise  
als Folge der  
Währungsunion ...

die Einführung der Währungsunion in Europa, die zwar den Handel zwischen ihren Mitgliedsländern beträchtlich ansteigen ließ, aber auch von einer deutlichen Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Region begleitet war. Tatsächlich wurde die Zunahme der aggregierten Ungleichgewichte zwischen den Zeiträumen 1990–95 und 1996–2000 etwa zur Hälfte durch diese Veränderungen hervorgerufen.

... des reibungs-  
loseren Ausgleichs  
an den Kapital-  
märkten ...

Ein dritter, damit im Zusammenhang stehender Erklärungsansatz ist, daß der starke Anstieg der grenzüberschreitenden Investitionen und Portfolio-kapitalströme die treibende Kraft hinter der gegenwärtigen Lage der Leistungs-bilanzen ist bzw. diese erst ermöglicht hat. Dies gilt besonders für die Kapitalbewegungen innerhalb des Euro-Raums, aber auch für den Kapital-fluß zwischen den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen. Wie aus Tabelle II.7 ersichtlich, haben die Nettozuflüsse von Direktinvestitionen und langfristigen Portfolioinvestitionen in die USA mit der Vergrößerung des Leistungs-bilanzungleichgewichts in den letzten drei Jahren zugenommen. In Japan blieb die Gesamtbilanz relativ stabil, während das Defizit im Euro-Raum trotz des sich verschlechternden Leistungsbilanzsaldos allmählich abnahm. Die Hypothese, daß die internationalen Kapitalmärkte Spar-/Investitionsungleich-gewichte inzwischen zunehmend ausbalancieren, wird etwa durch die Beobachtung unterstützt, daß die Reagibilität der Realzinsen gegenüber Leistungsbilanzungleichgewichten in den neunziger Jahren abgenommen zu haben scheint (Grafik II.11). Das heißt, daß die Unterschiede bei den Realzinsen oder den erwarteten Renditen, die notwendig sind, damit Sparüberschüsse in Länder mit attraktiven Investitionsmöglichkeiten und Leistungsbilanzdefiziten geleitet werden, im Vergleich zu früheren Perioden offenbar geringer geworden sind.

... oder größerer  
Ungenauigkeiten in  
der weltweiten  
Leistungsbilanz

Eine vierte mögliche Erklärung schließlich ist, daß sich die offensichtliche Auflösung der traditionellen Beziehung zwischen Ersparnisbildung und Investi-tionen hauptsächlich aus Meßfehlern der weltweiten Zahlungsbilanzstatistik ergibt. Schon mindestens seit Anfang der achtziger Jahre besteht in der weltweiten Leistungsbilanz eine beträchtliche Diskrepanz. Seit 1997 ist diese Diskrepanz besonders groß, denn den Verschlechterungen in der aggregierten Leistungsbilanz der Industrieländer standen nur zur Hälfte Verbesserungen in anderen Teilen der Welt gegenüber (Tabelle II.9). Die Erfahrung legt

Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen					
	1997	1998	1999	2000	Veränderung 1997–2000
Mrd. US-Dollar					
Industrieländer	78	-33	-198	-298	-376
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	26	114	112	88	62
Lateinamerika	-67	-90	- 56	- 48	19
Naher Osten und Afrika	- 2	-49	- 9	58	60
Volkswirtschaften im Übergang	-24	-28	- 2	27	51
Insgesamt	11	-86	-153	-173	-184

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.9

jedoch auch nahe, daß mit der Verfügbarkeit vollständigerer Zahlungsbilanzdaten aus einem größeren Kreis von Ländern die Diskrepanz im Vergleich zu den Voraussagen und Schätzungen tendenziell abnimmt. Aus diesem Grund dürfte sich die in der Tabelle dargestellte zunehmende Diskrepanz als zu hoch erweisen. Das würde nicht nur bedeuten, daß die aggregierte Leistungsbilanz der Industrieländer möglicherweise etwas besser war, als anhand der aktuellen Daten vermutet werden kann, sondern auch, daß der Zusammenhang zwischen gesamtwirtschaftlicher Investitions- und Sparsamkeit zuletzt eher der über lange Zeit festgestellten Beziehung entsprach.



### III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

#### Schwerpunkte

Die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten im vergangenen Jahr ein kräftiges Wirtschaftswachstum, wenngleich sie im Jahresverlauf auch von der Konjunkturabschwächung in den Industrieländern erfaßt wurden. Das durchschnittliche Wachstum erreichte die höchste Rate seit vier Jahren, wobei besonders in Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa starke Zuwächse erzielt wurden (Tabelle III.1). Der Anstieg des durchschnittlichen Wachstums ging mit einer Konvergenz der Wachstumsraten einher. Besonders deutlich zeigte sich dies in Mittel- und Osteuropa, wo die Wachstumsraten erstmals seit der Umstellung des Wirtschaftssystems in allen Ländern positiv waren.

Das Tempo der Strukturreformen dagegen war von Land zu Land sehr unterschiedlich. In Lateinamerika festigte sich der Bankensektor durch Fusionen und Privatisierungen sowie die verstärkte Präsenz ausländischer Banken weiter. Ferner wurden neue gesetzliche Vorschriften zur Förderung der Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte erlassen, die sich in der Praxis aber erst noch bewähren müssen. In Mittel- und Osteuropa gelang es nur wenigen Ländern, die strukturelle Arbeitslosigkeit zu verringern, und die jüngste Krise in der Türkei machte wieder einmal deutlich, wie ein schwacher Bankensektor das Vertrauen in die Wirtschaftspolitik untergraben kann. In Asien wurden einige der in der Krise 1997/98 offengelegten strukturellen Schwächen angegangen. Wie erfolgreich diese Bemühungen waren, muß sich jedoch in der derzeitigen Phase der globalen Abschwächung erweisen.

Der aggregierte Leistungsbilanzüberschuß der aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich im letzten Jahr erhöht, doch zwischen den einzelnen Regionen bestehen große Unterschiede. Für Afrika läßt sich die Verbesserung größtenteils mit dem Anstieg der Ölpreise in Verbindung mit leichten Preissteigerungen bei anderen Rohstoffen erklären. Auch auf die ölexportierenden Länder Lateinamerikas wirkten sich die höheren Ölpreise positiv aus, was das infolge des starken Wachstums der Inlandsnachfrage ansonsten gestiegene Leistungsbilanzdefizit der Region überdeckte. Die meisten mitteleuropäischen Länder konnten dank der dynamischen Entwicklung ihrer Ausfuhren nach Westeuropa ihr Leistungsbilanzdefizit trotz höherer Ausgaben für Ölimporte verringern. Dagegen nahm der außenwirtschaftliche Überschuß der meisten Volkswirtschaften in Asien ab, was nicht nur deren relativ hohem Energieverbrauch, sondern auch dem geringeren Wachstum der Exporterlöse gegen Ende 2000 zuzuschreiben ist.

Trotz wiederanziehender Wachstumsraten und gestiegener Ölpreise ging die durchschnittliche Inflationsrate auf gut 6% zurück. In Asien war die Inflation mit weniger als 2% sogar niedriger als in den Industrieländern, während die

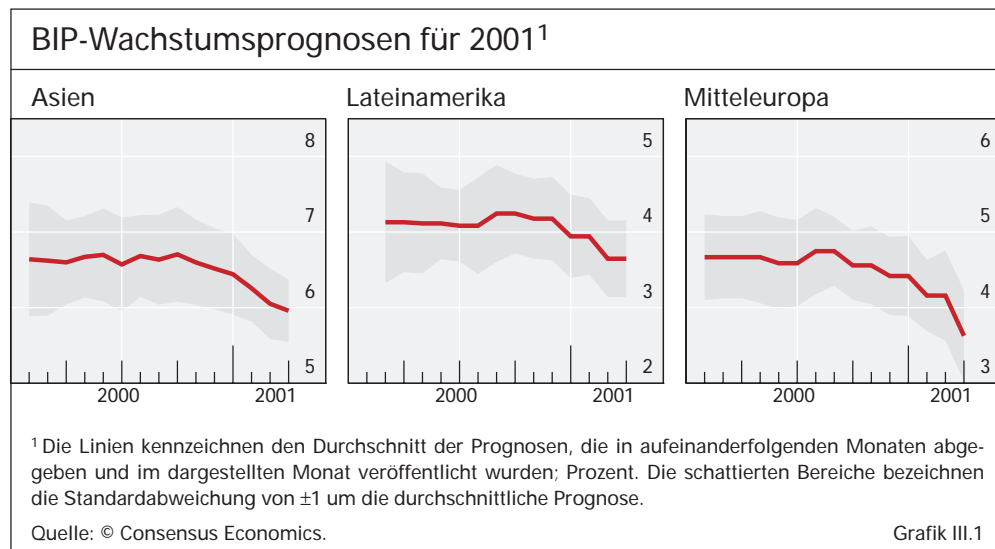
lateinamerikanischen Länder ihre beeindruckenden Fortschritte aus der zweiten Hälfte der neunziger Jahre konsolidieren konnten. Wie am Schluß dieses Kapitels ausgeführt, war die Eindämmung der Inflation einer der größten Erfolge der aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren. Dazu beigetragen haben eine straffere Fiskalpolitik, ein Umschwenken auf eine Geldpolitik mit Preisstabilität als oberstem Ziel und eine Strukturpolitik, die auf eine Stärkung des Wettbewerbs im Inland und mit dem Ausland ausgerichtet

Wachstum, Inflation und Leistungsbilanz									
	Reales BIP			Verbraucherpreise			Leistungsbilanzsaldo		
	1993-98	1999	2000	1993-98	1999	2000	Durchschnitt 1993-98	1999	2000
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						in Prozent des BIP		
Asien <sup>1</sup>	7,5	6,1	7,0	9,6	2,2	1,9	0,5	4,1	2,9
China	10,5	7,1	8,0	11,9	-1,4	0,3	1,6	1,6	1,5
Hongkong	3,2	3,1	10,5	6,7	-4,0	-3,6	-0,4 <sup>2</sup>	5,2 <sup>2</sup>	4,7 <sup>2</sup>
Indien	6,4	6,6	6,0	7,6 <sup>3</sup>	3,5 <sup>3</sup>	5,3 <sup>3</sup>	-1,1	-0,6	-1,0
Korea	4,7	10,9	8,8	5,4	0,8	2,3	-0,1	6,0	2,4
Singapur	8,0	5,4	10,0	1,7	0,5	1,5	17,1	25,3	23,6
Taiwan	6,0	5,6	6,0	2,7	0,2	1,3	2,7	2,9	3,0
Indonesien	3,2	-0,1	4,8	15,4	20,5	3,7	-1,8	4,1	7,2
Malaysia	6,3	5,8	8,5	3,7	2,7	1,5	-3,4	15,9	9,2
Philippinen	3,6	3,4	4,0	8,0	6,7	4,3	-3,5	10,3	12,4
Thailand	3,2	4,2	4,3	5,6	0,3	1,5	-3,6	10,2	7,6
Lateinamerika <sup>1</sup>	3,6	0,2	4,4	73,4	9,1	6,7	-3,1	-3,1	-2,1
Argentinien	4,5	-3,0	-0,5	3,2	-1,2	-0,9	-3,6	-4,4	-3,3
Brasilien	3,5	0,8	4,5	213,4	4,9	6,0	-2,6	-4,7	-4,2
Chile	6,9	-1,1	5,4	8,5	3,4	3,8	-4,5	-0,1	-1,4
Kolumbien	3,7	-4,3	2,8	21,1	11,2	9,5	-5,0	-0,0	0,2
Mexiko	2,7	3,7	6,9	19,9	16,6	7,9	-3,5	-2,9	-3,1
Peru	5,9	1,4	3,6	17,7	3,5	3,8	-6,2	-3,5	-3,0
Venezuela	1,1	-6,8	2,8	56,1	23,6	16,2	2,6	3,6	11,1
Mitteleuropa <sup>1</sup>	4,2	3,1	4,0	20,6	6,5	8,7	-2,6	-5,9	-5,4
Polen	5,6	4,1	4,1	24,1	7,3	10,1	-1,2	-7,5	-6,2
Tschechische Republik	1,6	-0,8	3,1	11,2	2,1	3,9	-3,6	-3,0	-4,8
Ungarn	2,4	4,5	5,2	20,9	10,0	9,8	-5,6	-4,3	-3,3
Rußland	-5,6	5,4	8,3	151,9	85,7	20,8	2,2	13,5	19,0
Türkei	4,7	-5,0	6,1	84,8	64,9	54,9	-0,9	-0,7	-4,8
Saudi-Arabien	1,0	0,4	4,1	1,2	-1,6	-0,8	-5,8	0,3	10,1
Afrika	3,0	2,5	3,0	19,7	5,7	4,2	-11,1 <sup>4</sup>	-12,1 <sup>4</sup>	0,8 <sup>4</sup>
CFA-Zone	3,4	2,4	2,6	9,2	1,4	1,8	-6,0	-5,3	-4,5
Südafrika	2,5	1,9	3,2	8,3	5,2	5,3	-0,8	-0,5	-0,4
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>G7-Länder</i>	2,6	2,9	3,8	2,1	1,3	2,3	-0,0	-1,1	-1,6

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995. <sup>2</sup> Saldo der Güter und nichtfaktorgebundenen Dienstleistungen. <sup>3</sup> Großhandelspreise. <sup>4</sup> In Prozent der Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle III.1



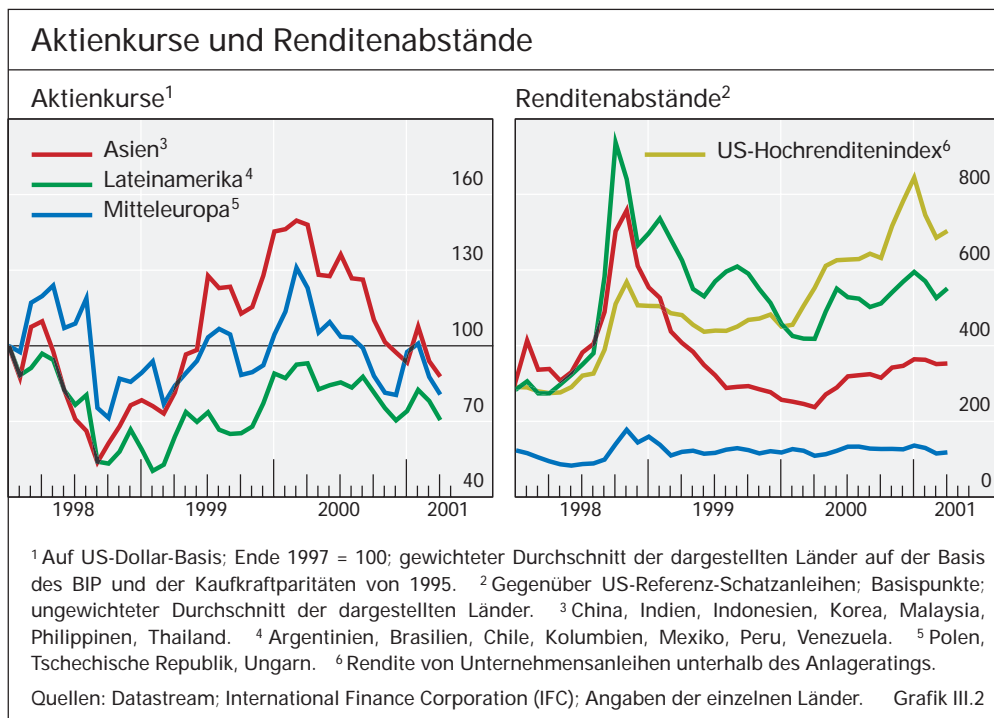
ist. Ferner wurden mit dem Einsetzen sinkender Inflationsraten Kräfte frei, die halfen, sowohl die erreichten Verbesserungen zu konsolidieren als auch die Inflation weiter zurückzuführen. Dennoch bleibt es für die meisten Länder eine große Herausforderung, die Inflation auf einem niedrigen Niveau zu halten.

Im Verlauf des Jahres bekamen die aufstrebenden Volkswirtschaften die Abschwächung in den Industrieländern zunehmend zu spüren. Rückblickend kündigte der Einbruch der Aktienkurse zu Beginn des Jahres einen weltweiten zyklischen Umschwung im Bereich Elektronik an. Gegen Ende 2000 ließ in den Ländern, die vom Export von Elektronikprodukten am stärksten abhängen, das Produktionswachstum deutlich nach, worauf die kurzfristigen Wachstumsaussichten für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften nach unten korrigiert wurden (Grafik III.1). Für Argentinien, Indonesien und die Türkei, wo das Vertrauen in die getroffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen untergraben worden ist, sind die Aussichten besonders unsicher. Für die kurzfristigen Wachstumsaussichten ist auch wichtig, wie stark die Länder von Änderungen im Welthandel und an den internationalen Finanzmärkten betroffen sind. Die Auswirkungen des Konjunktumschwungs in der Elektronikbranche waren in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens am ausgeprägtesten. Im Gegensatz dazu wird die Entwicklung in den lateinamerikanischen Ländern aufgrund der großen Leistungsbilanzdefizite und des hohen Bedarfs an Auslandskapital mehr von dem Geschehen an den internationalen Kapitalmärkten bestimmt. Die Aussichten für Afrika sowie Mittel- und Osteuropa richten sich wegen der geringeren Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen sowie mit Blick auf die wichtigsten Abnehmerländer im wesentlichen nach dem Wirtschaftswachstum in Westeuropa.

## Finanzmarktentwicklung und Kapitalströme

Die allgemein günstige gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften im letzten Jahr ist vor dem Hintergrund periodisch volatiler und ungünstiger Bedingungen an den Finanzmärkten zu sehen. Die

Verschlechterung  
der Finanzmarktlage  
im Jahresverlauf ...



Abwärtskorrektur der Aktienkurse an den wichtigsten Börsen im März 2000 schlug rasch auf die Aktienmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften durch (Grafik III.2). Besonders schwer in Mitleidenschaft gezogen wurden die asiatischen Märkte – mit China als wichtigster Ausnahme –, denn der Einbruch des Nasdaq-Index wurde allgemein als Zeichen für eine geringere Nachfrage nach Elektronikzeugnissen und somit für zurückgehende Exporterlöse der auf diese Produkte spezialisierten Länder interpretiert (Tabelle III.2). Beschleunigt wurde der Kursverfall an den Aktienbörsen zum Teil durch Bedenken hinsichtlich der langsamen Fortschritte bei der Reform des Finanzsektors und der Unternehmen. Dies wurde vor allem gegen Ende des Jahres offensichtlich, als in mehreren Ländern Nettoabflüsse von Portfolioinvestitionen in Beteiligungen zu verzeichnen waren.

Die Entwicklung an den Kreditmärkten der Industrieländer beeinflusste auch die Kreditkonditionen für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Sowohl im Frühjahr als auch gegen Ende des letzten Jahres erhöhten sich die

	Hongkong	Korea	Malaysia	Singapur	Taiwan	Thailand
1995/96	0,32	0,16	0,05	0,11	0,05	0,19
1999/2000	0,55	0,45	0,25	0,40	0,27	0,32
	Argentinien	Brasilien	Chile	Mexiko	Polen	Südafrika
1995/96	0,06	0,01	-0,08	0,07	0,18	0,02
1999/2000	0,23	0,44	0,23	0,38	0,34	0,36

<sup>1</sup> In Landeswährung; berechnet anhand von Wochenwerten über 2 Jahre.  
Quellen: IFC; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.2

... und geringere Nettokapitalzuflüsse als vor der Krise ...

Renditenaufschläge bei Staatsanleihen sehr stark, insbesondere für Länder mit hoher Auslandsverschuldung, Haushaltsproblemen oder einem schwachen Bankensektor (s. auch Kapitel VI). Die Aufschläge bei Staatsanleihen blieben jedoch generell niedriger als bei hochrentierenden Unternehmensanleihen, da die Anleger das Ausfallrisiko als wesentlich geringer einschätzten. Die Veränderungen des Marktklimas beeinflussten auch die Nettokapitalströme (Tabelle III.3). Aufgrund der schwierigeren Lage an den Finanzmärkten im vierten Quartal des letzten Jahres stockte der Anleihenabsatz, und der Nettozufluß ausländischen Beteiligungskapitals ging ebenfalls deutlich zurück. Da auch die ausländischen Direktinvestitionen niedriger waren, sanken die privaten Nettokapitalzuflüsse in diese Länder im Jahr 2000 auf einen Bruchteil ihres Niveaus kurz vor der Asien-Krise.

... bei besonders niedrigen Nettoschuldenströmen

Manche Beobachter sahen in dem Rückgang des Schuldenstandes eine gezielte Reaktion der Kreditgeber auf die mehrfachen Krisen der neunziger Jahre. Er kann jedoch auch positiver interpretiert werden. In den letzten zwei Jahren sind die inländischen Zinsen gesunken, mehr Länder gaben ihre Wechselkurse frei, und aufgrund von Reformen vergrößerte sich allmählich das Angebot an Inlandskapital. Vor diesem Hintergrund gingen die Kreditnehmer in aufstrebenden Volkswirtschaften immer mehr dazu über, sich inländischer Finanzquellen und einheimischer Währung zu bedienen, statt Mittel an den internationalen Märkten aufzunehmen. Zudem hat sich die Struktur des Kreditangebots verändert. Insbesondere haben die internationalen Banken ihre Präsenz in den aufstrebenden Volkswirtschaften durch die Übernahme inländischer Finanzinstitute verstärkt und die internationale Kreditvergabe entsprechend eingeschränkt. Ferner konnten durch den Aufbau erheblicher Leistungsbilanzüberschüsse in Asien Devisenreserven wiederhergestellt und die kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten verringert werden.

Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften				
	1997	1998	1999	2000
	Mrd. US-Dollar			
Nach Instrument				
Direktinvestitionen	145	151	150	144
Portfolioinvestitionen (Beteiligungskapital)	43	1	22	25
Sonstige private Kapitalströme	-68	-99	-102	-136
Nach Region				
Asien	13	-47	1	- 2
Lateinamerika	68	62	40	39
Afrika	17	11	13	9
Mittel- und Osteuropa	3	19	13	3
Sonstige	19	8	4	- 16
Insgesamt	120	53	70	33
<i>Nachrichtlich:</i>				
<i>Veränderung der Währungsreserven<sup>1</sup></i>	-62	-35	- 86	-120

<sup>1</sup> Negatives Vorzeichen = Zunahme.  
Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle III.3

Die regionale Gliederung der privaten Nettokapitalströme hat sich im letzten Jahr kaum verändert. Die Zuflüsse nach Asien blieben hauptsächlich wegen erhöhter Tilgungen von Auslandsschulden nahe bei null. Auch die ausländischen Direktinvestitionen ließen nach, da der Rückgang der Ströme nach Südostasien den Anstieg der Ströme nach China (bedingt durch den bevorstehenden Beitritt des Landes zur WTO) und nach Korea (angeregt durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs) mehr als ausglich. In Lateinamerika blieben die privaten Nettokapitalzuflüsse stabil, während sie in Mittel- und Osteuropa sowie in Afrika niedriger ausfielen als im Vorjahr. Trotz eines leichten Rückgangs im letzten Jahr waren die ausländischen Direktinvestitionen nach wie vor die beständigste Kapitalquelle für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Auch die Verteilung der Direktinvestitionen blieb stabil und stark konzentriert. Zwei Drittel der gesamten Direktinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften entfielen auf fünf Länder, nämlich Argentinien, Brasilien, China (einschl. Hongkong), Mexiko und Korea. Afrika (mit 50 Ländern) erhielt weniger als 5%.

Regionale Verteilung unverändert

## Asien

### *Wirtschaftswachstum und Außenwirtschaft*

Die Produktion in Asien wuchs im Jahr 2000 kräftig und übertraf im allgemeinen die Erwartungen. Auch wenn die höheren Ölpreise das Realeinkommen der ölimportierenden Länder um 1/2–1% gedrückt haben dürften, stieg das durchschnittliche Wachstum der Region auf 7%; besonders hoch war es in Hongkong, Korea und Singapur. Selbst in Indonesien und auf den Philippinen wurden trotz der politisch unsicheren Lage und sozialer Unruhen beachtliche Wachstumsraten erzielt. Die Wachstumsbeiträge waren aber je nach Land unterschiedlich (Tabelle III.4). In China und Indien – beides große und relativ geschlossene Volkswirtschaften – wurde das Wachstum im wesentlichen von der Inlandsnachfrage getragen. In *China* wurde die Erholung durch fiskalpolitische Anreize und eine akkommodierende Geldpolitik unterstützt. Die öffentlichen Investitionen wurden erhöht, und verschiedene Maßnahmen (höhere Löhne im öffentlichen Dienst und Besteuerung von Zinseinkünften) wurden ergriffen, um den Verbrauch anzukurbeln. Da aber allgemein davon ausgegangen wurde, daß die staatseigenen Unternehmen sowohl ihre Belegschaft abbauen als auch die Sozialleistungen für die verbleibenden Beschäftigten kürzen würden, neigten die privaten Haushalte stärker zum Vorsorge-sparen. Trotz der erhöhten Zuflüsse von Direktinvestitionen stiegen auch die Investitionen des privaten Sektors nur mäßig.

Stärkere Erholung als erwartet ...

... auch in China

In *Indien* verlangsamte sich das Wachstum im zurückliegenden Jahr etwas, was auf die witterungsbedingte Beeinträchtigung der Landwirtschaft und die Abschwächung im Dienstleistungssektor zurückzuführen war. Der starke Anstieg der Ölpreise und ein schweres Erdbeben dämpften das Wachstum ebenfalls. Die Dynamik der Exporte, die ihre stärkste Zunahme seit 1997 verzeichneten, glich die Verlangsamung der Inlandsnachfrage zum Teil aus und stützte die Rupie, die aufgrund der teurer gewordenen Ölimporte unter

In Indien langsames Wachstum

Inlandsnachfrage und Nettoexporte										
	Beitrag zum BIP-Wachstum in Prozentpunkten									
	China		Hongkong		Indien		Indonesien		Korea	
	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX
1994–98	8,6	1,3	3,5	-1,1	7,2	-0,4	3,1	-0,5	0,5	3,9
1999	7,4	-0,3	-5,0	8,1	6,1	0,3	-2,7	3,0	11,9	-1,0
2000	7,5	0,5	9,3	1,2	5,1	0,6	4,7	0,1	5,3	3,5
	Malaysia		Philippinen		Singapur		Taiwan		Thailand	
	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX
	1994–98	1,9	3,9	5,0	-1,4	4,5	3,0	6,3	-0,2	-2,0
1999	1,7	4,1	0,3	3,0	4,3	1,6	1,9	3,5	2,9	1,3
2000	12,6	-4,0	-1,7	5,6	8,9	0,9	4,3	1,7	3,8	0,5

Anmerkung: IN = Inlandsnachfrage; NEX = Nettoexporte.  
Quellen: J.P. Morgan, *World Financial Markets*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.4

Druck geraten war. Die Behörden versuchten, die Abwertung der Rupie durch Zinserhöhungen und die Mobilisierung von Sondervermögen von im Ausland lebenden Indern zu stoppen. Außerdem straffte die Regierung ihre Fiskalpolitik und beschleunigte geplante Privatisierungsmaßnahmen, darunter die Reduzierung der Beteiligung an staatseigenen Banken.

In anderen Ländern Inlandsnachfrage statt Nettoexporten als Wachstumsmotor ...

Mit dem Rückgang der Exporte wurde in den offeneren asiatischen Volkswirtschaften die Inlandsnachfrage immer mehr zum Motor des Wachstums. In Ländern, die hauptsächlich Elektronikprodukte exportieren (Malaysia und Singapur), war diese Verlagerung am offensichtlichsten, doch auch in Hongkong, Indonesien und Thailand war sie zu erkennen. In *Taiwan*, das sich gegenüber der Krise 1997/98 als mehr oder weniger immun erwiesen hatte, änderten sich Ausmaß und Herkunft des gesamtwirtschaftlichen Wachstums besonders abrupt. Nach dem Rückgang des Nasdaq sackten die Aktienkurse allgemein ab, und dieser Einbruch wurde durch politische Unstimmigkeiten noch verstärkt. Da die Banken mit Aktien besicherte Kredite vergeben hatten, wandte sich die Aufmerksamkeit als nächstes dem Bankensektor zu, wo der Anteil notleidender Kredite einen historischen Höchststand erreicht hatte und die Gewinne wegen bestehender Überkapazitäten geschrumpft waren. Als schließlich gegen Ende des Jahres die Nachfrage in der Elektronikbranche einbrach, verlangsamte sich das reale Wachstum abrupt.

... außer in Korea und auf den Philippinen

Trotz des hohen Stellenwerts von Elektronikexporten erhöhte sich sowohl in Korea als auch auf den Philippinen der relative Beitrag der Nettoexporte. In *Korea* ist dies jedoch eher auf eine Verlagerung der Inlandsnachfrage zu weniger importintensiven Vorleistungen als auf einen Anstieg des Exportwachstums zurückzuführen. Ein wesentlicher Faktor für die Abschwächung der Inlandsnachfrage auf den *Philippinen* war ein Rückgang der Unternehmensinvestitionen, der sowohl mangelnder Zuversicht im Inland als auch stark sinkenden ausländischen Portfolioinvestitionen zuzuschreiben war.

Akkommodierende Geldpolitik

Die Festigung der Inlandsnachfrage im letzten Jahr wurde allgemein durch eine akkommodierende Geldpolitik unterstützt. Da viele Währungen



nunmehr kontrolliert schwankten, hatte die geldpolitische Straffung in den Industrieländern zudem relativ wenig Einfluß auf die Zinssätze in Asien. In China, Malaysia, Singapur und Thailand blieben die Sätze niedrig, weil kein Inflationsdruck bestand. In Korea gaben das kräftige Wachstum und steigende Inflationsraten Anlaß zu einigen Zinserhöhungen, die aber mit Rücksicht auf den labilen Unternehmenssektor moderat ausfielen. In Indien, in Indonesien und auf den Philippinen wurden die Zinsen wegen des Abwertungsdrucks etwas mehr heraufgesetzt.

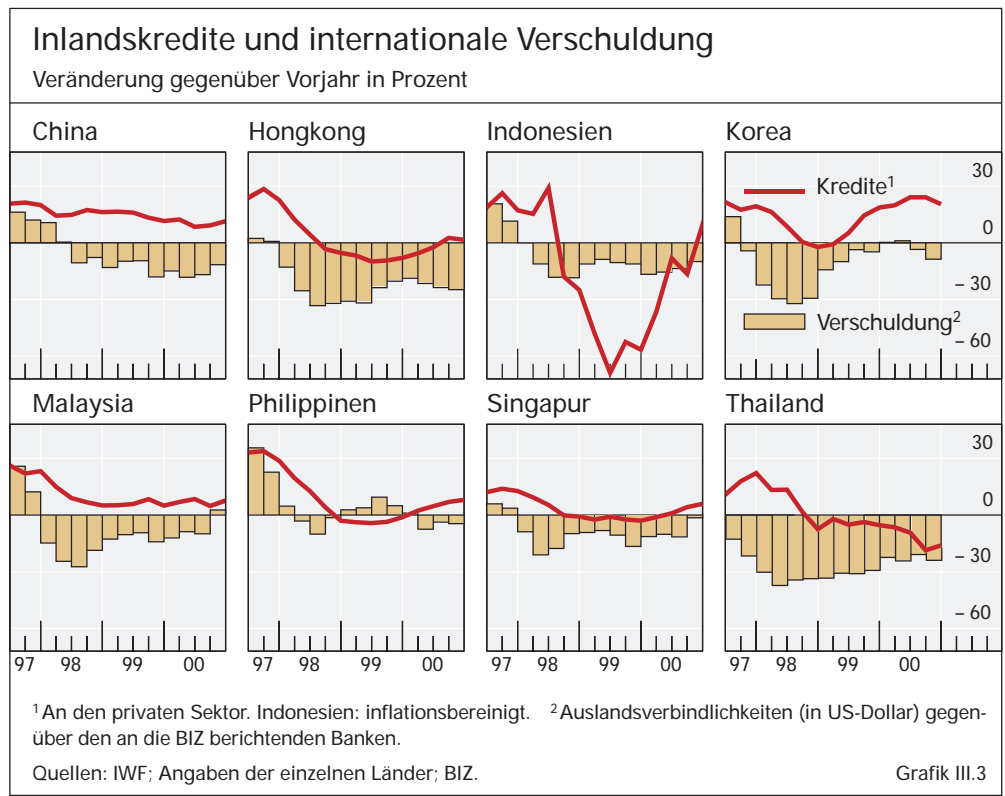
*Ertragsentwicklung im Bankensektor und Kreditvergabe*

Trotz einer akkommodierenden Geldpolitik blieb das Kreditwachstum im letzten Jahr gering bzw. negativ. Während der gesamten Phase der Erholung nach der Krise war das Bankkreditgeschäft überall außer in Korea schwach (Grafik III.3). In Korea schlugen u.a. das relativ hohe Investitionsniveau und die seit Mitte 1999 zu beobachtende Abkehr von den Märkten für Commercial Paper und Unternehmensanleihen zugunsten einer Finanzierung durch Bankkredite zu Buche. Doch das Kreditwachstum war auch das Ergebnis staatlicher Maßnahmen, darunter erweiterte staatliche Garantien für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen sowie eine rasche Rekapitalisierung der koreanischen Banken. Nach jüngeren Daten für verschiedene andere Länder nimmt die Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen anscheinend wieder zu.

Kreditwachstum nach wie vor gering, außer in Korea

Es ist immer schwer zu sagen, worauf ein geringes oder negatives Kreditwachstum zurückzuführen ist – eine Kreditverknappung (eigentlich als rentabel erachtete Kredite werden nicht vergeben, weil die Banken nicht über ausreichend Kapital verfügen), ungünstige Aussichten für die Kreditvergabe oder

Fortschritte bei der Sanierung der Banken ...





mangelnde Nachfrage. Die Sanierung der Banken in Asien geht langsam, aber stetig voran. Viele Banken sind geschlossen, zusammengelegt, zeitweise verstaatlicht oder an Gebietsfremde veräußert worden. Die Bankensysteme scheinen jetzt solider als vor der Krise, obwohl sich dies bisher nur in Korea und Malaysia in höheren Bonitätseinstufungen niedergeschlagen hat. Zwar ermöglichte es die wirtschaftliche Erholung einigen Kreditnehmern, ihre Schulden wieder zu bedienen, doch spielten mit öffentlichen Geldern ausgestattete Asset-Management-Gesellschaften beim Abbau der notleidenden Kredite eine wichtige Rolle. In Indonesien, Korea und Malaysia übernahmen diese Gesellschaften einen Großteil der notleidenden Kredite der Banken. Damit die Banken wieder Kredite vergeben können, hat auch Thailand vor kurzem ähnliche Regelungen eingeführt. Daneben haben die Behörden aller asiatischen Länder Schritte zur Stärkung der Bankenaufsicht unternommen und Vorschriften gegen eine Kreditvergabe an in das Geschäft der Bank involvierte Schuldner sowie Insiderkredite erlassen.

... aber immer noch  
Schwachstellen

Mehrere Faktoren standen jedoch einer durchgreifenden Sanierung der Banken im Wege. Die fallenden Aktienkurse schränkten die Möglichkeiten zur Beschaffung neuen Kapitals ein. Die Tatsache, daß einige sanierte Kredite wieder notleidend geworden sind und somit das Eigenkapital potentiell zusätzlich belasten, mahnt in Zeiten einer konjunkturellen Abschwächung ebenfalls zur Vorsicht. Überdies verbleiben trotz der erzielten Fortschritte viele geschwächte Finanzinstitute, und manche Banken haben nicht die notwendigen operativen Veränderungen vorgenommen, um wieder auf den längerfristigen Gewinnpfad zurückzukehren. All dies mag erklären, warum die Banken in manchen Ländern nicht in der Lage waren, ihre Kreditvergabe auszuweiten.

Größeres Risiko-  
bewußtsein

Es gibt auch Anzeichen dafür, daß sich das schwache Kreditwachstum nicht so sehr durch eine mangelnde Fähigkeit zur Kreditvergabe, sondern vielmehr aus der Beurteilung der Kreditrisiken und der zu erwartenden Erträge durch die Banken erklärt. So hat sich selbst in Hongkong und Singapur, wo die Banken relativ robust sind, das Volumen der Kredite an Unternehmen nur zögernd erholt. Auch daß die asiatischen Banken aktiv Hypothekendarlehen vermarkten und die Zinsspannen bei erstklassigen Konsortialkrediten niedriger geworden sind, spricht dafür, daß Kapital zumindest für einige Banken keinen Engpaß darstellt, solange die Erträge die Risiken aufwiegen.

Geringere Kredit-  
nachfrage

Verschiedene Faktoren deuten außerdem auf eine geringe Kreditnachfrage hin. Erstens bemühten sich viele Unternehmen gezielt darum, ihren Verschuldungsgrad zu reduzieren, während andere einfach keinen Kreditbedarf hatten. Unmittelbar vor dem Ausbruch der Krise erreichten die Investitionen in mehreren Ländern rund 40% des BIP, wobei die Investitionsausgaben der Unternehmen insgesamt deutlich über deren Cash-flow lagen. Nach der Krise wurde der steigende Absatz mit den bestehenden und bisher ungenutzten Kapazitäten produziert, so daß die Investitionsausgaben niedrig blieben, auch als sich der Cash-flow wieder erholte. Im Unternehmensbereich bestand daher ein Finanzierungsüberschuß und kaum Bedarf an Fremdkapital. Zweitens begrenzte die sektoral unterschiedliche Konjunktorentwicklung die Kreditnachfrage, da die kreditintensiven Wirtschaftszweige weiter in der Rezession verharrten. Insbesondere das Baugewerbe litt unter dem Überhang an Büroraum

und den hohen Leerständen in den wichtigsten Ballungszentren. Im Gegensatz dazu expandierten die weniger kreditabhängigen Exportbranchen kräftig.

### Fiskalpolitische Herausforderungen

Vor der Krise des Jahres 1997 hatten die Volkswirtschaften Asiens im allgemeinen Haushaltsüberschüsse oder lediglich kleinere Defizite aufgewiesen. Danach hatten die Maßnahmen zur Belebung der Inlandsnachfrage, die hohen Aufwendungen zur Rekapitalisierung des Bankensystems sowie die Auswirkungen der Rezession auf das Steueraufkommen jedoch zur Folge, daß die meisten Volkswirtschaften im Jahr 2000 beträchtliche Haushaltsdefizite und eine deutlich höhere öffentliche Verschuldung zu verzeichnen hatten (Tabelle III.5). Da auch die Eventualverbindlichkeiten der öffentlichen Hand hoch waren und die Zinszahlungen bereits einen hohen Anteil an den Haushaltsausgaben ausmachten, wurde die Schuldendynamik angesichts der in den letzten Jahren aufgebauten Defizite zu einer immer größeren Schwachstelle für die Region.

Wachsende  
Verschuldung  
problematisch ...

Um das Wachstum zu beleben, verfolgte China in den letzten drei Jahren eine expansive Haushaltspolitik. Dadurch stieg das Haushaltsdefizit stetig von unter 1% des BIP im Jahr 1996 auf nahezu 3% im letzten Jahr. Während die Staatsverschuldung im internationalen Vergleich noch immer moderat war, hat

... in China ...

Haushaltssaldo und öffentliche Verschuldung									
	Nominaler Saldo			Zinszahlungen			Öffentliche Verschuldung		
	1996	1999	2000	1996	1999	2000	1996	1999	2000
	in Prozent des BIP								
Asien									
China	-0,9	- 2,2	-2,9	0,7	0,8	0,8	7,3	12,7	14,6
Hongkong	2,2	0,8	-0,9	-	-	-	-	-	-
Indien	-4,9	- 5,4	-5,1	4,3	4,6	4,6	49,4	52,2	53,0
Korea	0,1	- 4,6	1,0	0,5	2,3	2,4	11,9	22,3	23,1
Singapur	14,7	10,3	11,4	-	-	-	74,0	88,5	84,5
Taiwan	-1,8	1,0	-0,3	1,4	1,5	2,0	26,4	27,5	29,8
Indonesien	1,1	- 1,6	-3,2	2,0	3,8	5,7	27,3	105,7	106,9
Malaysia	0,7	- 3,2	-5,8	2,7	2,6	2,7	35,3	37,3	37,0
Philippinen	0,3	- 3,5	-3,9	3,4	3,4	4,0	53,2	59,2	64,9
Thailand	0,7	- 2,6	-2,2	0,2	1,2	1,2	16,3	42,4	54,4
Lateinamerika									
Argentinien	-2,2	- 2,6	-2,4	1,7	2,9	3,4	35,7	43,0	46,0
Brasilien	-5,9	-10,3	-4,5	5,8	13,6	8,1	33,3	49,4	49,5
Chile	2,3	- 1,5	0,2	0,6	0,4	0,5	28,1	29,4	31,1
Kolumbien	-3,7	- 5,8	-6,9	1,9	3,3	4,5	14,4	29,4	36,8
Mexiko	-0,2	- 1,6	-1,3	3,7	3,2	3,3	31,1	25,7	23,5
Peru	-1,3	- 3,2	-3,2	2,4	2,1	2,2	45,2	37,5	35,6
Venezuela	0,7	- 2,3	-1,8	5,0	2,6	2,5	33,8	29,8	...

Anmerkung: Bei Ländervergleichen ist zu beachten, daß der öffentliche Sektor unterschiedlich definiert ist. Hongkong, Indonesien: Fiskaljahr; Indien: nur föderative Ebene.  
Quellen: Institute of International Finance; IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle III.5

die tatsächliche Schuldenlast aufgrund außerbudgetärer Transaktionen sowie der derzeitigen und noch zu erwartenden Verbindlichkeiten aus der Auflösung notleidender Kredite von Banken zugenommen. Auch die Eventualverbindlichkeiten aus der Renten- und Sozialversicherung dürften beträchtlich sein.

... und noch mehr  
in Indien ...

In Indien offenbarte das Defizit des Bundeshaushalts, das weiterhin bei fast 5% des BIP lag, die kritische fiskalpolitische Lage. Da auf der Ebene der Gebietskörperschaften ebenfalls hohe Defizite bestanden, betrug der gesamte Finanzierungsbedarf im letzten Jahr nahezu 10%. Dadurch erhöhte sich die Verschuldung der öffentlichen Haushalte insgesamt auf über 60% und sogar noch stärker, wenn die Eventualverbindlichkeiten des Finanzsektors und der staatseigenen Betriebe eingerechnet werden. Obwohl die Regierung immer mehr davon abgeht, das Defizit zu monetarisieren, hat die hohe Verschuldung zu relativ hohen Realzinsen geführt, was die Kosten für den Schuldendienst in die Höhe trieb und Investitionen des Privatsektors verdrängte. Da die Regierung die Bedeutung der Nachhaltigkeit in der Finanzpolitik erkannte, legte sie den Entwurf für ein Gesetz über die fiskalpolitische Verantwortung vor, mit dem das Defizit des Bundes in den nächsten fünf Jahren auf 2% des BIP und die Staatsschuldenquote in den nächsten zehn Jahren auf unter 50% reduziert werden sollen.

... auf den  
Philippinen und in  
Indonesien

Die Tragfähigkeit des Staatshaushalts wurde auch in anderen asiatischen Ländern zum Problem. Auf den Philippinen mit traditionell mangelhafter Haushaltsdisziplin gehörte die Staatsschuldenquote mit fast 65% gegen Ende des Jahres 2000 zu den höchsten der Region. Bereits im letzten Jahr trug die Tatsache, daß das Haushaltsdefizit doppelt so hoch ausfiel wie geplant, entscheidend zum Vertrauensschwund bei den Anlegern und zum Abwertungsdruck auf die Währung bei. In Indonesien war die Tragfähigkeit des Haushalts noch stärker gefährdet, denn die öffentliche Verschuldung wuchs rasch, und ein Großteil der Schulden lautete auf Fremdwährungen. In den letzten beiden Jahren verließ sich die Regierung zur Finanzierung der Zins- und Tilgungszahlungen sogar auf Zuflüsse von offiziellen Kreditgebern aus dem Ausland sowie auf die Veräußerung von Vermögenswerten. In Thailand war die öffentliche Verschuldung mit rund 55% des BIP noch unter Kontrolle. Doch angesichts der neuen Pläne zur Belebung des Finanzsektors könnte die Schuldenquote schnell ansteigen, wenn nicht Maßnahmen zur Verbesserung des Primärhaushalts getroffen werden.

#### *Hochtechnologieexporte als wirtschaftlicher Stützpfeiler in Asien*

Geringeres Nach-  
fragewachstum und  
sinkende Preise

Die Exporte vieler asiatischer Volkswirtschaften wurden zunehmend von der Hochtechnologie beherrscht (Tabelle III.6). Die Ausfuhren von High-Tech-Produkten in die USA haben sich im vergangenen Jahrzehnt vervierfacht. Nach manchen Meßgrößen war die Erholung der asiatischen Industrieproduktion in den letzten Jahren zu zwei Dritteln auf Elektronikprodukte zurückzuführen. Im Jahr 2000 litt die Wirtschaft vieler asiatischer Volkswirtschaften jedoch sowohl unter der geringeren Nachfrage nach diesen Produkten am Weltmarkt (Grafik III.4) als auch unter den gesunkenen Preisen für Bauteile (z.B. fiel der Preis für den Referenz-DRAM-Halbleiter im Laufe des Jahres um fast zwei Drittel). Dieser Nachfrageeinbruch bei verschiedenen Arten von High-Tech-Exporten

hielt zu Beginn des Jahres 2001 an, und die Auftragseingänge sowie Kommentare von Branchenverbänden ließen auf einen weiteren drastischen Rückgang schließen.

Die in der Tabelle dargestellten Exportzahlen verzerren jedoch möglicherweise den Gesamteinfluß der Hochtechnologieexporte auf Asien und die Bedeutung des gegenwärtigen Abschwungs für die einzelnen Länder. Erstens stehen die Hochtechnologiebranchen in manchen Ländern fast vollständig in ausländischem Eigentum. Daher dürfte sich der Preisrückgang im Elektronikbereich – vom Abwärtsdruck auf die Löhne abgesehen – nur relativ wenig auf die einzelnen Volkswirtschaften auswirken. Zweitens besteht der Handel innerhalb der Region infolge miteinander verbundener Produktionsstätten im wesentlichen aus dem Versand von Bauteilen zwischen verschiedenen Ländern. Dies erhöht nicht nur die Gefahr von außenhandelsinduzierten Ansteckungseffekten innerhalb der Region, sondern bedeutet auch, daß der inländische Wertschöpfungsanteil an den Exporten und somit der Einfluß auf die Endnachfrage von Land zu Land sehr unterschiedlich ist. In Korea z.B. entsprachen die Importe von High-Tech-Produkten im Jahr 1999 mehr als 60% der Exporte, und ein Drittel dieser Importe, hauptsächlich Bauteile, kam aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Auf den Philippinen dürfte der Anteil der inländischen Wertschöpfung nicht über 20% liegen. In Malaysia und Thailand ist er ebenfalls niedrig, in Singapur und Taiwan dagegen relativ hoch.

Trotz dieser Vorbehalte hat der große und noch zunehmende Technologieanteil in den Volkswirtschaften Asiens wahrscheinlich sowohl für höhere Trendwachstumsraten gesorgt als auch die konjunkturellen Schwankungen verstärkt. Der Produktzyklus von Elektronikgütern und anderen High-Tech-Produkten ist weitaus volatil als der herkömmlicher Industriegüter. Im Falle eines weltweiten Konjunkturinbruchs könnte daher die Nachfrage nach IT-Produkten weiter sinken, da die Unternehmen die Modernisierung ihrer Ausrüstung aufschieben würden. In den USA wurde eine starke und wachsende Korrelation zwischen dem Cash-flow der Unternehmen und ihren Ausgaben für Computer festgestellt.

Einfluß auf Endnachfrage abhängig von inländischer Wertschöpfung

Konjunkturelle Auswirkungen für Asien

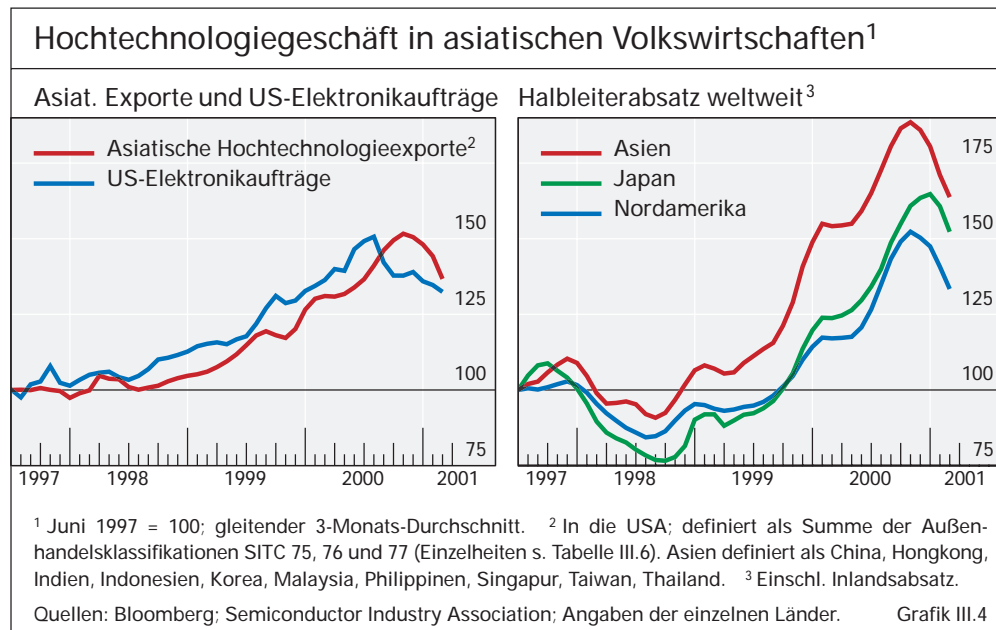
Hochtechnologieexporte asiatischer Volkswirtschaften											
	Anteil an den Gesamtexporten der Volkswirtschaft in die OECD-Länder									US-Importe: Änderung (%) im Jahr bis	
	CN	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	Juni 00	Feb. 01
Computer <sup>1</sup>	6	7	2	13	19	22	54	16	28	8	-6
Telekommunikation <sup>2</sup>	7	4	5	6	15	6	5	7	4	43	1
Bauteile <sup>3</sup>	8	18	2	23	24	33	17	11	17	22	-2
Insgesamt	20	30	9	41	58	60	77	34	50	19	0

CN = China; HK = Hongkong; ID = Indonesien; KR = Korea; MY = Malaysia; PH = Philippinen; SG = Singapur; TH = Thailand; TW = Taiwan.

<sup>1</sup> SITC Abschnitt 75: Büromaschinen und automatische Datenverarbeitungsmaschinen. <sup>2</sup> SITC Abschnitt 76: Geräte für Nachrichtentechnik sowie Tonaufnahme- und -wiedergabegeräte und -ausrüstung. <sup>3</sup> SITC Abschnitt 77: Andere elektrische Maschinen, Apparate und Geräte sowie deren elektrische Teile.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.6



### *Kurzfristige Aussichten*

Ungünstigeres  
Wirtschaftsklima  
weltweit

Mit Ausnahme Chinas und Indiens scheinen die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens von der derzeitigen Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums stärker betroffen zu sein als die meisten anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Wie oben erörtert, bekommen verschiedene Länder die geringere Elektroniknachfrage sehr deutlich zu spüren. Die Gesamtexporte werden auch durch das generell verlangsamte Wachstum in den USA sowie die schlechten Aussichten in Japan beeinträchtigt werden. Außerdem bleibt trotz der Reformen abzuwarten, wie die Strukturen und Bilanzen des Finanzsektors und des Unternehmensbereichs einem Konjunkturabschwung standhalten.

Maßnahmen zur  
Ankurbelung der  
Inlandsnachfrage

Wegen der weniger günstigen Wachstumsaussichten, der niedrigeren Zinssätze in den Industrieländern und – in manchen Fällen – des nachlassenden Inflationsdrucks lockerten mehrere Länder zu Beginn dieses Jahres ihre Geldpolitik. Außerdem begannen die Behörden in China – neben weiteren fiskalpolitischen Impulsen – mit der Durchführung eines Programms zur Liberalisierung der Zinssätze und der Kapitalmärkte und gaben ihre Absicht bekannt, allmählich zu einem flexibleren Wechselkurs überzugehen. Malaysia und Taiwan planten eine deutliche Ausweitung der öffentlichen Ausgaben, und in Indien waren im jüngsten Haushalt Maßnahmen zu einer weiteren Liberalisierung des Investitionsumfelds und neue Reformen zur Belebung des Wachstums vorgesehen.

### Lateinamerika

#### *Wirtschaftswachstum und Außenwirtschaft*

Erholung des  
Wachstums 2000 ...

Nach der schweren Rezession 1998/99 erholten sich die lateinamerikanischen Volkswirtschaften im Jahr 2000 kräftig. Das reale BIP stieg um über 4%,

während die Inflation in den meisten Ländern bei weniger als 10% stabil blieb. Praktisch alle Volkswirtschaften der Region verzeichneten ein positives Wachstum, wobei die beiden größten Volkswirtschaften – Brasilien und Mexiko – zu den leistungsstärksten gehörten. Die wichtigste Ausnahme von dieser allgemein günstigen Entwicklung war Argentinien, dessen Produktion erneut rückläufig war. Die Leistungsbilanzen in der Region verbesserten sich nur wenig. Das Wachstum war in der ersten Jahreshälfte allgemein ausgeprägter, während im zweiten Halbjahr der konjunkturelle Abschwung in den USA die Exporte zu beeinträchtigen begann. Außerdem verlangsamten sich durch die größere Volatilität an den internationalen Kapitalmärkten und die wiederaufkeimenden Bedenken hinsichtlich der noch verbleibenden Haushaltsrisiken die Kapitalzuflüsse in die Region. Gegen Ende des Jahres kamen auch Befürchtungen auf, daß politische Faktoren die Wirtschaftsleistung in Argentinien, Kolumbien, Peru und Venezuela negativ beeinflussen könnten.

Obwohl die gesamten Exporte der Region im Jahr 2000 wertmäßig um über 20% kletterten, stützte sich der Produktionszuwachs in den meisten Ländern auf die Inlandsnachfrage (Tabelle III.7). Die Änderungen der Terms of Trade begünstigten tendenziell die Ölexporture, da die Agrarpreise größtenteils stagnierten oder sanken und nur die Metallpreise (insbesondere der Kupferpreis) spürbar anzogen. Auch bei der Rückführung des Leistungsbilanzdefizits der Region von 3% des BIP im Jahr 1999 auf 2% spielten die Ölexporte eine Schlüsselrolle.

Da die lateinamerikanischen Volkswirtschaften (mit Ausnahme von Chile, Ecuador und Mexiko) noch relativ geschlossen sind, kam der Inlandsnachfrage bei der Wiederbelebung des Wachstums zwangsläufig die Hauptrolle zu. Doch waren die Antriebskräfte des Nachfragewachstums im Jahr 2000 unausgewogen. Die Investitionen stiegen nur in Mexiko und – von einem niedrigen Ausgangsniveau – in Kolumbien. In den anderen Ländern der Region wuchs

... insbesondere dank Inlandsnachfrage und Ölexporten

Investitionen weiterhin gering

Außenhandel, Ölexporte und Wachstum in Lateinamerika 2000						
	Leistungs- bilanz- saldo <sup>1</sup>	Nettoöl- exporte <sup>1</sup>	Wachstumsbeitrag <sup>2</sup>		Terms of Trade <sup>3</sup>	Öffnungs- grad <sup>4</sup>
			Nettoöl- exporte	Netto- exporte (ohne Öl)		
Argentinien	- 9,4	3,6	0,5	0,7	6	22
Brasilien	-24,6	-6,0	-0,5	0,6	-7	24
Chile	- 1,0	-1,9	-1,3	1,0	2	61
Ecuador	1,4	2,4	6,7	-5,3	14	77
Kolumbien	0,1	4,3	1,0	-0,3	16	35
Mexiko	-17,7	16,4	1,3	-1,9	3	64
Peru	- 1,6	-0,7	-0,6	0,9	-1	34
Venezuela	13,4	26,4	9,8	2,6	44	47
Insgesamt	-39,7	44,5	1,0	-0,1	3	41

<sup>1</sup> Mrd. US-Dollar. <sup>2</sup> Des nominalen BIP; Prozentpunkte. <sup>3</sup> Für den Warenhandel; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>4</sup> Summe der Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen in Prozent des BIP.

Quellen: Economic Commission for Latin America and the Caribbean; J.P. Morgan; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle III.7



der private Verbrauch rascher als das reale BIP, was einen starken Einfuhrschub zur Folge hatte. Außerdem waren neben geringen Inlandsinvestitionen gleichzeitig die ausländischen Direktinvestitionen rückläufig, insbesondere in Argentinien und Chile. Vor diesem Hintergrund hat die dynamische Entwicklung des Verbrauchs und der Importe zusammen mit der in jüngster Zeit nachlassenden Auslandsnachfrage Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Wachstums in Lateinamerika geweckt, selbst wenn die Bedingungen für die Beschaffung von Auslandskapital günstig bleiben.

#### *Veränderungen des makroökonomischen Policy Mix*

Veränderungen des Policy Mix 2000

Die Volkswirtschaften Lateinamerikas hatten auf die Abschwächung der Konjunktur und die Turbulenzen an den Finanzmärkten 1998/99 mit einer Kombination aus einer härteren Geld- und Fiskalpolitik reagiert und in manchen Fällen ein flexibleres Wechselkursregime eingeführt. Als sich zu Beginn des Jahres 2000 das äußere Umfeld verbesserte, verlagerte sich das Gewicht auf eine weitere Rückführung der Haushaltsdefizite bei einer gleichzeitigen Lockerung der monetären Rahmenbedingungen im Inland. Außerdem versuchten mehrere Länder, durch Strukturreformen ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern.

Günstige Finanzmarktbedingungen

Für Lateinamerika waren die Bedingungen an den internationalen Finanzmärkten im Jahr 2000 überwiegend günstig. Die geschätzten Nettozuflüsse an Privatkapital in die Region waren mit rund \$ 40 Mrd. weitgehend stabil, wodurch das Leistungsbilanzdefizit zum größten Teil gedeckt wurde. Die Zuflüsse waren jedoch volatil und konzentrierten sich auf Brasilien und Mexiko. Außerdem war ein Großteil der begebenen Anleihen Swaps bereits bestehender Schulden auf neue Titel mit längeren Laufzeiten. Infolge länderspezifischer Gegebenheiten wurden die Renditenabstände für langfristige Staatsanleihen im Verlauf des Jahres durchschnittlich größer.

Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen ...

Der wieder leichtere Zugang zu Auslandskapital versetzte die meisten Länder der Region in die Lage, die geldpolitischen Rahmenbedingungen im Jahr 2000 zu lockern. In *Brasilien* senkte die Zentralbank den Referenzzatz von 19% Ende 1999 auf 16½% im Juli und auf 15¾% im Dezember 2000. Dies bewirkte eine starke Ausweitung der Kreditvergabe an den privaten Sektor, wo sich die finanzielle Situation der privaten Haushalte mit dem wieder einsetzenden Wirtschaftswachstum und einem spürbaren Aufschwung am Arbeitsmarkt verbesserte. Anfang 2001 senkte die Zentralbank die Notenbankzinsen um weitere 50 Basispunkte, erhöhte sie dann aber von Ende März bis Mitte April wieder um insgesamt 100 Basispunkte, als der Wechselkurs des Real Schwächen zeigte und sich ein Nachfragedruck ausbildete. Zinssenkungen gab es auch in *Kolumbien* und im zweiten Halbjahr 2000 in *Chile*, während die Behörden in *Peru* die Mindestreserveanforderungen lockerten. Im Gegensatz dazu sah sich *Mexiko* gezwungen, seine Geldpolitik im Verlauf des Jahres zu straffen, um eine Überhitzung der Inlandsnachfrage zu verhindern.

... und Verbesserung der Haushaltslage

Die Haushaltslage der meisten lateinamerikanischen Länder – mit Argentinien als wichtiger Ausnahme – verbesserte sich im Jahr 2000. Die Einnahmen stiegen dank der Konjunkturerholung sowie – in den ölexportierenden Ländern – der Dynamik der Öleinkünfte. In vielen Ländern profitierte der Staat

auch von den niedrigeren Schuldendienstzahlungen; in Brasilien beispielsweise entsprach dies sogar 5 Prozentpunkten gemessen am BIP. Im Durchschnitt gingen die Haushaltsdefizite von knapp 4 % des BIP im Jahr 1999 auf 2,8% zurück, wobei sich die Situation in Brasilien und Chile am deutlichsten verbesserte.

Trotz der Verbesserung der Haushaltslage im vergangenen Jahr blieben in vielen Ländern Bedenken hinsichtlich der längerfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen bestehen. *Brasilien* verabschiedete daher ein Gesetz über die fiskalpolitische Verantwortung, das die Gebietskörperschaften aller Ebenen dazu verpflichtet, die laufenden Ausgaben im Gleichgewicht mit den laufenden Einnahmen zu halten, die Personalausgaben zu begrenzen und dafür zu sorgen, daß das Verhältnis der Schulden zu den laufenden Einnahmen innerhalb im voraus festgelegter Grenzen bleibt. In *Argentinien* und *Peru* wurden gesetzliche Regelungen verabschiedet, nach denen die Ausgaben nur im Ausmaß des Wirtschaftswachstums steigen dürfen und Fonds zur Stabilisierung des Haushalts eingerichtet werden müssen. Mit derartigen Vorschriften soll die Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik in ähnlicher Weise verbessert werden, wie die Unabhängigkeit der Zentralbank und die Festlegung von Inflationszielen (oder eine sehr feste Bindung der Wechselkurse) die Glaubwürdigkeit im monetären Bereich fördern sollen.

Verabschiedung von Gesetzen über die fiskalpolitische Verantwortung ...

In Brasilien wurden die gesetzlichen Haushaltsregelungen im letzten Jahr durch konsequente Maßnahmenpläne sowie eine solide gesamtwirtschaftliche Entwicklung unterstützt, was von den Investoren positiv aufgenommen wurde. In Argentinien jedoch wurde das Inkrafttreten des Ausgabensicherungsgesetzes auf das Jahr 2005 verschoben, wodurch die Haushaltsdisziplin an Glaubwürdigkeit verlor (s. weiter unten). Auch die Einführung diskretionärer fiskalpolitischer Maßnahmen in Chile im zweiten Halbjahr 2000 überzeugte die Investoren nicht.

... aber konsequente Umsetzung nötig

### *Rezession in Argentinien*

Daß die Erholung in Argentinien ausblieb, war die wichtigste Ausnahme von dem günstigen makroökonomischen Ergebnis der Region. Zwar war Argentinien in den letzten Jahren einer Reihe externer Schocks ausgesetzt, doch hat sicherlich auch die politische Instabilität im Inland dazu beigetragen, daß Investitionsentscheidungen aufgeschoben wurden und das Vertrauen der Verbraucher nachließ. Insbesondere standen die argentinischen Zinsen aufgrund der übermäßig hohen öffentlichen Ausgaben unter ständigem Anpassungsdruck nach oben. Dadurch erhöhten sich nicht nur die Kosten für den Schuldendienst, sondern es ging auch das Steueraufkommen zurück. Außerdem verzögerte sich durch die Korrektur der kurzfristigen fiskalpolitischen Ziele die Umsetzung der Bestimmung über den Haushaltsausgleich im Ausgabensicherungsgesetz. Diese ist zur Senkung der Steuerlast und zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Industrie im Rahmen der Vorgaben des Currency Board von großer Bedeutung.

In Argentinien Notwendigkeit einer Haushaltsreform ...

Da insbesondere auf der Ebene der Provinzen der politische Wille fehlte, das Haushaltsproblem mit Entschiedenheit anzugehen, verbesserte sich das Vertrauen des Marktes auch nach dem Abkommen mit dem IWF vom Dezember 2000 nicht. Im März 2001 vergrößerten sich die Renditenabstände

... aber mangelnde politische Unterstützung



bei den Anleihen erneut, und die inländischen Zinsen zogen spürbar an, worin erkennbar wird, daß die Märkte von einem erhöhten Kreditrisiko ausgingen. Im April dieses Jahres wurden die Liquiditätsanforderungen für die Banken geändert, um den unmittelbaren Druck auf den Staat zur Verschuldung in Fremdwährung zu reduzieren. Längerfristig ist die Einschätzung des Kreditrisikos jedoch von den allgemeinen Rahmenbedingungen abhängig, wie z.B. Haushaltsdisziplin, reale Wachstumsaussichten und ein solides Bankensystem.

#### *Privatisierung und Sanierung im Bankensektor*

Fortschritte bei der Privatisierung

Große Fortschritte waren bei der Privatisierung staatlichen Eigentums zu verzeichnen, die in der Region im Jahr 2000 geschätzte Erlöse in Höhe von rund \$ 15 Mrd. einbrachte. Während der Großteil der Erlöse auf Brasilien entfiel, zeigten sich spanische Unternehmen und Banken beim Erwerb von Vermögenswerten in Lateinamerika am aktivsten. Stärker in den Vordergrund rückten auch die Deregulierung und die Förderung des Wettbewerbs in den Bereichen Energie, Versorgung, Telekommunikation und Verkehr; so wurden an den Privatsektor Konzessionen vergeben, um den Infrastrukturbedarf decken zu können. Obwohl davon auszugehen ist, daß sich das Tempo der Privatisierungen im Laufe der Zeit verlangsamen wird, bleibt der Bestand an zum Verkauf anstehenden staatlichen Vermögenswerten groß.

Größere Rolle für ausländische Banken ...

Ein Hemmnis, das schon seit langem die Investitionen des privaten Sektors in Lateinamerika beeinträchtigt, ist die ineffiziente Finanzintermediation. Um dieses Problem zu lösen, haben Argentinien und Peru die Konsolidierung im Bankensektor unterstützt, während Brasilien und Mexiko umfangreiche Programme für die Privatisierung der Banken aufgelegt haben. Außerdem hat sich die Region gegenüber ausländischen Banken geöffnet, wodurch sich deren Anteil an der Bilanzsumme des lateinamerikanischen Bankensystems insgesamt von rund 10% Mitte der neunziger Jahre auf 40% im Jahr 2000 erhöhte. Die Auslandsbanken brachten Kapital, Know-how und Technologie ein und stärkten damit die Solidität und Stabilität der Bankensysteme der Region.

... aber erneute Abnahme des realen Kreditvolumens

Trotz der verstärkten Präsenz ausländischer Banken und der geldpolitischen Lockerung war das reale Bankkreditvolumen im Jahr 2000 außer in Brasilien, Chile und Venezuela rückläufig. Dies läßt sich u.a. mit der offensichtlichen Zurückhaltung der Auslandsbanken in der Vergabe von Krediten an Staatsbetriebe sowie kleine und mittlere Unternehmen erklären, die als riskant galten und deren Sicherheiten als unzureichend eingestuft wurden. Außerdem wurden im Zuge der Privatisierungen viele Niederlassungen geschlossen, deren leitende Mitarbeiter gute Kenntnisse über den Kundenstamm vor Ort hatten. Die einheimischen Banken dürften bei ihrer Kreditvergabe auch vorsichtiger geworden sein, weil in einem Umfeld schärferen Wettbewerbs eine Umstrukturierung der Geschäftsfelder nötig war. In Mexiko z.B. sind die Bankkredite an den privaten Sektor seit 1994 gemessen am BIP um die Hälfte gesunken, obwohl etwa \$ 76 Mrd. öffentlicher Gelder in die Sanierung der Bankbilanzen flossen. Im Gegensatz dazu verzeichneten die Verbindlichkeiten gegenüber Zulieferern und Nichtbanken in Mexiko einen starken Anstieg, so daß die Produktion, die Exporte und der Erwerb langlebiger Güter durch die

privaten Haushalte nicht beeinträchtigt wurden. Als anfällig erwiesen sich auch die kleinen und mittleren Banken der Region, von denen es in Argentinien, Brasilien und Mexiko insgesamt rund 300 gab. In Peru sind im letzten Jahr mehrere dieser Banken zusammengebrochen. Das Fortbestehen anderer dürfte angesichts des zunehmenden Wettbewerbs davon abhängen, ob es ihnen gelingt, sich mit ihrer Geschäftsstrategie auf Nischenmärkte zu konzentrieren.

## Afrika

Begünstigt durch das gestiegene Wachstum des Realeinkommens in den öl-exportierenden Ländern und die leichte Erholung der Rohstoffpreise (ohne Energie) belebte sich die Konjunktur in Afrika im letzten Jahr. Mit 3% blieb das durchschnittliche Wachstum jedoch unter dem anderer Regionen. Wiederum konnte Afrika wegen seiner geringen Integration in die Weltwirtschaft und seiner wenig diversifizierten Exportstrukturen nicht von der dynamischen Entwicklung des Welthandels profitieren. Während der starke Anstieg der Ölpreise die Wirtschaft in Nord- und Westafrika ankurbelte, hatten die meisten Länder südlich der Sahara unter einer erheblichen Verschlechterung ihrer Terms of Trade und deutlich höheren Leistungsbilanzdefiziten zu leiden. Dennoch konnten Länder mit solideren politischen Rahmenbedingungen und einer besseren Infrastruktur, wie Botswana und Tansania, ihr Wachstum noch steigern. In den Ländern hingegen, in denen es zu inneren Unruhen kam (Demokratische Republik Kongo und Simbabwe) oder die unter widrigen Witterungsverhältnissen zu leiden hatten (Kenia), wurde das Wachstum beeinträchtigt.

Aufgrund der gestiegenen Ölpreise und einer nicht tragfähigen Ausweitung der öffentlichen Haushalte nahm der Inflationsdruck in mehreren Ländern zu. In Ghana und Simbabwe stieg beispielsweise die jährliche Inflationsrate im Zuge einer erheblichen Verschlechterung der Haushaltssalden im letzten Jahr auf 25% bzw. über 50%. Demgegenüber betrug die Inflationsrate der CFA-Länder rund 2%, wobei in einigen Ländern sogar eine Deflation festzustellen war. In vielen Ländern haben sich die größer gewordenen Haushaltsungleichgewichte anscheinend auf die prekäre Lage in der Leistungsbilanz ausgewirkt, wodurch der Bedarf an Auslandskapital auf ein hohes Niveau gestiegen ist.

In *Südafrika* zog das Wachstum im letzten Jahr wieder an. Die Erholung ging mit einer gestiegenen Produktivität und einer verbesserten Haushaltslage einher. Die Verbesserung der Wirtschaftsleistung kam in einem niedrigen Leistungsbilanzdefizit, einer Umkehr der Kapitalabflüsse und – nach einem erheblichen Wertverlust des Rand – wieder stabilen Verhältnissen am Devisenmarkt zum Ausdruck. Das anhaltende Sinken des Beschäftigungsgrads auf dem regulären Arbeitsmarkt gibt aber nach wie vor Anlaß zu großer Sorge. Die Wirtschaft steht daher weiterhin vor der Herausforderung, über Reallohnsenkungen den Unternehmen Möglichkeiten und Anreize zu geben, die Beschäftigung auszuweiten und mehr zu investieren. Das ist die einzige solide Basis für eine dauerhafte Anhebung des Lebensstandards.

Was die Zukunft betrifft, so liegt die wichtigste Herausforderung für praktisch alle afrikanischen Volkswirtschaften darin, die niedrige Spar- und

Steigerung  
des Wachstums  
im Jahr 2000

Höhere Inflation  
und außenwirt-  
schaftliche  
Ungleichgewichte

In Südafrika  
Erholung des  
Wachstums bei  
anhaltend hoher  
Arbeitslosigkeit

Erhöhung der Investitionen entscheidend für mehr Wachstum

Investitionsquote zu erhöhen. Das größte Hemmnis sind dabei in beiden Fällen die schwach ausgebildeten Kontroll- und Steuerungsmechanismen. Viel bleibt zu tun, um eine solide makroökonomische Politik zu etablieren und das Vertrauen in den Rechtsstaat wiederherzustellen. Wichtig ist auch der Aufbau einer Finanzinfrastruktur, die dazu beiträgt, das Vertrauen zu stärken und die Ersparnisse des In- und Auslands in die geeigneten Wirtschaftsbereiche zu leiten. Trotz Versuchen, das Finanzsystem zu liberalisieren, hat der Staat noch immer weitgehend die Kontrolle über den Bankensektor, und der regulatorische und gesetzgeberische Rahmen ist nur ungenügend entwickelt. Investitionsentscheidungen werden auch durch zunehmende politische Unsicherheit beeinflusst, die zwangsläufig die Glaubwürdigkeit der Fiskal- und Geldpolitik untergräbt. Aufgrund dieser Schwachpunkte entfällt auf Afrika nur ein sehr kleiner Teil der Nettokapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften. Viele afrikanische Länder hatten in den letzten Jahren sogar Nettoabflüsse zu verzeichnen. Erschwerend kam hinzu, daß die Aussichten auf eine Exportdiversifizierung durch einen unzureichenden Zugang zu den Märkten in den entwickelten Volkswirtschaften getrübt wurden. Die Europäische Union begann im Jahr 2000, Beschränkungen für Agrarexporte aus Afrika aufzuheben, und hat andere Länder aufgefordert, es ihr gleichzutun.

## Naher Osten

Wachstum in Ölexportländern durch gestiegene Öleinnahmen stimuliert

Angekurbelt durch die gestiegenen Ölpreise und die erhöhte Ölförderung legte das durchschnittliche BIP im Nahen Osten im vergangenen Jahr um fast 5% zu; das ist die höchste Wachstumsrate seit rund zehn Jahren. In den wichtigsten Ölexportländern betrug der Leistungsbilanzüberschuß im Durchschnitt 15% des BIP. Da die gestiegenen Einnahmen aber zum größten Teil zur Schuldentilgung oder zur Haushaltskonsolidierung verwendet wurden, blieb die Inflation außer im *Iran* und im *Jemen* niedrig. Um ihre Anfälligkeit gegenüber volatilen Ölpreisen zu verringern, setzten die wichtigsten Ölförderländer unter der Führung von *Saudi-Arabien* ihre Reformanstrengungen zur Stärkung der Wirtschaftsentwicklung außerhalb der Ölindustrie fort, während sie gleichzeitig versuchten, die Rohölpreise zu stabilisieren, indem sie das Ölangebot an die erwartete Nachfrage anpaßten.

In den meisten anderen Ländern etwas langsames Wachstum

In Ländern, die weniger stark von Ölexporten abhängig sind, verlangsamte sich das Wachstum im Vergleich zu 1999 etwas. In *Ägypten* z.B. litt die Konjunktur Anfang des Jahres unter einer Liquiditätskrise im Bankensektor und dem infolgedessen geringeren Kreditwachstum. Außerdem scheint der Reformprozeß nach den beträchtlichen strukturellen Änderungen Mitte der neunziger Jahre seit einiger Zeit zum Stillstand gekommen zu sein. In *Jordanien* und *Syrien* nahm das Wachstum im Jahr 2000 leicht zu, und die Inflation verharrte auf niedrigem Niveau. Doch wie in *Ägypten* scheint sich der Fortschritt bei den Reformen hinsichtlich des Außenhandels und der Auslandsinvestitionen verlangsamt zu haben. *Israel* verzeichnete im zurückliegenden Jahr einen Anstieg des durchschnittlichen Wachstums auf 6%, gehörte aber aufgrund seiner Abhängigkeit von Hochtechnologieexporten zu den Ländern, die die Auswirkungen des weltweiten Konjunkturabschwungs bei

Elektronikprodukten als erste zu spüren bekamen. Allerdings besteht dank einer Inflationsrate deutlich unterhalb der Zielgröße der Zentralbank und eines auf weniger als 1% des BIP verringerten Haushaltsdefizits inzwischen etwas mehr Spielraum für die Wirtschaftspolitik.

## Mittel- und Osteuropa

### *Wirtschaftswachstum und Außenwirtschaft*

Erstmals seit 1988 stieg das reale BIP in sämtlichen europäischen Volkswirtschaften im Übergang und ehemaligen Sowjetrepubliken im Jahr 2000 an, wobei sich das durchschnittliche Wachstum auf nahezu 6% beschleunigte und sich die Wachstumsraten in der Region einander annäherten. Die größten Zuwachsraten erreichten die öl- und erdgasexportierenden Länder (einschl. Rußland), während einige der rohstoffarmen und binnenwirtschaftlich orientierten ehemaligen Sowjetrepubliken zum Teil ziemlich niedrige Raten verzeichneten. Der Verbrauch wuchs im allgemeinen langsamer als das BIP, während die Investitionen in Rußland, der Tschechischen Republik, der Ukraine und Ungarn deutlich zulegen.

In allen Volkswirtschaften im Übergang positives Wachstum

Der wichtigste Wachstumsmotor war im Jahr 2000 die Außenwirtschaft, gestützt durch das starke Wirtschaftswachstum in der Europäischen Union und die hohen Ölpreise. Die Leistungsbilanzen verbesserten sich spürbar, wobei Rußland einen hohen Überschuß und die meisten anderen Volkswirtschaften im Übergang kleinere Defizite erzielten. Außer zur Finanzierung ihrer höheren Importe verwendeten die Volkswirtschaften im Übergang die gestiegenen Exporterlöse, um Reserven aufzustocken und ihre Auslandsschulden abzubauen.

Exporte und Öl als Wachstumsmotoren

In *Rußland* stieg der reale effektive Wechselkurs beträchtlich an, blieb aber dennoch etwa 30% unter dem Vorkrisenstand, wodurch das Wachstum sowohl in der exportorientierten Industrie als auch in den Branchen, die in Konkurrenz zu Importprodukten stehen, beflügelt wurde. Die höhere Rentabilität in diesen Wirtschaftszweigen regte wiederum die Investitionstätigkeit an, denn aufgrund der unterentwickelten Finanzmärkte des Landes waren einbehaltene Gewinne in Rußland nach wie vor die wichtigste Finanzierungsquelle. Negative Aspekte im Zusammenhang mit diesem Aufschwung waren die weitere Verschleppung von Strukturreformen, insbesondere zur Verbesserung des Steuersystems und der öffentlichen Verwaltung. Außerdem wiesen das schwächere Wachstum in der Industrie und die höhere Inflation im ersten Quartal 2001 darauf hin, daß die positiven Effekte der hohen Energiepreise und der Rubel-Abwertung nachlassen. Die Aussichten für die russische Wirtschaft hängen somit weiterhin sehr stark von der künftigen Entwicklung der Energiepreise und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ab.

In Rußland kräftige Erholung, allerdings wegen vorübergehender Einflüsse

### *Inflation, Wirtschaftspolitik und Arbeitslosigkeit*

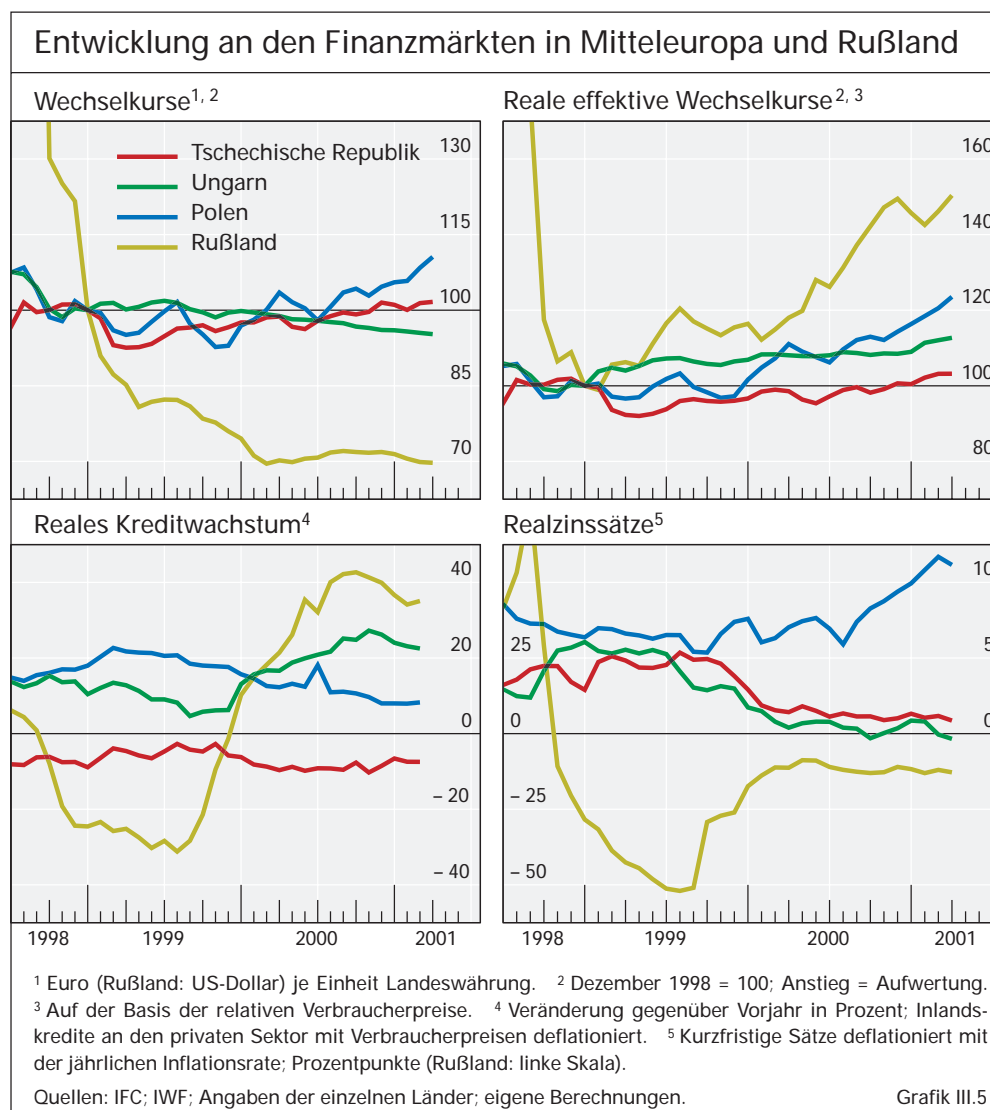
Mit Ausnahme Rußlands beschleunigte sich die Inflation in der gesamten Region, was im wesentlichen den Preisen für Öl und Erdgas zuzuschreiben war. Weitere kostentreibende Faktoren waren Anpassungen der Mehrwert-

Beschleunigte Inflation

und Verbrauchsteuer sowie Erhöhungen administrierter Preise. Da die Versorgungsunternehmen größtenteils in Staatsbesitz blieben, wurde die Anhebung der administrierten Preise trotz ihrer kurzfristigen Auswirkungen auf die Inflation für notwendig gehalten, um die Defizite der öffentlichen Hand zu reduzieren und die Allokationseffizienz zu steigern. In Rußland jedoch konnten die Behörden aufgrund der höheren Weltmarktpreise für Energie die Anpassung der administrierten Preise auf Anfang 2001 verschieben, was für die Energieverbraucher, insbesondere im Industriesektor, einer impliziten Subventionierung gleichkam.

Aufgrund der lebhaften Konjunkturontwicklung konzentrierte sich die Wirtschaftspolitik in der Region immer mehr auf mögliche Anzeichen einer Überhitzung. Zu Beginn des Jahres wurden starke Kapitalzuflüsse nach Polen und in die Tschechische Republik verzeichnet. Dies übte einen Aufwärtsdruck auf die nominalen Wechselkurse aus und war einer der Gründe für die Freigabe des Zloty-Kurses im April 2000 (Grafik III.5). Mit der sprunghaften Verteuerung der Ölrechnung und dem Anstieg der Inlandsnachfrage weiteten sich die Außenhandelsdefizite aus bzw. blieben hoch. Als Reaktion darauf

Interaktion von  
Zinssätzen und  
Wechselkursen



erhöhte die Zentralbank in *Polen* von Januar bis August 2000 die Zinsen um 250 Basispunkte. Später zögerte sie zudem, die Erhöhungen zurückzunehmen, und zwar zum Teil aus Rücksicht auf die eigene Glaubwürdigkeit, nachdem die Inflationsziele in den beiden zurückliegenden Jahren verfehlt worden waren. Außerdem war die Zentralbank der Auffassung, die Fiskalpolitik sei zu expansiv, und senkte deshalb die Zinsen erst, nachdem für das Jahr 2001 ein relativ restriktiver Haushalt angekündigt worden war. Die Währungsbehörden der *Tschechischen Republik* ließen die nominalen Zinssätze dagegen unverändert, da eine Aufwertung der Krone die Inflationsgefahr verringerte und sich die Wirtschaft noch von der langen Rezession 1997–99 erholte. In *Ungarn* erhöhte die Zentralbank die Tagesgeldsätze im Oktober, als sich ein Anstieg der Inflation abzeichnete. Sie erklärte, daß sie es angesichts der sehr guten Wettbewerbsposition der verarbeitenden Industrie vorgezogen hätte, eine Aufwertung des Forint durch Erweiterung des Wechselkursbandes zuzulassen, doch die Regierung hielt dagegen, daß ein solcher Schritt verfrüht wäre und das Exportwachstum bremsen könnte.

In Rußland konnte die Zentralbank dank der hohen Öleinnahmen und dem unter Aufwertungsdruck stehenden Rubel ihre Reserven im Jahr 2000 um \$ 16 Mrd. aufstocken, was zu einer Ausweitung der Geldbasis um 60% führte. Mögliche inflationäre Wirkungen dieser Ausweitung wurden durch eine wiederanziehende Geldnachfrage gedämpft. Sie hatte jedoch potentiell schwerwiegende Konsequenzen für die Stabilität der Banken, da die Realzinsen negativ blieben und der Bankensektor nicht über die notwendige Erfahrung verfügte, um ein umfangreiches Kreditvolumen mit der gebotenen Umsicht und Sorgfalt zu gewähren.

In Rußland größere  
Geldnachfrage

Die Fiskalpolitik war zumeist akkommodierend ausgerichtet. Die baltischen Staaten senkten ihr Haushaltsdefizit spürbar, während das Defizit Ungarns gegenüber 1999 etwa gleich blieb. Das Defizit in der Tschechischen Republik stieg aufgrund der Kosten der Sanierungsaktion zugunsten der drittgrößten Geschäftsbank des Landes auf 5% des BIP. Rußland verzeichnete im Jahr 2000 einen beträchtlichen Haushaltsüberschuß, obwohl ein Großteil der gestiegenen Öleinnahmen für die Begleichung von Lohnrückständen und zur Erhöhung der Mindestlöhne und -renten verwendet wurde.

Höhere öffentliche  
Einnahmen und  
Ausgaben

Für die Arbeitsmärkte der Volkswirtschaften im Übergang brachte der dynamische Wirtschaftsaufschwung kaum Erleichterung. Die Tschechische Republik und Ungarn konnten die Arbeitslosenquote im Jahr 2000 unter 10% halten, während sie in anderen Volkswirtschaften im Übergang im Durchschnitt 15–25% betrug. Die Arbeitsproduktivität in der Industrie wuchs im Jahr 2000 um durchschnittlich fast 15%, doch wurde dieser Zuwachs mit Ausnahme Ungarns im wesentlichen über den Abbau von Arbeitsplätzen erreicht. In Rußland waren am Arbeitsmarkt dagegen deutliche Verbesserungen zu verzeichnen, und die Arbeitslosenquote fiel um 2 Prozentpunkte auf 10%. Während die Realeinkommen um 10% stiegen, verharrten die Reallöhne unter dem Vorkrisenniveau.

Nach wie vor  
geringes  
Beschäftigungs-  
wachstum

Die relativ guten Ergebnisse Ungarns bei der Schaffung von Arbeitsplätzen lassen darauf schließen, daß neben der Sicherung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und attraktiven Bedingungen für ausländisches Kapital



Deregulierung und Steuerreformen für Arbeitsmarktreform unerlässlich

die Deregulierung des Arbeitsmarktes sowie Steuerreformen die wesentlichen Voraussetzungen für eine erfolgreiche Beschäftigungspolitik sind. Insbesondere da die Arbeitsplätze auf dem regulären Arbeitsmarkt in hohem Maße geschützt sind und die Beschäftigten des informellen Bereichs meist keine Steuern und Abgaben entrichten, liegen die Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung bei regulären Arbeitsverhältnissen oft bei 15–20% des BIP, verglichen mit 9% in den westeuropäischen Ländern. Im Zusammenwirken mit unflexiblen Steuergesetzen erhöhen sich durch diese unverhältnismäßig hohe Steuer- und Abgabenbelastung sowohl die Kosten als auch die Risiken bei der Schaffung regulärer Arbeitsplätze beträchtlich. Da die Arbeitslosigkeit außerdem den Staatshaushalt belastet, muß eine relativ restriktive Geldpolitik betrieben werden, die den Spielraum für eine wachstumsorientierte Politik zusätzlich einschränkt.

### Krise in der Türkei

Inflationsbekämpfung von Strukturreformen abhängig

Nach der Verabschiedung eines Programms zur Inflationsbekämpfung gegen Ende 1999 beschleunigte sich das reale Wachstum in der Türkei, und die Finanzmärkte faßten wieder Vertrauen. Die Produktion wuchs im Jahr 2000 schätzungsweise um 6%, nachdem sie im Vorjahr um 5% abgenommen hatte. Die Inflation, die sich 1999 im Jahresdurchschnitt auf 65% belaufen hatte, war Ende Oktober auf 44% zurückgegangen, und die Sätze für Tagesgeld waren auf 26% gefallen. Hauptziel des Programms war es, durch Strukturreformen, die eine Kürzung der Staatsausgaben bedeuteten, sowie die Einführung eines Systems fester Wechselkurse mit gleitender Paritätsanpassung die Inflation bis 2003 in den einstelligen Bereich zu senken. Da die Zinslast der öffentlichen Hand Ende 1999 rund 14% des BIP ausmachte, hing der Erfolg des Programms sehr stark davon ab, ob das Vertrauen bestehen bleiben und das angestrebte Reformtempo beibehalten würde.

Rasche Lösung der November-Krise ...

Leider beeinträchtigten der sprunghafte Ölpreisanstieg, die Anfälligkeit der inländischen Banken in einem Umfeld sinkender Inflationsraten und Zinsen sowie die Verzögerungen bei der Privatisierung wichtiger staatlicher Vermögenswerte die Rahmenbedingungen für das Reformprogramm zusehends. Außerdem ging die Inflation nicht schnell genug zurück, um einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland zu verhindern, so daß sich das Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2000 auf fast 5% des BIP ausweitete. Dadurch zogen die Marktzinsen Ende November 2000 deutlich an, und die Liquidität am Interbankmarkt kam zum Versiegen, was den Konkurs einer mittelgroßen Bank zur Folge hatte. Die darauffolgende Krise wurde durch ein IWF-Unterstützungspaket über \$ 10 Mrd. überwunden, mit dem eine Fortführung der Strukturreformen ermöglicht werden sollte.

... allerdings ohne Behebung der grundlegenden Schwächen

Anfang 2001 ließen politische Unstimmigkeiten bei den in- und ausländischen Anlegern wieder Zweifel aufkommen, ob die Regierung in der Öffentlichkeit genügend Vertrauen genoß, um die zur Sanierung des schwachen Bankensektors und zur Senkung der Inflation notwendigen Maßnahmen zu ergreifen. Der Vertrauensverlust bei den Anlegern führte zu starken Kapitalabflüssen und einem deutlichen Anstieg der Zinsen, was die Behörden

Ende Februar zwang, das Wechselkursregime der gleitenden Paritätsanpassung aufzugeben. Mit der Freigabe des Lira-Wechselkurses war die Zentralbank in der Lage, für mehr Liquidität zu sorgen, und der Wechselkurs sowie die Aktien- und Anleihekurse stabilisierten sich Ende März bei etwa 30–40% unter dem Vorkrisenniveau.

Die Kosten der Krise und deren Auswirkungen auf den öffentlichen Sektor waren beträchtlich. Obwohl erwartet wird, daß die Abwertung der Lira den Warenexport und den Tourismus begünstigen wird, könnte die Produktion in der Türkei im Jahr 2001 zurückgehen. Kurzfristig dürfte es auch zu einem starken Anstieg der Inflation kommen, denn in der Türkei werden Wechselkursveränderungen traditionell in hohem Maße auf die Preise überwältigt. Mit einem Bestand an kurzfristigen Auslandsschulden in Höhe von schätzungsweise 14% des BIP Ende 2000 hat zudem der Schuldendienst in Landeswährung gerechnet seit der Abwertung im Februar 2001 um ein Drittel zugenommen. Schließlich halten die von der Regierung in den letzten beiden Jahren übernommenen Geschäftsbanken notleidende Kredite im geschätzten Umfang von rund \$ 12 Mrd. Ein Umschuldungsabkommen und ein glaubhaftes Maßnahmenpaket zur Reform der Banken sind somit weiterhin entscheidend für eine gesamtwirtschaftliche Stabilisierung im Jahr 2001.

Hohe Kosten der  
Krise im Februar

## Veränderte Inflationsprozesse in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften zeichnete sich in den letzten Jahren erfreulicherweise durch den Erfolg bei der Inflationsbekämpfung aus. Hohe Inflationsraten (zwischen 30% und 100%) gehören in den wichtigsten Volkswirtschaften praktisch der Vergangenheit an, und selbst die Anzahl der Länder mit gemäßigten Raten (15–30%) ist zurückgegangen. Tatsächlich sind die Inflationsraten, die viele Länder erreicht haben bzw. auf stetige Weise anstauern, mit denen der Industrieländer vergleichbar.

Deutlicher  
Inflationsrückgang  
in der zweiten  
Hälfte der neunziger  
Jahre

In den neunziger Jahren führten viele Länder – oftmals im Gefolge von Finanzkrisen – weitreichende strukturelle und wirtschaftspolitische Reformen durch. Besonders bemerkenswert waren die durchgreifenden Regimeänderungen in der Geld- und Wechselkurspolitik. Außerdem hatten der deutliche Rückgang der Haushaltsdefizite, die Preisliberalisierung, die Marktreformen und die sich beschleunigende Globalisierung erhebliche Auswirkungen auf die Inflation (zum Vergleich mit den Industrieländern s. Kapitel II). Trotzdem steht die Geldpolitik in einem Umfeld niedriger Inflationsraten auch vor Herausforderungen, denn die Inflation muß nicht nur gesenkt, sondern auch auf niedrigem Niveau stabilisiert werden. Sofern das Absenken der Inflation auf niedrige Raten die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gestärkt hat, wird ihnen dies ihre Aufgabe erleichtern.

### *Hauptmerkmale der Disinflation in jüngerer Zeit*

Mehrere Aspekte des Disinflationsprozesses sind erwähnenswert. Erstens ist der Inflationsrückgang der letzten Zeit im Vergleich zu früherem sporadischem Auftreten stärker verbreitet (Grafik III.6, links) und Teil der in Kapitel II angesprochenen weltweiten Tendenz. Zweitens ging er in der Regel sowohl mit

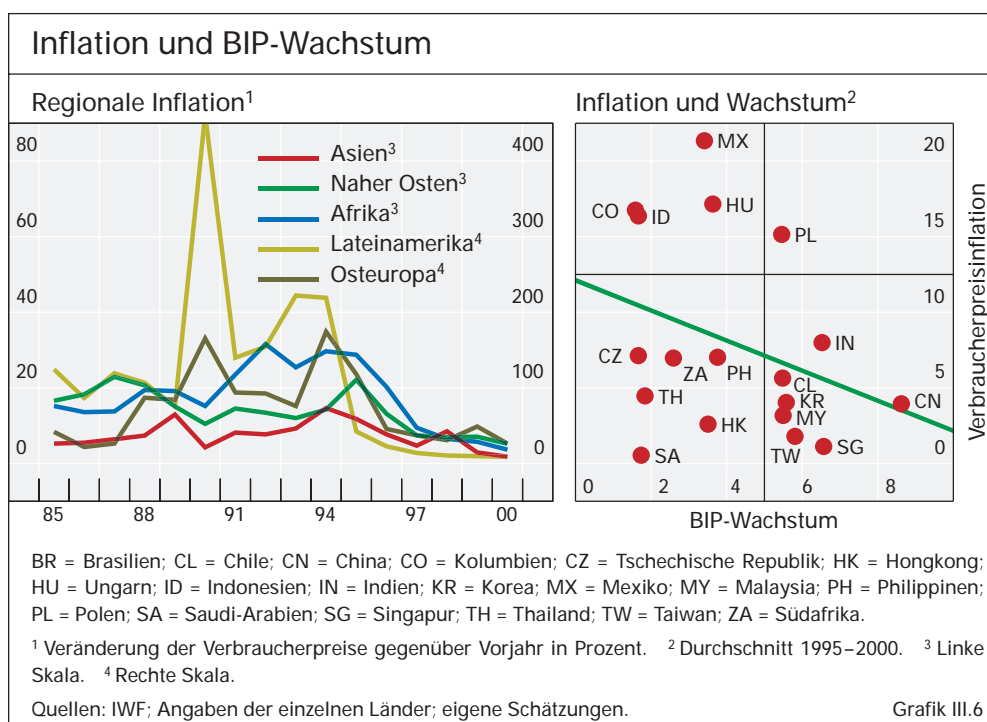
Inflationsrückgang  
weitverbreitet mit  
längerfristigem  
Nutzen



einer größeren Beachtung der Preisstabilität in der Geldpolitik als auch mit der Einführung einer Inflationszielstrategie in vielen Ländern einher. Drittens waren die durch die Disinflation bedingten Wachstumseinbußen von Land zu Land sehr unterschiedlich und schienen mit der Ausgangshöhe der Inflation negativ korreliert zu sein. Dennoch weist der Ländervergleich für die Beziehung zwischen Inflation und Wachstum in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre (Grafik III.6, rechts) nach wie vor darauf hin, daß niedrigere Inflationsraten letztlich zu anhaltenden Produktionszuwächsen führen, die die vorübergehend anfallenden Kosten der Inflationsbekämpfung mehr als aufwiegen. Dies gilt insbesondere für die Volkswirtschaften Asiens, denen es im letzten Jahrzehnt meistens gelang, niedrige Inflations- und hohe Wachstumsraten miteinander zu vereinbaren.

Unterschiedliches  
Tempo der  
Disinflation

Das Tempo der Disinflation war je nach Region bzw. Land sehr unterschiedlich. In den Volkswirtschaften Asiens, wo die Inflation traditionell niedrig war, ging sie in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre auf 2–5% zurück, und in einigen dieser Volkswirtschaften war sie sogar negativ. Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Leistung spielte hier eine beträchtliche Rolle und glich die Auswirkungen steigender Haushaltsdefizite und abwertender Währungen mehr als aus. In den lateinamerikanischen Ländern sank die Inflation in den letzten Jahren besonders rasch; in einer Reihe von Ländern fiel die maßgebliche Inflationsrate von einem mittleren bzw. hohen Ausgangsniveau unter 5%. In Argentinien waren die Preise in den letzten beiden Jahren sogar rückläufig. Vor diesem Übergang zu niedrigeren Inflationsraten hatte es in Lateinamerika wichtige wirtschaftspolitische Änderungen gegeben, wie z.B. die Einführung fester Wechselkurse, die Abschaffung der Lohn- und Preisindexierung an vergangene Inflationsraten und eine deutliche Reduzierung der Haushaltsdefizite. In jüngster Zeit haben mehrere Länder die herkömmlichen Regime fester oder



gleitender Wechselkurse aufgegeben und sich jeweils gezielt auf eine Strategie zur Inflationsbekämpfung z.B. unter Verwendung von Inflationszielen verlegt.

In den mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften sah die Situation während der neunziger Jahre meist anders aus, da die Inflation durch die umfangreiche Freigabe von Preisen im Zusammenhang mit dem Übergang zur Marktwirtschaft beeinflusst wurde. Zwar ist der Anpassungsprozeß bei den relativen Preisen noch im Gang, doch haben viele Länder durch die Stabilisierung der Löhne und die Straffung der Haushalts- und Geldpolitik Raten erreicht, die unterhalb des Bereichs gemäßigter Inflation liegen. In den größeren mitteleuropäischen Volkswirtschaften standen hinter dem Streben nach niedrigeren Inflationsraten die Anforderungen für einen späteren Beitritt zur Europäischen Union. Zu völlig anderen Maßnahmen griffen mehrere der seit kurzem unabhängigen Volkswirtschaften im Übergang, die Currency Boards einführten, um eine niedrige Inflationsrate zu erreichen. Auch in Afrika ist die Inflation überall zurückgegangen; in Südafrika z.B. ist sie nur noch halb so hoch wie Anfang der neunziger Jahre.

In den Volkswirtschaften im Übergang Verlagerung der relativen Preise

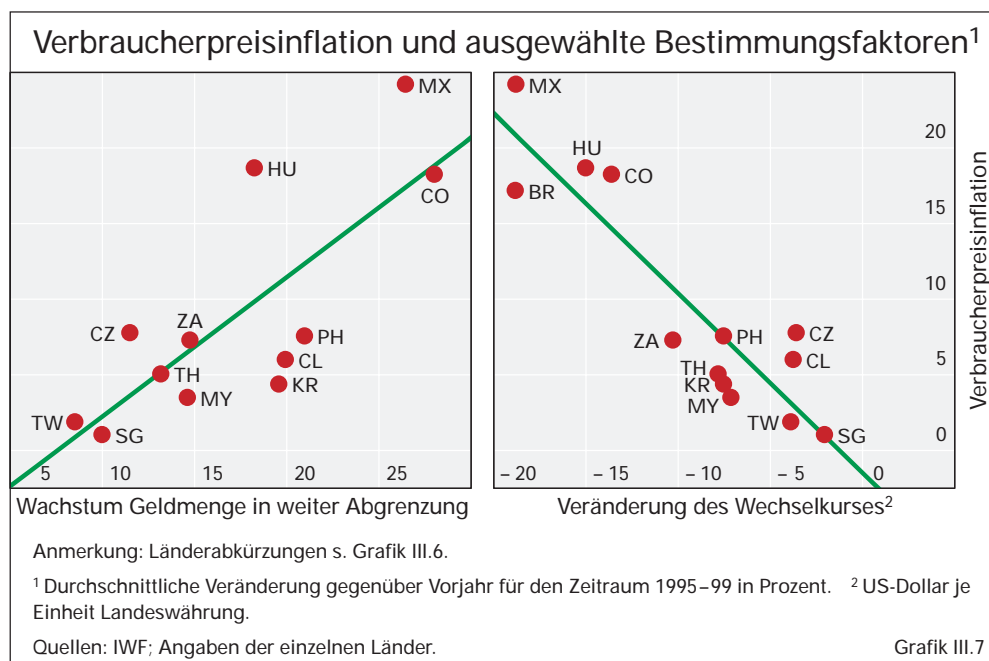
### Ursachen der Disinflation

Mit welchen Faktoren läßt sich Disinflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften erklären? Die schwache Nachfrage wirkte sich tendenziell inflations-senkend aus, denn in vielen Ländern lag die Produktion in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre – vor allem nach der Asien-Krise 1997/98 – unter dem Produktionspotential. Da die Unternehmen in einer Abschwungphase oft gezwungen sind, ihre Gewinnaufschläge zu reduzieren, legt diese Erklärung nahe, daß die Inflation steigen könnte, wenn sich die Nachfragebedingungen verbessern.

Niedrige Inflation durch Kapazitätsunterauslastung

Als eine andere unmittelbare Ursache sei auf den Zusammenhang zwischen Inflation und Geldmengenwachstum hingewiesen. In Ländern mit niedriger Inflation ist die Geldmenge in der Regel langsam gewachsen

Geldmengenwachstum ebenfalls langsamer



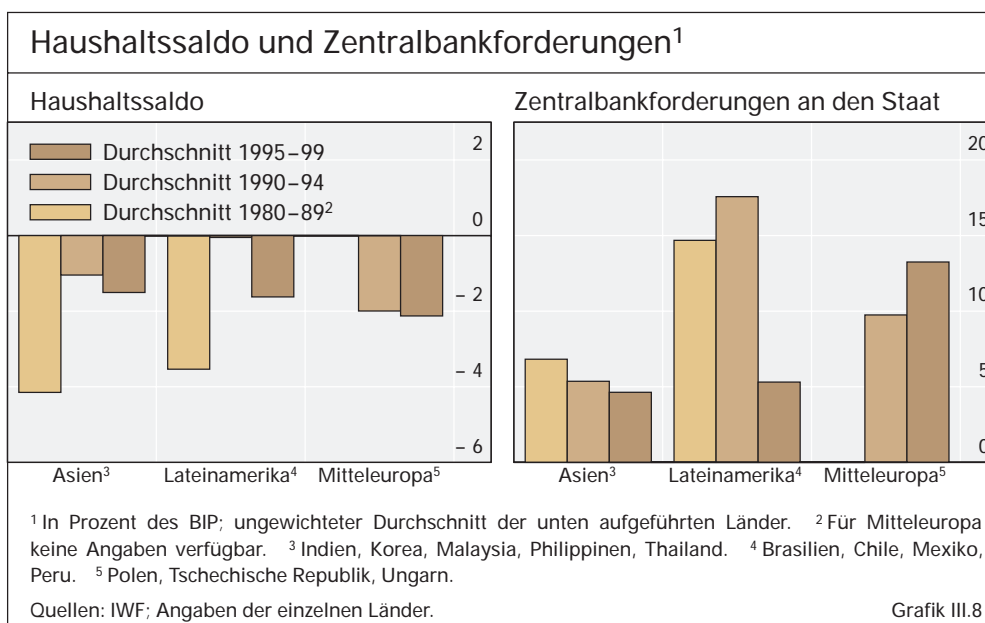
(Grafik III.7). Allerdings waren die Jahresraten des Geldmengenwachstums äußerst volatil, so daß nur ein marginaler Zusammenhang mit den in der letzten Zeit zurückgehenden Inflationsraten zu bestehen scheint. In vielen asiatischen Ländern z.B. hat das Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge in den letzten Jahren nicht nennenswert nachgelassen, aber die Inflation ist dennoch zurückgegangen. Ein Grund hierfür mag sein, daß die Geldnachfrage als Folge der Vertiefung der Finanzmärkte in Asien gestiegen ist und sich der Schwellenwert für ein nichtinflationarisches Geldmengenwachstum möglicherweise nach oben verschoben hat.

Fiskalpolitik als Hauptfaktor

Gesicherter scheint zu sein, daß einer Disinflation in der Regel zunächst fiskalpolitische Anpassungen und dann grundlegende Reformen bei Steuern und Ausgaben, manchmal unter Einbeziehung einer Strategie für einen mittelfristig tragfähigen Haushalt, vorausgegangen sind. In Lateinamerika, wo die früheren chronisch hohen Inflationsraten oft mit der Monetisierung hoher Haushaltsdefizite im Zusammenhang standen, haben sich die Haushaltssalden besonders deutlich verbessert (Grafik III.8). In allen Regionen führte auch die größere Tiefe der Finanzmärkte dazu, daß die monetäre Entwicklung stärker von vorübergehenden Finanzproblemen der öffentlichen Hand abgekoppelt wurde, denn sie ermöglichte es, den öffentlichen Finanzbedarf am Markt zu decken. Zudem dürfte ein geringes Haushaltsdefizit, sofern es auf Steuer- und Ausgabenreformen beruhte, nicht nur die Inflationswirkung der Fiskalpolitik gemindert, sondern ebenfalls eine Rolle bei der Herbeiführung positiver Angebotseffekte gespielt haben.

Bedeutung der Wechselkursregime

Seit langem spielen die Wechselkurse im Inflationsprozeß der aufstrebenden Volkswirtschaften eine wichtige Rolle, insbesondere in den (meist lateinamerikanischen) Ländern mit traditionell hohen Inflationsraten und volatilen Kapitalströmen. Inwieweit Wechselkursänderungen auf die Preise im Inland durchschlagen, hängt nicht nur von den Wettbewerbsbedingungen für die Unternehmen und dem jeweiligen Konjunkturzyklus ab, sondern auch davon, ob diese Veränderungen als dauerhaft oder als vorübergehend



betrachtet werden. Viele Länder setzten in der Vergangenheit feste Wechselkurse als nominale Anker ein, um niedrige Inflationsraten zu erreichen. Deshalb spielte in vielen lateinamerikanischen und mitteleuropäischen Volkswirtschaften die Festlegung der Wechselkurse bei der (wenn auch nur vorübergehenden) Senkung hoher Inflationsraten traditionell eine große Rolle. Bis zur Krise 1997/98 trugen feste Wechselkurse auch in den Volkswirtschaften Ostasiens zu niedrigen und stabilen Inflationsraten bei.

Einen Wechselkursanker zum Zweck der Disinflation einzusetzen barg jedoch auch ein Risiko. In vielen Fällen – wie zuletzt in der Türkei – führte dieser Ansatz zu einer Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit und zu höheren Leistungsbilanzdefiziten, die sich schließlich als unhaltbar herausstellten. Wegen der Anfälligkeit der Regime fixierter Wechselkurse gegenüber Angriffen auf die Währung, insbesondere bei schwachen Bankensystemen und ansteigenden Kapitalströmen, wurden entweder flexiblere Regime oder feste Wechselkursanbindungen eingeführt. Die meisten Länder entschieden sich für die Flexibilität. Diejenigen, die einer festen Wechselkursanbindung (Currency Board oder Dollarisierung) den Vorzug gaben, erkannten, daß sie auf diese Weise kaum noch Spielraum für eine unabhängige Geld- und Währungspolitik hatten. Diejenigen, die sich zu einer Freigabe der Wechselkurse entschlossen, räumten der inländischen Geld- und Währungspolitik dagegen weiterhin eine Rolle ein. Aber während sie die Wechselkurse im Prinzip frei schwanken ließen, versuchten sie in der Praxis oft, ein Gleichgewicht herzustellen zwischen den beiden Zielen, die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu sichern und den Druck der Wechselkurse auf die inländischen Preise zu begrenzen. In der Regel geschah dies durch Interventionen an den Devisenmärkten und/oder durch Veränderungen der kurzfristigen Notenbankzinsen.

Der Übergang zu frei schwankenden Wechselkursen in jüngerer Zeit ging jedoch nicht mit einer höheren Inflation einher. In Lateinamerika war dies besonders überraschend, da sich Abwertungen in der Vergangenheit unmittelbar auf die Inflationserwartungen ausgewirkt hatten. Die Erfahrungen der jüngeren Zeit lassen sich u.a. damit begründen, daß solche Regimewechsel, die inmitten einer Krise stattfanden, in der Regel mit Kapazitätsüberhängen und weltweiter Disinflation zusammenfielen. Dies glich die unmittelbaren Auswirkungen der Wechselkursänderungen auf den Anstieg der Verbraucherpreise zum Teil aus. Außerdem konnten, wie oben angedeutet, viele Länder trotz ihrer erklärten Absicht, die Wechselkurse frei schwanken zu lassen, eine deutliche Abwertung ihrer Währungen verhindern (Kapitel V).

Zudem dürfte eine glaubwürdige stabilitätsorientierte Geld- und Fiskalpolitik zu einer Mäßigung der Lohn- und Preiserwartungen beigetragen haben. Dabei spielte die größere Besonnenheit eine entscheidende Rolle, die in Lateinamerika – wie bereits oben erwähnt – im Bereich der öffentlichen Finanzen festzustellen war. Ferner haben viele Länder in den letzten zehn Jahren weitreichende Strukturreformen durchgeführt, um die Wettbewerbsbedingungen im Inland zu verbessern. Von besonderer Bedeutung war die zunehmende Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft. Dadurch wurden die Unternehmen in ihren Möglichkeiten, bei

Übergang zu frei schwankenden Wechselkursen ...

... danach eine in Grenzen gehaltene Abwertung ...

... mit geringerem Durchschlagen auf die Preise

Währungsabwertungen die Importkosten auf die Endpreise zu überwälzen, stark eingeschränkt (Kapitel II). Da sich der Anteil der New Economy in den aufstrebenden Volkswirtschaften vergrößert, dürfte der Einfluß dieses weltweiten Anpassungsdrucks wohl weiter zunehmen.

### *Aufrechterhalten einer niedrigen Inflation*

Eine wichtige Frage, die sich aus den bisherigen Ausführungen ergibt, ist, ob die derzeit niedrigen Inflationsraten zu halten sein werden. Mit anderen Worten: Hat sich durch die wirtschaftspolitischen Änderungen die Gefahr des Wiederauftretens hoher Inflationsraten bedeutend reduziert?

Eine grundsätzliche Vorbedingung für die Aufrechterhaltung von niedrigen Inflationsraten ist die Beseitigung einer potentiell inflatorischen Ausrichtung der Fiskalpolitik. Auf den aktiven Einsatz der Fiskalpolitik zur Stützung der Wachstumskräfte während einer Rezession müssen Maßnahmen zur Verringerung der Defizite folgen, wenn die Erholung eingesetzt hat. Steigende Schuldendienstlasten infolge der hohen Kosten für die Rekapitalisierung des Bankensektors und des damit verbundenen Anstiegs der öffentlichen Verschuldung könnten die Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik gefährden, insbesondere in einigen ostasiatischen Volkswirtschaften mit vormals soliden Haushalten. Außerdem werden Fortschritte bei langfristig angelegten Finanzreformen durch das geringe Tempo der Privatisierung von Staatsbetrieben und durch politischen Widerstand gegen durchgreifendere Anpassungen bei Steuern und Ausgaben behindert. Falls diese Faktoren Zweifel an der langfristigen Tragfähigkeit der Fiskalpolitik aufkommen lassen, beeinträchtigen sie die Glaubwürdigkeit des fiskalpolitischen Rahmenwerks und darüber auch die Zuversicht, daß die Inflation auf einem niedrigen Niveau gehalten werden kann.

Eine weitere entscheidende Frage ist, inwiefern der Inflationsrückgang eine Eigendynamik entwickelt hat. Die Indexierung von Löhnen und Preisen nimmt im allgemeinen mit zurückgehender Inflation ab, da sich der Bedarf einer Absicherung gegen hohe Inflationsraten verringert. In dem Maße, wie auch die Inflationserwartungen zurückgehen, dürften die Nominallohnerhöhungen das Produktivitätswachstum besser widerspiegeln. Damit dürften auch Lohnforderungen zum Ausgleich von Kaufkraftverlusten im Inflationsprozeß eine etwas geringere Rolle spielen. Außerdem würden die Produzenten eher zögern, vorübergehende Kostensteigerungen auf die Preise zu überwälzen. Im übrigen wird die relative Preisentwicklung in einem Umfeld geringer und stabiler Inflation transparenter, so daß die Verbraucher entsprechend gezielter auf Preisänderungen reagieren und der Preiswettbewerb unter den Unternehmen zunimmt. Die Stärke dieses Effekts hängt davon ab, inwieweit die Wirtschaftsakteure den Rückgang der Inflation für dauerhaft halten.

Um zu einer Verringerung der künftigen Inflationsrisiken beizutragen, verfolgt eine Reihe von Ländern seit kurzem eine Strategie mit Inflationsziel. Diese Strategie hat mehrere potentielle Vorteile. Erstens ist die Ausrichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität besonders für diejenigen Länder wichtig, die auf eine Geschichte mangelnder Haushaltsdisziplin und geldpolitischen Fehlverhaltens zurückblicken. Eine Strategie mit Inflationsziel dürfte den

Aufrechterhaltung  
niedriger  
Inflationsraten bei  
andauernden  
fiskalpolitischen  
Risiken

Glaubwürdigkeit  
von entscheidender  
Bedeutung

Langfristige  
Vorteile durch  
Strategie mit  
Inflationsziel  
möglich ...

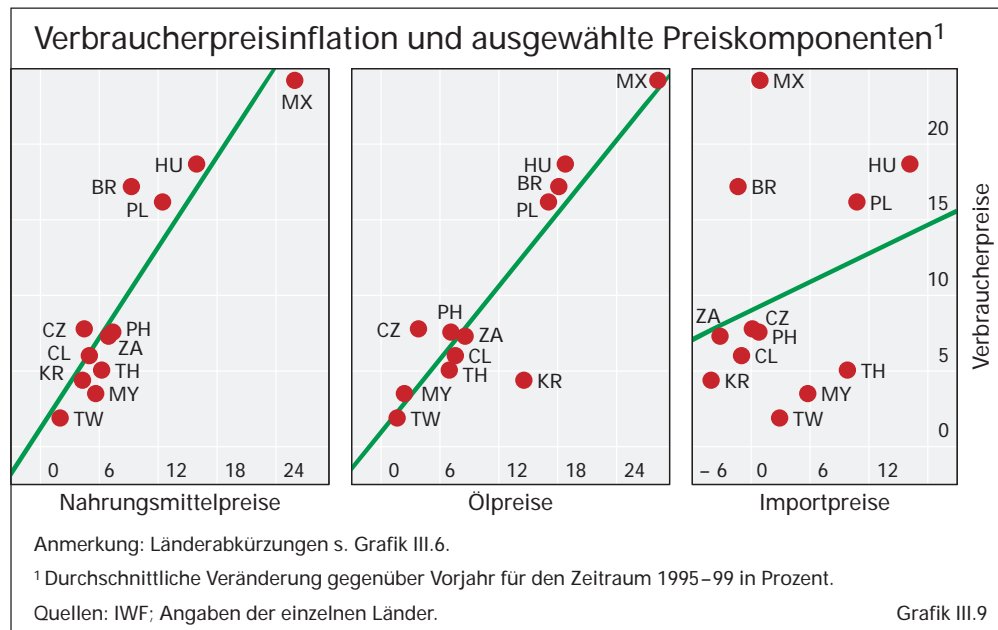
Zentralbanken helfen, sich politischem Druck zu widersetzen, und sie darin bestärken, sich auf Dauer an einem konsistenten Ziel zu orientieren. Zweitens können die Zentralbanken die Transparenz und Rechenschaftspflicht, die mit einer Strategie mit Inflationsziel verbunden sind, nutzen, um ihre Darstellung in der Öffentlichkeit zu verbessern und auf diese Weise Unterstützung für ihre antiinflationäre Politik zu gewinnen sowie deren Glaubwürdigkeit zu erhöhen. Drittens: Ist die Inflation erst einmal auf einen niedrigen Stand zurückgeführt, bietet der vorausschauende Ansatz der Strategie mit Inflationsziel einen Mechanismus, der es den Zentralbanken ermöglicht, die langfristigen Inflationserwartungen der Wirtschaft zu senken. Das wäre ein großer Vorteil, denn erzielte Senkungen der Inflationsrate scheinen – insbesondere in Lateinamerika – an sich nicht auszureichen, um die Inflationserwartungen, die in den Renditen nominaler Anleihen eingepreist sind, im gleichen Umfang zurückzuführen.

Um jedoch diese Vorteile realisieren zu können, müssen mehrere Bedingungen erfüllt sein. Das Finanzsystem muß stark genug sein, sich den Zinsänderungen durch die Zentralbank anzupassen. Außerdem muß der Wechselkurs flexibel genug sein, um exogene Schocks absorbieren zu können, aber nicht so volatil, daß die Preisstabilität bedroht wird. Das Potential an Zielkonflikten zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen ist in Ländern besonders groß, die externen Schocks stärker ausgesetzt sind als andere und die über einen hohen Bestand an ungesicherten Auslandsverbindlichkeiten verfügen. Zudem erfordert die Verwendung eines Inflationsziels ein angemessenes Wissen über die Bestimmungsfaktoren der Inflation. Modelle für den Inflationsprozeß zu entwickeln ist angesichts unzureichenden Datenmaterials, der hohen Volatilität einiger Preiskomponenten und mangelhafter Kenntnis des Transmissionsmechanismus geldpolitischer Änderungen eine eigene Herausforderung.

Inwiefern die derzeitige niedrige Inflationsrate aufrechterhalten werden wird, hängt auch von kurzfristigen Angebotsfaktoren ab. Die Reagibilität der Inflation auf Importpreise (insbesondere auf Ölpreise) ist tendenziell höher als in den Industrieländern, weil die Importabhängigkeit größer ist. Außerdem sind die Nahrungsmittelpreise zu einem Großteil Schockeeinflüssen aus der Landwirtschaft ausgesetzt und deshalb schwankungsanfällig. Auch Änderungen der administrierten Preise dürften die relativen Preise und die durchschnittliche Inflationsrate beeinflussen. Dies hat bei den Volkswirtschaften im Übergang eine besonders wichtige Rolle gespielt, wo die umfangreichen Preisliberalisierungen Anfang der neunziger Jahre kurzfristig die Inflation anheizten, während in einigen Fällen der davon ausgehende Druck durch eine monetäre Akkommodierung auch längerfristige Auswirkungen hatte. Doch haben Länder, die ihre administrierten Preise künstlich niedrig gehalten haben, ähnlich gelagerte „Aufholprobleme“.

Grafik III.9 zeigt die Beziehung zwischen den Änderungen der Nahrungsmittel-, Öl- und Importpreise und der gesamtwirtschaftlichen Inflationsrate für die zweite Hälfte der neunziger Jahre im Ländervergleich. Die Grafik macht deutlich, daß beim Rückgang der Inflation in der letzten Zeit positive Angebotschocks in mehreren Fällen eine erhebliche Rolle spielten. Soweit diese

... aber weiterhin auch potentielle Probleme



Faktoren jedoch reversibel sind, stellen sie für die Zentralbanken bei der Aufrechterhaltung der Preisstabilität in Zukunft eine Herausforderung dar. Das mag vielleicht nahelegen, die volatilen Angebotskomponenten aus den Inflationszielen auszuklammern, doch birgt dies die Gefahr in sich, in der Öffentlichkeit die Verwirrung darüber zu erhöhen, was Preisstabilität wirklich bedeutet.

Aufgrund all dieser Schwierigkeiten hat sich ein breiter Konsens herausgebildet, daß weder Industrieländer noch aufstrebende Volkswirtschaften versuchen sollten, ein bestimmtes Inflationsziel in einem zu kurzen Zeitraum zu erreichen. Eine wesentliche Folge eines unrealistischen oder innerhalb einer zu engen Bandbreite festgelegten Ziels ist, daß es umfangreiche Zinsanpassungen notwendig machen kann, insbesondere wenn die Volkswirtschaft negativen Angebotsschocks ausgesetzt ist. Vor allem in aufstrebenden Volkswirtschaften ist dieser Trade-off zwischen Preis- und Zinsstabilität sorgfältig abzuwägen. Das Verfehlen eines explizit formulierten Inflationsziels kann die Glaubwürdigkeit der Währungsbehörden untergraben, aber die Zinsanpassungen, die für eine Zielerreichung notwendig sind, können schwerwiegende gesamtwirtschaftliche Auswirkungen haben, insbesondere wenn das Bankensystem schwach ist.

Unrealistische  
Inflationsziele  
möglichst zu  
vermeiden



## IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

### Schwerpunkte

Der Beobachtungszeitraum stand im Zeichen von Unsicherheiten sowie eines grundlegenden Kurswechsels in der Geldpolitik. Vor dem Hintergrund eines starken Wirtschaftswachstums und steigender Inflationsraten setzten die kurzfristigen Zinsen ihren Anstieg Anfang des letzten Jahres in vielen Ländern allgemein fort. Im weiteren Jahresverlauf kehrte sich der Zinszyklus jedoch weltweit um, als der Eindruck entstand, daß sich die Konjunktur rasch abzuwächen begann. Anfang 2001 deuteten immer mehr Anzeichen darauf hin, daß in einer Anzahl von Ländern tatsächlich ein erheblicher Konjunkturabschwung eingesetzt hatte, was die Zentralbanken generell zur Senkung der Notenbankzinsen veranlaßte. Trotz dieses Richtungswechsels in der Beobachtungsperiode tendierten die langfristigen Zinssätze in den wichtigsten Industrieländern grundsätzlich nach unten, und die Renditenstrukturkurven näherten sich mehr und mehr einer Inversion. Nach März 2001 kehrten jedoch wieder normalere Verhältnisse ein.

In den USA wurden die weltweiten Entwicklungstrends in der Wirtschaftslage und an den Finanzmärkten am sichtbarsten. Die Geldpolitik wurde im ersten Halbjahr 2000 weiter gestrafft, doch Anfang 2001, als sich eine drastische Konjunkturumkehr abzeichnete, wurde die Straffung wieder rückgängig gemacht. Die Federal Reserve senkte die Zinssätze zweimal unerwartet zwischen zwei offiziellen Sitzungsterminen, u.a. um die Finanzmärkte zu stützen, denn diese beeinflussen die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in den USA wohl stärker als in anderen Ländern.

In Japan wurde die Nullzinspolitik im August aufgegeben, da die Zentralbank die wirtschaftliche Erholung nunmehr als selbsttragend erachtete und die Bedenken hinsichtlich des Risikos einer Deflation nachließen. Nachdem der Abwärtsdruck auf die Preise im Herbst gewachsen war und sich das Wirtschaftswachstum gegen Jahresende deutlich abgeschwächt hatte, lockerte die Bank of Japan Anfang 2001 die geldpolitischen Bedingungen ebenfalls. Besondere Besorgnis erregte der allmähliche, aber insgesamt beträchtliche Rückgang der Aktienkurse. Es wurde befürchtet, daß er die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen würde, da klare Zeichen fehlten, daß im Bankensektor tatsächlich ernsthaft mit der Sanierung begonnen worden war.

Im Euro-Raum verharrte die Inflation im Frühjahr letzten Jahres nahe bei 2% und damit an der oberen Grenze der Definition von Preisstabilität im Eurosystem. Im Sommer zog sie jedoch sprunghaft an und stieg im Herbst weiter, was auf die höheren Ölpreise und den sich abschwächenden Euro-Wechselkurs zurückzuführen war. Diese Entwicklungen trugen dazu bei, daß die Notenbanksätze mehrfach angehoben wurden. Als sich die Entwicklungen



umkehrten, verringerte sich der Preisanstieg, aber bis Anfang 2001 gab es keine eindeutigen Hinweise auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Da die Inflationsrate den Projektionen des Eurosystems zufolge nur langsam in den Bereich der Preisstabilität zurückkehren würde, wurde erst im Mai entschieden, die Zinsen zu senken.

Auch in vielen Ländern, die ein explizites Inflationsziel verfolgen, drehte der Zinszyklus. In der ersten Hälfte der Berichtsperiode wurde die letzte Phase der vorangegangenen geldpolitischen Straffung abgeschlossen. Der Anstieg der Inflationsraten, den die meisten dieser Volkswirtschaften Ende 2000 verzeichneten, wurde als das Ergebnis vorübergehender Einflüsse, z.B. des Ölpreisanstiegs, angesehen. Ein weiteres Anziehen der Geldpolitik wurde als nicht erforderlich erachtet. Zu Jahresbeginn 2001 senkten die wichtigsten Zentralbanken mit explizitem Inflationsziel die Zinsen, da die kurzfristigen Wachstumsprognosen nach unten revidiert worden waren.

Daß in Volkswirtschaften auf der ganzen Welt niedrige Inflationsraten erreicht und aufrechterhalten wurden, während die Finanzmärkte weiter wuchsen, hat wichtige Folgen für die Zentralbanken. Eine besondere Schwierigkeit ist die Wahl der Indikatoren, auf die bei der Festsetzung der Notenbankzinsen Gewicht gelegt werden soll. Auf diesem Gebiet haben die Zentralbanken eine breite Palette an Informationsvariablen aus der Realwirtschaft und zunehmend auch von den Finanzmärkten untersucht. Die Bedeutung der Kommunikation mit den Finanzmärkten ist gewachsen, und bei der Wahl des geeigneten Zeitpunkts für geldpolitische Beschlüsse müssen die Entscheidungsträger deren Reaktion vermehrt berücksichtigen.

## USA

Inflationsdruck

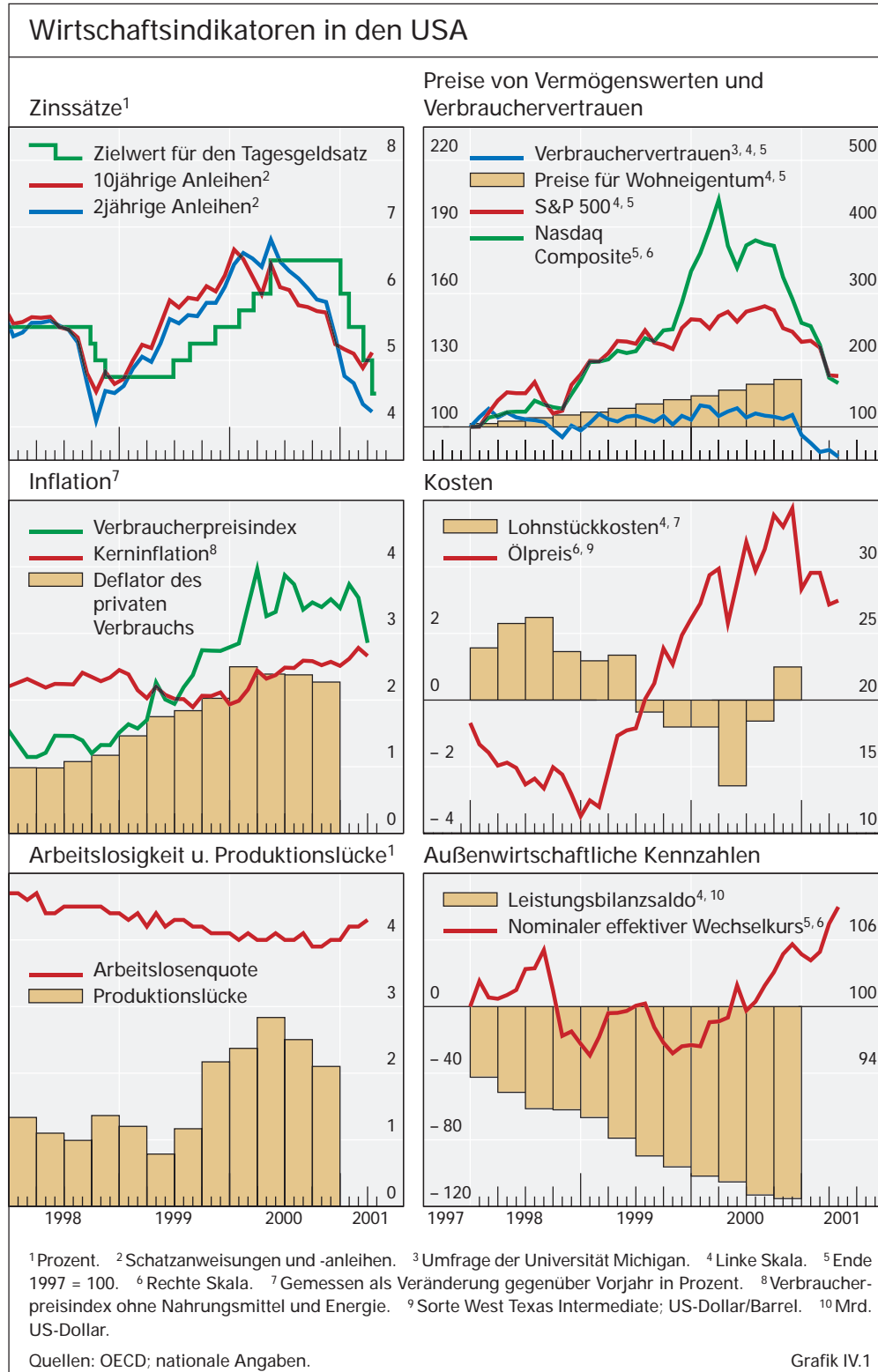
Die Beobachtungsperiode gestaltete sich für die geldpolitischen Entscheidungsträger schwierig. Während der ersten drei Quartale 2000 schien sich inflationärer Druck aufzubauen. Gleichzeitig warnten jedoch die Aktienkurse und andere Finanzindikatoren vor einem bevorstehenden Rückgang bei den Konsum- und Investitionsausgaben. Darüber hinaus trübte die Unsicherheit über das zukünftige Produktivitätswachstum die Inflationsaussichten sowie die Erwartungen für die Unternehmensgewinne und die kurzfristige Stabilität an den Finanzmärkten. Gegen Ende 2000 kündigten neue Daten dann eine krasse Konjunkturabschwächung an. Die potentielle Tiefe und Dauer des erwarteten unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums waren mit erheblicher Unge-  
wißheit behaftet. Wie rasch die Geldpolitik gelockert werden sollte, insbesondere angesichts der Möglichkeit eines unerwünschten Wiederanstiegs der Aktienkurse, erforderte ein ungewöhnlich gutes Urteilsvermögen sowohl über die Wirtschaft als auch über die Marktpsychologie.

Weitere Straffung  
der Geldpolitik bis  
Mai 2000 ...

Der Anfang der Berichtsperiode fiel mit dem Höhepunkt einer ein-  
jährigen Straffung der Geldpolitik durch die Federal Reserve zusammen. Die Erhöhung des Ziels für den Tagesgeldsatz um 50 Basispunkte im Mai 2000 – nach Anhebungen um insgesamt 1¼ Prozentpunkte seit Juni 1999 – war Teil eines wohl dosierten Versuchs, einer raschen Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage mit Risiken für die Inflation entgegenzuwirken.

Im späten Frühling und im Sommer ließen die Frühindikatoren jedoch auf eine einsetzende konjunkturelle Verlangsamung schließen. Dies veranlaßte den Offenmarktausschuß (FOMC), den Zielsatz für Tagesgeld vorerst nicht weiter zu erhöhen, obwohl er seine Tendenzaussage („bias“) zugunsten einer geldpolitischen Straffung aufrechterhielt. Den Herbst über war das Risiko einer steigenden Inflation in der Einschätzung des FOMC weiterhin

... aber im Herbst immer noch drohender Inflationsanstieg



ausschlaggebend. Einerseits schwankte die Kerninflation zwar nach wie vor um 2%, was als mit Preisstabilität vereinbar erachtet wurde, und die Anzeichen einer wirtschaftlichen Verlangsamung mehrten sich. Doch andererseits schienen die langfristigen Inflationserwartungen angesichts der anhaltend hohen Ölpreise zu steigen, während die immer noch angespannte Lage an den Arbeitsmärkten, die in höheren Einkünften aus unselbständiger Arbeit und gestiegenen Lohnstückkosten zum Ausdruck kam, die Kerninflation in die Höhe zu treiben drohte.

Anzeichen  
beträchtlicher  
Verlangsamung  
Ende 2000

Im Dezember war deutlich geworden, daß eine beträchtliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums eingesetzt hatte, wie der starke Rückgang der Einzelhandelsumsätze, die übermäßige Lageraufstockung, die markanten Vermögenseinbußen bei den Verbrauchern und die abrupten Vertrauensverluste bei Verbrauchern und Unternehmen zeigten. Gleichzeitig verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen an den Märkten für Aktien und Unternehmensschuldtitle erheblich (Kapitel VI).

Anfang 2001  
überraschende  
Zinssenkung ...

Als Reaktion darauf senkte der FOMC am 3. Januar 2001 die Notenbankzinsen, nachdem er bereits im Dezember seinen „bias“ geändert hatte, um dem gestiegenen Risiko einer konjunkturellen Schwäche Rechnung zu tragen. Zeitpunkt und Ausmaß der Änderung – nämlich zwischen zwei Sitzungsterminen und doppelt so groß wie üblich – schienen die Märkte zu überraschen, denn die Aktienkurse stiegen stark an, und die langfristigen Anleihekurse fielen. Mit dem überraschenden Schritt sollte vermutlich eine prompte Reaktion auf die sich abzeichnende Entwicklung demonstriert werden, um dem Vertrauen der Verbraucher und der Finanzmarktteilnehmer Auftrieb zu geben. Nach einer Senkung des Ziels für den Tagesgeldsatz um weitere 50 Basispunkte in der FOMC-Sitzung Ende Januar und der anhaltenden Verbesserung der Finanzmarktlage mit Ausnahme der Aktienkurse schien es möglich, daß eine längere Periode langsamen Wachstums vermieden werden könnte. Unter Berücksichtigung der Wirkung dieser Zinssenkung gab die Federal Reserve Mitte Februar die Prognose ab, daß das jährliche Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf 2001 nur leicht unter seinen geschätzten langfristigen Potentialpfad absinken würde und daß die Inflation – gemessen am Deflator für den privaten Verbrauch – bei rund 2% liegen würde. Aber mit der Zeit wurde mit dem Bekanntwerden weiterer Daten ein längerer und stärkerer Rückgang immer wahrscheinlicher. Bei seiner Sitzung im März senkte der FOMC die Zinsen noch einmal um 50 Basispunkte und wiederholte diesen Schritt am 18. April nach einer Konsultation zwischen zwei Sitzungsterminen sowie am 15. Mai. Damit wurde das Ziel für den Tagesgeldsatz in den ersten fünf Monaten 2001 um insgesamt 250 Basispunkte zurückgenommen, was der stärksten Lockerung seit dem Zweiten Weltkrieg entspricht. Der Abstand zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Zinssätzen hatte sich im Jahr 2000 generell verengt, doch kehrte sich diese Entwicklung Anfang 2001 im Anschluß an die geldpolitischen Lockerungen wieder um. Die Rendite für 10jährige Schatzanweisungen stieg beispielsweise vom 23. März bis zum 20. April um 56 Basispunkte.

... eng gefolgt von  
vier weiteren  
Herabsetzungen

In den letzten Quartalen lag der Entwicklung der Geldpolitik in den USA wie schon in den Jahren zuvor eine Diskussion über die Frage zugrunde, ob

sich die tragfähige Produktivitätswachstumsrate erhöht hatte (s. die Erörterung der geldpolitischen Indikatoren weiter unten). Während der vorangegangenen Phase der geldpolitischen Straffung war der Federal Reserve sehr daran gelegen gewesen, genaue Schätzungen der Produktionslücke zu erhalten, um die Konsequenzen der robusten gesamtwirtschaftlichen Nachfrage für die Inflation beurteilen zu können. Als im vierten Quartal 2000 die Aktienkurse weiter zurückgingen und sich das Produktionswachstum stark verlangsamte, richtete sich das Interesse der geldpolitischen Entscheidungsträger und der Marktteilnehmer dagegen vorübergehend auf die kürzerfristigen Aussichten für das Produktivitätswachstum. Es wurde gehofft, daß die Produktivitätssteigerungen aufrechterhalten und die Unternehmensgewinne, Aktienkurse und Ausgaben dadurch gestützt würden. Eine solche Entwicklung (Kapitel II) würde auch bedeuten, daß einige der erkennbaren Ungleichgewichte in der US-Wirtschaft von größerer Tragfähigkeit wären, als vielleicht zu vermuten gewesen war. Wenn natürlich das Produktivitätswachstum durch einen Rückgang der Arbeitsstunden auf seinem höheren Niveau gehalten würde und dies mit niedrigerer Beschäftigung und niedrigerem Einkommen der privaten Haushalte einherginge, bliebe die Gefahr bestehen, daß das Vertrauen der Verbraucher dennoch beeinträchtigt würde.

Anhaltende Unsicherheit bezüglich Produktivitätswachstum

## Japan

Angesichts eines beträchtlichen BIP-Wachstums und einer steigenden Industrieproduktion im Frühjahr 2000 sah sich die Bank of Japan mit der schwierigen Frage konfrontiert, ob und gegebenenfalls wann sie die Nullzinspolitik, die sie ein Jahr zuvor eingeführt hatte, aufgeben sollte. Der Policy Board war zunehmend der Meinung, daß der anhaltende Rückgang der Verbraucherpreise in erster Linie angebotsseitige Entwicklungen widerspiegelte, darunter Deregulierung und Veränderungen der Vertriebskanäle. Der durch eine Nachfrageschwäche hervorgerufene Abwärtsdruck auf die Preise schien nachzulassen. Als der Preisrückgang (ohne frische Nahrungsmittel) im Frühjahr im Vorjahresvergleich stabil bei -0,3% gelegen hatte und es einige Anzeichen für eine bevorstehende konjunkturelle Erholung gab, wurde das Ziel für den Tagesgeldsatz im August auf 0,25% angehoben. Obwohl damit die geldpolitischen Bedingungen leicht gestrafft wurden, vertrat die Bank of Japan die Auffassung, daß die Geldpolitik im Ergebnis weiter expansiv wirkte.

Sinkende Preise, aber Anhebung der Zinsen

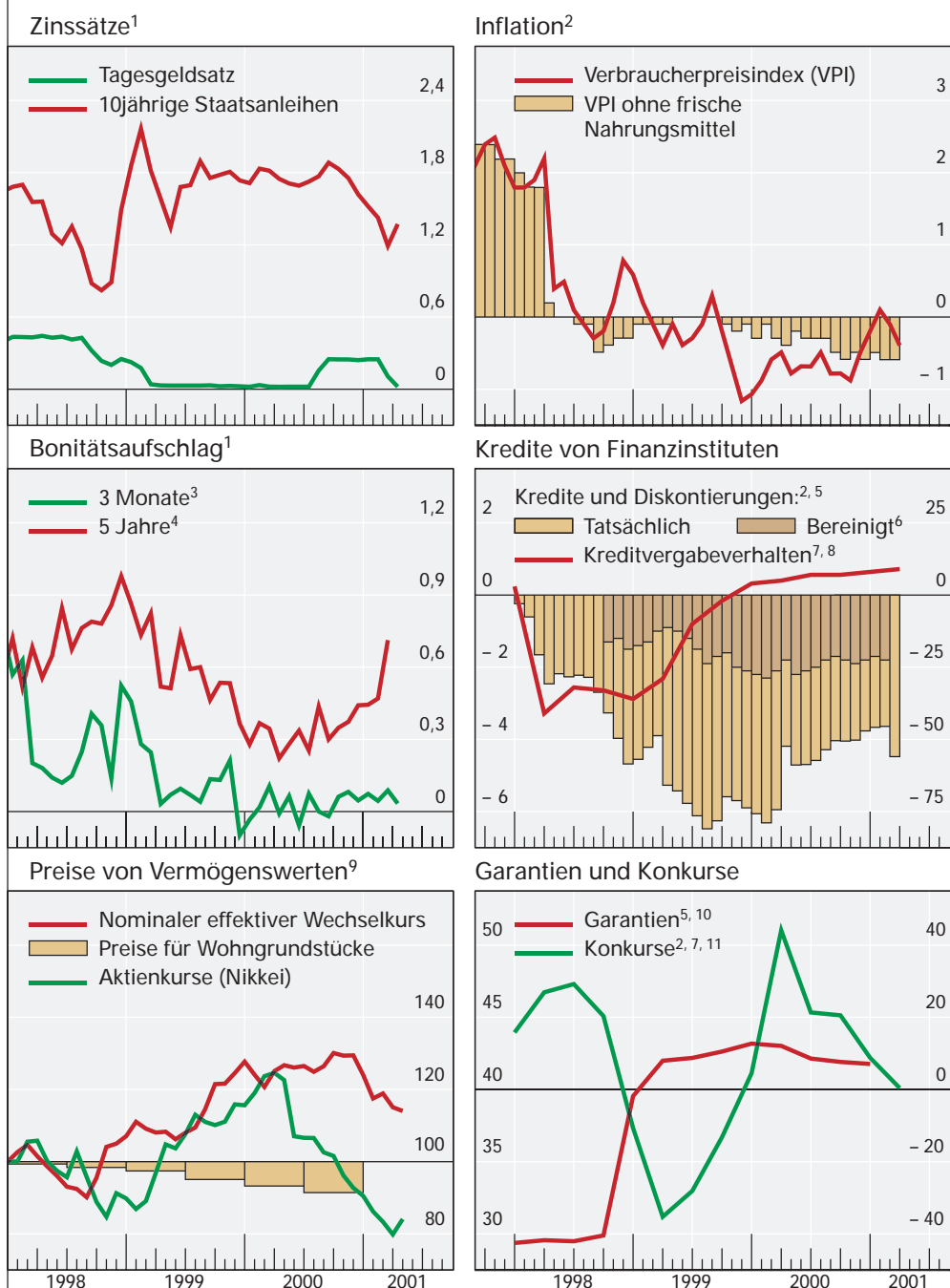
Im Herbst und Winter verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum jedoch wieder, und der Rückgang der Verbraucherpreise beschleunigte sich. Die Renditen langfristiger Anleihen, die über einen Großteil des Jahres stabil geblieben waren, fielen von 1,8% im Oktober auf 1,7% im Dezember und erreichten Anfang März 2001 einen Stand von 1,1%. Dieser Rückgang deutete darauf hin, daß die Finanzmärkte eine weitere Abschwächung der Wirtschaft erwarteten. Zudem wurde immer deutlicher, daß es beim Abbau des Bestandes an notleidenden Krediten kaum Fortschritte gegeben hatte, da Abschreibungen durch neue notleidende Kredite ersetzt wurden.

Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ...

Mehrere Faktoren trugen zu diesen Entwicklungen bei. Insbesondere führte der Einbruch der Exporte in asiatische Länder, der weitgehend auf den

... im Zuge der Abschwächung in den USA und der Aktienbaisse

## Wirtschaftsindikatoren in Japan



<sup>1</sup> Für Hochzinsanleihen; Prozent und Prozentpunkte. <sup>2</sup> Gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>3</sup> Tägliches Geld (unbesichert) abzüglich Schatzwechsel. <sup>4</sup> Bankschuldverschreibungen abzüglich Staatsanleihen. <sup>5</sup> Linke Skala. <sup>6</sup> Unter anderem um Verbriefungen, Kreditwertberichtigungen und Wechselkursänderungen. <sup>7</sup> Rechte Skala. <sup>8</sup> Differenz zwischen positiven und negativen Antworten aus der Sicht der Wirtschaftsunternehmen in Prozentpunkten. <sup>9</sup> Ende 1997 = 100. <sup>10</sup> Ausstehende Garantieverpflichtungen (Bio. Yen). <sup>11</sup> Anzahl Unternehmenskonkurse.

Quellen: Bank of Japan, *Tankan*; Tokyo Shoko Research Ltd; nationale Angaben.

Grafik IV.2

Einfluß des US-Abschwungs auf diese Volkswirtschaften zurückzuführen war, im ersten Quartal 2001 zu einem Rückgang der Industrieproduktion. Außerdem wurde die beginnende Erholung dadurch beeinträchtigt, daß der Verfall der Aktienkurse ab Frühjahr 2000 die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken

weiter eingeschränkt hatte. In der Vergangenheit hatten die Banken den Einfluß der Verluste aus dem Kreditgeschäft auf ihre Gewinne durch die Realisierung von Kapitalerträgen aus ihren Aktienbeständen mildern können. Jetzt jedoch blieb ihnen dafür kaum noch Spielraum, denn die Aktienkurse – gemessen am Nikkei-Index – fielen im Frühjahr 2001 auf ein 15-Jahres-Tief.

Angesichts dieser sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage sowie der wachsenden Möglichkeit einer Rezession in den USA ergriff die Bank of Japan Anfang Februar 2001 weitere Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur. Um die Liquiditätsversorgung zu erhöhen, schuf sie eine neue Kreditfazilität (Lombard), in deren Rahmen die Banken auf Wunsch zum Diskontsatz Kredite aufnehmen konnten. Der Diskontsatz wurde von 0,5% auf 0,35% gesenkt. Mit dieser Fazilität wurde praktisch ein Plafond für Tagesgeldsätze am Interbankmarkt eingeführt. Im selben Monat wurden weitere geldpolitische Maßnahmen ergriffen; das Ziel für den Tagesgeldsatz wurde auf 0,15% und der Diskontsatz auf 0,25% gekürzt. Als sich die Anzeichen mehrten, daß die Erholung ins Stocken geraten war, wurden im März erneut geldpolitische Maßnahmen getroffen. Die Höhe der laufenden Einlagen bei der Bank of Japan löste den Tagesgeldsatz als operatives Ziel ab, und mit deren Ausweitung von ¥ 4 Bio. auf ¥ 5 Bio. wurde der Tagesgeldsatz gegen 0,05% gedrückt.

Zusammen mit den anderen geldpolitischen Änderungen im März kündigte die Bank of Japan eine „Verbraucherpreisindex-Richtlinie“ an. Danach sollen die neuen Maßnahmen so lange in Kraft bleiben, bis die Verbraucherpreise zu fallen aufgehört haben. Dahinter steht vermutlich die Absicht, die Erwartung zu wecken, daß die Zinssätze für einen längeren Zeitraum sehr niedrig bleiben würden, um so die gesamte Zinsstrukturkurve zu senken. Während die Bank of Japan hinsichtlich der Einführung eines expliziten mittelfristigen Inflationsziels vorsichtig blieb, unterstrich diese Ankündigung doch, daß sie es für immer wichtiger erachtete, weitere Preisrückgänge zu vermeiden.

Mit Tagesgeldsätzen von praktisch 0% bestand kein Spielraum für eine weitere Lockerung der Zinspolitik. Außerdem hielt die Bank of Japan die Wahrscheinlichkeit, daß eine quantitative Lockerung die Konjunktur ankurbeln würde, wegen der Schwäche des Finanzsystems und des Unternehmensbereichs für begrenzt. Insbesondere hätten Erhöhungen der Geldbasis durch umfangreiche Käufe von Staatsanleihen die Banken angesichts ihrer Bilanzlage und der geringen Nachfrage nach neuen Krediten kaum dazu bewegt, ihr Kreditgeschäft auszudehnen. Devisenkäufe könnten zwar eine Abwertung des Yen auslösen und damit den Exportsektor stimulieren, aber manche Unternehmen wären aufgrund der schwachen Inlandsnachfrage möglicherweise nicht in der Lage, einen Importkostenanstieg zu überwälzen. Eine Abwertung könnte daher die Gewinnspannen in einigen Wirtschaftszweigen verringern, was die Konjunkturentwicklung potentiell dämpfen würde. Darüber hinaus könnte sie nachteilige Effekte für andere asiatische Volkswirtschaften mit sich bringen.

Mit der begrenzten Wirksamkeit der Geldpolitik und des eingeschränkten Spielraums der Finanzpolitik infolge des raschen Wachstums der öffentlichen Verschuldung in den vergangenen Jahren wurde die Verantwortung, die Wirtschaft auf einen Wachstumspfad zurückzuführen, zunehmend auf eine Reform-

Lockerung der  
Geldpolitik im  
Februar ...

... und im März

Quantitative  
Lockerung

Bedeutung von  
Reformen



politik übertragen, die auf die Lösung der weitverbreiteten Bilanzprobleme bei Finanzinstituten und Wirtschaftsunternehmen abzielte. Als wesentlich für eine erfolgreiche Strategie wurde es außerdem angesehen, die Kernrentabilität der Banken dauerhaft zu erhöhen. Ein niedriges Zinsniveau war zwar zur Stützung der Nachfrage willkommen, doch es herrschte auch die Auffassung, daß es den Anreiz zur Sanierung verminderte, da notleidende Kredite zu sehr geringen Kosten abgelöst werden konnten. Dies ließ es noch dringender werden, die Niedrigzinspolitik durch andere Anreize zu ergänzen, damit Strukturreformen konsequent vorangetrieben würden.

## Euro-Raum

Bei den sich rasch ändernden Inflationsaussichten war das geldpolitische Umfeld im vergangenen Jahr auch im Euro-Raum schwierig. Bis zum Herbst 2000 bestand die größte Herausforderung für die EZB darin, zu verhindern, daß der von den Energiepreisen ausgehende Inflationsanstieg auf die Lohnabschlüsse übertragen wurde und Zweitrundeneffekte auslöste. Später galt es vor allem festzustellen, in welchem Ausmaß die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA sowie der Weltwirtschaft im allgemeinen die Konjunktur im Euro-Raum dämpfen und den Preisdruck verringern würde. Erschwerend kamen die Euro-Schwäche und das Risiko einer beschleunigten Abwertung hinzu. Der Wechselkurs stellte zwar kein geldpolitisches Ziel dar, aber er beeinflusste den Inflationsdruck sowohl unmittelbar über die Importpreise als auch möglicherweise mittelbar über die Inflationserwartungen (s. auch Kapitel V).

Euro-Schwäche als erschwerender Faktor

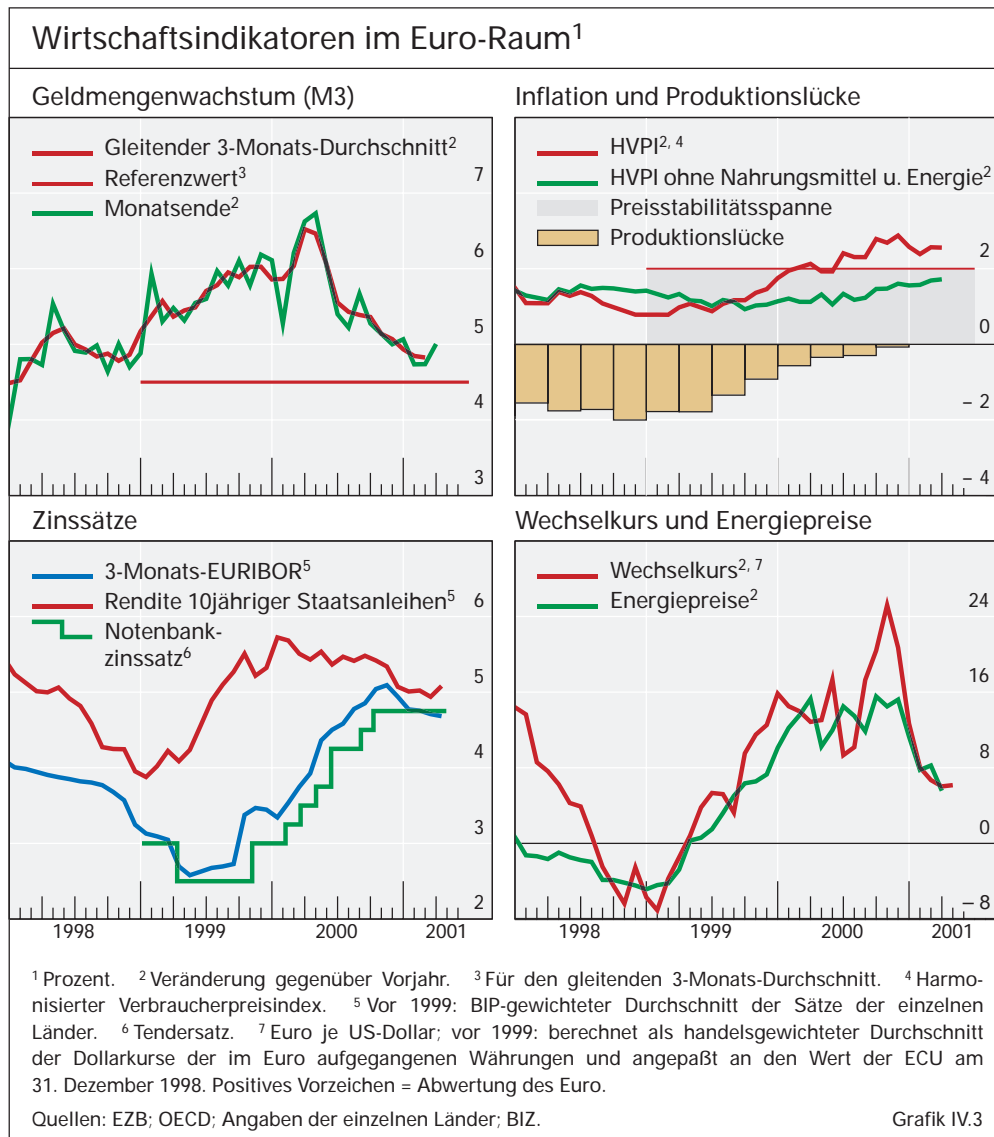
Anfang 2000 setzte die EZB die schrittweise Straffung der Geldpolitik fort, die sie Ende 1999 eingeleitet hatte. Die Inflation, gemessen an der jährlichen Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), die im Januar 1999 ein Tief von 0,8% erreicht hatte, stieg danach stetig an und erreichte im November 2000 mit 2,9% einen Höhepunkt. Diese Beschleunigung war größtenteils dem sprunghaften Anstieg der Ölpreise sowie der Abwertung des Euro von Januar 1999 bis Dezember 2000 um insgesamt 16% zuzuschreiben. Diese Entwicklungen gingen mit einer markanten Erhöhung der Importpreise einher, die im September 2000 um 22% gegenüber dem Vergleichsmonat des Vorjahres gestiegen waren. Obwohl die Kerninflation gemessen am HVPI (ohne Nahrungsmittel und Energie) sehr moderat blieb, wurde der Repo-Satz schrittweise von 3,0% zu Jahresbeginn 2000 auf 4,75% im Herbst erhöht. In den folgenden Monaten nahm der EZB-Rat eine abwartende Haltung ein, auch als sich die US-Konjunktur stark zu verlangsamen begann und im Euro-Raum Anzeichen nachlassenden Inflationsdrucks auftraten. Vor dem Hintergrund weiterhin mäßiger Lohnabschlüsse und nach unten korrigierter Wachstumsprognosen nahm die EZB im Mai 2001 eine Zinssenkung vor.

Anstieg der Inflation infolge höherer Ölpreise und Euro-Abwertung

Mehrere Faktoren scheinen die geldpolitischen Reaktionen des Eurosystems beeinflusst zu haben. Bei der Bekanntgabe seiner geldpolitischen Strategie hatte der Rat erklärt, daß eine vorübergehende Überschreitung der 2%-Grenze nicht als mit Preisstabilität unvereinbar gesehen werden sollte. Allerdings dürften die Verantwortlichen dieser noch jungen Institution besorgt

Einflußfaktoren für die Geldpolitik





gewesen sein, daß ihre Glaubwürdigkeit Schaden erlitten hätte, wenn sie auf die Zielüberschreitung nicht wenigstens in beschränktem Maße geldpolitisch reagiert hätten. Zusätzlich gebot das M3-Wachstum zur Vorsicht, da es über dem Referenzwert von 4,5% lag, der die erste Säule der geldpolitischen Strategie bildet. Einfluß auf die Geldpolitik hatte auch die in vielen kontinental-europäischen Ländern in der Vergangenheit beobachtete Reagibilität der Löhne auf Inflation und Anspannungen am Arbeitsmarkt. Angesichts der steigenden Inflation und der – von 9,5% im Januar auf 8,6% im Dezember 2000 – weiterhin sinkenden Arbeitslosenquote im Euro-Raum hätte es zu höheren Inflationserwartungen und in einer zweiten Runde zu Lohnanpassungen an den Arbeitsmärkten kommen können.

Letztendlich blieben die Renditen langfristiger Anleihen fast das ganze Jahr über bei rund 5,5% stabil, begannen dann zu sinken und erreichten Mitte März 2001 den Stand von 4,9%. Einerseits könnte diese Entwicklung in erster Linie durch einen ähnlichen Abwärtstrend bei den langfristigen US-Zinsen gesteuert worden sein; dem würde auch die spätere Tendenz zu höheren

Gefahr von  
Zweitrundeneffekten

Geldpolitik weiterhin glaubwürdig

Anleihezinsen sowohl in den USA als auch in Europa entsprechen. Andererseits könnte sie darauf schließen lassen, daß der Anstieg der Inflation die Inflationserwartungen nicht beeinflußt hat, weil die stabilitätsorientierte Geldpolitik des Eurosystems an den Finanzmärkten und in der Öffentlichkeit weiterhin als glaubwürdig angesehen wurde. Diese letztere Sichtweise wird auch dadurch gestützt, daß es bisher keinen Hinweis auf ein Durchschlagen der höheren Inflation auf die Arbeitskosten gab.

### Länder mit Inflationsziel

Das Kernstück der geldpolitischen Strategie ist in vielen Industrieländern ein angekündigtes quantitatives Inflationsziel. Die Anzahl der Zentralbanken, die eine solche Strategie verwenden, stieg im Berichtszeitraum noch an, denn sowohl Island als auch Norwegen gaben im März 2001 ein Inflationsziel bekannt.

In der ersten Jahreshälfte 2000 leiteten die Zentralbanken in den meisten Ländern mit Inflationsziel die letzte Phase der 1999 begonnenen allgemeinen Straffung der Geldpolitik ein. Danach hielten sie die Zinsen bis zum Jahresende weitgehend stabil. Die Bank of England ließ die Notenbankzinsen sogar fast das gesamte letzte Jahr über unverändert, denn trotz der kräftigen Inlandsnachfrage und des weiterhin angespannten Arbeitsmarktes gab es kaum Anzeichen für einen Anstieg der Inflationsraten. Anfang 2001 begann sich der Zinszyklus dann nach unten zu drehen. In Australien, Kanada, Neuseeland, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich wurden die Notenbankzinsen gesenkt, da die Inflation verhalten blieb, während ein Rückgang der Wachstumsraten unter ihre Trendwerte prognostiziert wurde, was weitgehend auf ähnliche Entwicklungen in den größeren Industrieländern zurückzuführen war.

Zinsentwicklung ähnlich wie in USA

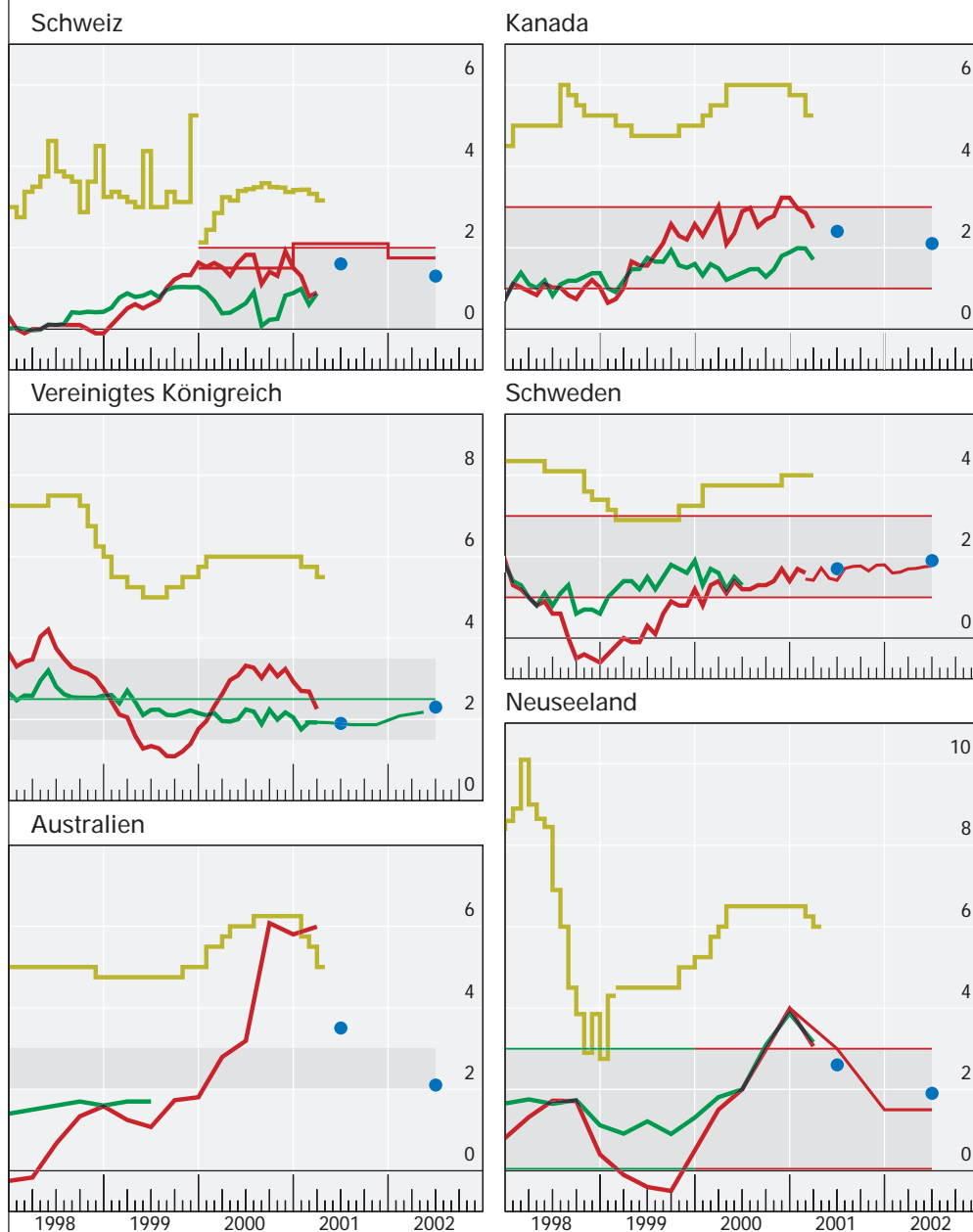
Wie schon mindestens seit zwei Jahren entwickelten sich die kurzfristigen Zinssätze in den Industrieländern, die ein Inflationsziel verfolgen, auch in der Beobachtungsperiode ähnlich wie der US-Tagesgeldsatz. Die meisten dieser Länder waren im Konjunkturzyklus ungefähr gleich weit vorangeschritten wie die USA. Dies galt besonders für Kanada. Ab November 1999 erfolgten hier nahezu alle Änderungen der Notenbankzinsen unmittelbar auf Änderungen des Ziels für den US-Tagesgeldsatz. Da der kanadische Außenhandel zu vier Fünfteln auf die USA entfällt und die Kapitalmärkte der beiden Länder eng miteinander verknüpft sind, zeichnet ihre Geldpolitik oft ein ähnliches, wenn auch nicht identisches Bild.

Hohe gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Jahr 2000

Wie die Ähnlichkeit der Zinszyklen nahelegt, standen die Zentralbanken, die ein explizites Inflationsziel verfolgen, vor den gleichen geldpolitischen Herausforderungen. Bis zum Herbst 2000 war eine ihrer Haupt Sorgen die konjunkturelle Überhitzung, da ein Nachfrageüberhang angenommen wurde. Darüber hinaus schienen die Arbeitsmärkte angespannt zu sein, obwohl die generell geringfügigen Änderungen der Lohnstückkosten kaum darauf hindeuteten, daß sich der Anstieg der Löhne über das Produktivitätswachstum hinaus beschleunigen würde. Dennoch strafften eine Reihe von Zentralbanken die Geldpolitik weiter, da sie befürchteten, daß sich ein Inflationspotential aufbauen könnte. Die Bank of Canada hob im Mai 2000 ihren wichtigsten

## Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit Inflationsziel<sup>1</sup>

— Veränderung des VPI    — Inflationprognose d. Zentralbank    — Inflationsziel  
— Kerninflation<sup>2</sup>    ● Inflationprognose des Marktes<sup>3</sup>    — Notenbanksatz<sup>4</sup>



Anmerkung: Die Schweiz verwendet kein Inflationsziel, sondern statt dessen eine breitangelegte Inflationsprognosestrategie, die vor allem ein numerisches Ziel für die Preisstabilität einsetzt.

<sup>1</sup> Inflationsraten gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Kanada, Schweden, Australien (seit Oktober 1998) und Neuseeland (seit 2000) verwenden die Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) als Zielgröße, während das Vereinigte Königreich (wie zuvor auch Australien und Neuseeland) die Kerninflation als Zielgröße einsetzt. <sup>2</sup> Schweiz, Kanada: VPI ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise (Kanada: auch ohne indirekte Steuern); Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinszahlungen; Schweden: VPI ohne indirekte Steuern, Subventionen und Zinszahlungen für Wohnbauhypotheken; Australien: VPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel, Benzin, Hypothekenzinszahlungen, Gebühren des öffentlichen Sektors und andere volatile Preise (Veröffentlichung im Juni 1999 ausgesetzt); Neuseeland: VPI ohne Kreditdienstleistungen. <sup>3</sup> Der jährlichen Verbraucherpreisinflation (Vereinigtes Königreich: Kerninflation); Erhebungen im April 2001 durchgeführt. <sup>4</sup> Schweiz: tatsächlicher 3-Monats-LIBOR (die Zielbandbreite ist auf 50 Basispunkte ober-/unterhalb des LIBOR festgesetzt); vor 2000: Lombardsatz. Kanada: Obergrenze des operativen Bandes; Vereinigtes Königreich, Schweden: Repo-Satz; Australien: Cash Rate; Neuseeland: Cash Rate (vor März 1999: Tagesgeldsatz).

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.4

Notenbanksatz um 50 Basispunkte an, was der vierten Erhöhung seit November 1999 entsprach; die Reserve Bank of Australia erhöhte ihren Notenbanksatz (Cash Rate) von April bis August 2000 um 50 Basispunkte, nachdem sie ihn zuvor bereits um insgesamt 75 Basispunkte heraufgesetzt hatte; die Reserve Bank of New Zealand hob die Zinsen im April und Mai um insgesamt 75 Basispunkte an. Auch die schwedische Volkswirtschaft wuchs im Jahr 2000 weiterhin überdurchschnittlich, doch die Riksbank entschied, daß weitere Zinsanhebungen auf den späteren Jahresverlauf verschoben werden konnten.

Zentralbanken vor ähnlichen Herausforderungen, z.B.:  
– anhaltende Unsicherheit über Produktivitätswachstum

Im Blickpunkt des Interesses der Verantwortlichen stand erstens, ob die seit 1995 beobachteten Produktivitätssteigerungen in den USA, die von vielen als überwiegend dauerhaft angesehen wurden, auch in ihren Volkswirtschaften zu verzeichnen sein würden. Dies war eine wichtige Frage, denn die Unsicherheit über den Trend der Arbeitsproduktivität erschwerte es, das Produktionspotential sowie den inflationären Druck und somit den angemessenen geldpolitischen Kurs einzuschätzen. In den meisten Ländern mit Inflationsziel waren die Steigerungen des Produktivitätswachstums nur gering und vergleichsweise jüngeren Datums. Zudem schienen sie in fast allen Fällen durch zyklische Faktoren erklärbar zu sein. Die einzige wichtige Ausnahme war Australien, das die ganzen neunziger Jahre hindurch ein sehr hohes Produktivitätswachstum aufzuweisen gehabt hatte. Dennoch erklärten im Vereinigten Königreich einige Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England (Monetary Policy Committee, MPC), daß sie – in der Annahme, daß das langfristige Produktivitätswachstum gestiegen sei – zur Senkung der Notenbankzinsen im Jahresverlauf 2000 tendiert hätten. Auch die Verschiebung der Zinserhöhungen im Jahr 2000 in Schweden spiegelte die Überzeugung wider, daß sich das Niveau eines tragfähigen Produktivitätswachstums, teilweise aufgrund der dynamischen Entwicklung des inländischen IT-Bereichs, erhöht hatte.

– Auswirkungen des Ölpreisanstiegs

Zweitens stellte sich die Frage, wie auf den weiteren starken Anstieg der Ölpreise nach der Jahresmitte 2000 reagiert werden sollte, der die Inflationsraten in der Folge über die Zielgrößen der meisten Zentralbanken hinaus in die Höhe trieb. Die Zinssätze wurden nicht angehoben, da im allgemeinen davon ausgegangen wurde, daß die Ölpreisschocks vorübergehender Natur sein würden. Eine Reihe von Zentralbanken mit Inflationsziel erklärten im vergangenen Jahr jedoch deutlich, daß sie auf die Erstrundeneffekte dieser Ölpreisschocks zwar nicht reagieren, aber eine weitere Straffung der Geldpolitik in Betracht ziehen würden, wenn die Wirtschaftsindikatoren auf Zweitrundeneffekte hindeuteten. Die Reserve Bank of Australia hielt die Notenbankzinsen auch dann stabil, als Steuererhöhungen kombiniert mit sprunghaft gestiegenen Ölpreisen die Inflation im dritten Quartal hochschnellen ließen. In Kanada erhöhten sich die langfristigen Inflationserwartungen trotz des Ölpreisanstiegs kaum und blieben im mittleren Bereich des Inflationszielbandes der Bank of Canada. Gegen Ende 2000 milderten Ölpreistrückgänge den Inflationsdruck in den meisten Ländern, womit Zweitrundeneffekte aus früheren Preisanstiegen erheblich unwahrscheinlicher wurden.

Eine dritte Frage, die sich den Entscheidungsträgern im Beobachtungszeitraum stellte, betraf die Wechselkursentwicklung. Im Vereinigten Königreich

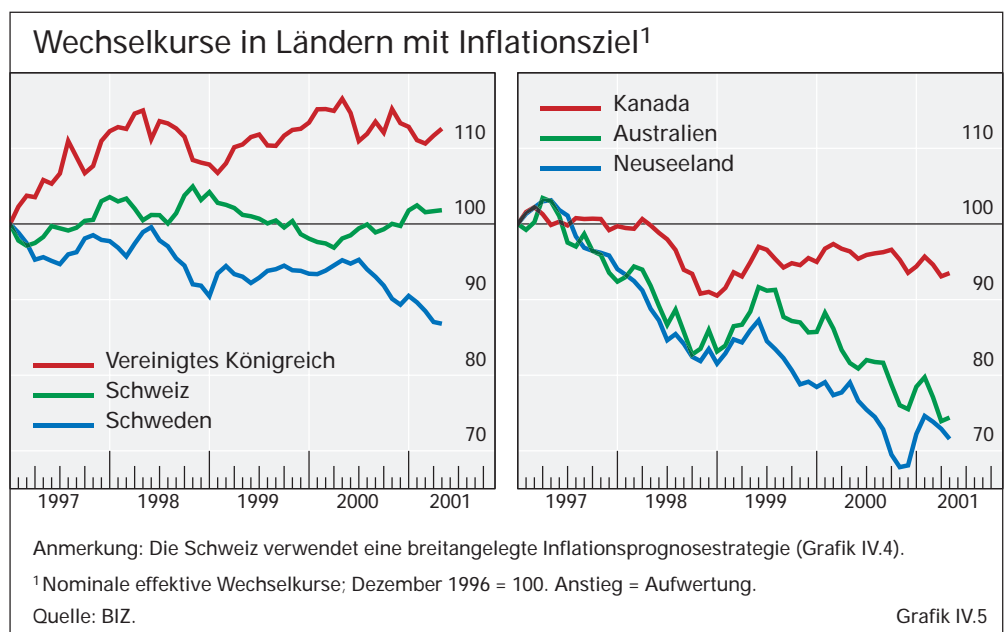
war nahezu das ganze Jahr 2000 über eine der größten Sorgen die wachsende Unausgewogenheit zwischen den Wirtschaftszweigen, die durch den hohen Wechselkurs des Pfund Sterling zum Euro verursacht wurde. Diese Unausgewogenheit spiegelte sich darin wider, daß einige Exportbranchen ein schwaches Wachstum verzeichneten, während gleichzeitig die Inlandsnachfrage rasch wuchs. Eine Rücknahme der Notenbankzinsen hätte möglicherweise eine Abwertung des Pfund Sterling zur Folge gehabt, die für die exportierende Industrie hilfreich gewesen wäre, aber die bereits beunruhigend hohe Inlandsnachfrage weiter angeheizt hätte. Angesichts der weiterhin bestehenden Erwartung, daß das gesamtwirtschaftliche Inflationsziel eingehalten werden konnte, ließ die Bank of England den wichtigsten Notenbankzinssatz unverändert bei 6%.

- schwer nachvollziehbare Wechselkursentwicklungen

Auch in Australien und Neuseeland stand der Wechselkurs im Blickpunkt, da die Währungen massiv an Wert verloren. Letztlich beeinflussten die Abwertungen die geldpolitische Haltung in geringerem Maße, als nach der Erfahrung der Vergangenheit hätte erwartet werden können. In beiden Ländern gelangten die Zentralbanken zu dem Ergebnis, daß Wechselkursänderungen in letzter Zeit weniger stark auf die Inflation durchschlugen, und zogen es daher vor, abzuwarten, ob die Wechselkursentwicklung in der Kerninflation zum Ausdruck kommen würde. Im Gegensatz dazu war die Schweizerische Nationalbank der Ansicht, daß der Einfluß der Wechselkurse auf die Preise im Inland hoch blieb. Sie begrüßte daher die Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro als ein Mittel zur Dämpfung der inflationären Impulse im ersten Halbjahr 2000, die auf die vorherige Schwäche des nominalen Wechselkurses zurückzuführen gewesen waren.

In der zweiten Hälfte der Berichtsperiode verbesserten sich die Inflationsaussichten, als die Prognosen für das Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern nach unten revidiert wurden. Dies spiegelte größtenteils eine erwartete Abschwächung der Weltkonjunktur, aber auch die vorangegangene

Wachstumsprognosen Anfang 2001 nach unten revidiert



Straffung der Geldpolitik wider. Es wurde jedoch ein niedrigerer Wachstumsrückgang erwartet als in den USA, und die Wahrscheinlichkeit eines abrupten Konjunkturerinbruchs wurde ebenfalls geringer eingeschätzt. Diese Ansicht wurde dadurch gestützt, daß es in den meisten dieser Länder weniger Anzeichen von finanziellen Ungleichgewichten gab als in den USA, insbesondere an den Kreditmärkten und den Märkten für Vermögenswerte. Dennoch waren in einigen Fällen Ungleichgewichte zwischen den Wirtschaftszweigen erkennbar. In Australien erreichten die Preise für Wohneigentum ein außergewöhnlich hohes Niveau, und in Kanada stieg die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen gemessen am BIP beinahe auf historische Rekordstände (s. auch Kapitel II).

Schließlich veranlaßte das Zusammenspiel schwächerer Wachstumsprognosen und stabiler Kerninflation viele Zentralbanken, die Zinsen zu senken. In Kanada wurde mit einer möglicherweise bevorstehenden Abschwächung gerechnet, zum Teil bedingt durch einen Rückgang der US-Nachfrage nach kanadischen Exporten. Außerdem wurde befürchtet, daß sich das Konsum- und das Investitionswachstum parallel zur Entwicklung in den USA verringern könnten. Daraufhin begann die Bank of Canada im Januar 2001 die Zinsen zu senken. Der MPC der Bank of England bewertete das Risiko einer höheren Inflationsrate im Verhältnis zu der Gefahr, daß sich ein unterdurchschnittliches Wachstum durchsetzen würde, bei seiner Sitzung im Januar 2001 immer noch als ungefähr gleich hoch. Im Februar jedoch lockerte die Bank of England ihre Geldpolitik, nachdem die Inflationsrate vorübergehend um fast 1 Prozentpunkt unter den Zielwert gefallen war; weitere Senkungen um jeweils 0,25 Prozentpunkte erfolgten im April und Mai. In Australien, wo die Inlandsnachfrage bereits schwach war, verstärkte die konjunkturelle Verlangsamung sowohl in den USA als auch in Japan im vierten Quartal die Ansicht, daß der Rückgang des Wirtschaftswachstums von Dauer sein könnte. Die Reserve Bank senkte den Notenbanksatz (Cash Rate) von Februar bis April dreimal und betrachtete dies als weiterhin vereinbar mit der Rückführung der Inflation in den Zielbereich von 2–3% in den nächsten beiden Jahren.

Zinssenkungen in  
Kanada ...

... im Vereinigten  
Königreich ...

... und in Australien

## Umdenken in der Gestaltung der Geldpolitik

Der weltweite Trend rückläufiger Inflationsraten ist wohl der bedeutendste Wandel im gesamtwirtschaftlichen Umfeld in den letzten zwei Jahrzehnten. Zu der gegenwärtig niedrigen und stabilen Inflation haben zweifellos viele Faktoren beigetragen (Kapitel II und III), doch der wesentliche Einflußfaktor war das verstärkte Engagement der Zentralbanken für die Herbeiführung und Aufrechterhaltung von Preisstabilität.

Trotz ihrer Erfolge bei der Inflationsbegrenzung war es für die Zentralbanken stets ein Problem, verlässliche Indikatoren zu finden, die ihnen bei der Festlegung der Notenbankzinsen den Weg weisen. Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und der weitverbreiteten Einführung flexibler Wechselkurse wird der Suche nach solchen Indikatoren hohe Priorität beigemessen, da die Zentralbanken die Geldpolitik aktiver gestalten müssen. In den siebziger Jahren wurden auf breiter Basis Geldmengenziele eingesetzt, die

Verlässliche  
Indikatoren  
schwierig zu finden



gleichzeitig als expliziter „nominaler Anker“ für die Steuerung der Erwartungen und als Informationsgrundlage für die Geldpolitik dienen sollten. Mit der Liberalisierung der Finanzmärkte und der Einführung von Finanzinnovationen hat sich die Verlässlichkeit der Geldmengenaggregate als Indikator für die künftige wirtschaftliche Entwicklung in den meisten Ländern jedoch verringert. Unter den wichtigsten Industrieländern räumt heute nur noch das Eurosystem im Rahmen seiner Zwei-Säulen-Strategie den Geldmengenindikatoren eine bedeutende Stellung ein. In den achtziger Jahren stützten sich die Zentralbanken bei ihren geldpolitischen Entscheidungen zunehmend auf eine Auswahl von Informationsgrößen, wobei realwirtschaftlichen Indikatoren, z.B. Maßen für die zugrundeliegende Produktionskapazität und das Produktionspotential der Volkswirtschaft, wieder größere Beachtung geschenkt wurde. Später gingen viele Länder dazu über, öffentlich bekanntgegebene Inflationsziele zu verfolgen. Damit wurde ein transparentes und glaubwürdiges Instrument für die Umsetzung einer umfassenden geldpolitischen Strategie geschaffen. Mit dem deutlicheren Herausstellen des Ziels der Geldpolitik dürfte es allerdings eher noch dringlicher geworden sein, verlässliche Indikatoren zu finden.

Allein die unterschiedlichen und wechselnden Erfahrungen der Zentralbanken legen den Schluß nahe, daß es nach wie vor keinen allgemeingültigen Satz verlässlicher geldpolitischer Indikatoren gibt. Außerdem hat sich mit dem Wachstum der Finanzmärkte in den letzten Jahren die Palette der Informationsvariablen, die den geldpolitischen Entscheidungsträgern zur Verfügung stehen, erweitert, so daß eine Heterogenität noch wahrscheinlicher geworden ist. Die gestiegene Bedeutung der Finanzmärkte hat nicht nur wichtige taktische Konsequenzen für die Geldpolitik mit sich gebracht, sondern hat es auch wesentlich komplexer werden lassen, geldpolitische Maßnahmen der Öffentlichkeit zu vermitteln.

#### *Wahl der geldpolitischen Indikatoren*

Die unerwartet niedrige Inflation in vielen Industrieländern ab Mitte der neunziger Jahre zwang die Zentralbanken, die traditionellen Indikatoren und die Modelle zur Einschätzung des Preisauftriebs zu überprüfen. Das auffallendste Beispiel hierfür sind die USA, wo das reale BIP-Wachstum nach wie vor weit über und die Arbeitslosigkeit weit unter den langfristigen Vergleichswerten liegen. Da viele Zentralbanken inflationäre Abläufe oft auf der Basis der Phillips-Kurve betrachten, war die – gemessen an den angenommenen langfristigen Gleichgewichtswerten – ungewöhnliche Entwicklung der Produktion und der Arbeitslosigkeit ein wesentlicher Grund dafür, daß die Inflationsprognosen in der letzten Zeit systematisch zu hoch ausfielen.

Eines der Hauptprobleme ist, daß die Unsicherheit im Hinblick auf das Produktionspotential zugenommen hat. Viel Aufmerksamkeit wird seit einigen Jahren der Entwicklung der Gesamtfaktorenproduktivität gewidmet. Dabei interessiert insbesondere, inwieweit die verzeichneten Zuwächse nicht auf konjunkturelle, sondern auf dauerhafte Einflüsse zurückzuführen sind. Es wird jedoch nicht immer berücksichtigt, daß Schätzungen sowohl des Kapitalstocks als auch der Erwerbsbevölkerung für die Bewertung des Produktionspotentials

Traditionelle Indikatoren irreführend ...

... teils infolge von Schwierigkeiten bei Prognosen für das Produktivitätswachstum



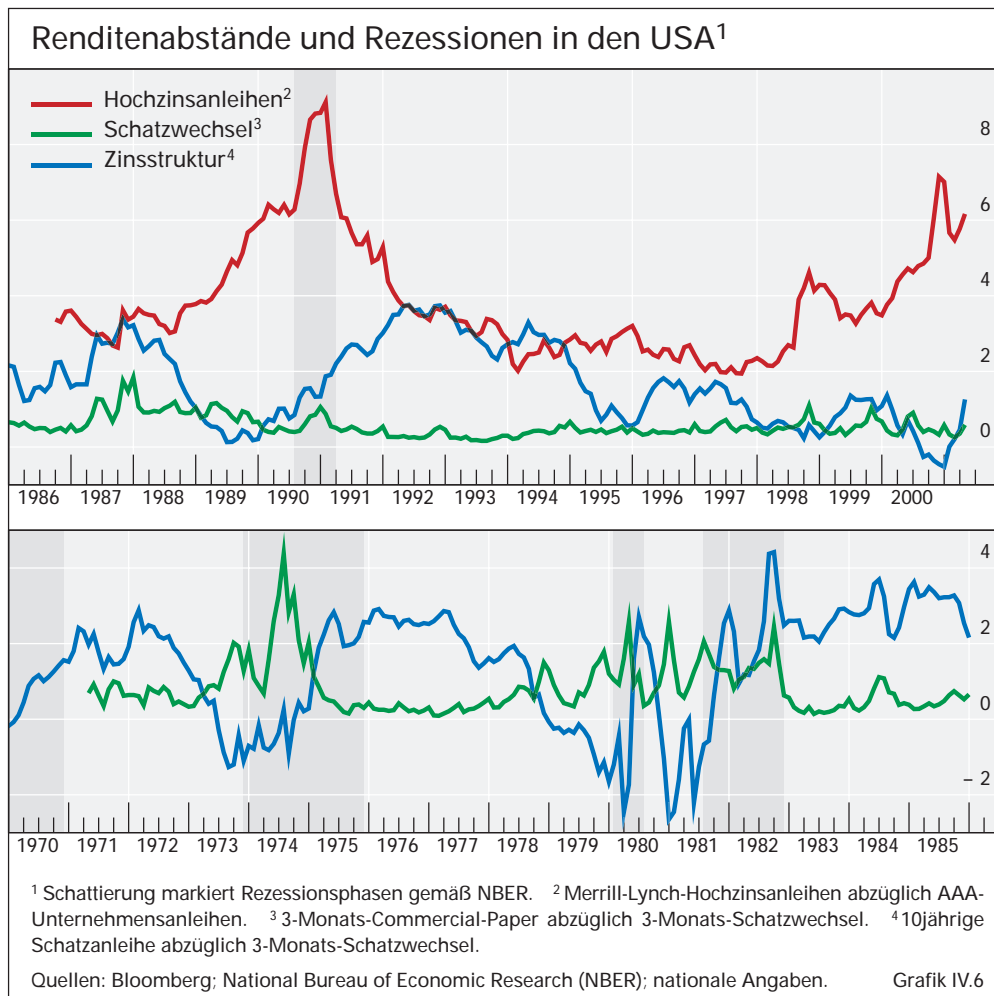
genauso entscheidend sind. Die Messung des Kapitalstocks ist immer mit Schwierigkeiten behaftet, vor allem aber in Zeiten raschen technologischen Fortschritts, der Kapital schnell veralten und seine Verwendung unrentabel werden läßt, was wiederum die Beurteilung der Kapazitätsauslastung erschwert. Ebenso können Verschiebungen bei den Erwerbsquoten sowie demographische Trends das tatsächliche Arbeitsangebot und damit auch die Produktionskapazität der Volkswirtschaft beeinflussen. Außerdem dürfte die Berechnung der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU), die für die Bestimmung des Beitrags der Erwerbsbeschäftigung zum Produktionspotential ebenfalls von großer Bedeutung ist, durch bestimmte Einflußfaktoren (z.B. niedrigere Rohstoffpreise oder höherer Wechselkurs) verzerrt werden, die inflationäre Tendenzen und Inflationserwartungen vorübergehend verringern. Solche Schwierigkeiten haben viele Analysten veranlaßt, zu rein statistischen Verfahren zur Schätzung des Produktionspotentials zurückzukehren. Auch wenn viele Zentralbanken diesen Weg eingeschlagen haben, zögern sie verständlicherweise, die Geldpolitik auf solche Maße zu stützen, da diese keinen Aufschluß über die wirtschaftlichen Einflußfaktoren geben, die den Schätzungen zugrunde liegen.

Finanzindikatoren  
möglicherweise  
hilfreicher

Zum Teil wegen der Schwierigkeiten bei der Interpretation realwirtschaftlicher Indikatoren und vor dem Hintergrund der wachsenden Bedeutung der Finanzmärkte im monetären Transmissionsmechanismus schenken die Zentralbanken den Finanzindikatoren als Orientierungsmaß für die Geldpolitik vermehrt Beachtung. Als Beispiele hierfür können verschiedene Renditendifferenzen genannt werden. In der Vergangenheit erwies sich die Renditenstruktur, d.h. der Abstand zwischen den Renditen langfristiger Anleihen und den kurzfristigen Zinssätzen, für viele Länder als nützlicher Indikator für die künftige wirtschaftliche Entwicklung. Allem Anschein nach besaß in den USA zudem der Zinsabstand zwischen Commercial Paper und kurzfristigen Schatzwechseln Prognosekraft für das Wirtschaftswachstum. Bewegungen bei diesen beiden Spreads standen in engem Zusammenhang mit geldpolitischen Maßnahmen; so ging z.B. ein deutliches Anheben der Notenbankzinsen in der Regel mit einem raschen Abflachen der Renditenstrukturkurve bis hin zur Invertierung einher. Da die meisten Rezessionen seit Anfang der siebziger Jahre offensichtlich durch eine Verschärfung der Geldpolitik zum Zweck der Inflationsbekämpfung ausgelöst wurden, war die Renditenstruktur ein verlässlicher Indikator für eine bevorstehende Konjunkturabschwächung.

Aus demselben Grund dürfte die Renditenstruktur allerdings nicht geeignet sein, eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums vorherzusagen, die nicht primär durch die Geldpolitik ausgelöst wird. Als Beispiel hierfür bietet sich die Rezession in den USA an, die 1990 einsetzte. Damals war es vielmehr die starke Ausweitung des Renditenaufschlags von hochverzinslichen gegenüber als Anlagequalität beurteilten Unternehmensanleihen, die auf einen Abschwung hinzudeuten schien. Tatsächlich gibt es einige Anzeichen dafür, daß dieser Zinsabstand auch in jüngerer Zeit ein nützlicher Konjunkturindikator war. Dies liegt wahrscheinlich daran, daß er – zum Teil möglicherweise geldpolitisch induzierte – Änderungen der Kreditkonditionen widerspiegeln kann,

Bonitätsaufschlag  
für Hochzins-  
anleihen



die die Investitionsentscheidungen kleiner und mittlerer Unternehmen beeinflussen. Vermutlich ist der Renditenaufschlag für Hochzinsanleihen potentiell ein besserer Indikator als andere Renditendifferenzen, da seine Bewegungen nicht unbedingt an den Kurs der Geldpolitik gebunden sind, sondern auch andere Konjunkturfaktoren reflektieren.

Veränderungen der nominalen Wechselkurse und die damit verbundene Entwicklung der Importpreise sind in vielen Ländern ebenfalls zur Einschätzung des Inflationsdrucks herangezogen worden. Diese Bewegungen haben unmittelbare Auswirkungen auf die Inflation und beeinflussen zudem die Lohnfestsetzung und die Preisänderungen bei nicht handelbaren Gütern. Wie jedoch weiter oben sowie in Kapitel II erörtert wurde, scheinen Wechselkursänderungen in letzter Zeit in geringerem Maße oder mit zeitlicher Verzögerung auf die Preisentwicklung durchzuschlagen. Damit dürfte die potentielle Bedeutung dieser Indikatoren für die Geldpolitik geringer geworden sein.

Geldmengen- und Kreditaggregate schließlich haben, wie bereits erwähnt, in den letzten 30 Jahren eine wechselnde Rolle in der Geldpolitik gespielt. Die Zentralbanken – mit einigen wichtigen Ausnahmen – äußern zunehmend Zweifel an deren Tauglichkeit als Indikatoren für die kurzfristige Preis- wie auch Konjunktorentwicklung. Zugleich dürfte ihr Informationsgehalt je nach Finanzsystem variieren. So sind z.B. weit gefaßte monetäre Aggregate

Wechselkurs

Geldmengen-  
aggregate

wahrscheinlich in den Ländern nützlicher, in denen die Kapitalbeschaffung für Investitionen hauptsächlich über die Banken erfolgt. Dagegen sind in Ländern wie den USA oder dem Vereinigten Königreich, in denen sich die Unternehmen überwiegend durch die Begebung von Aktien und Schuldverschreibungen finanzieren, andere Indikatoren wie weit gefaßte Kreditaggregate, Aktienkurse und Risikoaufschläge vermutlich von größerer Relevanz. Ungeachtet solcher Unterschiede kann die Beobachtung der Kredit- und Geldmengenaggregate dennoch zur Einschätzung längerfristiger Bedrohungen für die Stabilität im Finanzsystem hilfreich sein (Kapitel VII).

#### *Kommunikation mit den Finanzmärkten*

Die rasche Entwicklung an den Finanzmärkten hat nicht nur die Bandbreite potentieller Indikatoren für die Geldpolitik erweitert, sondern stellt die Zentralbanken auch vor neue Herausforderungen in bezug auf Informationsübermittlung und Verständigung. Insbesondere bemühen sich die Währungsbehörden im allgemeinen stärker um Transparenz gegenüber den Märkten, um Überraschungseffekte an den Märkten zu vermeiden. Während z.B. in den achtziger Jahren einige Zentralbanken wie die Federal Reserve und die Reserve Bank of Australia ihre Geldpolitik betrieben, indem sie den Tagesgeldsatz an eine nicht veröffentlichte Zielgröße heranführten, ist es heute üblich, daß die Zentralbanken geldpolitische Änderungen sofort bekanntgeben. Ebenso liefern sie umfangreichere und aktuellere Informationen über die Gründe geldpolitischer Maßnahmen. Darüber hinaus sind einige Zentralbanken, darunter im vergangenen Jahr die EZB und die Bank of Japan, dazu übergegangen, ihre Projektionen bzw. Prognosen für die Inflation und andere Variablen zu veröffentlichen.

Trotzdem ist nach wie vor offen, ob die Informationsübermittlung und Verständigung weiter verbessert werden kann. Umstritten ist etwa, ob die Zentralbanken die Märkte auf bevorstehende geldpolitische Maßnahmen vorbereiten sollten, indem sie Tendenzaussagen treffen (wie dies z.B. der Offenmarktausschuß der Federal Reserve mit seinem „bias“ praktiziert), indem sie noch andere Hinweise auf ihre nächsten geldpolitischen Schritte geben oder indem sie sogar ihre Zinsprognosen veröffentlichen. Auf diese Weise könnten die Zentralbanken die Entwicklung der langfristigen Zinssätze wohl wirksamer beeinflussen, wodurch die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Volkswirtschaft verbessert würde. Andere Elemente wiederum deuten jedoch darauf hin, daß dies sowohl schwieriger als auch weniger wünschenswert sein dürfte als vielleicht zunächst angenommen.

Erstens erschwert es den Entscheidungsprozeß beträchtlich, wenn sowohl über die gegenwärtigen Notenbankzinsen als auch über die wahrscheinlichste zukünftige Entwicklung der Zinsen befunden werden muß, und dies könnte sich sogar als nicht machbar erweisen, vor allem wenn das Entscheidungsgremium häufig zusammentritt. Zweitens haben die Entscheidungsträger möglicherweise keine einheitliche Sichtweise hinsichtlich der künftigen Beschlüsse. In vielen Zentralbanken liegt die Durchführung der Geldpolitik bei einem formellen oder informellen Ausschuß, der die jeweilige Wirtschaftslage und die wahrscheinliche kurzfristige Entwicklung prüft und

Sofortige Bekanntgabe geldpolitischer Änderungen

Bekanntgabe möglicher künftiger Maßnahmen ...

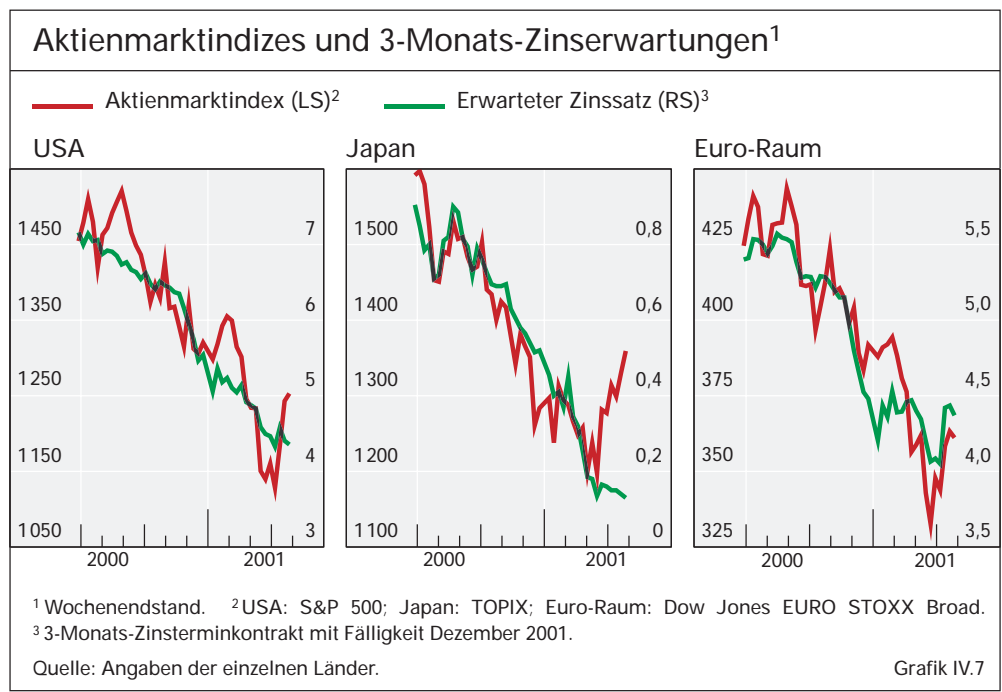
... unter Umständen wenig nützlich ...

sich dann – im Konsens oder durch Abstimmung – auf die jeweilige Höhe der Zinssätze einigt. Bei einer solchen Vorgehensweise wäre es schwierig, eine deutliche Haltung in bezug auf künftige Zinsänderungen einzunehmen. Drittens könnte die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank beeinträchtigt werden, wenn von den vorab in Aussicht gestellten Zinsniveaus letztlich abgewichen würde. Selbst wenn solche Abweichungen durch neue Informationen gerechtfertigt würden, schätzen die Märkte die Bedeutung bestimmter Entwicklungen vielleicht einfach anders ein. Geldpolitische Schritte vorab anzudeuten dürfte daher den Gestaltungsspielraum einer Zentralbank unnötig einschränken.

Diese Überlegungen lassen darauf schließen, daß der Versuch, genaue Hinweise auf mögliche künftige geldpolitische Änderungen zu geben, wenig erfolgversprechend sein dürfte, außer vielleicht in Ausnahmefällen. Ein solcher könnte etwa dann vorliegen, wenn die Zinssätze weit von ihrem normalen Niveau entfernt liegen, wie dies in den USA Anfang der neunziger Jahre der Fall war, als der Tagesgeldsatz wegen Schwierigkeiten im Finanzsektor niedrig gehalten wurde. In einer derartigen Situation würde die Rückführung der Zinsen auf ein normales Niveau, ohne den Märkten diese geldpolitischen Änderungen anzudeuten, die Gefahr einer erhöhten Marktvolatilität mit sich bringen. Statt eventuelle künftige geldpolitische Schritte vorab anzukündigen, könnte es allerdings selbst dann vorteilhafter sein, die Bedingungen zu umreißen, unter denen die Zinssätze angepaßt würden, und es dann den Finanzmärkten zu überlassen, Erwartungen zu bilden, indem sie selbst beurteilen, ob diese Bedingungen gegeben sind. Diese Strategie verfolgte die Bank of Japan mit ihrer Erklärung, daß die im März 2001 gelockerte Geldpolitik so lange beibehalten werde, bis die Preise gegenüber dem Vorjahr nicht länger rückläufig sind.

... außer vielleicht in Ausnahmefällen

Eine weitere wichtige Frage in diesem Zusammenhang ist, wie die Zentralbanken den Märkten vermitteln können, welche Einflußgrößen bei geld-



politischen Entscheidungen den Ausschlag geben, wenn sich viele Variablen gleichzeitig verändern. Beispielsweise fallen häufig die Aktienkurse, wenn eine Konjunkturabschwächung bevorzustehen scheint. Zugleich aber setzen die Zentralbanken angesichts des erwarteten Abschwungs zumeist die Notenbankzinsen herab. Solche Maßnahmen könnten dahingehend mißverstanden werden, daß die Geldpolitik darauf ausgerichtet sei, die Preise von Vermögenswerten zu stützen. Diese Gefahr ist besonders ausgeprägt, wenn die Vermögensbestände in Relation zum Volkseinkommen groß sind, Aktien einen wesentlichen Teil des Vermögens ausmachen und die realwirtschaftliche Entwicklung die Inflationsaussichten maßgeblich prägt. Grafik IV.7 verdeutlicht die praktische Bedeutung dieser Problematik und zeigt auf, daß mit dem Rückgang der Aktienkurse in den drei wichtigsten Volkswirtschaften im letzten Jahr die Märkte auch niedrigere kurzfristige Zinssätze erwarteten.

#### *Taktik geldpolitischer Schritte*

Bekanntgabe von geldpolitischen Schritten zu festen Terminen

Das Wachstum der Finanzmärkte hatte auch Konsequenzen für die taktischen Überlegungen in der Geldpolitik, und zwar insbesondere für die Wahl des Zeitpunkts geldpolitischer Maßnahmen. In vielen Ländern werden Zinsbeschlüsse, wie schon erwähnt, an vorangekündigten Sitzungstagen von einem formellen geldpolitischen Ausschuß getroffen. Wie die Bank of Canada im letzten Jahr beim Übergang zu einem festen Sitzungskalender anmerkte, verringert dies die Unsicherheit für die Marktteilnehmer, da diese – außer in Ausnahmesituationen – geldpolitische Schritte an anderen Tagen nicht in ihre Überlegungen einbeziehen müssen. Aber auch bei einem festen Sitzungskalender stellt sich die Frage nach den Vor- und Nachteilen von geldpolitischen Schritten zwischen zwei Sitzungsterminen, wie z.B. der Zinssenkungen durch die Federal Reserve Anfang Januar und Mitte April 2001. Die Notwendigkeit, zu außerplanmäßigen Zeitpunkten Zinsanpassungen vorzunehmen, hängt zwar von der Häufigkeit geldpolitischer Sitzungen ab. Tritt der Ausschuß zweimal im Monat zusammen, wie dies bei der Bank of Japan und der EZB der Fall ist, dürften Zinsbeschlüsse zwischen zwei Sitzungsterminen kaum notwendig sein. Die Zentralbanken werden sich diese Möglichkeit jedoch stets offenhalten wollen, zumal bei Störungen an den Finanzmärkten, die rasch aufflammen und die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven stark beeinträchtigen können.

Überraschungen für die Finanzmärkte vermeiden?

Die Frage, inwiefern es wünschenswert ist, zwischen zwei Sitzungsterminen geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, knüpft an die allgemeinere Diskussion an, ob die Zentralbanken Überraschungen für die Finanzmärkte nach Möglichkeit vermeiden sollten. Im allgemeinen sollten die Zentralbanken im Zeitverlauf einen konsequenten Ansatz verfolgen und ihre Absichten deutlich äußern, um die Finanzmärkte nicht zu überraschen. Eine unerwartete Änderung der Geldpolitik könnte Unruhe an den Märkten hervorrufen, wenn sie von den Marktteilnehmern dahingehend ausgelegt wird, daß die Zentralbank über nicht öffentlich zugängliche ungünstige Informationen verfüge oder ihr die Lage entglitten sei. Trotzdem mag es Situationen geben, in denen die geldpolitischen Absichten und die Markterwartungen stark voneinander abweichen. Natürlich sollte eine Zentralbank auf geldpolitische Maßnahmen, die sie für angemessen hält, nicht verzichten, nur weil sie für die Finanzmärkte

unerwartet kommen. Für ihre taktischen Überlegungen könnte dieser Umstand jedoch relevant sein. Einerseits kann es mitunter durchaus vorteilhaft sein, wenn die Zentralbanken gezielte geldpolitische Schritte ergreifen, auch zwischen zwei Sitzungsterminen, um ihre Absichten klarzustellen und nicht als Gefangene der Markteinschätzung zu erscheinen. Andererseits legen die oben erwähnten Bedenken hinsichtlich einer Beunruhigung der Märkte nahe, daß die Zentralbanken die angestrebten, aber unerwarteten Zinsänderungen vielleicht besser nur allmählich vornehmen sollten.

Eine damit eng in Verbindung stehende Frage ist, ob die Zentralbanken die Zinssätze im Normalfall glätten sollten. Darunter ist zu verstehen, daß sie bei Vorliegen neuer Informationen die Zinsänderungen über einen gewissen Zeitraum verteilen. In einem solchen Fall wäre daher nicht eine große Zinsänderung auf einmal, sondern vielmehr eine Anzahl kleinerer gleichgerichteter Zinsschritte zu erwarten. Es gibt Indizien dafür, daß die Zentralbanken tatsächlich nach diesem Prinzip vorgehen (Tabelle IV.1). Statt auf eine gezielte Dosierung des geldpolitischen Instruments selbst könnten eine Anzahl kleinerer Zinsschritte jedoch auch darauf zurückzuführen sein, daß sich die Einschätzung der Wirtschaftslage durch die Zentralbank allmählich ändert.

Indizien für  
Zinsglättung

Für eine Verteilung der Zinsanpassungen über einen gewissen Zeitraum spricht, daß Änderungen in der Geldpolitik möglicherweise stärker auf die Finanzvariablen und auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durchschlagen, wenn weitere Schritte in dieselbe Richtung erwartet werden. Zinsglättung kann daher der Geldpolitik eine größere Durchschlagskraft verleihen, indem sie es der Zentralbank ermöglicht, die angestrebte Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu erzielen und zugleich die Zinsvolatilität zu verringern. Ein zweites Argument für ein solches Vorgehen ist, daß die Marktteilnehmer leichter feststellen können, wie die Zentralbanken auf Neuigkeiten reagieren. Bei plötzlichen und ausgeprägten Richtungsänderungen in der Zinspolitik

Argumente dafür ...

Sitzungsturnus und Zinsglättung				
	Sitzungen des geldpolitischen Ausschusses <sup>1</sup>	Durchschnittliche absolute Veränderung des Notenbankzinses <sup>2</sup> bis zur Richtungsänderung	Durchschnittliche Anzahl von Notenbankzinsänderungen bis zur Richtungsänderung	Durchschnittliche Wochenzahl bis zur Richtungsänderung des Notenbankzinses
Australien	monatlich	3,5	5,6	111
Euro-Raum	2wöchentlich	1,5	3,0	39
<i>Deutschland</i>	<i>2wöchentlich</i>	<i>0,4</i>	<i>4,9</i>	<i>20</i>
Japan <sup>3</sup>	2wöchentlich	.	.	.
Kanada	8 x jährlich	2,1	6,7	52
Schweden	monatlich	1,6	8,5	60
USA	8 x jährlich	2,0	6,0	84
Vereinigtes Königreich	monatlich	2,0	4,8	65

Anmerkung: Australien: Cash Rate (1990–2001); Deutschland: Repo-Satz (1990–98); Euro-Raum: Satz der Einlagefazilität (1999–2001); Japan: Tagesgeldsatz (unbesichert, 1990–2001); Kanada: oberer Grenzwert des operativen Bandes (1994–2001); Schweden: Repo-Satz (1994–2001); USA: Zielwert für Tagesgeldsatz (1990–2001); Vereinigtes Königreich: Repo-Satz (1990–2001).

<sup>1</sup> Gegenwärtige Praxis. <sup>2</sup> Prozentpunkte. <sup>3</sup> Im Zeitraum von März 1991 bis August 2000 gab es keine Richtungsänderung beim Notenbankzins.

Tabelle IV.1



... und dagegen

könnte schwieriger zu beurteilen sein, welche Informationen für den geldpolitischen Kurs den Ausschlag geben. Ein drittes und damit verbundenes Argument für ein schrittweises Vorgehen besteht darin, daß dadurch auch einem Verlust an Glaubwürdigkeit der Zentralbank vorgebeugt werden kann. Denn häufige Richtungsänderungen in der Zinspolitik können von den Märkten als Beweis für mangelnde Entschlußkraft und Konsequenz aufgefaßt werden. Ein Argument jedoch spricht auch gegen die Zinsglättung: Wenn die Zentralbanken die Notwendigkeit eines schrittweisen Vorgehens überschätzen, könnten sich berechnete geldpolitische Kursänderungen verzögern, und dies wiederum könnte Ausschläge bei der Inflation und beim Wirtschaftswachstum sogar noch verstärken.

Marktverhältnisse  
und Zeitpunkt  
geldpolitischer  
Schritte

Das Wachstum der Finanzmärkte bedeutet auch, daß die Wahl des Zeitpunkts geldpolitischer Maßnahmen stärker von den Marktverhältnissen beeinflußt werden dürfte. Ein Beispiel hierfür sind Situationen, in denen die Marktliquidität begrenzt ist (z.B. über das Jahresende oder in Sonderfällen wie dem Jahr-2000-Datumswechsel) und die Zentralbanken möglicherweise auf Zinsänderungen verzichten, um keine abrupten Marktreaktionen auszulösen. Ein zweites Beispiel betrifft Fälle von Marktturbulenzen. In solchen Situationen müssen die Zentralbanken die Schwere der Störung beurteilen, vor allem im Hinblick auf potentielle Auswirkungen für die Realwirtschaft. Sollten sie sich zum Eingreifen entschließen, reicht der mögliche Maßnahmenkatalog von der gezielten Bereitstellung von Liquidität bis hin zu Zinssenkungen, wie sie die Federal Reserve nach dem Rückgang der Aktienkurse 1987 sowie während der erhöhten Marktvolatilität nach dem russischen Schuldenmoratorium 1998 vornahm. Solche Maßnahmen, so sehr sie auch begrüßt werden, bergen jedoch die Gefahr, daß sie fälschlicherweise als Hinweis darauf verstanden werden, daß die Geldpolitik auf das in Krisenzeiten üblicherweise sinkende Niveau der Preise von Vermögenswerten reagiert.



## V. Devisenmärkte

### Schwerpunkte

Eines der auffallendsten Merkmale an den Devisenmärkten im Jahr 2000 war die anhaltende Stärke des US-Dollars gegenüber den meisten Währungen, insbesondere aber gegenüber dem Euro. Mit der relativen Stabilität des Yen auf dem überraschend hohen Niveau zum US-Dollar, das im letzten Jahr erreicht wurde, und der allgemeinen Schwäche des Euro setzten sich Trends fort, die bereits 1999 begonnen hatten. Mit der Abwertung des Yen und einer gewissen Erholung des Euro in den jüngsten Quartalen kehrte sich diese Entwicklung teilweise um.

Die Bewegungen der wichtigsten Währungen dürften überwiegend durch die unterschiedlichen Aussichten für das Wirtschaftswachstum sowie die Portfolio- und Direktinvestitionsströme hervorgerufen worden sein. Eine Reihe offizieller Devisenmarktinterventionen im Herbst stützten den Euro etwas. Die erneute Stärke des Dollars gegenüber dem Euro zu Jahresbeginn 2001 war aufgrund des unerwartet starken Konjunkturrückgangs in den USA und der damit im Zusammenhang stehenden Lockerung der Geldpolitik besonders schwer nachzuvollziehen. Sie schien auf verfestigte Markterwartungen hinsichtlich der mittelfristigen Wachstumsaussichten in den beiden Wirtschaftsräumen hinzudeuten. Ganz anders als in den achtziger Jahren und über weite Teile der neunziger Jahre dürften die Zinsunterschiede die Wechselkurse sogar hauptsächlich über ihre Wirkung auf die Wachstumserwartungen beeinflusst haben.

Im langfristigen Vergleich eher ungewöhnlich war auch das Ausmaß einiger anderer Wechselkursveränderungen. Der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar fielen auf ein historisches Tief, und auch der kanadische Dollar wertete erheblich ab. Der Schweizer Franken wich von seinem vorherigen Verhaltensmuster ebenfalls ab; er festigte sich zum Euro, als dieser gegenüber dem US-Dollar an Wert verlor.

Nach einer Periode relativer Stabilität 1999 begannen sich eine Reihe von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften im Laufe des Jahres 2000 vor dem Hintergrund einer weltweiten Nachfrageverlangsamung und rückläufiger US-Aktienkurse gegenüber dem Dollar abzuschwächen. Trotz vereinzelter Phasen der Anspannung blieben die Devisenmärkte jedoch allgemein ruhig.

Das Geschäft an den weltweiten Devisenmärkten lag nach wie vor deutlich unter dem Ausmaß von 1998. Gleichzeitig waren die Geld-Brief-Spannen für die wichtigsten Währungspaare weiterhin eng. Während sich die kurzfristige Volatilität in einigen Marktsegmenten erhöhte, schien sich die Gesamtliquidität nicht verschlechtert zu haben.

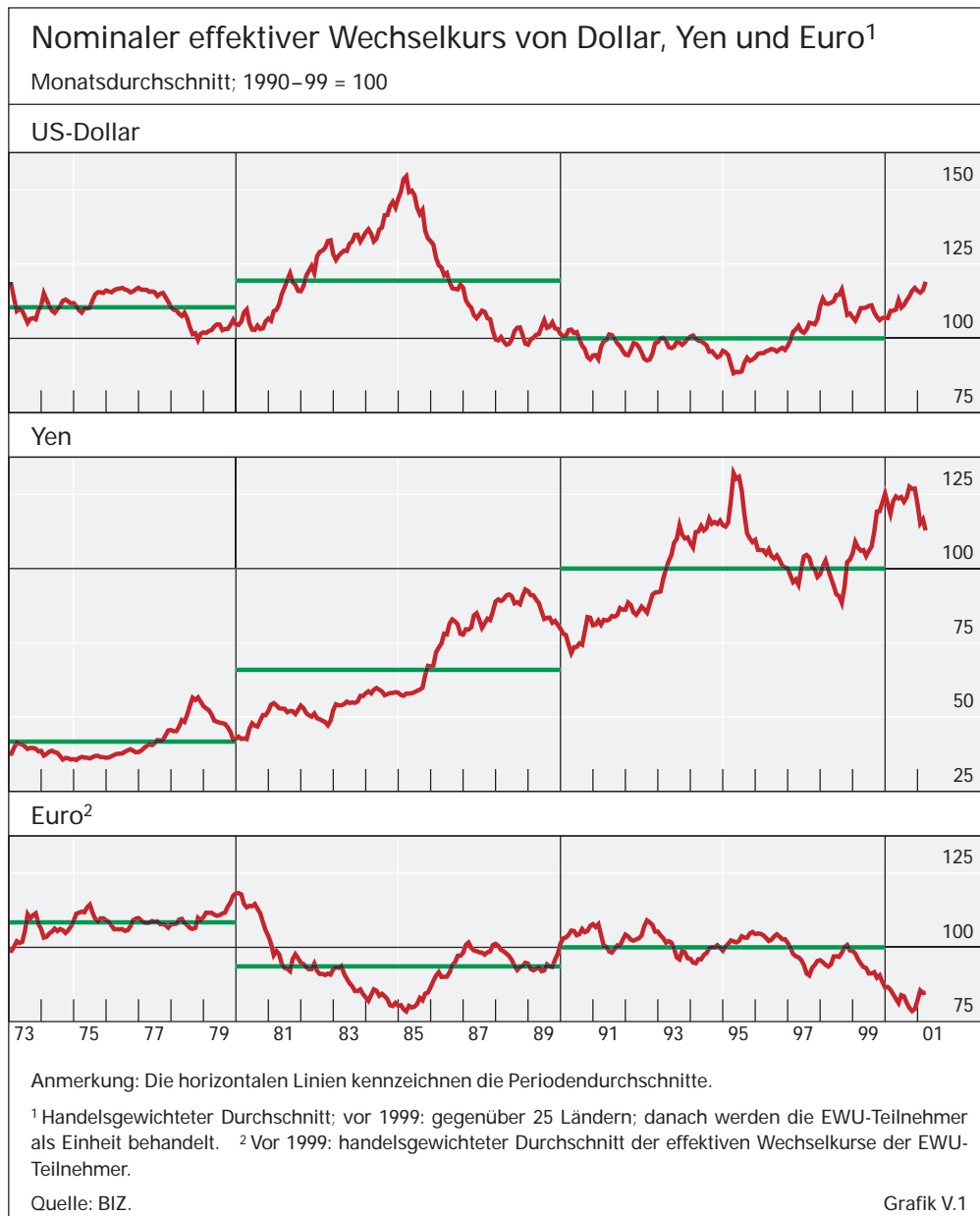
## Dollar, Yen und Euro

### Wesentliche Entwicklungen und langfristige Perspektiven

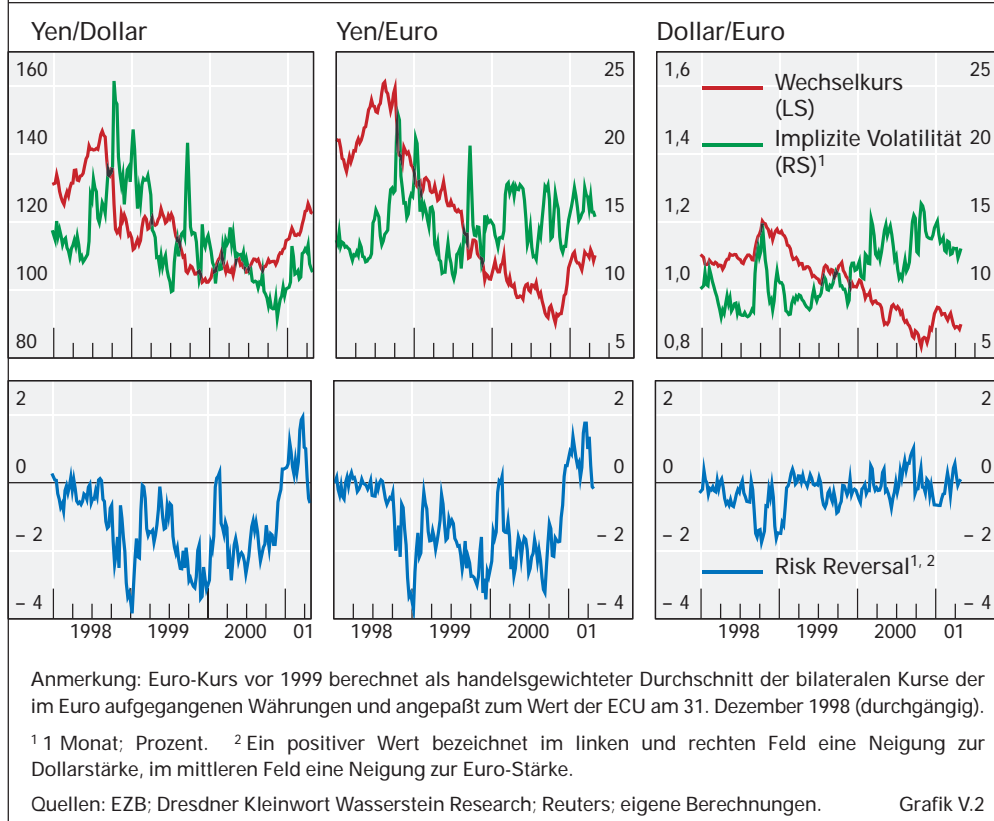
Im Jahr 2000 und Anfang 2001 wertete der Dollar in nominaler effektiver Betrachtung um rund 11% auf und erreichte ein Niveau, das zuletzt 1986 verzeichnet worden war (Grafik V.1). Dagegen sank der nominale effektive Wechselkurs des Euro um 4% auf ein historisches Tief und lag damit um 16% unter dem Durchschnitt des „synthetischen“ Euro in den neunziger Jahren. Der Yen blieb von Januar bis November 2000 auf effektiver Basis stabil, wertete aber anschließend bis Anfang April 2001 um 13% ab.

Anhaltende  
Dollarstärke

Der Beobachtungszeitraum war von einer anhaltenden Stärke des Dollars gegenüber dem Euro und – in geringerem Maße – gegenüber dem Yen gekennzeichnet. Der Aufwertungsstrend gegenüber dem Euro hielt an, auch wenn sich der Euro im Mai/Juni 2000 sowie von November 2000 bis Januar



## Wechselkurs, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Yen und Euro



2001 jeweils vorübergehend erholte (Grafik V.2). Im Oktober erreichte der Euro mit \$ 0,82 seinen niedrigsten Wert im Vergleich zum Dollar. Dies entspricht einem Rückgang um 19% seit Januar 2000 und um 30% seit seiner Einführung im Januar 1999. Zieht man einen „synthetischen“ Euro als Referenzgröße heran, war dieser Stand zuletzt Ende 1985 verzeichnet worden. Die Euro-Abwertung im Jahr 2000 wurde in ihrem beachtlichen Ausmaß nur 1981 sowie 1985/86, in zwei Zeiträumen außergewöhnlicher Dollarstärke, vom Wertverlust der D-Mark übertroffen. Gegenüber dem Yen blieb der Dollar nach einer leichten Festigung Anfang 2000 fast bis zum Jahresende stabil und bewegte sich innerhalb eines ungewöhnlich engen Bereichs zwischen ¥ 105 und ¥ 110. Im November begann sich der Yen jedoch abzuschwächen, und bis April 2001 hatte er fast 15% seines Wertes gegenüber dem Dollar eingebüßt.

Der Euro erreichte Ende Oktober gegenüber dem Yen mit ¥ 89 ein historisches Tief. Dies entsprach einem Rückgang um 14% seit Januar 2000 und um 33% seit Januar 1999. Von November 2000 bis Anfang April 2001 wertete der Yen gegenüber dem Euro allerdings um 21% ab.

Diese Konstellation der Wechselkursbewegungen hat die Wirtschaftsentwicklung und die Wachstumsaussichten in allen wichtigen Regionen beeinflusst. Die effektive Stärke des Dollars half dabei, die weltweite Gesamtnachfrage von den USA zu Volkswirtschaften mit einer schwächeren Nachfragedynamik, beispielsweise dem Euro-Raum, umzulenken. Gleichzeitig übte sie einen gewissen zusätzlichen Druck auf einige Länder aus, deren Wäh-

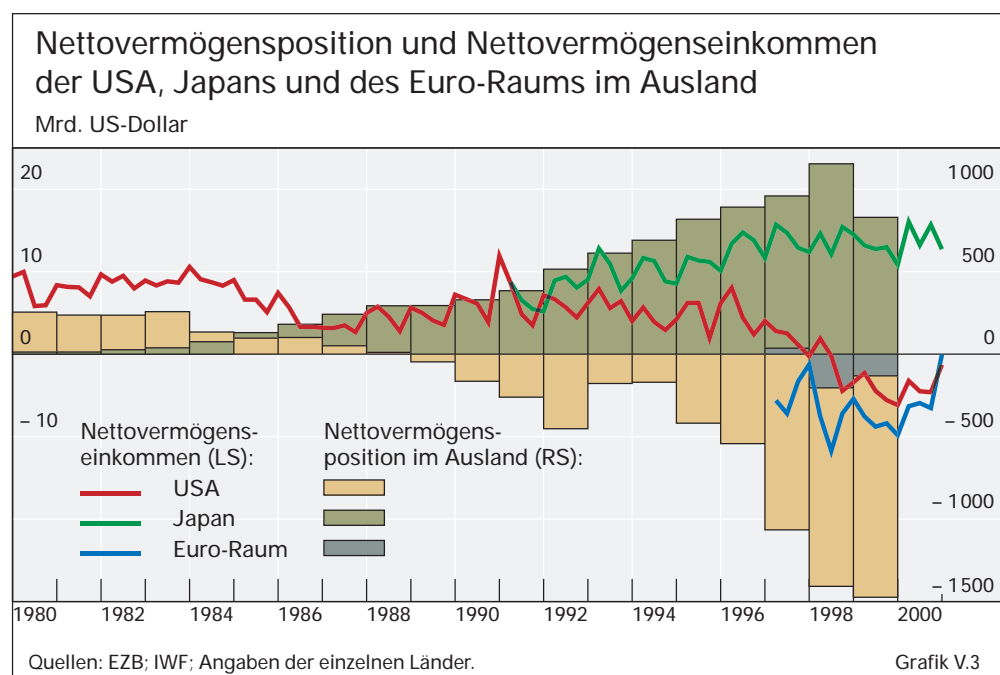
Kurzfristige  
Auswirkungen ...

rungen eng an den Dollar gebunden waren, wie z.B. Argentinien. Die effektive Abwertung des Yen seit November 2000 könnte sich für die unsichere Erholung in Japan als günstig erweisen und eine lange Phase beenden, in der die Exporte des Landes vom Wechselkurs keine Unterstützung erhielten oder sogar behindert wurden. Eine weitere Abwertung des Yen könnte jedoch – je nach ihrem Ausmaß – den Exporteuren im asiatischen Raum Schwierigkeiten bereiten, die schon von der Schwäche der US-Nachfrage betroffen sind. Sollte sich die konjunkturelle Abkühlung in den USA im Dollarkurs niederschlagen, dürfte der Euro-Wechselkurs den größten Freiheitsgrad in diesem Gefüge haben, denn Europa könnte eine Euro-Aufwertung angesichts des vergleichsweise robusteren Wirtschaftswachstums leichter verkraften.

Das Gefüge der Wechselkurse und Zinsen zwischen den wichtigsten Währungsräumen dürfte auch Auswirkungen hinsichtlich potentieller Finanzmarkturbulenzen haben, die durch bestimmte Handelsstrategien verursacht werden. Besonders dann, wenn sich die Auffassung durchsetzt, daß es nur wenig oder keine unmittelbaren Aussichten auf eine Stärkung des Yen gibt, könnte es für die Anleger profitabel scheinen, über Yen-Zinsdifferenzgeschäfte (Carry Trades) kurzfristige Yen-Positionen einzugehen. Tatsächlich gibt es vereinzelte Hinweise darauf, daß solche Handelsgeschäfte seit dem Herbst 2000 zugenommen haben. Carry Trades könnten nicht zuletzt zu einem wachsenden Druck auf die Währungen von aufstrebenden Volkswirtschaften mit vergleichsweise enger Wechselkursbindung beitragen. Die ausgeprägte Dollar/Yen-Bewegung im Herbst 1998 brachte den Umstand, daß Carry Trades in manchen Fällen kräftige Ausschläge der kurzfristigen Volatilität sogar an den wichtigsten Devisenmärkten hervorrufen können, klar zum Vorschein.

Längerfristig kam wieder die Frage nach der Tragfähigkeit der gegenwärtigen Wechselkursniveaus auf, da das US-Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2000 eine Rekordhöhe von \$ 435,4 Mrd. bzw. 4,4% des BIP erreichte, wodurch die Auslandsverbindlichkeiten der USA weiter stiegen (Grafik V.3).

... und langfristige  
Aussichten



Offizielle Devisenreserven					
	1997	1998	1999	2000	Stand Ende 2000
Mrd. US-Dollar					
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen				1908,7
Insgesamt	56,1	55,9	129,6	139,5	
Industrieländer	-12,0	-11,3	40,7	54,5	774,8
Asien <sup>1</sup>	8,5	62,2	79,1	46,4	688,4
Lateinamerika <sup>2</sup>	10,9	- 8,3	-8,0	2,4	127,6
Osteuropa <sup>3</sup>	4,9	5,1	0,6	21,2	95,2
Übrige Länder	43,8	8,2	17,2	15,0	222,7
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen <sup>4</sup>				1908,7
Insgesamt	113,5	18,6	181,0	172,1	
Reserven in Dollar	72,5	51,3	140,3	130,3	1450,5
Reserven in anderer Währung	41,0	-32,7	40,7	41,8	458,2

<sup>1</sup> China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.  
<sup>2</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Venezuela. <sup>3</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Rußland, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>4</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende.  
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder: eigene Schätzungen. Tabelle V.1

Ein Lösungsansatz zur Beurteilung der längerfristigen Angemessenheit von Wechselkursniveaus besteht in Modellschätzungen fundamentaler Gleichgewichtswechselkurse. Diese Modelle basieren auf der Höhe der realen Wechselkurse, die langfristig mit einem stabilen Verhältnis zwischen Auslandsschulden und Produktionspotential kompatibel ist. Zwar weichen die Schätzungen der fundamentalen Gleichgewichtskurse in empirischen Studien stark voneinander ab und sind statistisch gesehen in der Regel sehr unsicher, doch sie unterstützen tendenziell die Ansicht, daß der Dollar gegenüber dem Euro und in einem geringeren Ausmaß auch gegenüber dem Yen derzeit über seinem langfristigen Gleichgewichtskurs liegt. Zu beachten ist jedoch auch, daß sich die Nettoerträge aus der Auslandsvermögensposition der USA erst 1998 in Nettozahlungen kehrten. Seither blieben diese Nettozahlungen gemessen an den US-Exporten auf niedrigem Niveau stabil und sind im Vergleich zum BIP der USA äußerst gering. Zudem stiegen die in Dollar denominierten Währungsreserven im Jahr 2000 und zu Beginn 2001 zwar weiter an, doch finanzierte dieser Anstieg das US-Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2000 nur noch zu 30%, verglichen mit 42% im Jahr 1999 (Tabelle V.1). Die Zuflüsse von Portfolio- und Direktinvestitionen blieben hoch und deckten dieses Defizit zu 78% (1999: 64%) bzw. 36% (1999: 38%).

#### *Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen*

Die Bewegungen von Wechselkursen lassen sich bekanntermaßen nur sehr schwer erklären. Dabei bilden die drei umsatzstärksten Währungen der Berichtsperiode keine Ausnahme. Insbesondere ist es schwierig, Erklärungen zu finden, die auf alle Währungspaare gleichzeitig zutreffen könnten.

Mittelfristige  
Wachstums-  
aussichten als  
Erklärung für die  
Stärke des  
Dollars ...

Wahrscheinlich wurzelte die anhaltende Stärke des Dollars gegenüber dem Euro und – in geringerem Ausmaß – gegenüber dem Yen in der Überzeugung, daß die Wirtschaft in den USA, angetrieben durch ein höheres Produktivitätswachstum, mittelfristig weiterhin deutlich rascher expandieren würde als in den anderen wichtigen Währungsräumen. Anhaltende Kapitalzuflüsse in Form von Beteiligungskapital, insbesondere ausländische Direktinvestitionen, deuteten ebenfalls darauf hin. Der Rückgang am US-Aktienmarkt das ganze Jahr hindurch, der auch auf andere Länder übergriff, schien diese Überzeugung allenfalls vorübergehend zu erschüttern. Das gleiche galt für die Hinweise auf einen plötzlichen Abschwung in den USA, was sich mit der Sicht deckte, daß dieser Abschwung entweder von kurzer Dauer sein oder eine stärkere Wirkung auf andere Länder haben würde als in den meisten Prognosen ursprünglich angenommen. Die Rolle des Dollars als sicherer Hafen schlechthin könnte diese zweite Erklärung untermauern.

... nicht aber für die  
des Yen

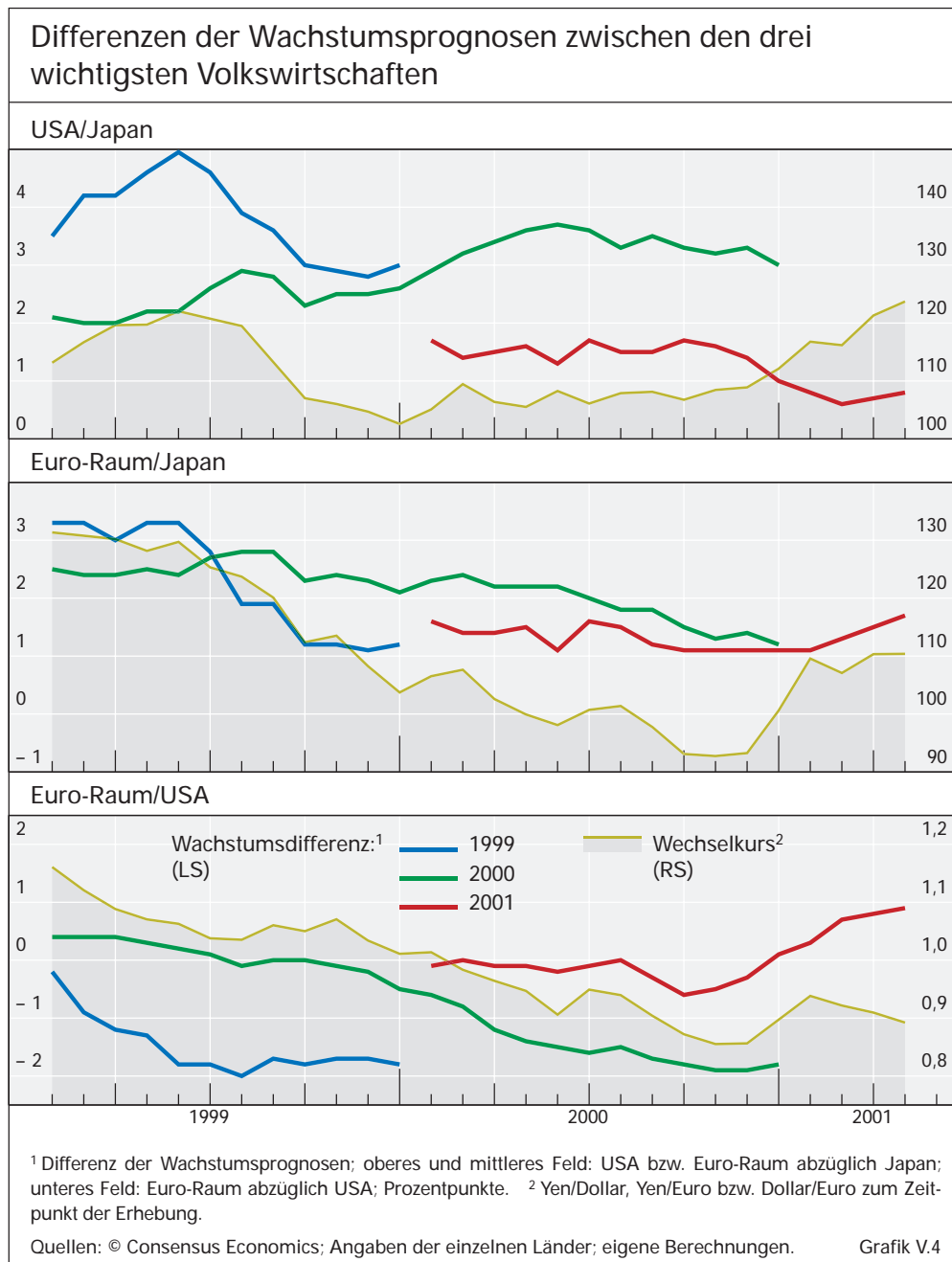
Schwieriger ist es jedoch, die relative Stärke des Yen gegenüber dem Euro anhand derselben Logik zu erklären, insbesondere bei einer etwas längerfristigen Betrachtungsweise. In diesem Fall müßte den wechselhaften Erholungsaussichten für die japanische Wirtschaft im Verlauf des letzten Jahres größere Beachtung geschenkt werden. Die Abschwächung des Yen seit November 2000 gegenüber den anderen wichtigen Währungen würde folglich eine seit langem erwartete Korrektur anzeigen, die mit der relativ schwachen Wirtschaftsentwicklung in Japan im Einklang stünde. Eine genauere Analyse der verfügbaren Daten über die kurzfristigen Wachstumsaussichten, die Kapitalströme und die Reaktion der Devisenmärkte auf neue Informationen kann diese Wechselbeziehungen näher beleuchten.

Die Abfolge der Revisionen hinsichtlich der erwarteten Wachstumsunterschiede zwischen den drei wichtigsten Währungsräumen auf der Basis von ein- bis zweijährigen Prognosen stimmt zumindest bis Ende 2000 weitgehend mit den Bewegungen der Wechselkurse überein (Grafik V.4). Die Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro über einen Großteil des Jahres 2000 scheint durch Revisionen der entsprechenden Wachstumsprognosen zugunsten der USA untermauert. Auch der Anstieg des Yen gegenüber dem Euro fast das ganze letzte Jahr über stand im Einklang mit einer Annäherung der Wachstumsprognosen zwischen dem Euro-Raum und Japan, als sich die Aussichten für die japanische Wirtschaft vorübergehend aufhellten. Außerdem war die Stabilität des Dollars gegenüber dem Yen in den ersten drei Quartalen 2000 konsistent mit den Erwartungen eines eher gleichbleibenden Wachstumsunterschieds zwischen Japan und den USA.

Offene Fragen

Vor diesem Hintergrund scheint die nachfolgende Dollarstärke allerdings schwer nachvollziehbar zu sein. Im November begann der Dollar gegenüber dem Yen aufzuwerten, obwohl erwartet wurde, daß sich die Wachstumspfade in den USA und in Japan einander annähern würden. Darüber hinaus steht die Festigung des Dollars gegenüber dem Euro im ersten Quartal 2001 im Widerspruch zu Anzeichen, daß die Marktteilnehmer im Jahresverlauf für den Euro-Raum ein stärkeres Wirtschaftswachstum erwarteten als für die USA.

Die anhaltende Stärke des Dollars wäre dann nachvollziehbar, wenn die relativen mittelfristigen Wachstumsaussichten für die USA angesichts des



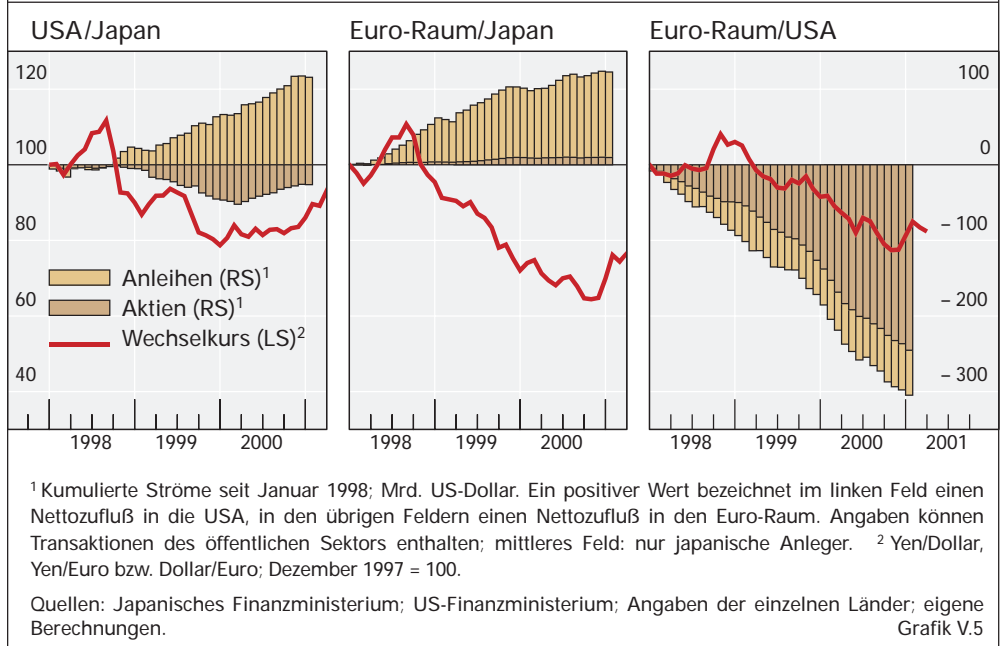
plötzlichen Konjunkturabschwungs unverändert blieben. Im Jahr 2000 bildeten solche Sichtweisen sowie die von der Idee einer „neuen Ära“ inspirierten Renditenerwartungen bei US-Vermögenswerten vermutlich die Grundlage für den deutlichen Anstieg der Nettoportfoliozuflüsse aus dem Euro-Raum, überwiegend in Form von Beteiligungskapital (Grafik V.5). Insbesondere erreichten die Nettozuflüsse an Beteiligungskapital aus dem Euro-Raum in die USA im Jahr 2000 \$ 110 Mrd., verglichen mit Zuflüssen von nur \$ 16 Mrd. an den Anleihemarkt. Gegen Jahresende schwächten sich diese Ströme etwas ab, blieben aber positiv.

Aufschlußreicher ist vielleicht, daß diese Erwartungshaltung das ganze Jahr 2000 hindurch offenbar zu weiterhin umfangreichen Zuflüssen an ausländischen Direktinvestitionen – zumeist aus transatlantischen Unternehmens-

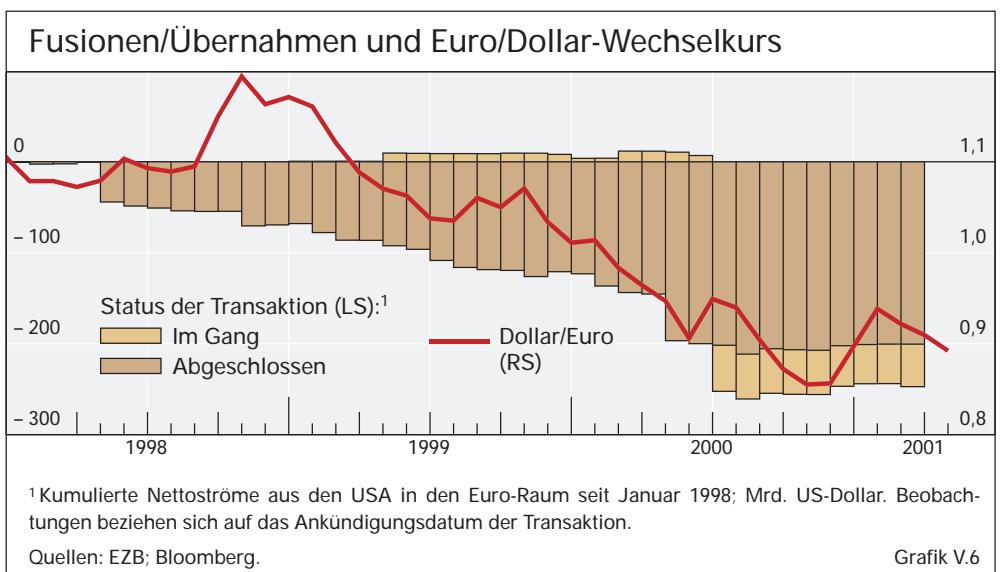
Dollar gegenüber Euro durch Portfolio- und Direktinvestitionen gestützt



## Kumulierte Portfolioströme zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften



fusionen und -übernahmen – führte, wenngleich sich deren Tempo gegenüber 1999 verlangsamt (Grafik V.6). Es ist zugegebenermaßen schwierig, Schlüsse über den kausalen Zusammenhang zwischen Fusionen und Übernahmen einerseits und Wechselkursbewegungen andererseits zu ziehen, ohne Einzelheiten über die Finanzierung solcher Geschäfte und den Zeitpunkt der damit verbundenen Zahlungsströme zu kennen. Es gibt aber statistische Hinweise darauf, daß der Dollar an den Tagen, an denen größere US-Unternehmensübernahmen durch Firmen des Euro-Raums angekündigt wurden, im Durchschnitt tatsächlich gegenüber dem Euro aufwertete. Der Trend bei den Fusionen und Übernahmen stand zudem ganz offensichtlich im Einklang mit



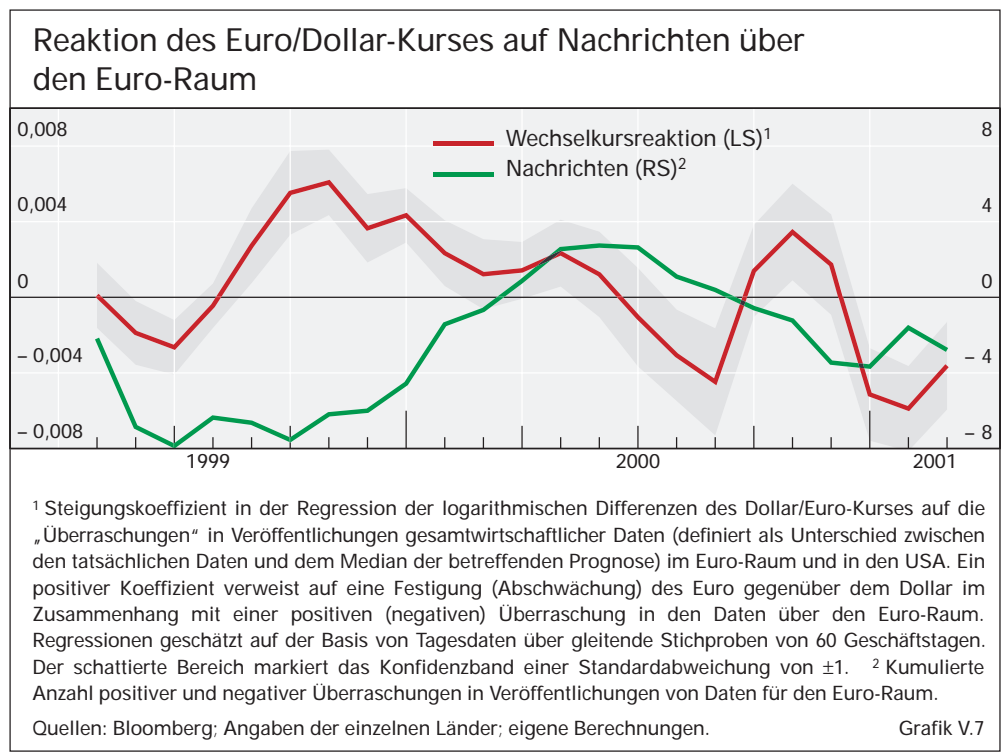
dem Verhalten des Wechselkurses und konnte als Zeichen für die mittelfristige Attraktivität von Dollar-Vermögenswerten allgemein angesehen werden. Die anhaltenden Abflüsse von Portfolio- und Direktinvestitionen aus Japan in den Euro-Raum unterstreichen vor diesem Hintergrund jedoch die Anomalie der relativen Stärke des Yen, die die meiste Zeit über zu beobachten war.

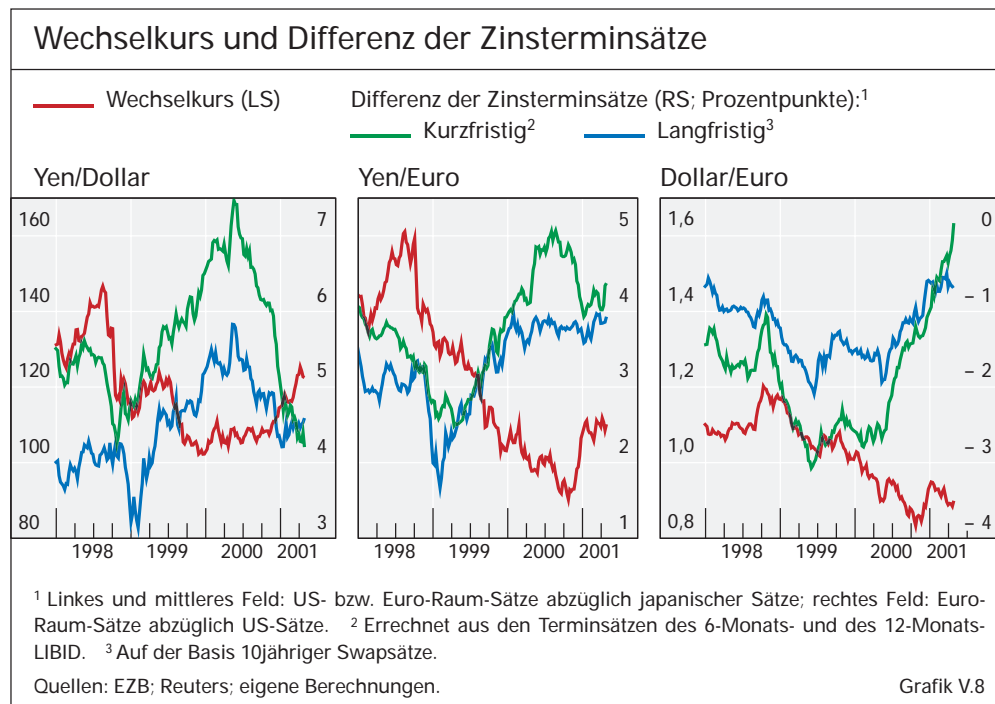
Die Relevanz von mittelfristigen Wachstumsprognosen, die sich aus den herkömmlichen Vorstellungen über ökonomische Paradigmen ergeben, läßt sich auch an der asymmetrischen Reaktion des Euro auf neue Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Indikatoren im Euro-Raum seit der Einführung der neuen Währung ablesen. Sichtbar wird diese Asymmetrie in gleitenden Regressionen der täglichen prozentualen Veränderung des Euro/Dollar-Wechselkurses auf „Überraschungen“ in den wichtigsten im Euro-Raum veröffentlichten Wirtschaftsdaten, wie etwa dem ifo-Index oder der Industrieproduktion in Deutschland. Über weite Strecken des Jahres 1999 verlor der Euro im Anschluß an die Veröffentlichung weitgehend enttäuschender Wirtschaftsdaten im Euro-Raum an Wert (Grafik V.7). Dagegen reagierte er nicht entsprechend, als die Informationen aus dem Euro-Raum Ende 1999 und Anfang 2000 positiver wurden. Diese Asymmetrie läßt offenbar auf eine anhaltend negative Marktstimmung gegenüber der europäischen Währung schließen. Dahinter standen für die Marktteilnehmer im wesentlichen die schleppenden Strukturanpassungen in Kontinentaleuropa, obwohl in diesem Bereich Fortschritte erzielt wurden (Kapitel II).

Aus der Bedeutung der Wachstumsaussichten als Bestimmungsfaktor für die Wechselkursentwicklung folgt natürlich auch der Zusammenhang zwischen den kurzfristigen Zinsabständen und den Wechselkursen, der sonst schwer nachvollziehbar wäre. Im Jahr 2000 und Anfang 2001 fiel die beträchtliche Verengung des kurzfristigen Zinsvorsprungs der USA gegenüber dem Euro-

Asymmetrische Reaktion des Euro auf neue Informationen

Entkopplung von Zinssätzen und Wechselkurschwankungen





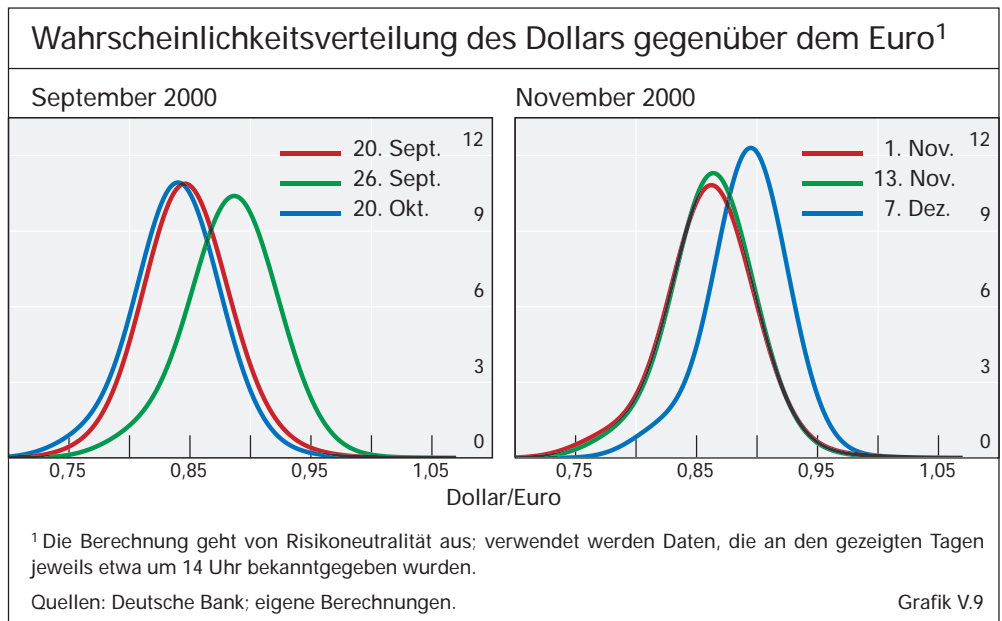
Raum mit einer Abwärtsbewegung des Euro zusammen (Grafik V.8). Falls die Marktteilnehmer annehmen, daß die Inflation unter Kontrolle ist, wäre eine solche Verengung tendenziell positiv korreliert mit den Wachstumsaussichten und daher mit der Rentabilität von Anlagen (ohne Staatsanleihen und Geldmarktpapiere). Insgesamt dürften die Marktteilnehmer den geldpolitischen Kurs des Eurosystems insofern als übertrieben straff erachtet haben, als er die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum negativ beeinflußt haben könnte. Die gegensätzliche Entwicklung der langfristigen Renditenabstände und der Wechselkurse steht mit der Auffassung im Einklang, daß die Märkte überzeugt waren, die Inflation sei unter Kontrolle (Kapitel IV). Auch die Tatsache, daß die internationalen Beteiligungskapitalströme in Form von Portfolio- bzw. Direktinvestitionen gegenüber Anlagen in Anleihen an Bedeutung gewinnen, stützt diesen allgemeinen Erklärungsansatz.

#### *Devisenmarktinterventionen am Euro/Dollar-Markt*

In der zweiten Jahreshälfte 2000 intervenierten die EZB und die nationalen Zentralbanken des Eurosystems vor dem Hintergrund der anhaltenden Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar und ihrer Bedeutung für die mittelfristige Preisentwicklung mehrmals an den Devisenmärkten. Am 22. September agierten sie gemeinsam mit anderen G7-Währungsbehörden. Am 3., 6. und 9. November gab die EZB erneut bekannt, daß sie in Verbindung mit den nationalen Zentralbanken des Eurosystems mit Euro-Käufen interveniert habe.

Die erste Intervention zeigte die Schwierigkeiten auf, denen sich Zentralbanken gegenübersehen können, wenn sie den Wechselkurs einer stark abwertenden Währung zu beeinflussen versuchen, während die Märkte eher von einem Risiko eines wesentlich niedrigeren als dem eines wesentlich höheren Wechselkurses ausgehen. Die aus Optionspreisen gewonnenen Informationen lassen darauf schließen, daß die Devisenhändler ihre Erwartungen in bezug auf

Intervention  
im September  
mit geringerer  
Wirkung ...



das zukünftige Wechselkursniveau im Anschluß an die Intervention vom September nur vorübergehend änderten und daß ihre Einschätzung des Risikos eines weitaus stärkeren gegenüber einem weitaus schwächeren Euro gleich blieb (Grafik V.9). In Übereinstimmung mit diesen Daten setzte der Euro seine Abwärtsbewegung gegenüber dem Dollar fort.

Die zweite Interventionsrunde dagegen dürfte alles in allem erfolgreicher gewesen sein. Nachdem sich der Euro nach den drei Interventionen Anfang November von seinem Tief erholt hatte, schienen sich die Devisenhändler eher über einen weitaus stärkeren als über einen weitaus schwächeren Euro Gedanken zu machen. Obwohl dieser Wandel der Marktstimmung erst nach mehreren Tagen sichtbar wurde, wie aus dem vorsichtigen Kursverlauf des Euro nach den Interventionen hervorgeht, war er wohl ein Hinweis darauf, daß das Eingreifen des Eurosystems dem Euro eine gewisse Stützung verlieh.

... als im November

## Entwicklung an anderen Devisenmärkten

### *Währungen in Europa*

Das Pfund Sterling bewegte sich weiterhin auf einem Mittelweg zwischen dem Dollar und dem Euro. Während es 1999 gegenüber dem Dollar verhältnismäßig stabil geblieben war, wertete es von Januar bis Mitte September 2000 um rund 15% ab, erholte sich dann aber wieder etwas. Der 1999 begonnene Aufwärtstrend des Pfund Sterling gegenüber dem Euro endete im April 2000, und der Kurs begann stark zu schwanken (Grafik V.10). Während fast des ganzen Jahres 2000 entwickelte sich die britische Währung sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Euro weitgehend im Einklang mit Revisionen von Marktprognosen über das Wachstumsgefälle; ab Anfang 2001 war dies jedoch anscheinend weniger der Fall. Wie bei den drei wichtigsten Währungen spielten Veränderungen des Zinsgefälles im kurz- und

Pfund Sterling unter dem Einfluß erwarteter Wachstumsgefälle

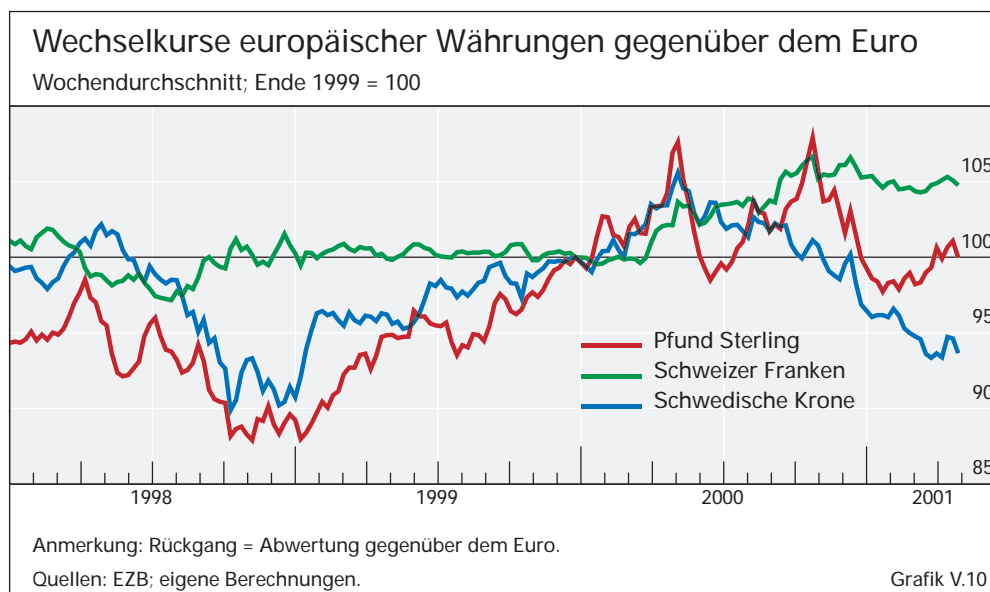
langfristigen Bereich für die Kursentwicklung des Pfund Sterling offenbar kaum eine Rolle.

Schwedische Krone belastet von High-Tech-Branche

Die schwedische Krone folgte dem Pfund bis Mai 2000 auf dessen Aufwertungspfad gegenüber dem Euro. Dann aber fiel sie bis Mitte April 2001 kontinuierlich und büßte gegenüber dem Euro rund 12% ein, obwohl die schwedische Wirtschaft schneller wuchs als die des Euro-Raums. Die Schwäche der Krone wurde hauptsächlich dem Kursverfall des Nasdaq im gleichen Zeitraum zugeschrieben. Die Händler richteten ihren Blick insbesondere auf die dominierende Stellung des Hochtechnologiebereichs in Schweden, wo die führenden Elektronikunternehmen einen Anteil von 15% am Gesamtexport haben und gegenwärtig  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt zum Wirtschaftswachstum beisteuern. Seit 1999 belaufen sich die täglichen prozentualen Schwankungen des nominalen effektiven Wechselkurses der Krone im Durchschnitt auf fast die Hälfte der entsprechenden Veränderungen des Nasdaq.

Veränderte Beziehung zwischen Schweizer Franken und Euro

Der Schweizer Franken begann Ende März 2000 gegenüber dem Euro aufzuwerten und brach damit aus der engen Handelsspanne aus, die seit Anfang 1999 gehalten hatte. Darüber hinaus folgt er seither offenbar zeitweise einem neuen Verlaufsmuster; er wertet gegenüber dem Euro auf (ab), wenn der Euro gegenüber dem Dollar fällt (steigt). Gegenüber der D-Mark hatte er dagegen früher zur Schwäche (Stärke) geneigt, wenn die D-Mark gegenüber dem Dollar abwertete (aufwertete). Diese Veränderung hing nicht mit einer geringeren konjunkturellen Gleichlauf im Euro-Raum und in der Schweiz zusammen. Vielmehr schien sie ihre Wurzeln in der Auffassung der Marktteilnehmer zu haben, daß die schweizerischen Währungsbehörden die inflationsdämpfenden Auswirkungen eines stärkeren Frankens begrüßten, wie aus der geldpolitischen Straffung durch die Schweizerische Nationalbank am 23. März 2000 geschlossen wurde, in der die Besorgnis der Zentralbank über die damalige Schwäche des Frankens gegenüber dem Dollar zum Ausdruck kam.

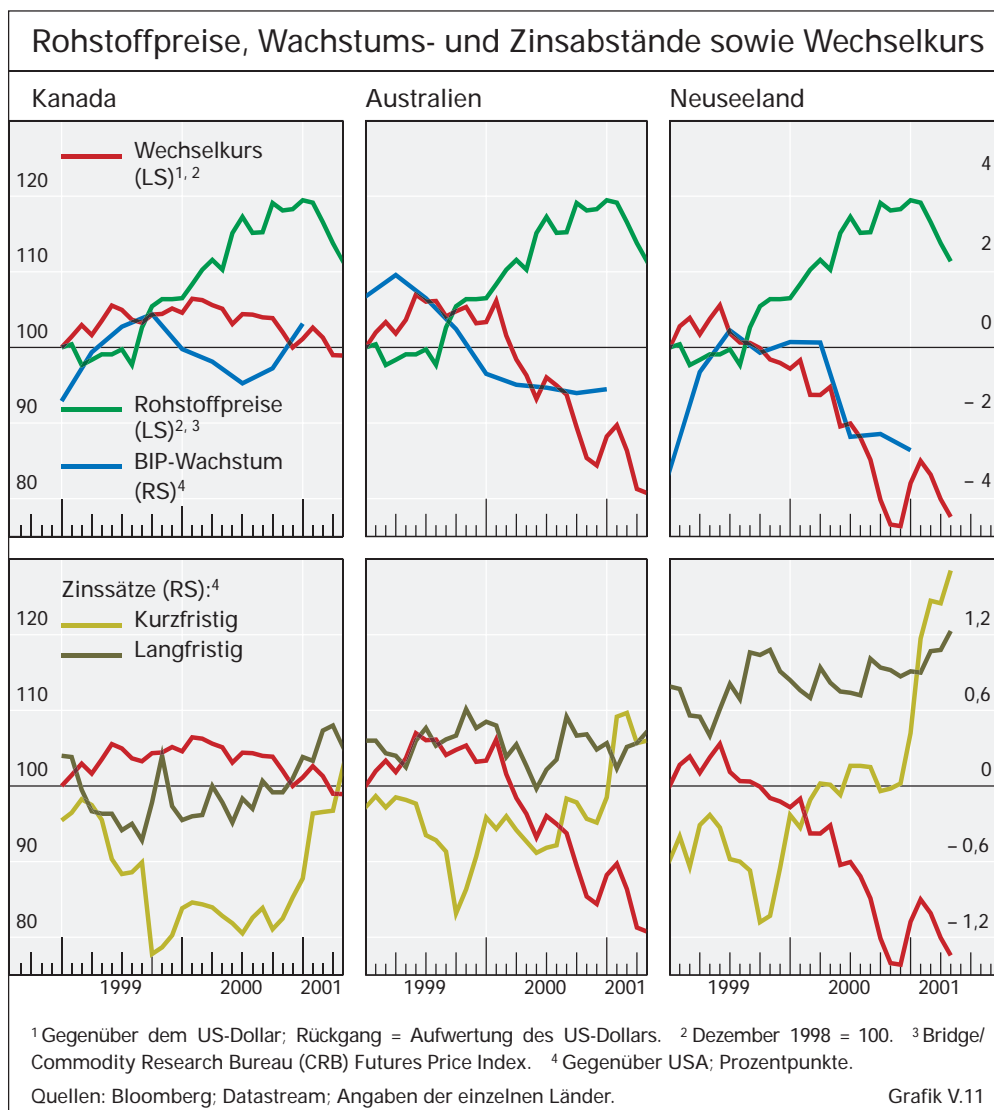


## Währungen anderer Industrieländer

In einigen anderen Industrieländern nahmen die Wechselkursschwankungen während der Berichtsperiode ein außergewöhnliches Ausmaß an, für das die wirtschaftlichen Eckdaten ebenfalls keine auf der Hand liegende Erklärung boten. Bemerkenswerterweise sanken die Kurse der Währungen, die traditionell dem Dollarblock angehören, beinahe oder ganz auf historische Tiefstwerte. Von Januar 2000 bis Ende März 2001 schwächte sich der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar um insgesamt 8% auf \$ 0,64 ab und erreichte damit beinahe sein Allzeittief von 1998. Der australische Dollar hatte bis Ende März dieses Jahres rund 23% eingebüßt und war auf einen Tiefstand von fast \$ 0,48 gesunken, während der Neuseeland-Dollar um knapp 25% fiel, mit einem Tiefpunkt von \$ 0,39 Mitte Oktober 2000. Das Tempo des Kursrückgangs der australischen und der neuseeländischen Währung war ganz außergewöhnlich. Der Kursverfall des kanadischen Dollars war ebenfalls überdurchschnittlich steil, aber nicht ganz so extrem.

Deutlicher Wertverlust der Dollarblock-Währungen

Zweifellos belasteten die größeren Wachstumsrückstände gegenüber den USA sowie die beträchtlichen Leistungsbilanzdefizite die Währungen der



kleineren und offeneren Volkswirtschaften Australiens und Neuseelands (Grafik V.11). Obwohl Australien im Jahr 2000 ein höheres Produktivitätswachstum verzeichnete als die USA (Kapitel II), ließen Marktkommentare zudem darauf schließen, daß das Land als Old Economy mit einem verhältnismäßig kleinen Informationstechnologiebereich angesehen wurde. Dies könnte ein Grund für die Schwäche seiner Währung und seines Aktienmarktes sein. Die Schwäche des kanadischen Dollars hingegen ist angesichts des kanadischen Leistungsbilanzüberschusses und des geringer werdenden Wachstumsgefälles gegenüber den USA schwieriger zu erklären. Die Rohstoffpreise, die seit langem als wesentlicher Bestimmungsfaktor für den kanadischen Dollar und noch mehr für den australischen Dollar und den Neuseeland-Dollar gelten, stiegen 1999 und 2000 zwar fast durchweg, gaben den Währungen allerdings keinerlei Unterstützung.

#### *Währungen aufstrebender Volkswirtschaften*

Die Entwicklung an den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften war im Berichtszeitraum durch zwei wesentliche Merkmale geprägt. Zum einen gaben mehrere Währungen nach einer Periode relativer Stabilität im Jahr 1999 im Verlauf des Jahres 2000 wieder nach. Zum anderen blieben die Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften trotz dieser Schwächephasen und vereinzelter Anspannungen weitgehend ruhig.

Abschwächung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber US-Dollar

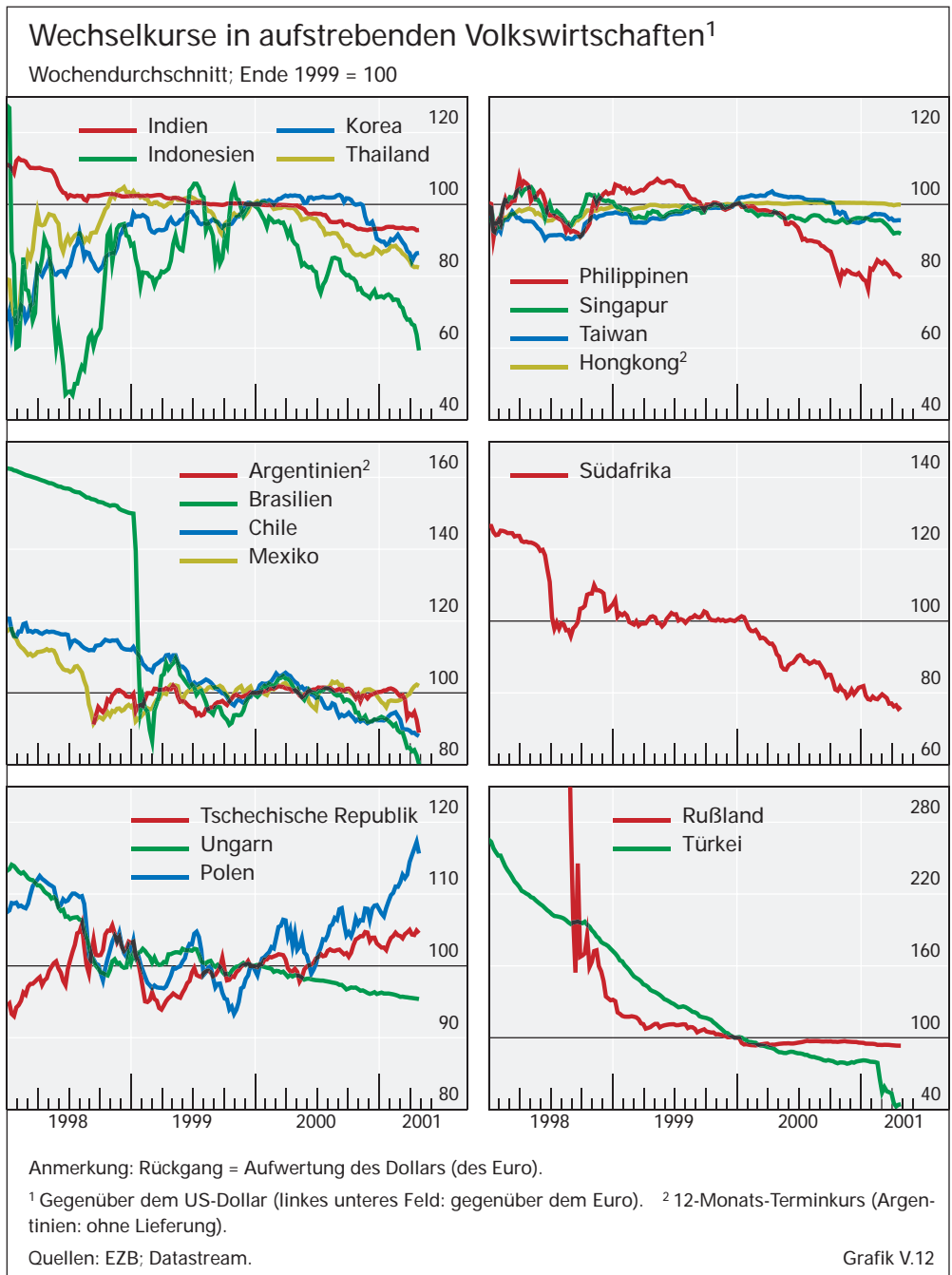
Eine Reihe asiatischer Währungen wertete im Jahr 2000 gegenüber dem US-Dollar ab (Grafik V.12), und zwar auch – wenngleich in geringerem Maße – auf realer effektiver Basis. Die Rupiah, der Baht und der philippinische Peso erlitten während des gesamten Jahres erhebliche Einbußen gegenüber dem Dollar, während der Won und der Neue Taiwan-Dollar fast das ganze Jahr über fest notierten, sich gegen Jahresende dann aber unterschiedlich stark abschwächten. In Lateinamerika drifteten der Real und der chilenische Peso im Jahr 2000 gegenüber dem Dollar in ähnlichem Tempo nach unten; Anfang 2001 beschleunigte sich allerdings der Kursrückgang des Real. In Afrika war der Rand 1999 gegenüber dem Dollar relativ stabil gewesen, im Jahr 2000 und Anfang 2001 geriet er dann aber in einen Abwärtstrend sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Euro.

Die meisten mittel- und osteuropäischen Währungen blieben gegenüber dem Euro vergleichsweise stabil. Die tschechische Krone festigte sich, während der Forint im Rahmen des gleitenden Wechselkursbandes geringfügig abwertete. Der Zloty gewann von Januar 2000 bis April 2001 insgesamt an Wert, wenngleich er nach der Freigabe des Wechselkurses im April 2000 sowohl gegenüber dem Euro als auch zum Dollar deutlich abgewertet hatte. Der Rubel war im Gegensatz zu 1999, als er sich gegenüber dem Dollar und dem Euro abgeschwächt hatte, im Jahr 2000 gegenüber dem Dollar bemerkenswert stabil und legte gegenüber dem Euro zu.

Bedeutung außenwirtschaftlicher Faktoren

Abgesehen von den binnenwirtschaftlichen Faktoren, die in Kapitel III ausführlich erörtert werden, standen die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften auch unter einer ganzen Reihe allgemeiner außenwirtschaftlicher Einflüsse. Diese hatten sich 1999 noch positiv ausgewirkt, doch in der Berichtsperiode waren sie weniger günstig. Die Abflachung der weltweiten



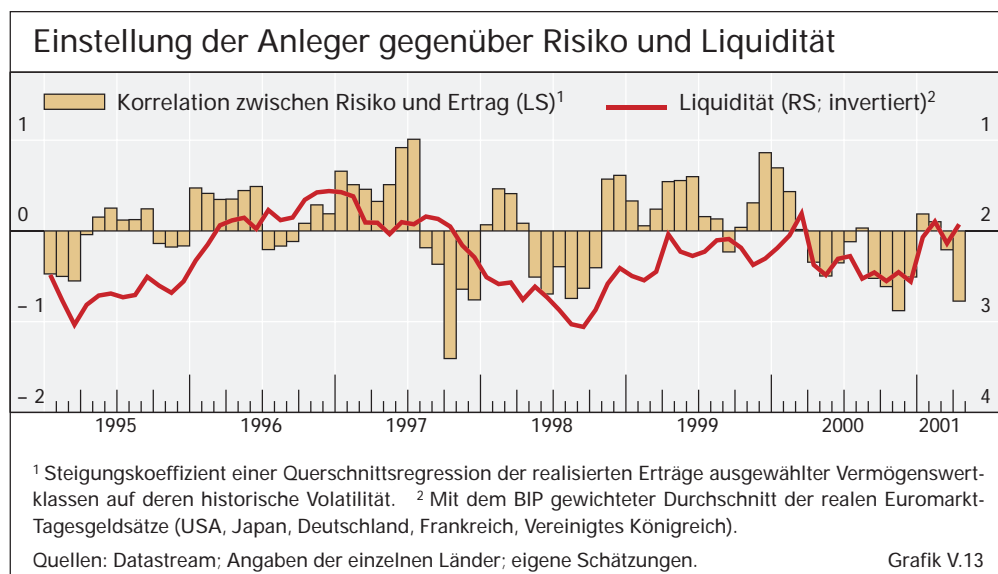


Nachfrage im Jahr 2000, die in vielen Ländern durch Preisauftriebstendenzen aufgrund der gestiegenen Ölpreise verschärft wurde, hatte insgesamt eine negative Wirkung auf die Binnenkonjunktur und die Leistungsbilanzen und somit auch auf die Landeswährungen. Die Wechselkurse wurden zudem – in unterschiedlichem Ausmaß – dadurch geprägt, daß ein Zusammenhang zwischen den Währungen und Aktienmärkten einzelner Länder einerseits und den US-Aktienmärkten andererseits bestand (Tabelle V.2). Der Rückgang der Aktienkurse in den USA im Verlauf des Jahres 2000, insbesondere der rasche Fall des Nasdaq, zog offenbar einige Währungen wie den Won, den chilenischen Peso und den Real in Mitleidenschaft. Es gibt allerdings keinen Nachweis dafür, daß die Korrelation zwischen Veränderungen des Wechselkurses gegenüber dem Dollar und den Nasdaq-Renditen vom Anteil des Hoch-

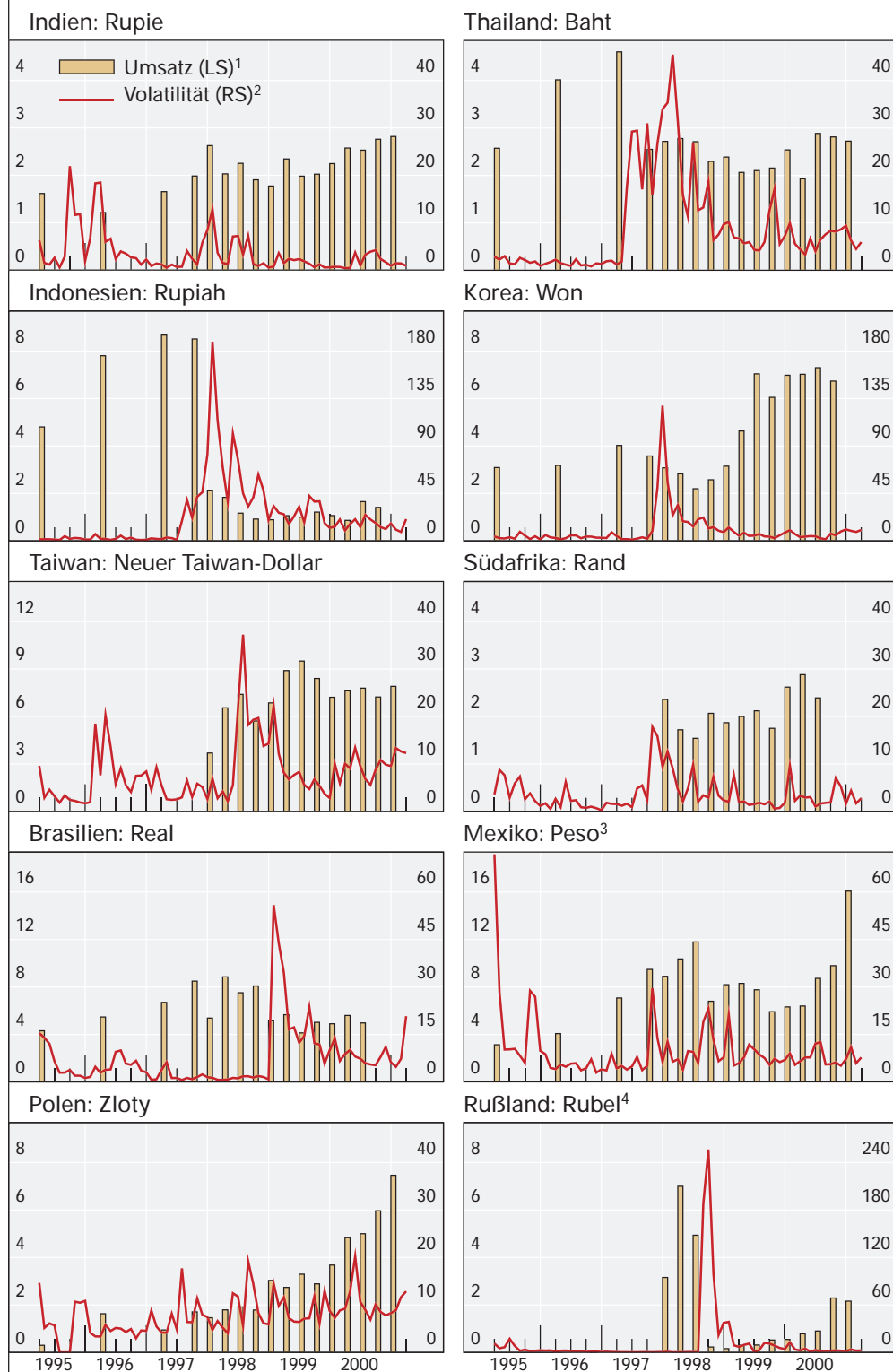
Aktienmärkte, Wechselkurse und Hochtechnologieexporte in aufstrebenden Volkswirtschaften			
	Aktienindizes <sup>1, 2</sup>	US-Dollar- Wechselkurse <sup>1</sup>	Hochtechnologie- exporte <sup>3</sup>
	Veränderung gegenüber Vorwoche (%)		Prozent
Asien <sup>4</sup>	0,38	0,10	41
Hongkong	0,54	0,03	30
Indien	0,37	-0,02	3
Indonesien	0,32	0,11	9
Korea	0,51	0,37	41
Philippinen	0,18	0,04	60
Singapur	0,34	0,08	77
Taiwan	0,39	0,08	50
Thailand	0,39	0,07	34
Lateinamerika <sup>4</sup>	0,42	0,15	19
Argentinien	0,34	-0,10	0,4
Brasilien	0,52	0,38	3
Chile	0,34	0,21	0,1
Mexiko	0,47	0,11	29

<sup>1</sup> Korrelationen gegenüber dem Nasdaq im Zeitraum Januar 2000 bis Mitte April 2001. <sup>2</sup> Auf US-Dollar-Basis. <sup>3</sup> Anteil an den Gesamtexporten der Volkswirtschaft in OECD-Länder. <sup>4</sup> Durchschnittliche Korrelation und Exportsumme der dargestellten Volkswirtschaften.  
Quellen: Datastream; International Finance Corporation; OECD; Angaben der einzelnen Länder.  
Tabelle V.2

technologiebereichs am Inlandsprodukt abhing. Veränderungen im Risikoverhalten der Anleger sowie der Fremdfinanzierungsmöglichkeiten im Laufe des Jahres 2000 dürften sich ebenfalls zum Nachteil der Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften ausgewirkt haben (Grafik V.13). Nettoabflüsse von Portfolioinvestitionen scheinen gegen Ende 2000 einige asiatische Währungen unter Druck gesetzt zu haben, insbesondere den Won (Kapitel III).



## Umsatz und Volatilität in aufstrebenden Volkswirtschaften



<sup>1</sup> Geschätzter inländischer Umsatz in Landeswährung gemäß Meldung der betreffenden Zentralbank; ohne Doppelzahlungen; pro Handelstag des gezeigten Monats (Mrd. US-Dollar). Südafrika, Brasilien, Mexiko: einschl. andere Währungen; Indonesien, Polen: auf Bruttobasis, 1995 und 1996 Jahresdurchschnitt; Thailand: 2. Halbjahr 1995 sowie 1996 Jahresdurchschnitt; Rußland: seit 1999 nur Interbankhandel. <sup>2</sup> Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar je Monat auf das Jahr hochgerechnet. <sup>3</sup> Seit Oktober 2000 Umsatz einschl. kleine Swaps. <sup>4</sup> Bruch in der Zeitreihe seit Oktober 2000 infolge Anstiegs der Anzahl berichtender Händler.

Quellen: Zentralbanken; Datastream; eigene Berechnungen.

Grafik V.14

Märkte nach wie vor weitgehend ruhig

Trotz der Abwertung einer Anzahl von Währungen blieben die Devisenmärkte in der Berichtsperiode, wie bereits fast das ganze Jahr 1999 hindurch, weitgehend ruhig. Die kurzfristige Volatilität war im allgemeinen weiterhin gering, und die Handelsumsätze legten leicht zu (Grafik V.14). Der Handel an Märkten, die infolge der Krise 1998 ausgetrocknet waren, wie z.B. Rußland, belebte sich wieder. Im Februar 2001 kam es allerdings in der Türkei zu einer plötzlichen und heftigen Krise. Als sich das System gleitender Paritätsanpassungen für die türkische Lira als nicht länger haltbar erwies, büßte die Währung gegenüber dem Dollar und dem Euro über 40% ein (Kapitel III). Bis zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Kapitels blieb die Krise aber auf die Türkei begrenzt.

Ankerfunktion des Wechselkurses

Daß die Türkei-Krise nicht auf andere Märkte überschwappte, ist vermutlich zwei Faktoren zuzuschreiben. Erstens dürfte die Ausbreitung der Turbulenzen dadurch gebremst worden sein, daß im Berichtszeitraum an den Devisenmärkten weniger offene Positionen eingegangen wurden und daß die internationalen Finanzmärkte inzwischen offenbar besser imstande sind, zwischen Schuldern unterschiedlicher Bonität zu differenzieren (Kapitel VI). Zweitens dürften die Devisenmärkte in den letzten Jahren widerstandsfähiger geworden sein, da die Wechselkurspolitik flexibler geworden ist, entsprechend dem Trend in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die Wechselkurse freier schwanken zu lassen und zur Eindämmung der Inflation eher neue geldpolitische Strategien einzusetzen (Kapitel III).

Wechselkurs- und Zinsvolatilität in aufstrebenden Volkswirtschaften <sup>1</sup>								
	Wechselkursvolatilität				Zinsvolatilität <sup>2</sup>		Verhältnis <sup>3</sup>	
	Jan. 1995–Dez. 1996		Juli 1999–März 2001		Jan. 1995– Dez. 1996	Juli 1999– März 2001	Jan. 1995– Dez. 1996	Juli 1999– März 2001
	bilateral <sup>4</sup>	effektiv <sup>5</sup>	bilateral <sup>4</sup>	effektiv <sup>5</sup>				
Hongkong	0,2	3,0	0,1	3,6	10,9	15,8	0,02	0,01
Indonesien	1,4	4,0	13,9	14,4	0,9	3,3	1,55	4,26
Korea	2,4	3,9	4,7	5,4	14,2	5,6	0,17	0,83
Philippinen	1,3	3,1	5,9	6,7	42,8	15,4	0,03	0,38
Singapur	1,9	2,5	2,7	3,3	46,1	35,7	0,04	0,08
Taiwan	2,0	3,2	2,1	3,4	24,2	6,6	0,08	0,32
Thailand	1,0	...	4,1	...	27,7	32,3	0,04	0,13
Argentinien	0,1	2,1	0,1	3,5	29,9	58,8	0,00	0,00
Brasilien	3,0	4,6	6,2	6,6	42,0	4,3	0,07	1,45
Chile	3,4	...	4,7	...	8,6	14,1	0,40	0,33
Mexiko	9,2	10,3	4,9	5,4	38,9	18,9	0,24	0,26
Polen	5,1	4,9	7,3	6,8	10,2	9,3	0,50	0,78
Tschechische Republik	3,0	3,0	4,1	3,9	7,9	3,6	0,38	1,12
Ungarn	4,1	4,0	2,2	2,2	4,8	6,9	0,85	0,32
Südafrika	4,3	...	5,9	...	5,7	3,4	0,77	1,77

<sup>1</sup> Berechnet als monatliche Standardabweichung der auf Jahresrate hochgerechneten Veränderungen gegenüber der Vorwoche in Prozent. <sup>2</sup> Der 3-Monats-Sätze (Brasilien: der Tagesgeldsätze). <sup>3</sup> Zwischen der Volatilität der bilateralen Wechselkurse und der Zinsvolatilität. <sup>4</sup> Gegenüber dem US-Dollar (Polen, Tschechische Republik, Ungarn: gegenüber dem Euro). <sup>5</sup> Handlungsgewichtet.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle V.3

Es gibt zwei statistische Anhaltspunkte dafür, daß die Wechselkurse nach der Asien-Krise flexibler geworden sind. Erstens war die Volatilität der Wechselkurse gegenüber ihrer wichtigsten Referenzwährung tendenziell etwas höher, sowohl auf absoluter Basis als auch im Vergleich zur Volatilität der kurzfristigen inländischen Zinssätze (Tabelle V.3). Zweitens ist die Volatilität der bilateralen Wechselkurse schneller gestiegen als die der nominalen effektiven Wechselkurse, obwohl die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften auf Dollarbasis weiterhin weniger variabel sind als auf nominaler effektiver Basis. Daher scheint der Einfluß des Dollars – obgleich dieser für die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika nach wie vor eine wichtige Rolle spielt – nunmehr etwas geringer zu sein als vor der Asien-Krise, der Einfluß der effektiven Wechselkurse hingegen größer.

Aber auch wenn die Wechselkurse flexibler sind als zuvor, ist einer Wechselkurssteuerung offenbar nicht völlig abgeschworen worden. Die Wechselkursvolatilität blieb im Jahr 2000 und Anfang 2001 niedrig, und zwar sowohl absolut als auch im Verhältnis zur Volatilität des Dollar/Yen- und des Euro/Dollar-Kurses.

### Liquidität an den Devisenmärkten

Die Frage, ob die Liquidität an den Devisenmärkten zurückgegangen war und, falls ja, welche Folgen dies haben könnte, stand im Berichtszeitraum erneut im Vordergrund. Allgemein gilt ein Markt dann als liquide, wenn große Transaktionen durchgeführt werden können, ohne daß dies die Preise nennenswert beeinflusst. Allerdings liegen keine Daten vor, die eine direkte Messung der Liquidität an den Devisenmärkten gemäß dieser Definition ermöglichen würden. Statt dessen werden üblicherweise andere Kennziffern herangezogen, die nur mittelbar Aufschluß darüber geben, ob ein Markt liquide ist oder nicht. Dazu zählen die Handelsvolumen als Hinweis auf die Markttiefe, die Geld-Brief-Spannen, die die Markttenge anzeigen, sowie die Volatilität, die allgemein als Risikomeßgröße gilt.

Ein erster Blick auf diese indirekten Liquiditätsmeßgrößen ergibt ein uneinheitliches Bild. Der Umsatz an den Devisenmärkten weltweit war im Jahr 2000 und Anfang 2001 Schätzungen zufolge immer noch deutlich niedriger als

Devisenmarktumsatz							
	Tagesumsatz in Mrd. US-Dollar					Veränderung im Jahresdurchschnitt in Prozent	
	1989	1992	1995	1998	2000 <sup>s</sup>	1989–98	1998–2000
Outright-Geschäfte insgesamt	590	820	1 190	1 500	1 100	11	-14
Kassageschäfte	350	400	520	600	450	6	-13
Termingeschäfte/ Swaps	240	420	670	900	650	16	-15

Quellen: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (für 2000); BIZ. Tabelle V.4

vor den Finanzmarkturbulenzen im Herbst 1998 (Tabelle V.4). Das wäre die erste Richtungsumkehr dieser Art, seit 1989 die erste umfassende Erhebung des Geschäfts an den Devisenmärkten durchgeführt wurde. Außerdem erhöhte sich in einigen Marktsegmenten die Volatilität. Diese beiden Entwicklungen könnten den Schluß nahelegen, daß die Märkte weniger liquide geworden sind. Die Spannen an den Devisenmärkten blieben jedoch eng, was wiederum auf keine Veränderung hindeutet.

Um sich ein genaueres Bild von der Marktliquidität zu machen, sollten diese Daten vor dem Hintergrund von drei wichtigen strukturellen Veränderungen an den Devisenmärkten in den letzten Jahren untersucht werden: dem Beginn der EWU, dem rasanten Wachstum des elektronischen Handels an den Interbankmärkten sowie der zunehmenden Konzentration im Bankensektor.

#### *Strukturwandel an den Devisenmärkten*

Auswirkungen der  
EWU

Der Beginn der EWU hat sich offenbar vor allem auf die Handelsumsätze ausgewirkt. Am 1. Januar 1999 fielen mit der Konsolidierung der 11 im Euro aufgegangenen Währungen auf einen Schlag etwa 8% der weltweiten Handelsumsätze weg, und diese Einbuße wurde nicht durch einen späteren Anstieg des Handels mit Euro im Vergleich zu seinen Vorgängerwährungen wettgemacht. Der Umsatzanteil des Euro gegenüber dem Dollar war im Jahr 2000 in London und Zürich anscheinend niedriger als der seiner Vorgängerwährungen, in Frankfurt und Tokio jedoch höher (Tabelle V.5). Der Euro/Yen-Markt blieb sehr klein, wie schon der DM/Yen-Markt 1998. In den letzten Jahren haben die Umsätze in Dollar/Pfund Sterling offenbar zu Lasten der Umsätze in Euro/Pfund Sterling zugelegt.

Hinsichtlich der Verengung der Geld-Brief-Spannen gibt es keine Anhaltspunkte dafür, daß die Einführung des Euro die Marktverhältnisse nennenswert verändert hat. Die Geld-Brief-Spannen am Euro/Dollar-Markt entsprachen 2000 weitgehend denen im Dollar/DM-Handel 1998. Dies schien auch bei Transaktionen mit Yen oder Schweizer Franken der Fall zu sein. Eine Ausnahme bildeten Geschäfte mit dem Pfund Sterling; hier waren die Spannen für das Währungspaar Euro/Pfund Sterling im Berichtszeitraum deutlich größer als

Umsatzanteile im Devisenhandel nach Währungen <sup>1</sup>								
	Vereinigtes Königreich		Japan		Deutschland		Schweiz	
	April 1998	April 2000	April 1998	2. Q. 2000	April 1998	April 2000	April 1998	Juli 2000
Anteil am gesamten inländischen Devisenhandel in Prozent								
Euro <sup>2</sup> /Dollar	22	28	7	13	52	65	21	15
Dollar/Yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dollar/Pfund Sterling	14	33	3	...	4	2	5	11
Euro <sup>2</sup> /Pfund Sterling	3	2	0	...	3	3	2	0
Euro <sup>2</sup> /Yen	2	1	4	3	2	4	2	1

Anmerkung: Für das Jahr 2000 informelle Schätzungen.  
<sup>1</sup> Kassa-, Termin- und Swapgeschäfte. <sup>2</sup> April 1998: D-Mark.  
 Quelle: BIZ. Tabelle V.5

Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten <sup>1</sup>			
	Dollar/Yen	Euro <sup>2</sup> /Yen	Euro <sup>2</sup> /Dollar
1980–89	10,2	7,3	10,9
1990–99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000–1. Q. 2001	9,6	16,7	13,4

<sup>1</sup> Monatliche Standardabweichung der auf Jahresrate hochgerechneten täglichen Renditen. <sup>2</sup> Vor 1999: D-Mark.  
 Quellen: EZB; eigene Berechnungen. Tabelle V.6

1998 für Pfund Sterling/D-Mark. Ferner deutet nichts darauf hin, daß sich die kurzfristigen Wechselkursschwankungen des Euro wesentlich von jenen der D-Mark vor 1999 unterscheiden (Tabelle V.6).

Die zweite bedeutende strukturelle Änderung besteht im wachsenden Anteil des elektronischen Handels am Interbankmarkt, der auf Kosten des Direkt- und des Telefonhandels geht. Im Jahr 2000 wurden 85–95% des Interbankhandels in den wichtigsten Währungen über elektronische Handelsplattformen abgewickelt, verglichen mit rund 50% im Jahr 1998 und 20–30% im Jahr 1995. Zwei Makler – EBS und Reuters – dominieren zur Zeit dieses Marktsegment, wobei EBS vor allem den Handel mit Dollar, Euro, Yen und Schweizer Franken abdeckt und Reuters hauptsächlich Transaktionen in Pfund Sterling. Bei den traditionellen Handelsformen mußten die Marktteilnehmer oft mehrere Transaktionen durchführen, um sich ein Bild von den Marktkursen zu machen; die elektronischen Handelssysteme hingegen stellen den Händlern – entsprechend den betreffenden Kreditlimits der Händler und ihrer Kontrahenten – automatisch die jeweils besten Kurse. Infolgedessen schließen die Devisenhändler tendenziell weniger Transaktionen ab, und die Umsätze sind zurückgegangen. Zugleich hat die Ausweitung des elektronischen Handels, der kostengünstiger ist als herkömmliche Handelsformen, zu einer beträchtlichen Verringerung der Geld-Brief-Spannen am Interbankmarkt geführt.

Wachsende Bedeutung des elektronischen Handels

Die dritte strukturelle Veränderung ist der fortdauernde Trend einer Konzentration im Bankensektor. Diese wirkt sich unmittelbar auf die Umsätze aus, denn die Zahl der Devisenhändler ist in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen. Zusammen mit der Ausweitung des elektronischen Handels hat die Konsolidierung außerdem dazu geführt, daß heute viel weniger Banken für eine breite Palette von Währungspaaren Geld- und Briefkurse stellen. Es gibt derzeit höchstens noch 20 Institute, die solche Dienstleistungen für alle Währungen anbieten können, deutlich weniger als Mitte der neunziger Jahre. Die Auswirkungen der Konsolidierung auf die Handelsumsätze sind in den letzten Jahren noch dadurch verstärkt worden, daß Angaben zufolge Marktmacherkapital abgezogen wurde und weniger Positionen eingegangen wurden sowie auch die Anzahl und das Umsatzvolumen der Marktteilnehmer, insbesondere von Makro-Hedge-Fonds, rückläufig waren. Allerdings ist schwer

Konzentration im Bankensektor



zu erkennen, ob und wie diese Veränderungen die Geld-Brief-Spannen oder die Wechselkursvolatilität beeinflusst haben.

Bisher keine  
nennenswerte  
Veränderung der  
Marktliquidität

Die Beurteilung der bisherigen Gesamtwirkung dieser Strukturveränderungen auf die Marktliquidität ist nicht einfach. Die vorliegenden Daten zu Umsätzen, Geld-Brief-Spannen und Volatilität sowie Marktkommentare deuten darauf hin, daß die Euro-Einführung keine nennenswerte Veränderung der Marktliquidität mit sich gebracht hat. Der zunehmende Anteil des elektronischen Handels hat zwar zweifellos die Umsatzvolumina und die Spannen verringert, der Einfluß dieser Entwicklung auf die Liquidität ist aber anscheinend weniger eindeutig. Ebenso ist es schwierig, eine nennenswerte Auswirkung der Konsolidierung im Bankensektor auf die Liquidität festzustellen. Die beiden letztgenannten Entwicklungen haben aber offenbar doch zwei Folgen gehabt. Zum einen scheint der Interbankmarkt heute effizienter zu sein als Mitte der neunziger Jahre. Zum anderen haben die engeren Geld-Brief-Spannen und die daraus resultierenden Einnahmeeinbußen dazu geführt, daß weniger Mittel für das Marktmachergeschäft bereitgestellt wurden. Diese Entwicklungen legen nahe, daß die strukturellen Veränderungen die Liquidität unter normalen Marktbedingungen, wie z.B. während der Berichtsperiode, sogar erhöht haben dürften. Eine offene Frage bleibt allerdings, ob diese Veränderungen die Möglichkeiten bzw. die Bereitschaft der Marktteilnehmer, in Zeiten angespannter Marktverhältnisse Liquidität bereitzustellen, weiter eingeschränkt haben.

Blick in die Zukunft

Was die Zukunft betrifft, so bringen die Ausweitung des elektronischen Handels und die Bankenkonzentration am Interbankmarkt eine Neuausrichtung der Aktivitäten zugunsten des Kundengeschäfts mit sich. Diese Entwicklung ist bereits in der zunehmenden Nutzung automatisierter Handelsplattformen im Bankkundengeschäft sichtbar; damit werden gewissermaßen die Vorteile des elektronischen Handels für dieses Geschäftsfeld nutzbar gemacht. Zwei Unternehmen, Cognotec und Currenex, sind gegenwärtig in diesem Marktbereich tätig, und zwei Wettbewerber befinden sich kurz vor ihrem Markteintritt, nämlich Atriax, hinter dem Reuters und drei der größten Geschäftsbanken stehen, sowie FXall, das von einem Konsortium anderer bedeutender Kreditinstitute getragen wird. Wie diese Entwicklungen die Marktliquidität in Zukunft beeinflussen könnten, ist eine weitere offene Frage.

## VI. Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Im vergangenen Jahr fand an den Finanzmärkten ein Richtungswechsel statt. An den bedeutenden Aktienmärkten der Welt endete eine außergewöhnliche 5jährige Hausse mit einem Kursverfall, der sich rückblickend als das Schrumpfen einer weltweiten Preisblase bei den Vermögenswerten erwies. Die Märkte mit den stärksten Kursanstiegen verzeichneten meist auch die massivsten Einbrüche; am ausgeprägtesten war dieses Muster von Aufstieg und Fall an den Märkten für Technologiewerte. An den Anleihemärkten weiteten sich die Renditenabstände nach ihrer Verringerung 1999 im vergangenen Jahr wieder aus. Von dieser Umkehr in der Kursentwicklung waren auch die aufstrebenden Volkswirtschaften betroffen; insbesondere in Asien und Lateinamerika vergrößerten sich die Renditenaufschläge für Staatsanleihen, und die Aktienkurse gaben nach. Die Lockerung der US-Geldpolitik in den ersten Monaten 2001 ließ die Renditedifferenzen wieder enger werden, bewirkte aber an den Aktienmärkten nur eine zögerliche Erholung. Die unsicheren Gewinnaussichten ließen die Frage offen, ob die Aktienkurskorrektur abgeschlossen war.

Die Kurseinbrüche im Jahr 2000 stellen weitgehend eine Korrektur von Übertreibungen dar, die eine Folge des bis dahin herrschenden Optimismus hinsichtlich der Unternehmensgewinne gewesen waren. Im Technologiebereich tat sich eine immer größere Lücke zwischen Aktienkurssteigerungen und Gewinnwachstum auf. Als die Stimmung der Anleger umschlug, fielen die Technologieaktienindizes in verschiedenen Ländern zugleich und unabhängig von der unterschiedlichen Ertragslage einzelner Unternehmen. An den Finanzmärkten hatten die Telekommunikationsunternehmen umfangreiche Mittel aufgenommen, als ihre Gewinnaussichten gut schienen, aber die Bereitschaft der Anleger, diese Mittel zur Verfügung zu stellen, wich bald der Besorgnis über die hohe Verschuldung. Zwar spielten das langsamere Wachstum der Weltwirtschaft und die sich verschlechternden Aussichten für die Unternehmensgewinne bei den Markteinbrüchen zweifellos eine Rolle, bemerkenswert war aber, daß sich viele dieser heftigen Kursausschläge nicht eindeutig durch neue Informationen über Fundamentaldaten erklären ließen.

Die Aktien- und Anleiheemissionen von Schuldern mit höherem Risiko, insbesondere Technologieunternehmen, verlangsamten sich im zweiten Halbjahr 2000 deutlich gegenüber dem rasanten Tempo des ersten Halbjahres. Diese Schuldner nahmen vermehrt den Geldmarkt in Anspruch, wo die Zinsaufschläge nicht so stark anstiegen. Unternehmen mit hoher Bonität blieben jedoch an den Primärmärkten aktiv. Da das Angebot an Staatspapieren abnahm, wandten sich die Anleger, die bei sich verschärfenden Kreditkonditionen Sicherheit anstrebten, erstklassigen Wertpapieren zu (z.B. von

„Fannie Mae“ und „Freddie Mac“, d.h. der Federal National Mortgage Association und der Federal Home Loan Mortgage Corporation in den USA).

Ungeachtet der allgemeinen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen versuchten die Anleger, die sich in aufstrebenden Volkswirtschaften engagierten, unter den potentiellen Schuldnern nach Kreditrisiko zu differenzieren. Offenbar wollten jedoch jene, die als kreditwürdig eingestuft wurden, meist gar keine Mittel aufnehmen. Anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse begrenzten die Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen. Da die Länder Asiens sowie die ölexportierenden Länder Einlagen in Rekordhöhe tätigten, überstiegen im Jahr 2000 die Nettozuflüsse der an die BIZ berichtenden Banken aus den Entwicklungsländern insgesamt sogar die tilgungsbedingten Nettokapitalabflüsse während der Finanzkrisen 1997–99.

Trotz heftiger Preisausschläge funktionierten die Finanzmärkte in der jüngsten Phase sich verschlechternder Finanzierungsbedingungen reibungslos. Anfang 2000 hatte der Prozeß der Anpassung an ein sinkendes Angebot von Staatspapieren am Primärmarkt Besorgnis darüber geweckt, wie einige der wichtigsten Märkte, insbesondere der US-Markt für festverzinsliche Instrumente, funktionieren würden. Solche Bedenken schwanden im zweiten Halbjahr. Die Anleger gewöhnten sich daran, für Absicherungs-, Preisfindungs- und weitere Zwecke, für die bisher im allgemeinen Staatspapiere verwendet worden waren, private Instrumente wie Zinsswaps einzusetzen.

## Aktienmärkte

### *Übersteigerte Vermögenspreise oder Fundamentalfaktoren*

Von April 2000 bis ins erste Quartal 2001 war ein allgemeiner deutlicher Kursrückgang an den internationalen Aktienmärkten zu verzeichnen. Einen vergleichbaren Kursverfall hatte es im Jahre 1990 gegeben, als die Weltwirtschaft das letzte Mal in eine Rezession geraten war. Allerdings hatten die Kursverluste jeweils grundlegend andere Ursachen. Im August und September 1990 fiel der MSCI World Index um 21%. Diese Verluste dürften damals auf die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten zurückzuführen gewesen sein, und zwar in erster Linie auf den Schock, den die Verdoppelung der Ölpreise nach der irakischen Invasion in Kuwait verursacht hatte. In der jüngsten weltweiten Aktienbaisse gab der MSCI World Index von April 2000 bis März 2001 um 23% nach. Diesmal schienen die Verluste aber eher dem Schrumpfen einer weltweiten Kursblase an den Aktienmärkten zu entsprechen als einem in erster Linie durch gesamtwirtschaftliche Entwicklungen ausgelösten Einbruch. Dennoch wurden Zeitpunkt und Ausmaß des Kursrückgangs zweifelsohne durch das sich wandelnde gesamtwirtschaftliche Umfeld bestimmt.

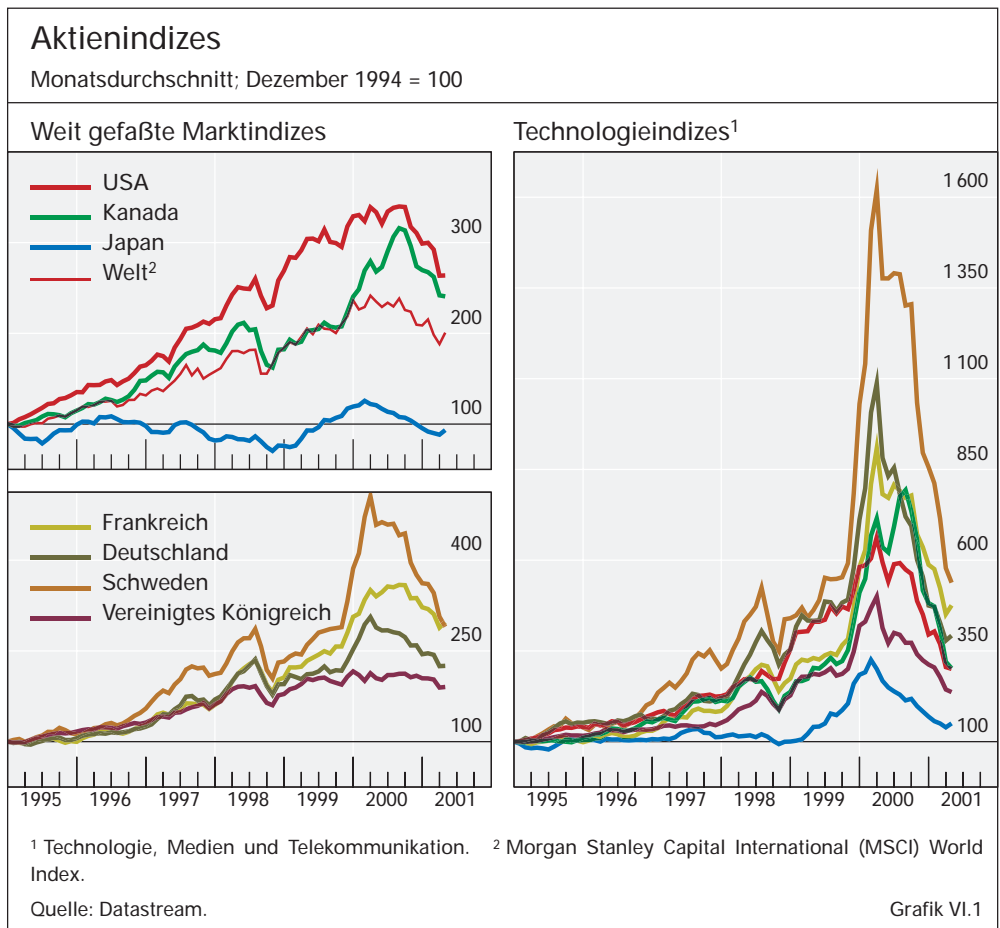
Die These, daß es sich um eine weltweite Blase an den Aktienmärkten handelte, wird durch die Tatsache erhärtet, daß mehrere Märkte zunächst eine längere Phase mit außergewöhnlichen Kursanstiegen erlebten, auf die dann überall fast gleichzeitig ein Kursverfall folgte (Grafik VI.1). Diese parallel verlaufenden Kursbewegungen kamen trotz etwas divergierender gesamtwirtschaftlicher Eckdaten zustande. Der S&P 500 verdreifachte sich in

Kursverfall an den Aktienmärkten 2000 ähnlich wie 1990 ...

... aber aus anderen Gründen

Außergewöhnliche Kursanstiege ...

... gefolgt von plötzlichem Kurseinbruch



den fünf Jahren bis zum März 2000. Die spektakulärsten Gewinne wurden an der Stockholmer Börse erzielt; der dortige Index legte im gleichen Zeitraum knapp um das Fünffache zu. Mit Gewinnen zwischen 150% und 250% lagen die Märkte in Paris, Amsterdam, Frankfurt und Toronto dicht dahinter. Die Kursanstiege schienen vor allem durch eine sich gegenseitig verstärkende Wirkung von Anlegeroptimismus und Herdenverhalten bedingt. Im März, auf dem Höhepunkt der Entwicklung, lag der Kurs der US-Aktien im Durchschnitt um das 33fache über dem tatsächlich erzielten Gewinn je Aktie, ein noch nie dagewesenes Kurs/Gewinn-Verhältnis. Im Frühjahr 2000 begannen die Kurse an all diesen weit gefaßten Märkten nachzugeben; dabei waren die stärksten Rückgänge in der Regel an jenen Märkten zu verzeichnen, an denen es zuvor zu den deutlichsten Anstiegen gekommen war.

Am auffälligsten verliefen der Anstieg und der nachfolgende Fall bei den Technologiewerten. Während des lange anhaltenden Kursanstiegs dieser Werte hatten die Marktanalysten die hohen Bewertungen mit Prognosen eines sich beschleunigenden Gewinnwachstums gerechtfertigt. Einige Marktbeobachter hatten außerdem ins Feld geführt, daß der Technologiebereich gegenüber einer konjunkturellen Verlangsamung oder einem Anstieg der Zinsen weitgehend immun sei. Diese Prognosen erwiesen sich jedoch als unbegründet, denn das Gewinnwachstum hatte nie mit den Kurssteigerungen Schritt halten können, so daß die Kurs/Gewinn-Verhältnisse immer höher wurden. Bei den US-Technologiewerten stiegen die Kurse fünf Jahre lang fast

Bei Technologiewerten Gewinnwachstum hinter Kursanstieg zurück

fünffmal so rasch wie die Gewinne (Tabelle VI.1). In den europäischen Ländern war der Unterschied noch größer. Im Vereinigten Königreich festigten sich die Kurse sogar bei sinkenden Gewinnen. Zudem begannen die Aktienkurse ihren Abstieg nach einer Phase steigender Zinsen, und bei den ersten Anzeichen eines konjunkturellen Abschwungs verlangsamte sich das Gewinnwachstum im Technologiebereich. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis gab zwar nach, dies war jedoch – wie meistens – eher auf sinkende Aktienkurse als auf steigende Gewinne zurückzuführen.

Bemerkenswert war, daß Zeitpunkt und Ausmaß des Kursverfalls bei den Technologiewerten überall ähnlich waren. Bei den meisten Werten begann der Rückgang im März oder April 2000. In der Regel belief er sich bis März 2001 auf 50–70%, und dies trotz der sehr unterschiedlichen Gewinnsteigerungen in den einzelnen Ländern (Tabelle VI.1). Diese synchronen Kursbewegungen lassen sich nicht vollständig durch fundamentale Gemeinsamkeiten der Bedingungen im Technologiebereich der einzelnen Länder erklären. Sie spiegeln eher den hohen Unsicherheitsgrad in der Bewertung wider, der die Anleger dazu veranlaßt haben mag, nach quantitativen Richtgrößen an anderen Aktienmärkten zu suchen. Dabei scheint der Nasdaq-Index, der führende Index bei den Technologiewerten, die wichtigste Ankerrolle gespielt zu haben. Als es aufgrund eines generell nachlassenden Gewinnwachstums keine Anhaltspunkte für einen weiteren Anstieg mehr zu geben schien, fielen daher die meisten Technologieindizes parallel zum Nasdaq.

Diese Ausrichtung auf eine quantitative Richtgröße erklärt, warum die europäischen Aktienmärkte den US-Märkten im vergangenen Jahr trotz einiger Divergenzen im gesamtwirtschaftlichen Umfeld auf ihrem Weg nach unten folgten. Die zahlreichen von europäischen Unternehmen vorgenommenen transatlantischen Fusionen und Übernahmen der letzten Jahre haben zwar eine Verbindung zwischen der Ertragslage europäischer Firmen und dem Wirtschaftsumfeld in den USA hergestellt, doch scheint die Korrelation der Renditen zwischen den Aktienmärkten in Europa und den USA größer gewesen zu sein, als sich durch gesamtwirtschaftliche Eckdaten allein erklären ließe.

Nasdaq als Richtgröße angesichts Unsicherheit in der Bewertung

Kurs/Gewinn-Verhältnis, Kursänderungen und Gewinnwachstum von Technologieaktien							
	Kurs/Gewinn-Verhältnis			Veränderung in Prozent			
	März 1995	März 2000	März 2001	März 1995–März 2000		März 2000–März 2001	
				Kurse	Gewinne	Kurse	Gewinne
Schweden	34,5	120,8	19,1	1 217	276	–65	124
Deutschland	16,9	63,3	30,4	909	169	–64	–24
Frankreich	11,3	63,8	21,0	804	60	–49	55
Italien	12,8	56,0	26,1	732	90	–44	19
Niederlande	14,7	64,6	33,0	654	71	–58	–18
Kanada	20,4	59,0	14,7	586	137	–53	88
USA	19,2	53,2	24,7	509	120	–55	– 2
Vereinigtes Königreich	15,4	72,1	36,0	352	–3	–49	2
Japan	57,3	169,3	89,3	254	20	–55	–15

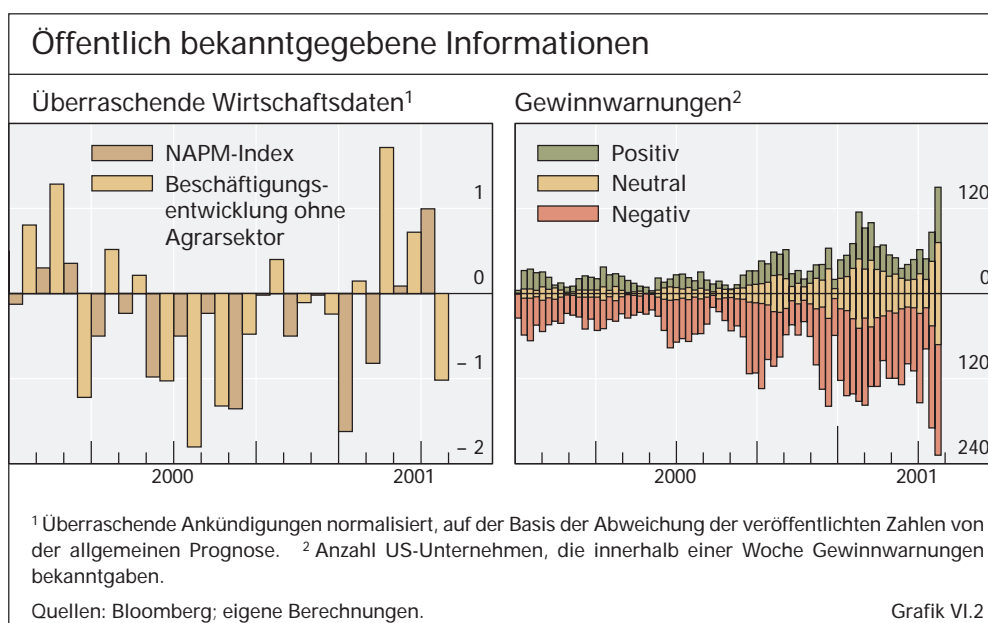
Quellen: Datastream; eigene Berechnungen. Tabelle VI.1

## Informationen und Aktienkurse

Der jüngste Kursverfall an den Aktienmärkten erfolgte nicht von heute auf morgen, sondern erstreckte sich über mehrere Monate. Dabei erfolgten die Kursrückgänge größtenteils in zwei Runden. Die erste fand im April und Mai 2000 statt, die zweite begann im September 2000 und zog sich – mit einer kurzen Unterbrechung im Januar – über das gesamte erste Quartal 2001 hin. Beide Male konzentrierten sich die Marktteilnehmer weltweit auf jene Informationen, die ihrer Einschätzung nach einen Einfluß auf die US-Geldpolitik ausüben konnten, wobei die Wirkung auf den Nasdaq-Index im Vordergrund stand. Die beiden Phasen unterschieden sich jedoch klar darin, inwieweit öffentlich verfügbare Informationen zur Erklärung spezifischer täglicher Kursbewegungen herangezogen werden konnten.

Am auffallendsten im Zusammenhang mit der ersten Runde von Kursrückgängen war das Fehlen von erkennbaren und wesentlichen neuen Informationen, die einen solch plötzlichen Kurseinbruch hätten rechtfertigen können. In dieser Hinsicht war das Geschehen mit den weltweiten Kursstürzen im Oktober 1929 und im Oktober 1987 vergleichbar. In den ersten Monaten des Jahres 2000 wiesen die meistbeachteten gesamtwirtschaftlichen Indikatoren, wie beispielsweise die Beschäftigungsentwicklung in den USA außerhalb der Landwirtschaft, auf ein unvermindert starkes US-Wirtschaftswachstum hin (Grafik VI.2). Dies ließ Unsicherheit darüber aufkommen, inwieweit die Geldpolitik gestrafft werden würde, und führte mit zunehmender Nervosität des Marktes über die Bewertungen zu einer verstärkten Volatilität. Aber erst Anfang April 2000 begann der Technologiebereich insgesamt seine Talfahrt. Der Auslöser hierfür war anscheinend ausschließlich ein Stimmungsumschwung bei den Anlegern. Eine Ausnahme bildete der 14. April, als der Nasdaq-Index nach der Veröffentlichung von Verbraucherpreisdaten um 10% fiel. Der Markt erholte sich jedoch innerhalb einer Woche, obwohl keine neuen makroökonomischen Daten bekannt wurden. Offenbar wegen des wachsenden

Kursrückgänge durch keine neuen Informationen erklärbar





Anlegerpessimismus angesichts des Ausbleibens positiver Wirtschaftsnachrichten fiel der Nasdaq-Index in den Monaten April und Mai um insgesamt fast 20%.

Märkte durch Gewinnwarnungen stark belastet

Bei der zweiten Runde der Kursrückgänge sind die Informationen, die das Marktgeschehen beeinflussten, leichter zu erkennen. Die Runde begann im September, als immer mehr börsennotierte US-Unternehmen Warnungen abgaben, daß die Gewinneinschätzungen der Analysten zu hoch gegriffen gewesen waren. In den darauffolgenden Monaten wurden immer schwächere US-Wirtschaftsdaten bekannt, und das am 2. Januar 2001 vom Verband der Einkaufsmanager (NAPM) veröffentlichte Umfrageergebnis signalisierte schließlich, daß sich die Konjunktur sogar viel schneller abschwächte, als ursprünglich angenommen worden war. Immer mehr Unternehmen korrigierten ihre Gewinnprognosen nach unten, und die Anleger mußten allmählich zur Kenntnis nehmen, daß zwischen den Erträgen einzelner Unternehmen und den Ergebnissen der Gesamtwirtschaft ein Zusammenhang bestand. Sowohl die engen Technologieindizes als auch die weiter gefaßten Märkte gaben stetig nach. Von September bis Jahresende fiel der Nasdaq-Index um 42%, und der MSCI World Index gab um 13% nach. Am 3. Januar 2001 begannen sich die Märkte zu erholen, als die Federal Reserve die Marktteilnehmer mit einer Senkung ihrer Notenbankzinsen um 50 Basispunkte überraschte. Der Nasdaq-Index legte um 14% zu; dies war der größte je an einem einzigen Tag verzeichnete Anstieg in der Geschichte des Index. Allerdings war diese Erholung trotz weiterer Senkungen der US-Notenbankzinssätze nur von kurzer Dauer. Angesichts der schwer auf den Märkten lastenden Gewinnwarnungen gaben die Aktienkurse im Februar und März erneut nach.

Anleger nach wie vor optimistisch

Im April 2001 löste eine scheinbar unwichtige Nachricht einen zweiwöchigen Kursanstieg aus, der einen unterschweligen Optimismus hinsichtlich der Ertragsaussichten der Unternehmen erkennen ließ. Zu Monatsbeginn ließ die Bekanntmachung eines großen PC-Herstellers, er habe seine Gewinnerwartungen erfüllt, an einem einzigen Tag den Nasdaq um 9% und den S&P 500 um über 4% hochschnellen. Ein paar Tage später verstärkte eine überraschende Leitzinssenkung der Federal Reserve den Kursanstieg noch. Nach zwei Wochen hatte der Nasdaq 33% zugelegt, der S&P 500 14%. Durch diesen Kursanstieg erhöhten sich die Bewertungen für den S&P 500 auf das 27fache der tatsächlich erzielten Gewinne, ein Kurs/Gewinn-Verhältnis, das beinahe doppelt so hoch war wie der langjährige Durchschnitt. Noch euphorischer war die Stimmung bei den Nasdaq-Titeln, deren Kurs/Gewinn-Verhältnis im Vergleich zum S&P 500 sechsmal höher war.

### *Die Aktienbörse in Tokio und die japanischen Banken*

Unter den wichtigsten internationalen Börsen bildete Tokio die auffallendste Ausnahme von der fünfjährigen Aktienhausse. Der Tokioter Markt war bis ins Jahr 1998 schwach geblieben (Grafik VI.1) und schloß sich dem weltweiten Trend erst 1999 an. Wie andere bedeutende Märkte profitierte Tokio von einem sehr dynamischen Technologiebereich. Einen weiteren starken Schub lieferte die Entwicklung im Bankensektor. Die 1999 von der japanischen Regierung auf 15 Großbanken verteilte Finanzspritze in Höhe von ¥ 7,5 Bio. wurde von den Marktteilnehmern als Zeichen dafür gewertet, daß jetzt ernsthafte

Entwicklung im Bankensektor ...



Anstrengungen unternommen wurden, um das schwache Bankensystem zu stärken. Ausländische Anleger werteten dies ebenfalls positiv, wie an den erheblichen Portfoliozuflüssen aus dem Ausland zu erkennen war. Große Bankenzusammenschlüsse unterstützten den Aufwärtstrend.

Noch vor dem Rückgang an anderen Börsen begann der Tokioter Markt im Jahr 2000 wieder nachzugeben. Ebenso wie bei der nachfolgenden ersten Verkaufswelle am US-Markt war nicht ohne weiteres erkennbar, welche Informationen den Kursverfall am Jahresanfang ausgelöst haben könnten. Erst im Mai wurde in Japan der Einfluß des US-Marktes deutlich, als die Kurse im Technologiesegment parallel zum Nasdaq-Index markant zurückgingen und ausländische Anleger zu verkaufen begannen. Im Sommer belasteten offenbar die von der japanischen Finanzaufsichtsbehörde veröffentlichten Schätzungen über die notleidenden Kredite japanischer Banken den Markt. Im Oktober verstärkte sich der Verkaufsdruck mit dem Konkurs der Lebensversicherungsgesellschaft Chiyoda Seimei und dem anhaltenden Sinken des Nasdaq. Die Schwäche des Tokioter Marktes erschwerte den japanischen Banken die Liquiditätsbeschaffung durch den Verkauf ihrer Überkreuzbeteiligungen sowie die Realisierung ausreichender Kursgewinne, um die Abschreibung notleidender Kredite ausgleichen zu können. Zu Beginn des Jahres 2001 erwog die japanische Regierung, diese Anteile von den Banken zu erwerben, damit sich der gewünschte Abbau der Überkreuzbeteiligungen nicht verzögerte. Die faktische Rückkehr zur Nullzinspolitik im März sowie die Wahl Koizumis zum Premierminister im April verliehen dem Markt neuen Auftrieb.

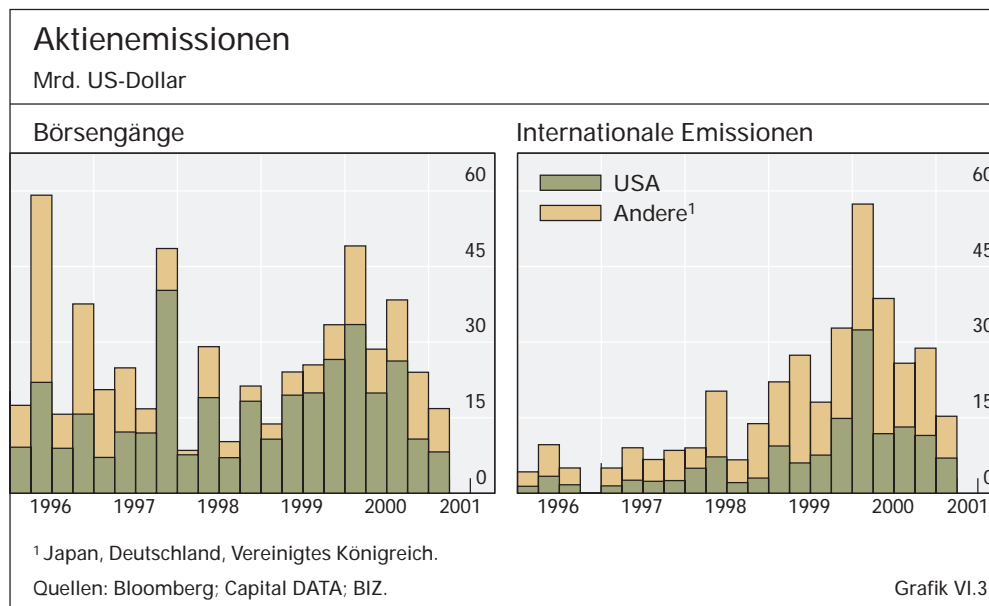
... als wichtiger  
Einflußfaktor für  
den Markt in Tokio

#### *Auswirkungen auf die Realwirtschaft*

Das Schrumpfen der Kursblase an den internationalen Technologiemarkten hat sich auf die Realwirtschaft bereits spürbar ausgewirkt. So waren insbesondere die durch die Kapitalbeschaffungskosten bedingten Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit unmittelbar erkennbar. Besonders betroffen waren neu gegründete Unternehmen im Technologiebereich, die ihr Kapital hauptsächlich über ein erstmaliges öffentliches Zeichnungsangebot beschafft hatten. Die Mittelaufnahme aus solchen Börsengängen in den USA, Japan, Deutschland und dem Vereinigten Königreich fiel vom Beinahe-Rekordbetrag von \$ 49 Mrd. im ersten Quartal 2000 auf \$ 29 Mrd. im zweiten und gab im ersten Quartal 2001 weiter nach (Grafik VI.3). Die von US-Unternehmen angekündigten internationalen Aktienemissionen gingen im Verhältnis sogar noch stärker zurück; jene von Nicht-US-Unternehmen hingegen hielten sich für ein weiteres Quartal noch auf einem hohen Niveau. Einige Jungunternehmen profitierten von der leichten Kurserholung im Sommer, so daß die Börsengänge vorübergehend wieder deutlich zunahmen.

Auswirkungen auf  
die Investitionen  
bereits sichtbar

Über die Betriebsrentenversicherungsprogramme mit Leistungsprimat sowie die Aktienoptionsprogramme von US-Unternehmen wirkte sich die Baisse an den Aktienmärkten auch auf die ausgewiesenen Erträge und Cashflows der Unternehmen aus. 1998 und 1999 waren die Unternehmensgewinne dadurch überzeichnet worden, daß die an den Aktienmärkten erzielten Kursgewinne zu einer überhöhten Finanzmittelausstattung solcher Betriebsrentenversicherungsprogramme führten, die von den Unternehmen als Ertrag ausge-



Niedrigere Steuern durch Abgabe von Aktienoptionen

wiesen werden konnte. Infolge des Marktrückgangs im Jahr 2000 versiegte für viele Unternehmen diese Ertragsquelle, und weitere Kursverluste könnten sogar zu einer Deckungslücke bei den Rentenrückstellungen führen, die sich im Aufwand niederschlagen würde. Gleichzeitig waren die Technologieunternehmen immer mehr dazu übergegangen, ihren Mitarbeitern Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung abzugeben. In den USA gab die Ausübung dieser Optionen den Unternehmen die Möglichkeit, ihre Steuerlast zu mindern und damit ihren Cash-flow zu erhöhen; allerdings wurden die Anteilswerte der Altaktionäre dadurch verwässert. Bei einigen größeren Technologieunternehmen betrug der so realisierte Steuergewinn bis zu 60% des aus dem operativen Geschäft erwirtschafteten Cash-flows. Bei den gegenwärtigen Aktienkursen wird ein Großteil dieser Optionen jedoch nicht ausgeübt werden, so daß sich die betroffenen Unternehmen nunmehr höheren Steueraufwendungen gegenübersehen, obwohl ihre Umsätze rückläufig sind und ihre Lagerhaltungskosten steigen.

Verbraucherstimmung, Arbeitslosigkeit und Aktienmarkt				
		Geschätzter Effekt <sup>1</sup>		
		1992-94	1995-97	1998-2001
Nasdaq-Rendite US-Arbeitslosenquote		Verbraucherstimmung in den USA		
		-0,081	0,181	0,133*
CAC-40-Rendite Arbeitslosenquote in Frankreich		-0,715*	-0,482	-0,379
		Verbraucherstimmung in Frankreich <sup>2</sup>		
		0,009	-0,134	0,037
		-0,184*	0,125*	-0,191

<sup>1</sup> Summe der Regressionskoeffizienten von zwei Quartals-Lags der Aktienrenditen bzw. zwei Monats-Lags der Arbeitslosenquoten. \* entspricht einer Chi-Quadrat-Signifikanz auf dem 1%-Niveau für einen Wald-Test der Gesamtsignifikanz der Koeffizienten. <sup>2</sup> Basierend auf dem EU-Indikator für Frankreich.  
 Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

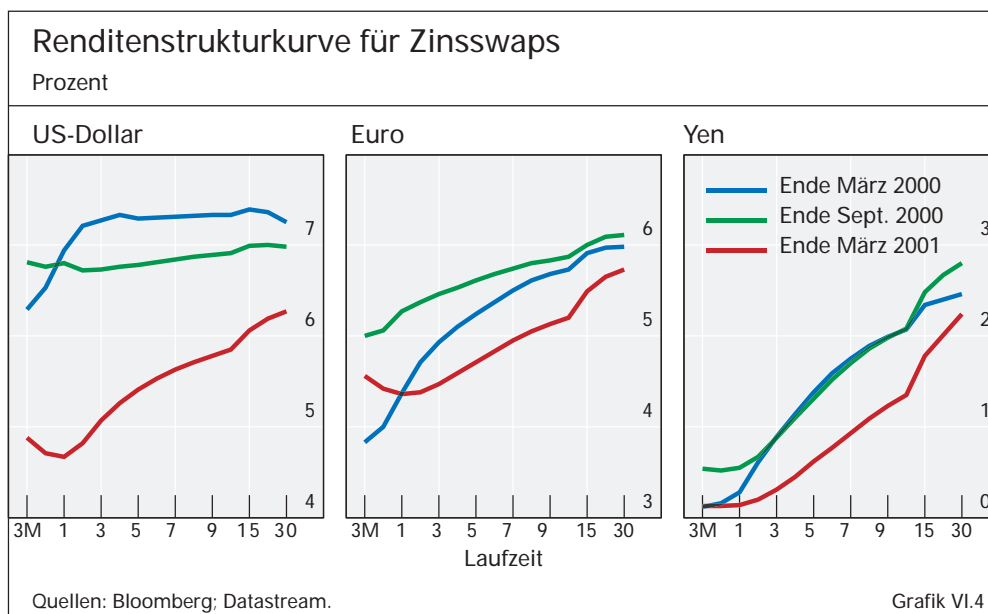
Tabelle VI.2

Mögliche Auswirkungen auf die Verbraucherstimmung könnten noch umfassendere Konsequenzen haben. Zwar dürfte der Vermögenseffekt der Aktienkurse auf den Verbrauch davon abhängen, welche Aktien von den privaten Haushalten tatsächlich gehalten werden, und damit auch von der Entwicklung marktbreiter Aktienkursindizes, doch sind Veränderungen der US-Verbraucherstimmung in jüngster Zeit offenbar größtenteils durch Bewegungen des relativ engen Nasdaq-Index ausgelöst worden. Wie aus Tabelle VI.2 hervorgeht, entwickelte sich die Verbraucherstimmung in den USA fast während der gesamten neunziger Jahre und in Frankreich Anfang der neunziger Jahre zumeist im Einklang mit der Arbeitslosenquote und nicht mit den Börsenrenditen. Seit 1998 jedoch beeinflussten die Nasdaq-Renditen die Verbraucherstimmung in den USA stärker als die Arbeitslosenquote. Zwar machen die Nasdaq-Aktien vielleicht keinen großen Anteil an den Portfolios der privaten Haushalte aus, doch könnten ihre Kurse neuerdings als Vorlaufindikator für die Produktivitätsentwicklung gelten. Insofern könnten sie einen unverhältnismäßig starken Einfluß auf das Ausgabeverhalten der Verbraucher ausüben.

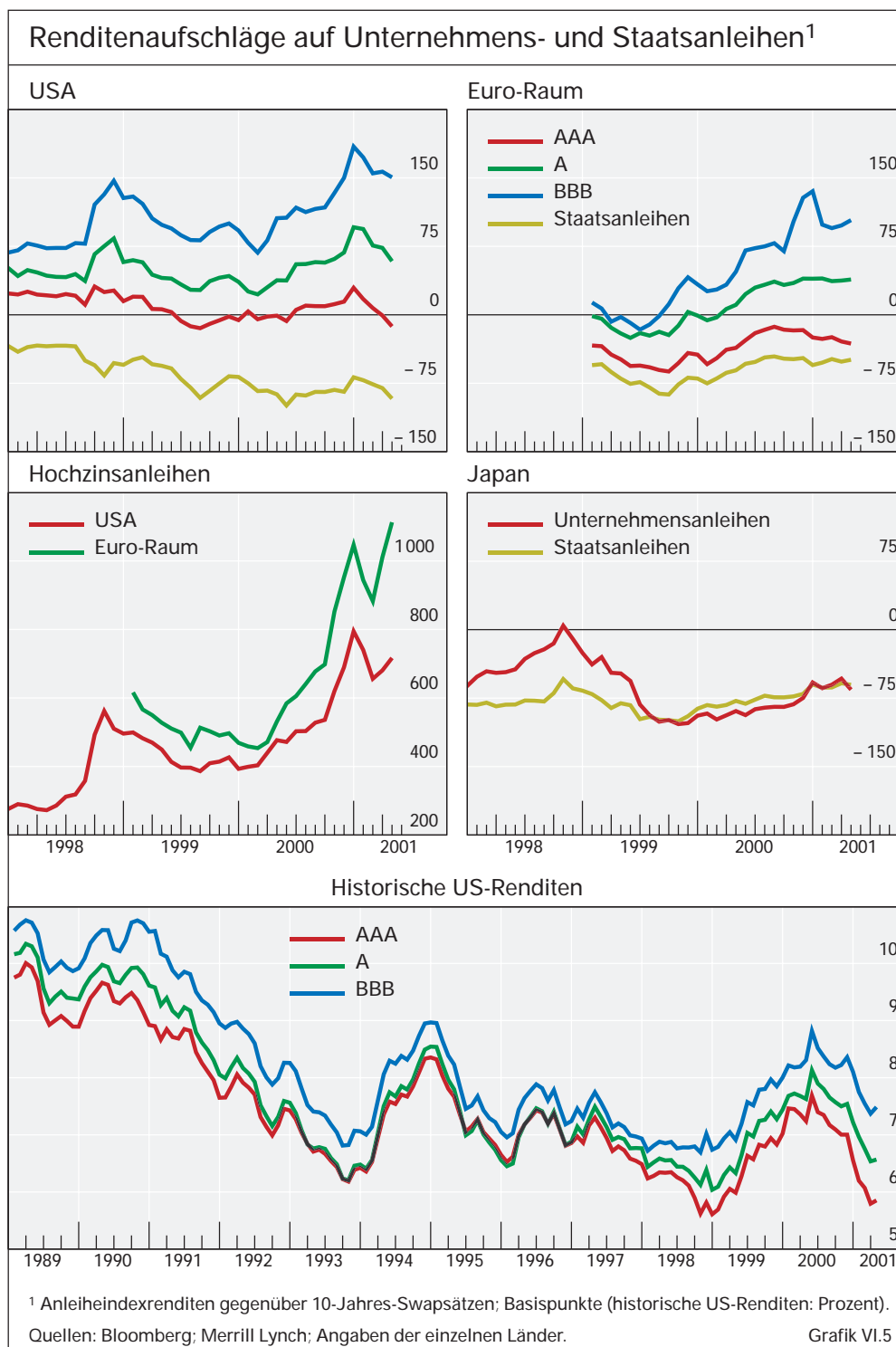
US-Verbraucherstimmung unter Nasdaq-Einfluß

### Märkte für festverzinsliche Instrumente

Parallel zu den Aktienmärkten litten im Jahr 2000 auch die Anleihemärkte unter den geringeren Ertragsaussichten der Unternehmen und der größeren Risikoscheu der Anleger. Bei einem breiten Spektrum von Instrumenten weiteten sich die Renditenspannen aus, und der Nettoabsatz von langfristigen Schultiteln ließ gegenüber den Höchstständen von 1999 nach. Im ersten Halbjahr hielten die hohen Renditenaufschläge und der allgemeine Anstieg der langfristigen Zinssätze die Schuldner – insbesondere Telekommunikationsfirmen – nicht davon ab, Mittel am Anleihemarkt aufzunehmen. Im zweiten Halbjahr jedoch sahen sich Emittenten mit niedrigerer Bonitätseinstufung bei der Mittelaufnahme am langfristigen Markt immer größeren Schwierigkeiten



gegenüber, so daß sich viele von ihnen den Banken zuwandten. Für Emittenten mit hohem Rating schien dies aber nicht zu gelten. Das abnehmende Angebot von US-Staatsschuldtiteln veranlaßte einige von ihnen sogar, statt dessen ihre eigenen Titel für die Hinterlegung als Sicherheiten, für Absicherungsgeschäfte sowie zur Referenzpreisbildung anzubieten. Im ersten Quartal 2001, als sich die Renditenspannen verengten und die Zinsen allgemein fielen, fanden die Schuldner geringerer Bonität wieder Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten.



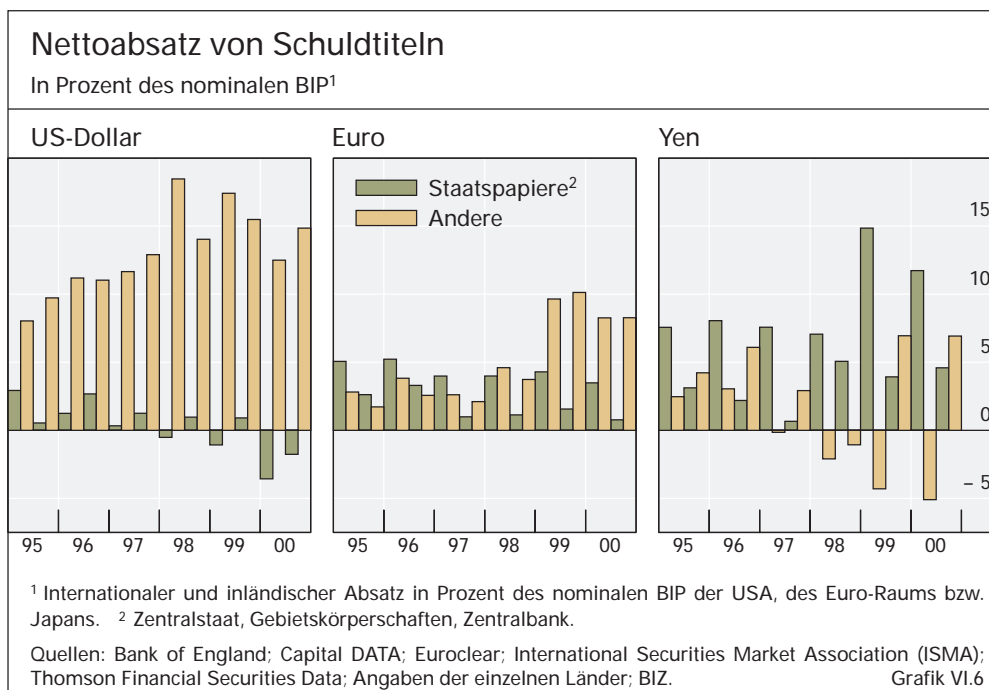
## Bewertung von Kreditrisiken und Marktverhalten der Schuldner

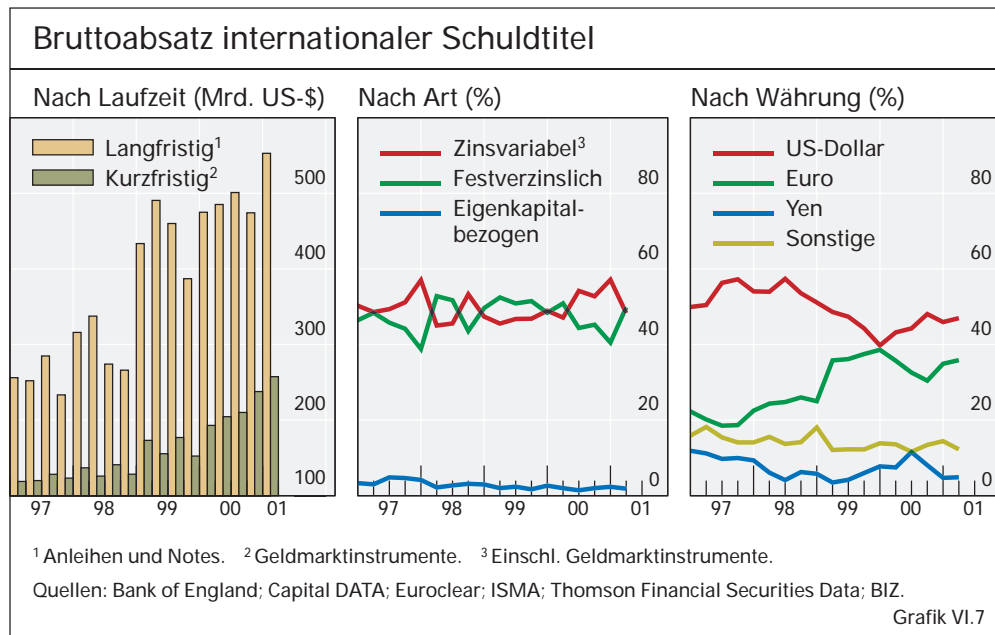
Die Märkte für festverzinsliche Instrumente durchliefen im Jahr 2000 und Anfang 2001 drei verschiedene Phasen. Die erste Phase, die etwa von Januar bis August dauerte, war durch Renditenstrukturkurven mit positiver Steigung und eine generelle Ausweitung der Renditenspannen in Nordamerika und Europa gekennzeichnet (Grafiken VI.4 und VI.5). Diese Ausweitungen beeinflussten die Wahl des Finanzierungsinstruments durch die Schuldner, wirkten sich auf die Mittelaufnahme insgesamt jedoch kaum aus. In der zweiten Phase von September bis Dezember 2000 begannen sich die Renditenstrukturkurven abzuflachen, und die Renditenspannen entwickelten sich je nach Schuldtitelklasse sehr unterschiedlich. Insbesondere akzeptierten die Anleger nur noch Emissionen von Schuldnern der höchsten Bonitätsstufe. In der dritten und letzten Phase von Ende 2000 bis zu den ersten Monaten 2001 verlagerten sich die Renditenstrukturkurven häufig nach unten, und die Spreads gingen gegenüber den Ende 2000 erreichten Höchstwerten geringfügig zurück. Dies löste eine Erholung des Emissionsgeschäfts von Schuldnern niedrigerer Bonität aus.

Die erste Phase mit steigenden Renditen und breiter werdenden Spannen bremste die Mittelaufnahme an den Kapitalmärkten insgesamt offenbar nicht. Sie umfaßte sowohl die Schlußrallye der Hausse an den Aktienmärkten als auch den Beginn der Abwärtsentwicklung. Die erhöhte Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Unternehmensgewinne, die in starken Schwankungen an den Aktienmärkten zum Ausdruck kam, führte zu einer Ausweitung der Spreads in den meisten Schuldtitelklassen. Im Bereich der Wertpapiere mit Anlagequalität war diese Ausweitung bei den auf Euro lautenden Schuldtiteln besonders ausgeprägt: Die Swapsreads stiegen selbst bei den am höchsten eingestufteten Emissionen. Die Spreads auf US-Dollar-Wertpapiere mit AAA-Rating waren im großen und ganzen konstant, doch in den übrigen Kategorien von US-Dollar-

Neubewertung des Kreditrisikos in drei Phasen

In der ersten Phase größere Renditenspannen infolge unsicherer Gewinne ...





... ohne dämpfende Wirkung auf Schuldtitlemissionen

Schuldtiteln weiteten sie sich aus und erreichten Werte wie zuletzt in den Monaten nach der Finanzkrise im Herbst 1998. Trotzdem entwickelte sich die Emissionstätigkeit im ersten Halbjahr 2000 gut. Der Nettoabsatz nichtstaatlicher Schuldner ging nur geringfügig zurück (Grafik VI.6). Die sich ausweitenden Spreads bei Euro- und US-Dollar-Schuldtiteln veranlaßten einige internationale Emittenten, ihre Papiere am Yen-Markt zu begeben, wo die Zinskosten vergleichsweise niedrig waren. Der Bruttoabsatz von internationalen Yen-Schuldtiteln stieg im Jahr 2000 auf die Rekordhöhe von \$ 221 Mrd. (Grafik VI.7). Daß die Marktteilnehmer mit einer weiteren Straffung der Geldpolitik rechneten, was sich in den ansteigenden Renditenstrukturkurven zeigte, dürfte einige Schuldner dazu bewogen haben, ihre Emissionsvorhaben vorzuziehen.

Europäische Telekommunikationsunternehmen nutzten in dieser ersten Phase die positive Einschätzung ihrer Aussichten für eine umfangreiche Mittelbeschaffung. Im ersten Halbjahr nahmen sie insgesamt \$ 71 Mrd. am internationalen Anleihemarkt auf (Grafik VI.8). Ihr Mittelbedarf ergab sich vor allem aus bernahmen und aus Geboten für UMTS-Mobilfunklizenzen in Europa. Die Verfügbarkeit von Finanzmitteln und die hohen Preise, die bei den staatlichen Auktionen für diese Lizenzen gezahlt wurden, insbesondere bei der britischen Auktion im April und der deutschen Auktion im August, zeugten von einem ähnlichen Grad an Optimismus wie zuvor die hohen Bewertungen anderer Technologieaktien.

In der zweiten Phase rückläufige Emissionen von Schuldnern niedrigerer Bonität

Die zweite Phase der Ausweitung der Spreads hatte einen stärkeren Einfluß auf die Mittelaufnahme. Da die Marktteilnehmer immer weniger mit einer weichen Landung rechneten, flachten sich im dritten Quartal die Renditenstrukturkurven ab, was darauf hindeutete, daß ein weiterer Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus unwahrscheinlich war. Die Bonitatsaufschlage für erstklassige Schuldtitel blieben in dieser Periode mehr oder weniger unverändert, doch die Aufschläge für Titel mit BBB-Rating und Hochzinsanleihen weiteten

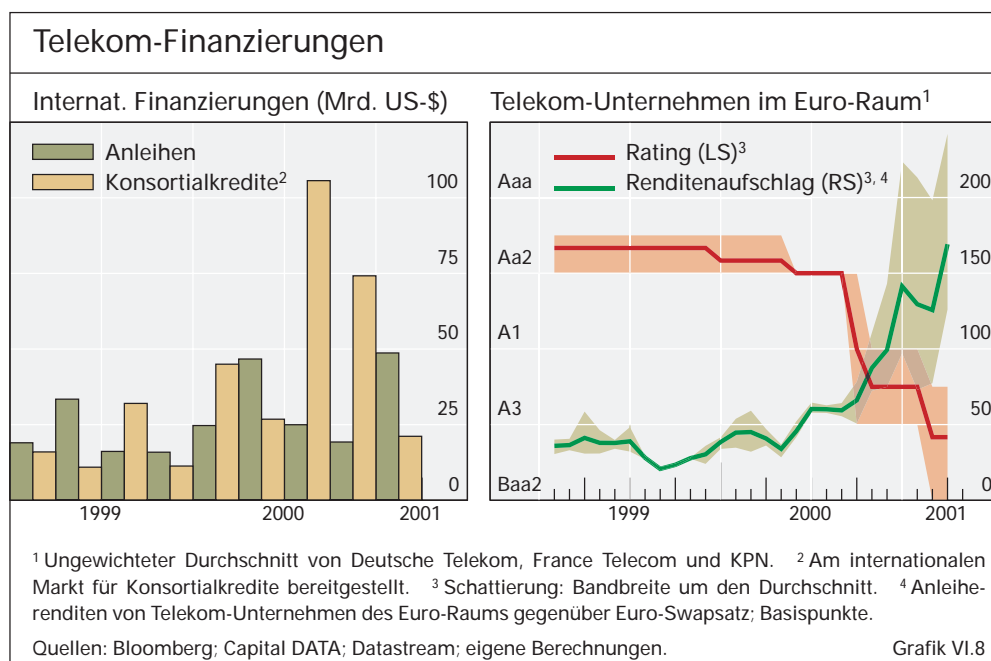
sich drastisch aus und erreichten bis zum Ende des Jahres sehr hohe Werte. Als Folge dieser unterschiedlichen Entwicklung bei den Spreads verlangsamte sich die Emissionstätigkeit der Schuldner geringerer Bonität gegen Ende des Jahres 2000 spürbar, während hoch bewertete europäische Banken und staatlich unterstützte US-Körperschaften am Primärmarkt aktiv blieben.

Die kräftige Nachfrage nach Schuldtiteln mit AAA-Rating war teilweise auf den Mangel an Staatsschuldtiteln zurückzuführen. Anleger, die in Zeiten sich verschlechternder Kreditbedingungen üblicherweise Staatspapiere erworben hatten, kauften nun statt dessen hoch bewertete Papiere privater oder staatsnaher Emittenten. Am Markt für US-Dollar-Titel zählten die Schuldtitel staatlich unterstützter Körperschaften, insbesondere von „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“, zu den von den Anlegern bevorzugten Alternativen zu US-Schatzpapieren. In den letzten Jahren haben diese beiden Institute versucht, die Liquidität ihrer Wertpapiere durch große, regelmäßige Emissionen in US-Dollar und Euro zu verbessern und dadurch ihre Schuldtitel als Referenzwert für die Preisbildung und Absicherung anderer Wertpapiere zu etablieren. Anfang 2000 hatte es Bedenken bezüglich der Kreditwürdigkeit von „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ gegeben, nachdem im US-Kongreß Vorstöße unternommen worden waren, die ihnen vom Staat gewährten Kreditlinien und lokalen Steuerbefreiungen aufzuheben. Dieser durch die Legislative ausgeübte Druck ließ gegen Jahresende nach, als sich die Institute verpflichteten, ihre Eigenkapitalquoten zu erhöhen und ihre Offenlegungspraxis zu verbessern.

Die rasche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Schuldner geringerer Bonität im zweiten Halbjahr 2000 deutete auf einen Stimmungswechsel in bezug auf die Ertragsaussichten im Technologie-, Medien- und Telekommunikationsbereich hin, wobei die Telekommunikationsbranche besonders stark betroffen war. Die hohen Preise bei den Auktionen für UMTS-Mobilfunklizenzen in Europa an sich hätten eine gewisse Bonitätsrückstufung und eine Ausweitung der Renditenaufschläge gerechtfertigt. Das tatsächliche

Vorteile für staatlich unterstützte Körperschaften aufgrund mangelnder Staatsschuldtitel ...

... und Nachteile für Telekommunikationsfirmen infolge Stimmungsumschwungs





Ausmaß der Rückstufungen und der Spread-Ausweitung (Grafik VI.8) deutete jedoch auch auf eine Neubewertung der Ertragsaussichten der Telekommunikationsunternehmen hin. Im September wurden zwei größere europäische Telekommunikationsfirmen um mehrere Bonitätsgrade zurückgestuft, ein ungewöhnlich drastischer Schritt der Rating-Agenturen. Die Renditenaufschläge für die beiden Firmen erhöhten sich von September bis Dezember um durchschnittlich 103 Basispunkte. Daher reduzierten die Telekommunikationsfirmen, die im ersten Halbjahr 2000 zu den aktivsten Emittenten an den internationalen Schuldtitelmärkten gehört hatten, in der zweiten Jahreshälfte allgemein ihren Absatz und wandten sich verstärkt dem Markt für Konsortialkredite zu.

Hinwendung der Schuldner zum Geldmarkt ...

Einige Schuldner dagegen reagierten auf die unsichere Zinsentwicklung nicht mit einer Rückführung ihrer Emissionstätigkeit, sondern indem sie vermehrt kurzfristige und zinsvariable Titel begaben (Grafik VI.7). Am internationalen Schuldtitelmarkt stieg der Anteil der kurzfristigen Emissionen am Bruttoabsatz im Jahr 2000 auf 30%, verglichen mit 27% im Vorjahr. Auf die zinsvariablen Emissionen entfielen 53% des internationalen Bruttoabsatzes 2000 (1999: 47%).

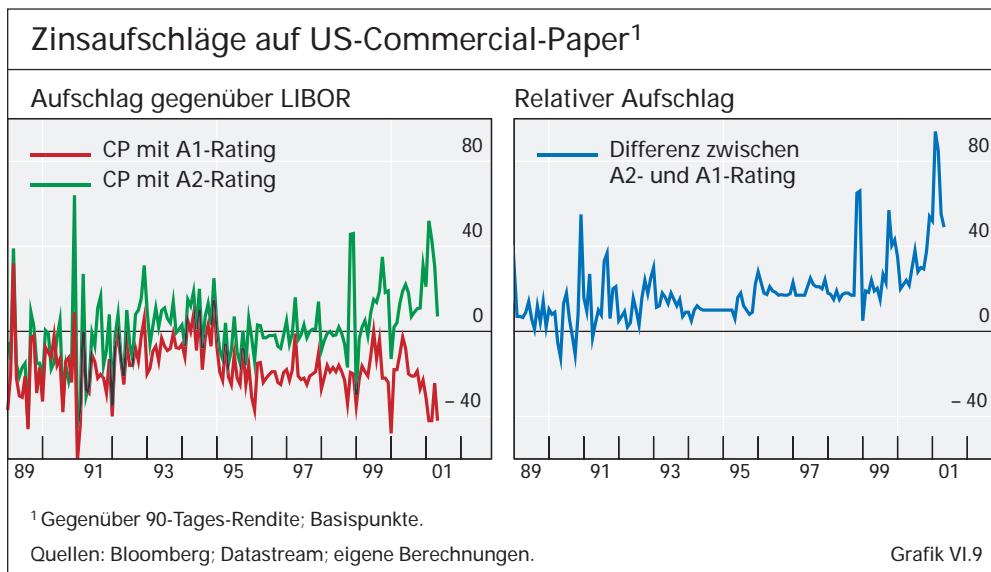
... jedoch Unruhe am Commercial-Paper-Markt

Hohe und volatile Spreads am normalerweise stabilen Markt für Commercial Paper um die Jahreswende veranlaßten einige Emittenten, ihre Auffangkreditlinien bei den Banken in Anspruch zu nehmen. Daß sich der Zinsabstand zwischen den US-Dollar-Emissionen mit der höchsten und mit weniger hoher Bonität im vierten Quartal ausweitete, war in den letzten Jahren die Regel. Im Jahr 2000 jedoch erlebte der Markt für Commercial Paper einen ungewöhnlich hohen Anstieg dieses Abstands zum Jahresende, der bis weit ins neue Jahr anhielt (Grafik VI.9). Diese Entwicklung wurde durch mehrere Faktoren verursacht, u.a. die Bonitätsrückstufung einiger bedeutender Emittenten wie Xerox und Lucent Technologies, die Erwartung, daß kalifornische Elektrizitätsunternehmen im Januar zahlungsunfähig sein würden, die Verlagerung der Emissionstätigkeit auf kurzfristige Schuldtitel zum Jahresende sowie die mangelnde Bereitschaft der Banken, ihre Auffangkreditlinien ohne zusätzlichen Risikoaufschlag zu strecken. Viele Emittenten gingen daher dazu über, ihre kurzfristigen Papiere an den Märkten für langfristige Schuldtitel zu refinanzieren, als sich dort die Konditionen für die Schuldner im ersten Quartal 2001 verbesserten.

In der dritten Phase tiefere Renditen und engere Renditen-spannen ...

Während der dritten Phase in der Entwicklung der Renditendifferenzen erholte sich das Emissionsgeschäft der Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung. Anfang 2001 verschoben sich die Renditenstrukturkurven an den Swapmärkten der drei wichtigsten Währungen nach unten und spiegelten damit die schlechteren Wachstumsaussichten sowie Erwartungen sinkender Notenbankzinsen wider. Begleitet wurde diese Entwicklung von sich verengenden Renditen-spreads, da die Marktteilnehmer die Bonitätsrückstufungen der vorangegangenen Phase weniger streng beurteilten. Der markante Rückgang der Kosten für die Mittelaufnahme insgesamt, der sowohl durch die Verschiebungen in der Renditenstrukturkurve als auch durch die Verengung der Spreads ausgelöst wurde, veranlaßte die Emittenten, sich wieder den Kapitalmärkten zuzuwenden. Insbesondere die Telekommunikationsfirmen

... dadurch Erholung der Emissionen von Schuldner geringerer Bonität



nutzten die besseren Marktbedingungen sofort. Im ersten Quartal 2001 erreichten ihre Emissionen am internationalen Markt für Schuldtitel \$ 49 Mrd.; darunter war auch die bisher größte Unternehmensanleihe (\$ 16 Mrd. von France Telecom).

Die Erholung des Emissionsgeschäfts war zum Teil darauf zurückzuführen, daß einige Emittenten befürchteten, die besseren Kreditbedingungen wären nicht von Dauer, und ihre Emissionen vorzogen, zum Teil aber auch darauf, daß sich der Nachfrageüberhang nach Finanzmitteln aus dem letzten Quartal 2000 abbaute. Sollte sich das weltweite Wirtschaftswachstum deutlicher abschwächen als derzeit erwartet, könnten sich die Renditendifferenzen erneut ausweiten. Andererseits wäre es bei einer raschen Erholung des Wachstums auch möglich, daß sich die Renditenstrukturkurven wieder nach oben bewegen. Angesichts dieser Unsicherheit zogen die Emittenten offensichtlich eine Mittelbeschaffung an den Kapitalmärkten vor, solange die Kosten dafür im langfristigen Vergleich mäßig blieben (Grafik VI.5).

Potentielle Kürzungen bei den Bankkrediten förderten den Absatz von Anleihen Anfang 2001 ebenfalls. Durch die Verschlechterung der Marktverhältnisse im zweiten Halbjahr 2000 waren die Banken plötzlich mit ungewollten Kreditforderungen gegenüber Schuldern geringerer Bonität konfrontiert worden. Während des Jahres 2000 hatten die Geschäftsbanken den Telekommunikationsunternehmen in großem Umfang kurzfristige Geldmittel zur Verfügung gestellt, da sie davon ausgegangen waren, daß diese Kredite an den Kapitalmärkten refinanziert würden. Das internationale Konsortialkreditgeschäft verdeutlicht die Größenordnung der Vergabe von Bankkrediten an Telekommunikationsfirmen: Das Volumen dieser Kredite stieg von \$ 70 Mrd. im Jahr 1999 auf \$ 252 Mrd. im darauffolgenden Jahr. Die Ausweitung der Spreads im zweiten Halbjahr 2000 erschwerte es dann jedoch den Telekommunikationsunternehmen, diese Kredite an den Kapitalmärkten zu refinanzieren, so daß die Banken nach Möglichkeiten suchen mußten, ihre Engagements gegenüber dieser Branche zu reduzieren.

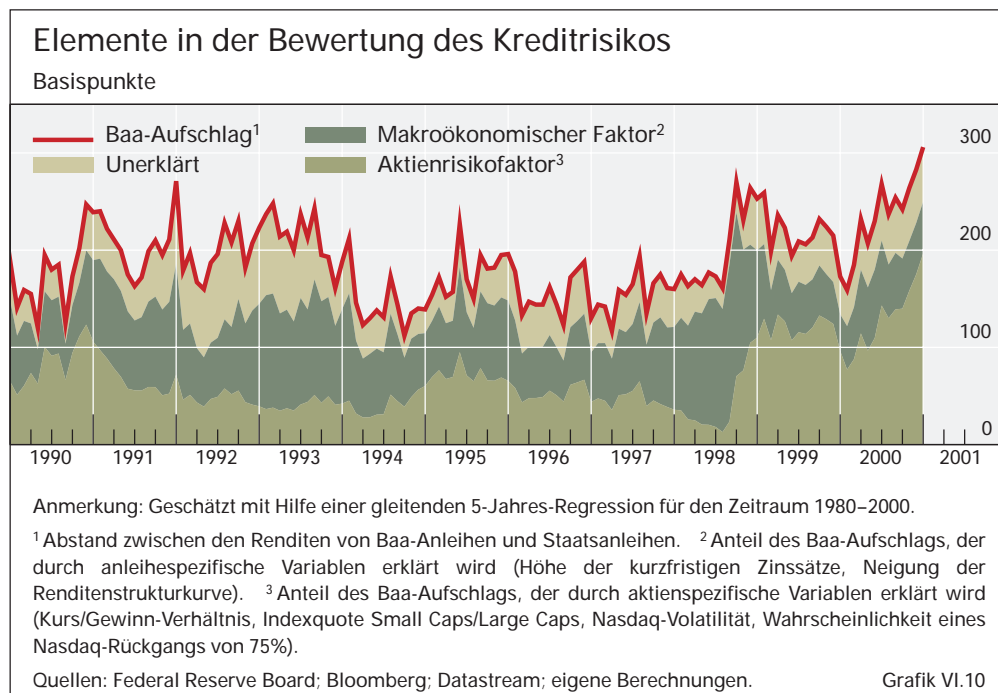
Anfang 2001  
Emissionen zur  
Refinanzierung von  
Bankkrediten

### Kreditzyklen in den Jahren 1990 und 2000

Trotz der hohen Aufschläge und des Auf und Ab im Emissionsgeschäft erschütterten die nach unten korrigierten Gewinnerwartungen der Unternehmen die Anleihemärkte generell weniger stark als die Aktienmärkte. In einigen Branchen, besonders im Telekommunikationsbereich, spiegelte die Ausweitung der Renditendifferenzen im Jahr 2000 zwar den Einbruch der aufgeblähten Aktienkurse wider. Im Gegensatz zu den Aktienmärkten hatten sich die Märkte für Schuldtitel zuvor jedoch nur langsam von der Finanzkrise des Jahres 1998 erholt, als die Spannen zuletzt Niveaus erreicht hatten, die mit den gegen Ende 2000 verzeichneten Höchstwerten vergleichbar waren. Folglich war ihr Rückgang weniger ausgeprägt. Dennoch spielte die Finanzlage des Unternehmensbereichs insgesamt eine zentrale Rolle für die Entwicklungen sowohl an den Aktien- als auch an den Anleihemärkten. Unter diesem Blickwinkel betrachtet hatte das Jahr 2000 viel mit 1990 gemeinsam. Beide Male führten Bedenken wegen einer übermäßigen Verschuldung, hohe Ölpreise und eine nachlassende Konjunktur in den USA eine ähnliche Schwäche der Aktienmärkte sowie eine Ausweitung der Renditendifferenzen herbei, und beide Male wurden die Auswirkungen von Finanzzyklen auf den Marktpreis von Kreditrisiken deutlich (Kapitel VII).

1990 wie 2000  
großer Einfluß  
von Aktien-  
risikofaktoren ...

Es gibt Hinweise darauf, daß am Anleihemarkt bereits gegen Ende 1998 Besorgnis über die Bewertungen von Unternehmen aufkam, also eineinhalb Jahre, bevor die Rücknahmen solcher Bewertungen zu steilen Rückgängen der Aktienkurse insgesamt führten. Dies wird in Grafik VI.10 veranschaulicht, wo der Renditenabstand zwischen Anleihen mit Baa-Rating und vergleichbaren US-Schatzpapieren in zwei Bereiche aufgeteilt wird: in den Bereich, dem allgemeine makroökonomische Erklärungsfaktoren zugrunde liegen, und den Bereich, der durch traditionelle Bestimmungsfaktoren für die Aktienkurse erklärt wird. Die zweite Gruppe von Faktoren – u.a. Kurs/Gewinn-Verhältnis,



Bewertung von Titeln mit geringer und mit hoher Börsenkapitalisierung, Marktvolatilität – hatte 1990 und in den Jahren 1998–2000 einen vergleichsweise größeren Einfluß auf die Bestimmung des Renditenabstands als in den dazwischenliegenden Jahren.

Im Vergleich der Entwicklungen an den Märkten für Unternehmensanleihen in den Jahren 1990 und 2000 sind neben den Gemeinsamkeiten auch einige wesentliche Unterschiede erkennbar. Erstens war die 2000 verzeichnete Ausweitung der Renditenspannen eindeutig eine weltweite Entwicklung, die auch in Europa und anderen Regionen beobachtet werden konnte. 1990 hingegen waren die Märkte für Unternehmensschuldtitel außerhalb der USA deutlich weniger entwickelt; Prämien für erhöhte Kreditrisiken wurden praktisch nur in den USA beobachtet. Zweitens sind die Bilanzen der Banken in jüngster Zeit tendenziell solider geworden, so daß eine Verknappung der Bankkredite wie Anfang der neunziger Jahre in dieser Größenordnung heute unwahrscheinlich ist. Drittens verlangsamte sich das Emissionsgeschäft zwar im Jahr 2000 leicht, insbesondere bei Schuldnern mittlerer und niedriger Bonität, doch war dies weit entfernt von dem 1990 verzeichneten drastischen Rückgang bei Hochzinsanleihen. Viertens bestand der Umlauf von Hochzinsanleihen im Jahr 1990 überwiegend aus Schuldtiteln relativ etablierter Unternehmen, die an fremdfinanzierten Übernahmen beteiligt gewesen waren. Die Anleger waren damals zuversichtlich, daß sie in der Lage waren, die zugrundeliegenden Vermögenswerte zu bewerten. Mit der jüngeren Emissionswelle von Hochzinsanleihen hingegen wurde Betriebskapital in den schnell wachsenden Technologiebranchen finanziert, die über vergleichsweise wenig Sachvermögen verfügten. Infolgedessen bestand im Jahr 2000 ein wesentlich engerer Zusammenhang zwischen den Turbulenzen an den Aktienmärkten und der Unruhe an den Anleihemärkten, die in beiden Fällen größere Unsicherheit bei der Bewertung von Vermögenswerten anzeigten.

... aber auch bedeutende Unterschiede

## Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

Die Kurseinbußen an den Finanzmärkten der Industrieländer im Jahr 2000 griffen auch auf die Finanzmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften über und trugen insbesondere in Asien und Lateinamerika zu größeren Renditeaufschlägen bei Anleihen sowie zu schwächeren Aktienmärkten bei. Die Spillover-Effekte waren allerdings weniger ausgeprägt als in anderen Phasen sich verschlechternder Finanzmarktbedingungen in jüngster Zeit. Darüber hinaus differenzierten die Anleger offenbar stärker zwischen den einzelnen Ländern nach deren wirtschaftlicher Lage; für Volkswirtschaften mit höheren angenommenen Kreditrisiken wurden die Renditeaufschläge größer, für die anderen veränderten sie sich jedoch kaum. Dennoch bremsen eine geringe Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen sowie ein grundsätzlicher Wandel im Anlegerverhalten weiterhin die Zuflüsse von Bankkrediten und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebende Volkswirtschaften.

Die meisten Aktienmärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften vollzogen im Jahr 2000 und Anfang 2001 die rückläufige Entwicklung der Aktienmärkte in den Industrieländern mit. Am größten war der Rückgang an den asiatischen

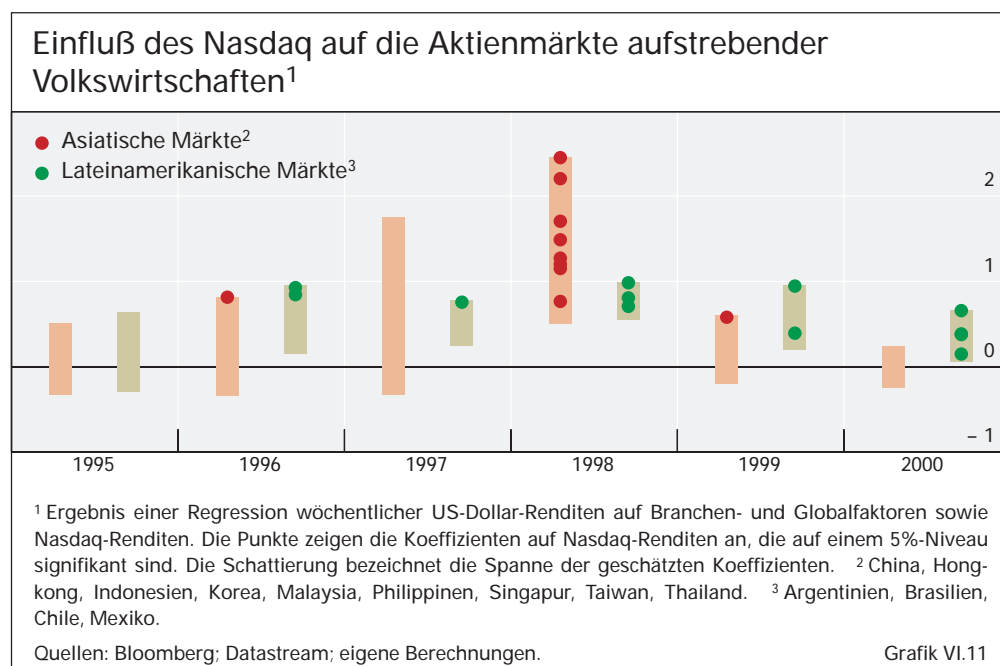
Aktienmärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften unter dem Einfluß von Branchenfaktoren

Märkten, und zwar vor allem deshalb, weil dort der Anteil der Technologiewerte relativ hoch ist (Kapitel III). Zudem drückte offenbar der Fall des Nasdaq-Index an sich auf die Aktienmärkte aufstrebender Länder, selbst wenn der Branchenzusammensetzung dieser Märkte Rechnung getragen wird. Dies galt besonders für Lateinamerika, wie aus einer Untersuchung der geschätzten Koeffizienten einer Regression von Aktienrenditen in aufstrebenden Volkswirtschaften auf Branchenfaktoren und Nasdaq-Renditen hervorgeht (Grafik VI.11). Die Grafik zeigt, daß – nach Ausklammerung des Brancheneffekts – der Nasdaq an sich für die Mehrzahl der untersuchten asiatischen Märkte über den gesamten Zeitraum mit Ausnahme des Jahres 1998 kaum Erklärungskraft besitzt. Bei den lateinamerikanischen Märkten dagegen hatte der Nasdaq seit 1996 in jedem Jahr einen zwar im allgemeinen schwachen, aber statistisch signifikanten unabhängigen Effekt auf die inländische Rendite für mindestens einen der vier Märkte.

Spreads bei Staatstiteln kleiner als bei Hochzinsanleihen ...

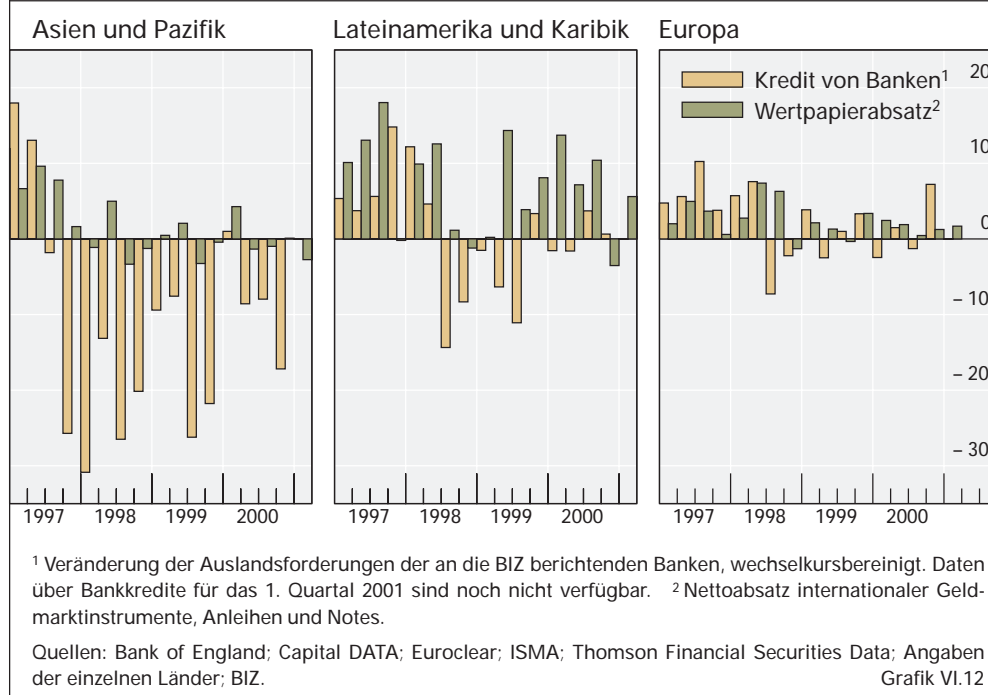
Die Entwicklungen an den verschiedenen Aktienmärkten ähnelten einander, aber trotzdem koppelten sich die Renditenaufschläge auf Staatschulden aufstrebender Volkswirtschaften von den Aufschlägen auf Schudtiteln von Emittenten vergleichbarer Bonität in den Industrieländern ab. Zeitweise – vor allem im zweiten Quartal 2000 und gegen Jahresende – folgten die Renditenaufschläge für aufstrebende Länder den sich ausweitenden Aufschlägen der Hochzinsanleihen, alles in allem blieben sie jedoch kleiner (Grafik III.2). Die Anleger nahmen sehr rasch eine Neubewertung der Schudtitel von Ländern vor, die mit besonderen Herausforderungen konfrontiert waren, wie z.B. Argentinien, die Philippinen und die Türkei. Dennoch blieben die Renditenaufschläge für einige große Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, u.a. Brasilien, Korea, Mexiko und Thailand, während des ganzen Jahres mehr oder weniger unverändert.

Trotz der relativ günstigen Finanzierungsbedingungen blieben die Zuflüsse von internationalen Bankkrediten und Wertpapierfinanzierungen in



## Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Entwicklungsländern

Nach Standort; Mrd. US-Dollar



Entwicklungsländer verhalten (Grafik VI.12). Der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel dieser Länder belief sich auf insgesamt \$ 42 Mrd. und erreichte damit ein ähnliches Ausmaß wie 1998 und 1999. Drei Viertel dieses Volumens entfielen auf vier Länder, nämlich Argentinien, Brasilien, Mexiko und die Türkei. Asiatische und europäische Schuldner traten für die Anschlußfinanzierung fällig werdender internationaler Anleihen an den Markt, brachten aber netto kaum neue Mittel auf.

Der geringe Wertpapierabsatz ging mit einem anhaltend schwachen Bankkreditgeschäft einher. Die Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Entwicklungsländern gingen im Jahr 2000 um weitere \$ 10 Mrd. zurück, der Rückgang war jedoch deutlich geringer als 1999 mit \$ 70 Mrd. Die Banken erhöhten zwar ihre Kreditvergabe an einige Länder in Europa und Lateinamerika, doch diese Erhöhungen wurden durch weitere Tilgungen von Entwicklungsländern in Asien und Afrika größtenteils wettgemacht.

Mehrere Faktoren trugen dazu bei, daß sich die Renditenaufschläge für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften von denen der Hochzinsanleihen abkoppelten und die Finanzierungsströme an Entwicklungsländer schwach blieben. Ein erster Faktor, der sowohl bei der Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften als auch bei den Einlageströmen aus diesen Ländern eine Rolle spielte, ist ihre verbesserte außenwirtschaftliche Position (Kapitel III). Insgesamt verzeichneten die Entwicklungsländer im Jahr 2000 ihren größten Leistungsbilanzüberschuß seit 20 Jahren. Diese Verbesserung war weitgehend der stärkeren außenwirtschaftlichen Position der ölexportierenden Länder zuzuschreiben.

... doch weiterhin geringe Zuflüsse von Bankkredit und Wertpapierfinanzierungen

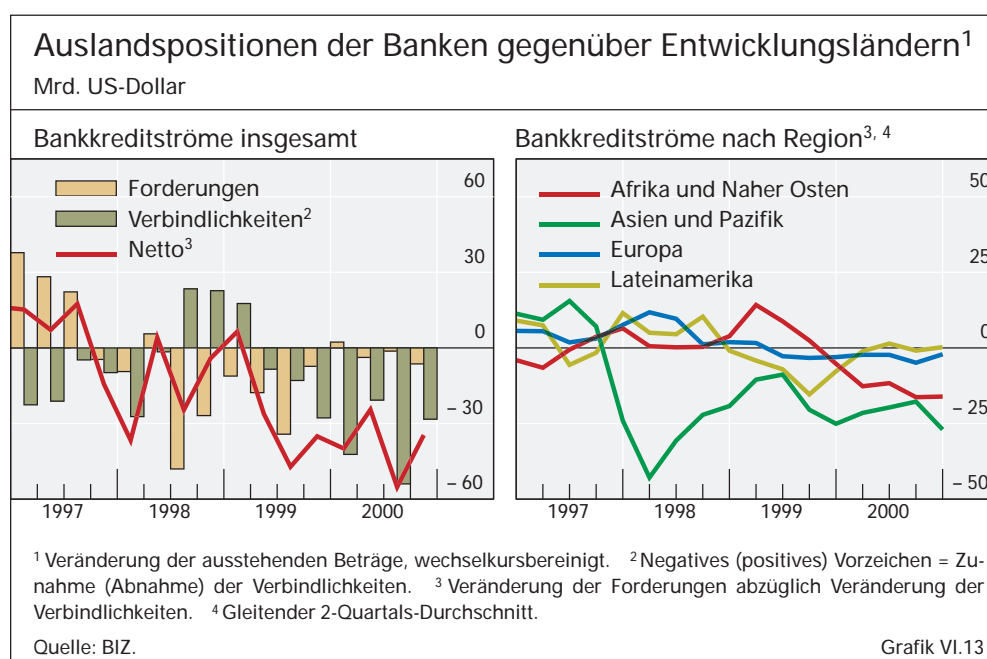


Leistungsbilanz-  
überschüsse als  
Einlagen wieder-  
angelegt

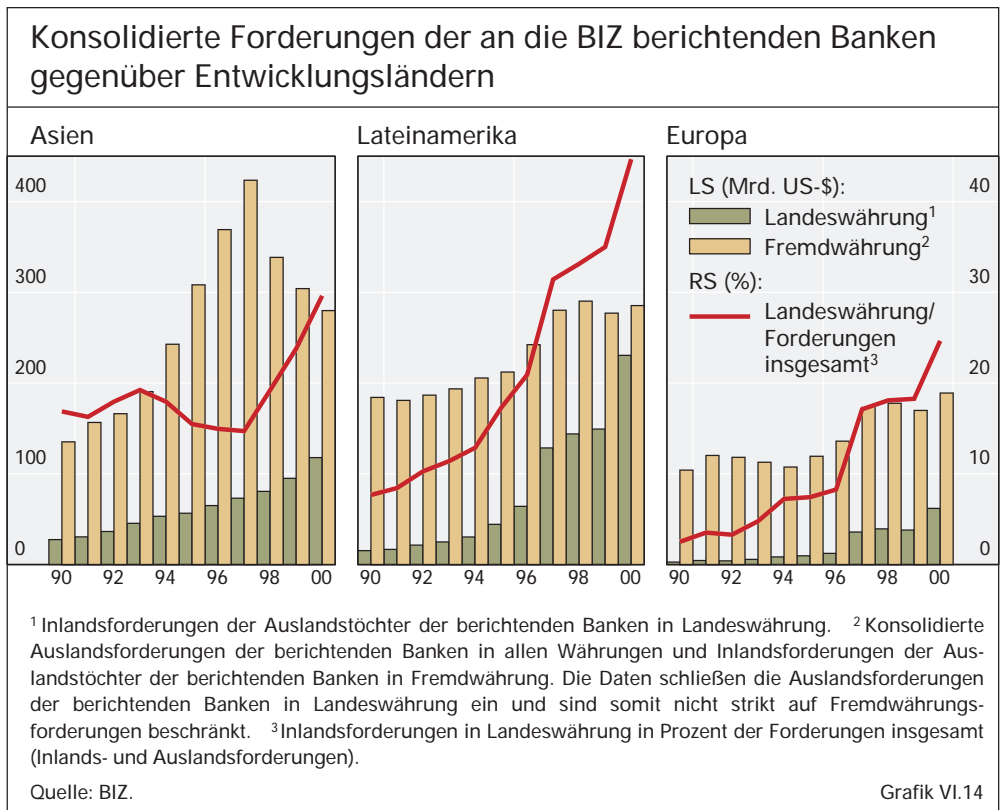
1999 war ein großer Teil der Leistungsbilanzüberschüsse von Entwicklungsländern in Asien über Tilgungen von Bankkrediten in das internationale Finanzsystem zurückgeflossen. Im Jahr 2000 hingegen tendierten die Länder dazu, ihre Devisenüberschüsse bei internationalen Banken anzulegen. Angesichts der Rekorderlagen von asiatischen und ölexportierenden Ländern überstiegen im vergangenen Jahr die zusammengefaßten Nettozuflüsse aus den Entwicklungsländern an die Banken, die an die BIZ berichten, sogar die kumulierten Nettokapitalabflüsse aus diesen Ländern während der Finanzkrisen von 1997–99 (Grafik VI.13). Die Entwicklungsländer tätigten im Jahr 2000 Einlagen bei den internationalen Banken im Rekordbetrag von \$ 145 Mrd., was rund 125% ihres zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschusses entsprach. Im Gegensatz zu den siebziger Jahren, als die Petrodollar-Einlagen der ölexportierenden Länder bei den internationalen Banken zu höheren internationalen Ausleihungen an Entwicklungsländer beigetragen hatten, wurde der jüngste Einlagenzustrom jedoch nicht in die Entwicklungsländer zurückgeleitet.

Ein zweiter Umstand, der sich in den letzten Jahren auf die in aufstrebende Volkswirtschaften fließenden Kreditmittel auswirkte, war die größere Zurückhaltung von aktiven globalen Anlegern bei Investitionen an diesen Märkten. Als Reaktion auf die Verluste, die sie in den Finanzkrisen von 1997–99 erlitten hatten, reduzierten Eigenhandelsabteilungen von Finanzinstituten und Hedge-Fonds ihre Beteiligung am Handel mit Wertpapieren von aufstrebenden Volkswirtschaften, was sich negativ auf deren Liquidität auswirkte. Dadurch ging jedoch auch die Bedeutung der weltweiten Kreditbedingungen und der Risikobereitschaft für die Ermittlung der Renditenaufschläge auf Schulden aufstrebender Volkswirtschaften zurück, was dazu beitrug, die Verknüpfung dieser Aufschläge mit den Renditenaufschlägen auf Hochzinsanleihen zu lockern.

Eine dritte strukturelle Änderung bei den Finanzierungen für aufstrebende Volkswirtschaften war die wachsende Präsenz ausländischer Banken in den







inländischen Finanzsystemen. In den letzten Jahren übernahmen spanische Banken mehrere Institute in Lateinamerika, insbesondere in Brasilien, Chile und Mexiko. Diese Übernahmen trugen dazu bei, daß sich bei den an die BIZ berichtenden Banken die Forderungen in Landeswährung gegenüber der Region von 1995 bis 2000 beinahe vervierfachen (Grafik VI.14). Diese Forderungen entsprechen nun nahezu den Fremdwährungsforderungen der berichtenden Banken gegenüber lateinamerikanischen Schuldnern. Ebenso haben deutsche, italienische und andere europäische Banken ihre Präsenz in Mitteleuropa ausgebaut, insbesondere in Polen. Dies führte zu einem steilen Anstieg der Forderungen ausländischer Banken gegenüber dieser Region in Landeswährung. In Asien weiteten die ausländischen Banken ihre Präsenz langsamer aus, aber der Trend zeigt trotz des Rückzugs der japanischen Banken Ende der neunziger Jahre eindeutig nach oben. Die wachsende Präsenz ausländischer Banken in inländischen Finanzsystemen bremste möglicherweise die grenzüberschreitende Kreditvergabe, da sich die Käuferbanken veranlaßt sahen, ihr gesamtes Länderrisiko zu überprüfen.

Größere Präsenz ausländischer Banken in inländischen Finanzsystemen

### Ablauf von Marktprozessen

Angesichts sinkender Kurse, hoher Volatilität und Trendverschiebungen im Emissionsgeschäft war es beruhigend, daß das Geschäft an den Finanzmärkten im Jahr 2000 reibungslos verlief. Im dritten Quartal 1998 hatte eine Flucht in liquide, risikoarme Instrumente einen Teufelskreis der Liquiditätsaustrocknung an den Märkten für festverzinsliche Instrumente und den Aktienmärkten ausgelöst. Dies hatte die Handelsabläufe im weltweiten Finanzsystem

Reibungsloser Ablauf der Marktprozesse trotz Kurseinbrüchen

schwer belastet. Im Verlauf des Jahres 2000 weckten das Platzen der Spekulationsblase an den Aktienmärkten, die Neubewertung des Kreditrisikos und die unsicheren Aussichten für das Angebot an Staatsanleihen an den wichtigsten Märkten ähnliche, wenn auch weniger tiefgreifende Bedenken über die Funktionsfähigkeit der Märkte. Letztlich scheinen die Märkte diese Spannungen aber relativ gut verkraftet zu haben.

Trotz ungewöhnlich zahlreicher heftiger und plötzlicher Preisausschläge verlief das Geschäft an den Aktienmärkten reibungslos; die Kurse spiegelten offenbar Änderungen der Anlegerstimmung sowie neue Informationen wider. Von den 100 größten täglichen prozentualen Veränderungen im S&P-500-Index seit 1980 traten allein 19 im Jahr 2000 bzw. im ersten Quartal 2001 auf. Einige von ihnen lösten Sicherungsmechanismen in Form vorübergehender automatischer Handelsunterbrechungen an bestimmten Börsen aus. Dennoch erwiesen sich die meisten Märkte als durchgehend liquide, so daß die Transaktionen im allgemeinen ausgeführt werden konnten.

Eine Ursache der heftigen Preisausschläge waren die im Berichtszeitraum immer häufigeren Ad-hoc-Mitteilungen der Unternehmen zur Gewinnentwicklung, ob positiv, negativ oder neutral (Grafik VI.2, rechts). Die Veröffentlichung solcher Informationen war auf das Inkrafttreten einer neuen Verordnung der Securities and Exchange Commission der USA zurückzuführen; diese schreibt den Publikumsgesellschaften vor, wesentliche Informationen der Öffentlichkeit zur gleichen Zeit bekanntzugeben wie den Analysten und Großanlegern. Die neue Verordnung dürfte nicht nur die Reaktion der Märkte auf unternehmensrelevante Informationen beschleunigen, sondern auch den Einfluß der Handelsströme auf die Kurse mindern. Noch bis vor kurzem waren solche Informationen am Markt meist erst über die Transaktionen der besser informierten Anleger und dazu nur verschwommen zu erkennen.

Der Markt für Commercial Paper funktionierte ebenfalls in geordneten Bahnen. Die abrupte Ausweitung der Zinsspannen um die Jahreswende war den ungewöhnlich zahlreichen Bonitätsrückstufungen großer Unternehmen zuzuschreiben. Diese Herabsetzungen zwangen Geldmarktfonds – als wichtigste Anleger in Commercial Paper –, solche zurückgestuften Papiere zu veräußern, um den aufsichtsrechtlichen Auflagen hinsichtlich ihrer Bestände an Instrumenten mit niedriger Bonität weiterhin zu genügen. Dennoch konnten, wie schon erwähnt, Firmen mit hohem und mit niedrigem Rating im vierten Quartal in großem Umfang Papiere am Geldmarkt absetzen. Dies zeigt, daß der Markt insgesamt keineswegs zum Erliegen kam. Diejenigen Emittenten, die ihren Zugang zu diesem Markt einbüßten, konnten Liquiditätsauffangfazilitäten in Anspruch nehmen, die sie mit den Banken speziell für diesen Fall vereinbart hatten.

Das reibungslose Funktionieren der Märkte im Berichtszeitraum kam auch darin zum Ausdruck, daß kein bedeutendes Institut, das im Wertpapierhandel als Makler oder durch Eigenhandel aktiv war, zusammenbrach. 1990 war das Primär- und Sekundärmarktgeschäft mit Hochzinsanleihen wegen des Konkurses von Drexel Burnham Lambert, dem damals führenden Emissionsinstitut und Marktmacher an diesem Markt, praktisch zum Stillstand gekommen. Im dritten Quartal 1998 hatten die Kontraktrisiken aus dem

Widerstandsfähige  
Liquidität an den  
Aktienmärkten

Verlust des  
Zugangs zum  
Commercial-Paper-  
Markt für einige  
Schuldner ...

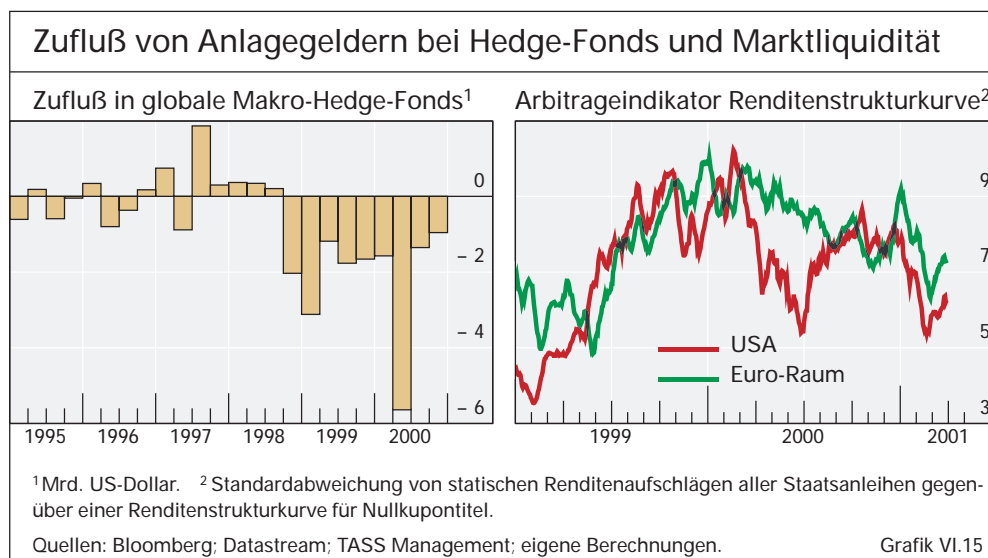
... aber  
Inanspruchnahme  
von Auffang-  
kreditlinien

Ausfall der Gegenpartei im Zusammenhang mit einem einzigen in Schwierigkeiten geratenen Hedge-Fonds, Long-Term Capital Management, zu einem raschen Liquiditätsverlust an den Märkten für festverzinsliche Instrumente geführt. Dieser Fall hatte wiederum viele große Finanzinstitute veranlaßt, ihre Eigenhandelsgeschäfte zu reduzieren oder einzustellen und ihre Kreditrisiken besser zu überwachen. Beide Male hatte der plötzliche Wegfall eines Instituts, das als zentraler Liquiditätsanbieter in bestimmten Marktsegmenten gegolten hatte, überraschend starke Erschütterungen an den Börsen insgesamt verursacht. Solche Entwicklungen waren jedoch im Berichtszeitraum nicht zu beobachten, was darauf hindeutet, daß die seit der Krise von 1998 ergriffenen Maßnahmen zur Stärkung des Risikomanagements Früchte getragen haben dürften.

Anfang 2000 äußerten sich einige Marktbeobachter angesichts der laufenden Anpassung an ein rückläufiges Angebot neuer Staatspapiere besorgt darüber, wie die wichtigsten Märkte für Schuldtitel, insbesondere der US-Dollar-Markt, künftig unter normalen Bedingungen, geschweige denn in Zeiten der Anspannung funktionieren würden. Staatspapiere dienten den Marktteilnehmern in erheblichem Ausmaß als Referenzwert für die Preisgestaltung bei anderen Wertpapieren, als Mittel zur Absicherung und zum Eingehen von Positionen sowohl auf die Duration als auch auf die Volatilität, als Basiswert für Futures-Kontrakte sowie zur Besicherung von Kreditaufnahmen. Der reibungslose Ablauf an den Finanzmärkten im Jahr 2000 läßt allerdings darauf schließen, daß die Marktteilnehmer private Instrumente fanden, die die Staatspapiere in zahlreichen dieser Funktionen ersetzen konnten. Am US-Dollar-Markt gewöhnten sich die Teilnehmer daran, die Schuldtitel öffentlicher Körperschaften sowie Swaps für Referenz- und Absicherungszwecke einzusetzen. Am Markt für Euro-Titel war der Wechsel zu privaten Referenzwerten weniger abrupt, da die Anleger schon dazu übergegangen waren, die Euro-Swapkurve für Preisbildungs- und Absicherungszwecke zu verwenden. Außerdem wurde mit einem weniger starken Rückgang des Staatsanleiheabsatzes gerechnet.

Staatspapiere als Referenzwert für Anleger ...

... durch private Instrumente abgelöst



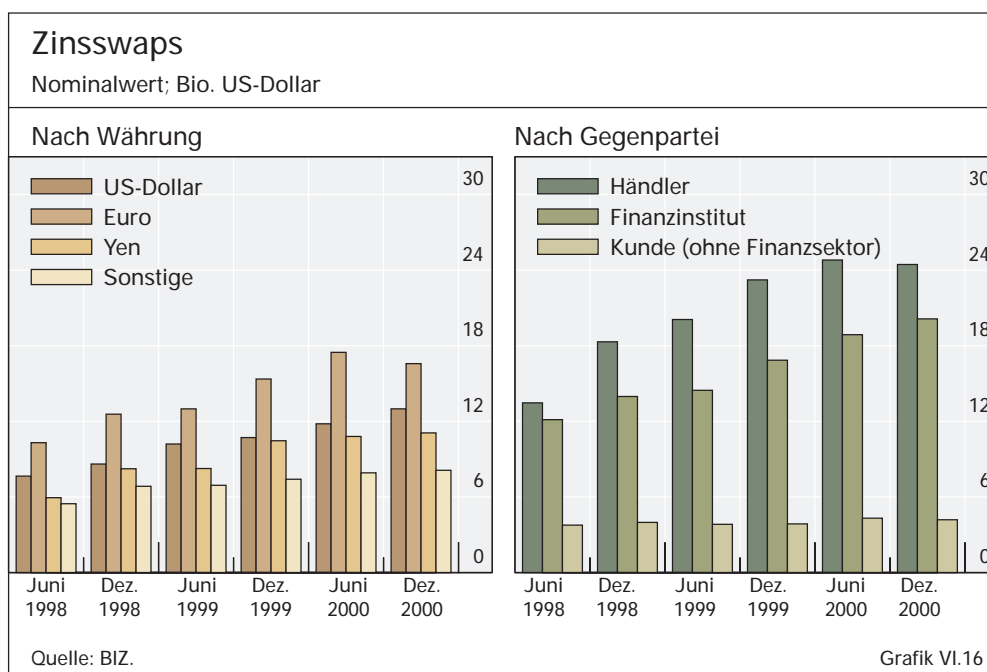
Dieser Anpassungsprozeß spiegelte sich in einer Abnahme der Liquiditätsprämie im Verlauf von 2000 wider. Die Krise vom Herbst 1998 hatte bei den Anlegern Besorgnis über das Liquiditätsrisiko geweckt, was wiederum zu großen Abweichungen der Renditen einzelner Staatspapiere von einer geschätzten Renditenstrukturkurve beitrug (Grafik VI.15). Gemessen am Umfang dieser Abweichungen erreichte die Besorgnis über die Liquidität im ersten Quartal 2000 einen Höhepunkt. Als sich die Anleger daran gewöhnten, andere Titel als Staatspapiere zu halten und solche Emissionen mit Hilfe anderer Instrumente als Staatsanleihen zu bewerten und abzusichern, zeigte dieser Indikator sowohl am Euro- als auch am US-Dollar-Markt nach unten. Ein wichtiger Schritt bei der Stabilisierung der Liquiditätsprämie am US-Schatztitelmarkt war das Ende der anomalen Inversion der Renditen für 10jährige und 30jährige Papiere im September.

Swaps als Referenzinstrumente immer wichtiger ...

Zinsswaps sind offenbar der führende Anwarter für die Ablösung von Staatspapieren als herausragendes Referenzinstrument. Der Nominalwert der umlaufenden Zinsswaps erhöhte sich im Jahr 2000 um 11% auf \$ 49 Bio. (Grafik VI.16). Der Markt für Swaps in den im Euro aufgegangenen Währungen war gemessen am Nominalwert schon vor der Einführung der Einheitswährung größer als der US-Dollar-Markt. Seit 1999 hat der Euro-Markt seine Führungsposition gegenüber dem Dollarmarkt noch ausgebaut; Swaps werden hier für Absicherungen, Preisfindung und andere Zwecke eingesetzt, für die am Dollarmarkt zumeist noch US-Schatztitel verwendet wurden. Der Dollarmarkt folgt nun dem Beispiel des Euro-Marktes und nutzt immer häufiger Swaps für Absicherungs- und andere Zwecke, aber die US-Schatztitel sind als dominierender Referenzwert im Dollarsegment noch nicht eindeutig verdrängt worden.

... allerdings starke Konzentration der Händler

Daß Swaps in der Lage sind, viele der bisherigen Funktionen von Staatsanleihen zu übernehmen, wird dadurch untermauert, daß sich gewisse Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos allmählich abgeschwächt haben.



Händler und Kunden haben eine Reihe von Besicherungs- und Dokumentierungsstandards erarbeitet, die offenbar an den Märkten für Swaps in den wichtigsten Währungen der Welt allgemein anerkannt werden. Da diese Maßnahmen das mit offenen Swappositionen verbundene Kreditrisiko verringern, dürften sie zu der Entkopplung der Swapsreads und der Renditenaufschläge auf Unternehmenstitel im Jahr 2000 und Anfang 2001 beigetragen haben.

Dennoch mußten sich die Swapmärkte an einen kontinuierlichen Rückgang des zur Stützung des Handels verfügbaren Risikokapitals anpassen, eine Folge von Fusionen und geringerer Risikobereitschaft unter den großen Handelsinstituten. Dies ist aus den Daten für das zweite Halbjahr 2000 zu ersehen, als das Swappgeschäft unter Händlern rückläufig war, obwohl das Gesamtgeschäft wuchs. Mit der sinkenden Zahl aktiver Marktmacher dürfte es für die Händler immer schwieriger werden, für Kundenaufträge gegenläufige Positionen am Händlermarkt einzugehen. Diese Entwicklung könnte sich wiederum negativ auf die Liquidität auswirken, die Swaphändler ihren Kunden anbieten können.

## VII. Zyklen und das Finanzsystem

### Schwerpunkte

Die Liberalisierung der Finanzsysteme hat in den letzten Jahrzehnten das Angebot von Finanzdienstleistungen und die Allokation von Mitteln verbessert. Sie hat jedoch wohl auch mehr Raum für ausgeprägte Finanzzyklen geschaffen. Diese Zyklen können ihrerseits zur Verstärkung des gesamtwirtschaftlichen Konjunkturverlaufs beitragen und haben in der Vergangenheit nur allzu oft zu kostspieligen Krisen im Bankensystem geführt. Davon waren sowohl die Industrieländer als auch die aufstrebenden Volkswirtschaften betroffen, aber in den letzteren waren die Schäden, die durch Instabilitäten im Finanzsystem verursacht wurden, besonders schwerwiegend.

Ihren Ursprung haben Finanzzyklen in der Regel in einer Woge von Optimismus, die von günstigen Entwicklungen in der Realwirtschaft ausgelöst wird. Folgen dieser optimistischen Erwartungshaltung sind die Unterschätzung von Risiken, eine überhöhte Kreditgewährung, ein übermäßiger Anstieg der Preise von Vermögenswerten, Überinvestitionen in Sachanlagen und in einigen Fällen ein allzu ausgabefreudiges Verbraucherverhalten. Wenn sich dann schließlich realistischere Erwartungen durchsetzen, müssen die während des Booms entstandenen Ungleichgewichte wieder korrigiert werden, was manchmal sowohl im Finanzsystem als auch in der Realwirtschaft zu erheblichen Störungen führt.

Die im Zusammenhang mit Finanzzyklen entstehenden Probleme stellen die Aufsichtsinstanzen und Zentralbanken vor überaus schwierige und doch zunehmend wichtige Herausforderungen. Im Prinzip können die Entscheidungsträger die Widerstandskraft der Volkswirtschaft gegenüber diesen Zyklen stärken und auch unmittelbar auf das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte reagieren. In der Praxis ist eine solche Reaktionsweise jedoch nicht so einfach und wirft eine Reihe von konzeptionellen Fragen sowie Probleme in der Umsetzung auf. Die Lösung dieser Probleme ist für die Zukunft wichtig, um die Stabilität und die Vorteile der liberalisierten Finanzsysteme dauerhaft zu wahren.

### Finanzzyklen

Einfluß finanzieller Faktoren auf Konjunkturzyklen stärker ...

Die Finanzsphäre hat seit jeher die Ausprägung der Konjunkturzyklen beeinflusst. Mit der Liberalisierung der inländischen Finanzsysteme und der internationalen Kapitalströme ist dieser Einfluß jedoch noch gestiegen. Die Entwicklungen an den Kredit- und Vermögenmärkten haben tiefgreifendere Auswirkungen auf die Dynamik des typischen Konjunkturzyklus, als dies noch vor einigen Jahrzehnten der Fall war, und sie haben auch dazu beigetragen, daß Krisen im Bankensystem häufiger auftraten.

Dies gilt sowohl für Industrieländer als auch für aufstrebende Volkswirtschaften. In vielen Industrieländern kam es Ende der achtziger Jahre zu finanziellen Auswüchsen. Sie unterstützten das Wirtschaftswachstum, waren aber auch der Keim für den Einbruch und die finanziellen Anspannungen Anfang der neunziger Jahre. Ab Mitte der neunziger Jahre wurde das Wirtschaftswachstum dann wieder von haussierenden Märkten für Vermögenswerte und einem robusten Kreditwachstum getragen. In jüngerer Zeit hat sich der Finanzzyklus in einigen Ländern anscheinend erneut gedreht (Kapitel VI), und die Entwicklung im Finanzsektor trägt zu einer Verlangsamung des Wachstums bei.

In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften waren die Finanzzyklen besonders ausgeprägt, denn sie wurden in der Regel durch starke Schwankungen der internationalen Kapitalströme verstärkt. Diese Zyklen verursachten hohe Kosten, wobei die direkten Kosten für die Überwindung von Banken Krisen häufig mehr als 10% des BIP betragen. Die indirekten Kosten – in Form von Einbußen bei der Wertschöpfung – lagen noch höher. Die Turbulenzen in einer Reihe asiatischer Volkswirtschaften Ende der neunziger Jahre sind nur ein Beispiel hierfür.

Als die Finanzsysteme streng reguliert waren und die Zentralbanken den Schwerpunkt auf die Kontrolle der Geldmengen- oder Kreditaggregate legten, bestand für Finanzzyklen, die Schäden hätten anrichten können, nur wenig Raum. Einer raschen Geldmengenausweitung wurde zumeist mit einer schärferen direkten Beschränkung der Bankkreditvergabe oder mit höheren Zinssätzen begegnet. Auf diese Weise wurden die Zunahme des Verschuldungsgrads und das Risiko, das Ungleichgewichte an den Vermögensmärkten für die regulierten Finanzinstitute darstellten, begrenzt. So regulierte Systeme führten zwar zu potentiell schwerwiegenden Fehllenkungen in der Kreditvergabe, doch sie waren weniger anfällig gegenüber großen zyklischen Schwankungen, wie sie im derzeitigen stärker liberalisierten Umfeld auftreten.

Mit der Liberalisierung im Finanzsektor gingen erhebliche Bilanzverlängerungen im privaten Sektor einher; dabei stieg die Verschuldung im Verhältnis zum BIP deutlich an, und die Bestände an marktbezogenen Finanzaktiva wurden aufgestockt. Außerdem reagiert das Kreditwachstum mittlerweile empfindlicher auf die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Bedingungen und ebenso auf die Wahrnehmung von Risiken, und die Verknüpfungen zwischen den Märkten für Vermögenswerte und dem Kreditwachstum sind enger geworden. Auch die Ausgaben des privaten Sektors sind gegenüber der Vermögenspreisentwicklung zunehmend reagibel. Insgesamt ist die Verflechtung zwischen der gesamtwirtschaftlichen Lage und der Stabilität des Finanzsystems sehr viel enger geworden.

Die Wahrung der Stabilität des Finanzsystems ist somit ein wichtiges Ziel vieler Entscheidungsträger. In den letzten Jahrzehnten lagen die Ursachen für zahlreiche Instabilitäten in einer mangelhaften Wirtschaftspolitik, begleitet u.a. von hohen Inflationsraten, und in einem unzureichenden Risikomanagement durch die Finanzinstitute. Die Erfahrung zeigt jedoch, daß finanzielle Ungleichgewichte auch in einem Umfeld niedriger Inflationsraten entstehen können.

... seit der  
Liberalisierung im  
Finanzsektor ...

... mit neuen  
Herausforderungen  
für Entscheidungsträger



Denn trotz der kürzlich erzielten Fortschritte bei den Risikomanagement-Praktiken kann der Fall eintreten, daß eine anhaltend niedrige Inflation, insbesondere in Verbindung mit einer hohen Glaubwürdigkeit der Zentralbank und einem robusten Wirtschaftswachstum, eben den Optimismus weckt, der zu einem steilen Anstieg der Kreditvergabe und unhaltbaren Preissteigerungen bei Vermögenswerten führt. In einem derartigen Umfeld kann der Konjunkturaufschwung mit einer Überbeanspruchung der Kreditmärkte und einer übermäßigen Kapitalakkumulation einhergehen, während die anschließende Abschwungphase diese Ungleichgewichte wieder behebt. Der Umgang mit diesen Zyklen kann die Währungsbehörden ebenso wie die Aufsichtsinstanzen vor erhebliche Herausforderungen stellen.

### *Kredite und Vermögenspreise*

Aufstieg und Fall an den Märkten für Vermögenswerte ...

Zyklen bei Krediten und Vermögenspreisen treten in der Regel gemeinsam auf und verstärken sich oft gegenseitig. Steigende Vermögenspreise können der Konjunktur Auftrieb geben, und indem sie für Wertsteigerungen von Sicherheiten sorgen, können sie die Kreditkosten senken und die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln sowohl für die Unternehmen als auch für die privaten

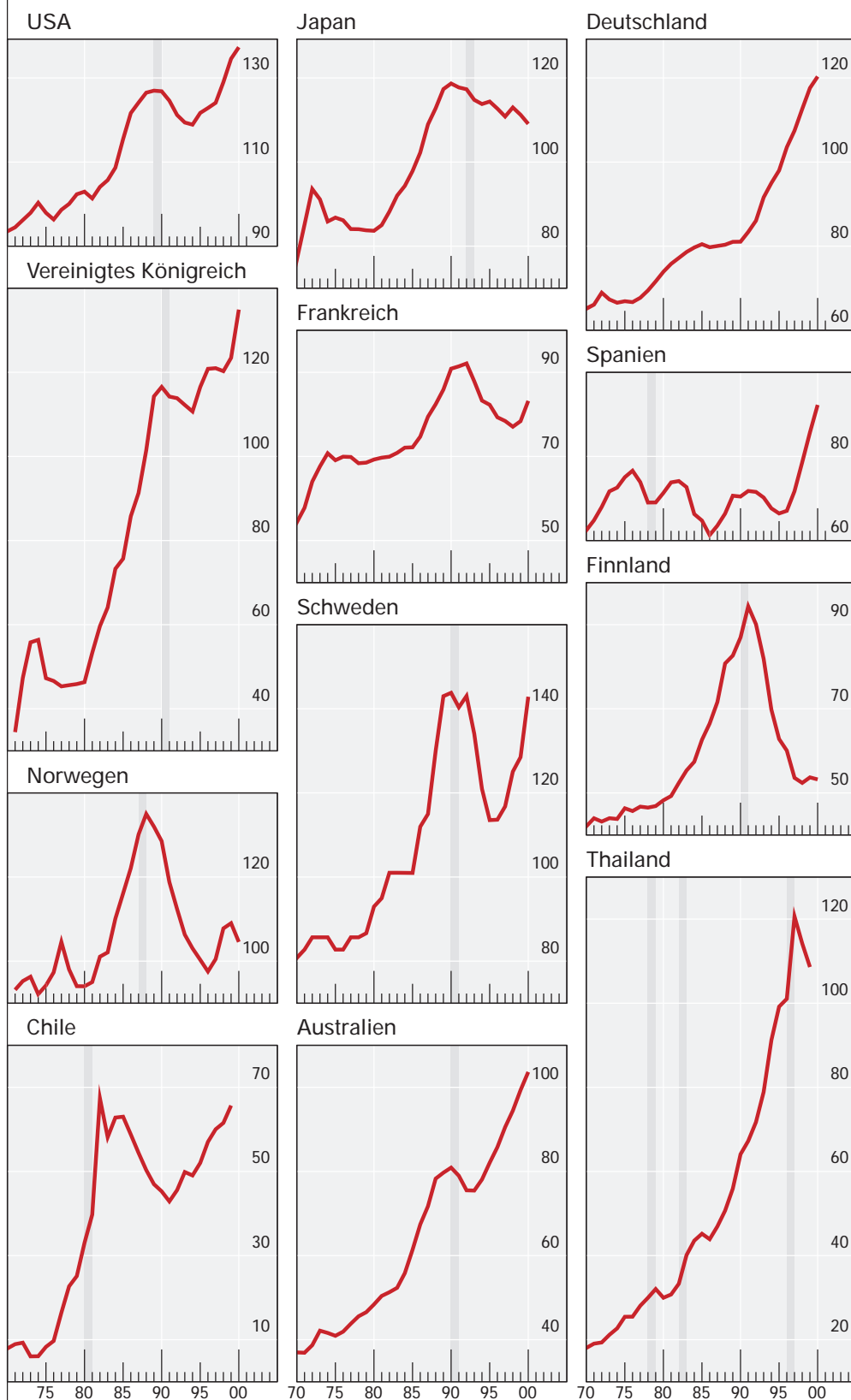
Kredit- und Vermögenspreiszyklen <sup>1</sup>									
	Verhältnis Kredite/BIP <sup>2</sup>			Preise für Wohneigentum <sup>3</sup>			Preise für gewerbliche Immobilien <sup>3, 4</sup>		
	Tief zu Hoch	Hoch zu Tief	4. Q. 1995–4. Q. 2000	Tief zu Hoch	Hoch zu Tief	4. Q. 1995–4. Q. 2000	Tief zu Hoch	Hoch zu Tief	4. Q. 1995–4. Q. 2000
	Anfang 80er – Ende 90er Jahre			Anfang 80er – Ende 90er Jahre			Anfang 80er – Ende 90er Jahre		
USA	25	- 7	16	.	.	30	39	-50	35
Japan <sup>5</sup>	36	-11 <sup>6</sup>	- 5	115	-22 <sup>6</sup>	-12	132	-51 <sup>6</sup>	-35
Deutschland	.	.	23	59	-17 <sup>6</sup>	-16	233	-43	51
Frankreich	22	-14	2	87	- 8	24	407	-52	88
Italien	18	- 8	11	102	-11	9	194	-54	70
Vereinigtes Königreich	72	- 8	19	215	-12	68	125	-27	22
Kanada	28	- 1	11	102	- 3	10	54	-53	33
Spanien	11	- 5	26	230	- 6	43	601	-70	210
Australien	28	- 5	22	86	.	34	578	-49	25
Niederlande	.	.	46	.	.	88	113	-20	69
Belgien	22	- 4	2	.	.	22	136	-26	32
Schweden	53	-30	27	121	-16	49	1027	-83	123
Schweiz	45	.	- 3	101	-25	- 6	131	-31	1
Dänemark	12	-14	12	87	-19	46	277	-35	43
Norwegen	40	-37	4	175	-26	68	245	-44	12
Finnland	48	-42	-10	286	-58	57	912	-49	24
Irland	.	.	40	.	.	124	48	-17	153

<sup>1</sup> Zyklen definiert durch Hochs und Tiefs des Verhältnisses der Kredite zum BIP bzw. der Immobilienpreise. <sup>2</sup> Veränderung im jeweiligen Zeitraum in Prozentpunkten. <sup>3</sup> Veränderung im jeweiligen Zeitraum in Prozent. <sup>4</sup> Daten beziehen sich in der Regel auf die größten Städte. <sup>5</sup> Nur Grundstückspreise. <sup>6</sup> Kein Tief feststellbar; berechnet bis Ende 2000.

Quellen: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd.; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; weitere private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle VII.1

# Kreditzyklen und Anspannungen im Finanzsektor<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Kredite an den privaten Sektor (Definition je nach Land unterschiedlich) in Prozent des BIP; Schattierung: Beginn von Anspannungen im Finanzsektor.

Quellen: G. Kaminsky und C. Reinhart, „The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems“, *American Economic Review*, Juni 1999; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Grafik VII.1

Haushalte verbessern. Beschleunigtes Wirtschaftswachstum und zusätzliche Kreditaufnahmen können dann ihrerseits die Vermögenspreise weiter in die Höhe treiben. Die Wechselwirkung zwischen den Kredit- und den Vermögensmärkten kann sich sogar noch verstärken, wenn die Vermögenspreise sinken und sich die Konjunkturlage verschlechtert. Rückläufige Preise verringern insbesondere den Wert der von den Finanzinstituten gehaltenen Sicherheiten und können diesen Instituten somit erhebliche Verluste einbringen sowie letztendlich dazu führen, daß das Kreditangebot schrumpft.

... vor allem am  
Immobilienmarkt ...

In den am stärksten ausgeprägten Finanzzyklen der letzten Jahrzehnte war die Entwicklung der Immobilienpreise, insbesondere der Preise gewerblicher Immobilien, von zentraler Bedeutung. Dies liegt zum Teil an der wichtigen Rolle, die Grundstücke und Gebäude bei der Besicherung von Bankkrediten spielen. Zudem scheint der Markt für gewerbliche Immobilien gegenüber starken Schwankungen der Preise wie auch der neuen Bauvorhaben besonders anfällig zu sein. Stürmisch verlaufende Zyklen an diesem Markt lagen vielen der Probleme zugrunde, mit denen Banken in Australien, Finnland, Japan, Norwegen, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre sowie in jüngster Zeit in mehreren asiatischen Ländern zu kämpfen hatten.

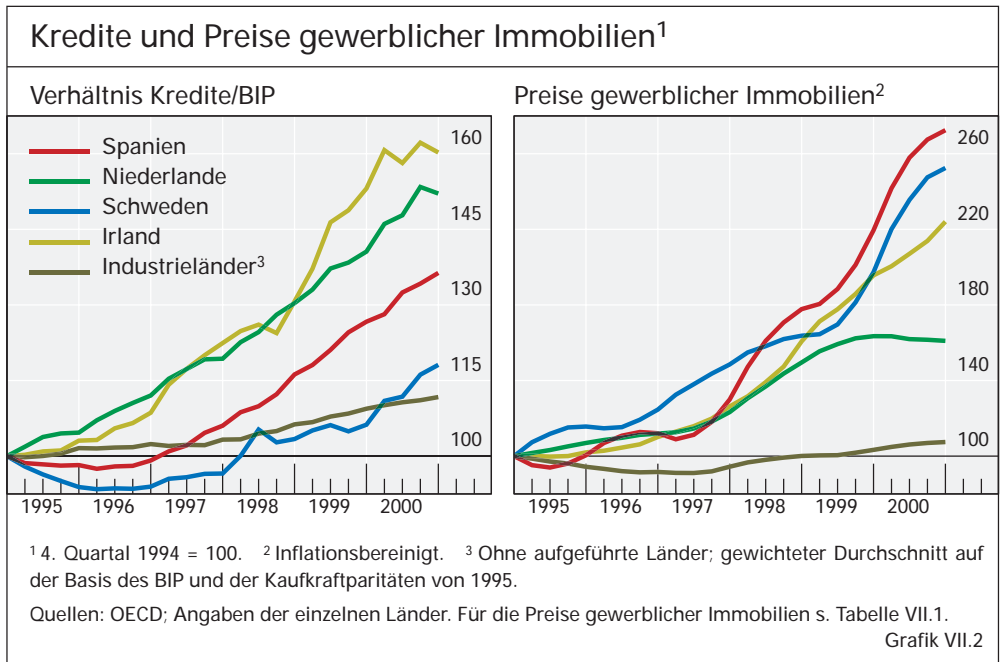
... seit jeher  
Auslöser von  
Finanzmarkt-  
instabilität

Die Entwicklungen an den Märkten für Wohneigentum haben die Finanzzyklen ebenfalls geprägt, auch wenn sie in der Regel nicht die wichtigste unmittelbare Ursache für Instabilitäten an den Finanzmärkten waren. Vielmehr verringerten die rückläufigen Preise für Wohneigentum den Finanzierungsspielraum und dämpften die Konsumausgaben, wodurch sich die Konjunkturerholung verlangsamte. Die tendenziell steigende Verschuldung der privaten Haushalte, die in den letzten Jahren in vielen Ländern zu verzeichnen war, hat vermutlich das künftige Potential für ähnliche konjunkturerhemmende Einflüsse erhöht.

Preise für gewerbliche Immobilien in den meisten Industrieländern weiter unterhalb Höchstständen

Seit Mitte der neunziger Jahre wiesen die Industrieländer mit dem stärksten Kreditwachstum meistens auch den größten Preisanstieg bei gewerblichen Immobilien auf. Beispielsweise weitete sich das Kreditvolumen in Irland, den Niederlanden, Schweden und Spanien besonders rasch aus, und die Preise für gewerbliche Immobilien in den größten Städten dieser Länder stiegen deutlich. Insgesamt hat sich der derzeitige Aufschwung an den Märkten für gewerbliche Immobilien jedoch nicht zu einem ähnlich breit abgestützten Boom ausgeweitet wie in den achtziger Jahren, auch wenn es in einigen Städten gewisse Anzeichen der Überhitzung gab. In den meisten Industrieländern, darunter in Deutschland, Frankreich, Italien, den USA und dem Vereinigten Königreich, liegen die Preise für gewerbliche Immobilien trotz der jüngsten Preissteigerungen real nach wie vor deutlich unter den vorherigen Höchstwerten. In Japan, das noch immer unter den Folgen des Zusammenbruchs des Immobilienpreisbooms der achtziger Jahre leidet, sind die Preise seit 11 Jahren rückläufig.

Im gegenwärtigen Finanzzyklus sind die Hypothekenkredite für den Wohnbau in einer Reihe von Ländern rasch gewachsen, und es wurden hohe Immobilienpreissteigerungen verzeichnet. Dabei stiegen z.B. die Preise für Wohneigentum in Australien, Norwegen, Schweden und dem Vereinigten



Königreich auf diese Weise sowohl nominal als auch real über die Höchstwerte hinaus, die Ende der achtziger Jahre erreicht worden waren.

Kreditzyklen sind meistens auch mit Zyklen am Aktienmarkt verbunden, obwohl der Zusammenhang hier weniger eng ist als zwischen Kreditvolumen und Immobilienpreisen. Der Aufschwung im Finanzzyklus der zweiten Hälfte der neunziger Jahre war dennoch ganz wesentlich von einer außergewöhnlichen Aktienhausse, insbesondere im Technologie- und Kommunikationsbereich, gekennzeichnet. Eine Zeitlang schienen diese Wertsteigerungen eine Eigendynamik zu entwickeln, d.h. die höheren Aktienkurse trugen wiederum zu einem stärkeren Wirtschaftswachstum, einem noch größeren Vertrauen in die Zukunft und einer höheren Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe, insbesondere an Unternehmen aus Branchen mit rasch steigenden Aktienkursen, bei.

Aufschwung in den neunziger Jahren geprägt durch außergewöhnliche Aktienhausse

Obwohl die Ende der neunziger Jahre erzielten Aktienkursgewinne im Laufe des letzten Jahres zum Teil wieder verloren gingen, scheint die Stabilität der meisten Bankensysteme hiervon bislang weitgehend unberührt geblieben zu sein. Trotz dieser allgemeinen Widerstandsfähigkeit hat sich die Abhängigkeit von der Entwicklung am Aktienmarkt bei vielen Banken im letzten Jahrzehnt jedoch erhöht, und zwar infolge der Ausweitung des Eigenhandels, der gestiegenen Kreditvergabe an private Haushalte zur Finanzierung von Aktienkäufen sowie einer größeren Abhängigkeit von Gebühreneinkünften aus der Vermögensverwaltung und der Maklertätigkeit. Zudem sind die privaten Haushalte der Entwicklung der Aktienkurse stärker ausgesetzt, was zunehmend sichtbar wird, insbesondere in Rentenversicherungssystemen mit Beitragsprimat. Dies läßt allgemein auf größere Vermögenseffekte schließen, ganz besonders aber in den USA.

Banken und private Haushalte immer stärker am Aktienmarkt engagiert

*Zyklisches Verhalten der Institute und der Märkte*

Charakteristisch für Finanzzyklen ist auch die zyklische Entwicklung des Risikoverhaltens sowie der Einschätzung und preislichen Bewertung von Risiken

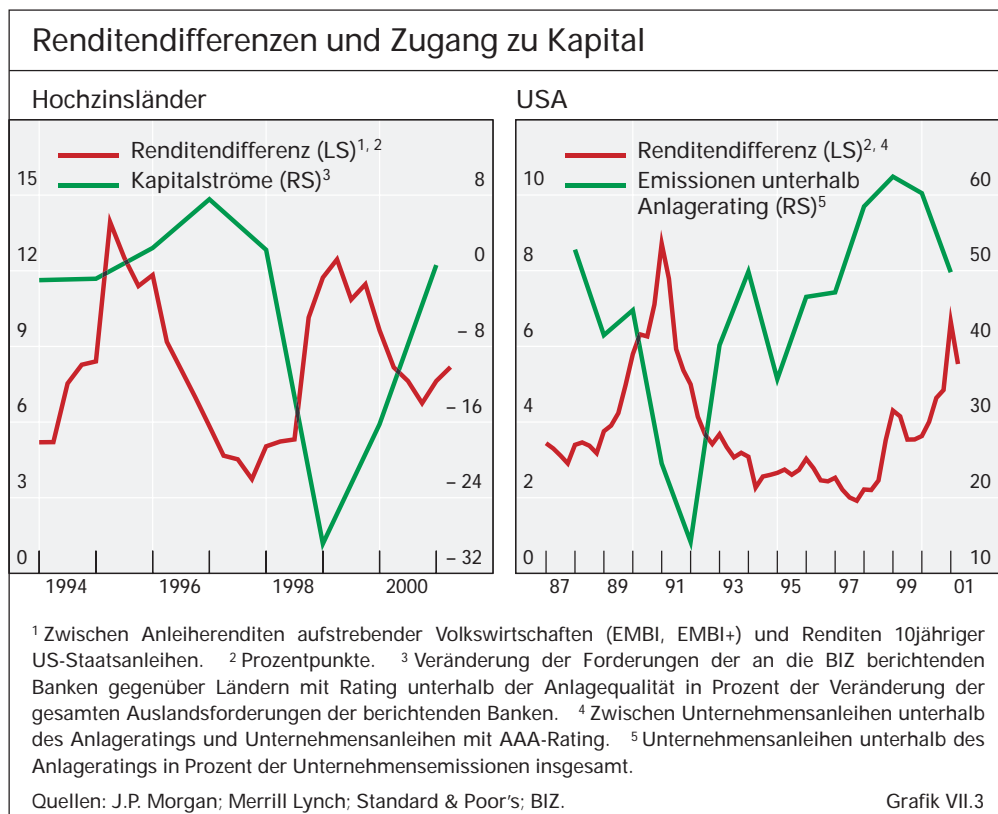
In der Hochkonjunktur üblicherweise:  
 – Lockerung der Kreditvergabebedingungen

durch die Märkte und die Finanzinstitute. In Zeiten starken wirtschaftlichen Wachstums scheint die Risikobereitschaft im Gleichlauf mit dem Optimismus über die künftige Entwicklung zuzunehmen. Ein Anzeichen hierfür ist die Lockerung der Kreditvergabebedingungen, die sich u.a. in weniger strengen Auflagen und Besicherungserfordernissen äußert. Außerdem erhalten Kreditnehmer, die als verhältnismäßig risikoreich gelten, sowohl bei den Banken als auch an den Kapitalmärkten leichter Zugang zu Finanzierungen.

Diese Verlaufsmuster waren in den letzten Jahren deutlich erkennbar. Das starke Wachstum der asiatischen Volkswirtschaften Anfang und Mitte der neunziger Jahre führte zu einem außergewöhnlich hohen Zufluß von ausländischem Kapital, mit dem schließlich hochriskante Investitionen finanziert wurden. Auch in den USA bewirkte eine Lockerung der Kreditvergabebedingungen insbesondere im Zeitraum 1996–98 eine rasche Zunahme der Konsortialkredite an Unternehmen mit einem Rating unterhalb der Anlagequalität sowie der Ausleihungen an private Haushalte ohne erstklassige Bonität. Ebenso stieg der Absatz relativ riskanter Unternehmensanleihen in diesem Zeitraum deutlich an. In Europa wurden die Kreditvergabebedingungen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre ebenfalls gelockert, wie aus den höheren Beleihungsquoten bei Wohnbauhypotheken in einigen Ländern zu ersehen ist.

– engere Kreditzinsspannen

Die Kreditrisikoprämie bewegt sich ebenfalls prozyklisch, d.h. sie sinkt im Konjunkturaufschwung und steigt im Konjunkturabschwung. In Zeiten raschen Kreditwachstums sind viele Banken bereit, die Kreditzinsspannen zu kürzen, um Marktanteile zu wahren oder sogar auszubauen. Beispielsweise reichten die Margen in Japan Ende der achtziger Jahre und in ganz Asien Mitte der

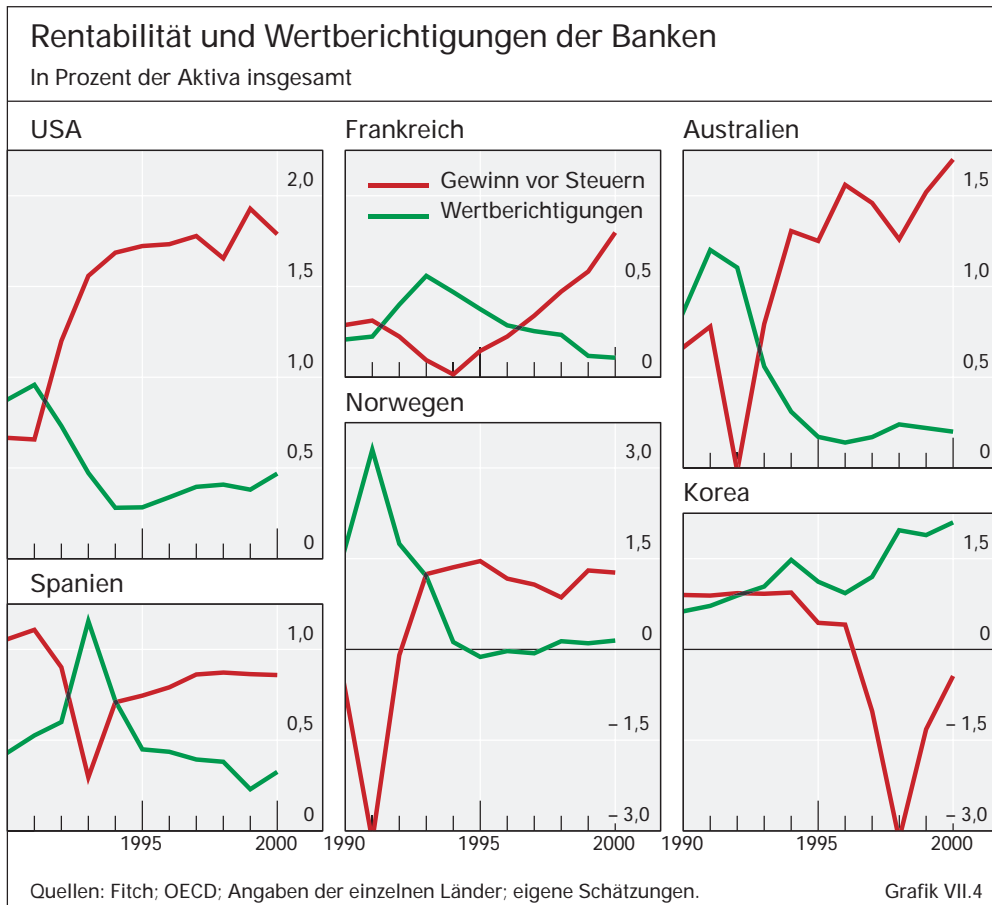


neunziger Jahre kaum zur Deckung der betrieblichen Aufwendungen. In den USA verringerten sich die Kreditzinsspannen der Banken für Handels- und Industriekredite nahezu während der gesamten neunziger Jahre, bevor sie 1998, vor allem für die risikoreichsten Kreditnehmer, wieder stiegen. Auch in mehreren europäischen Ländern gerieten die Kreditzinsspannen unter Druck, was zum Teil durch den verschärften Wettbewerb bedingt war. Der zyklische Verlauf der Kreditrisikoprämien ist auch bei den Renditenabständen von Anleihen unterschiedlicher Bonität zu erkennen, wobei sich die Spannen in Zeiten starken Wachstums tendenziell verengen und in Rezessionen ausweiten.

Ein wichtiges Element, das diesen Verlaufsmustern zugrunde liegt, ist die Tendenz der Bankgewinne, im Konjunkturaufschwung zu steigen und im Konjunkturabschwung – oft deutlich – zu fallen. Der Rückgang der Rentabilität während eines Konjunkturabschwungs führt häufig zu geringerer Risikotoleranz und in einigen Fällen zu einem merklich geringeren Kreditangebot, wobei die Banken in der Regel entweder ihre Portfolios zugunsten verhältnismäßig sicherer Anlagen umschichten oder höhere Zinsmargen verlangen.

– höhere Rentabilität der Banken ...

Der wichtigste Faktor für die zyklischen Schwankungen der Rentabilität der Banken ist der zyklische Charakter des Volumens der Kreditausfälle und insbesondere der Rückstellungen für diese Ausfälle. Aus Gründen, die weiter unten erläutert werden, steigen die Zuweisungen zu den Rückstellungen erst, nachdem eine erhebliche Verschlechterung der Kreditqualität eingetreten ist. Dies bedeutet, daß Rückstellungen meist nur im Konjunkturabschwung erhöht werden, und zwar oft innerhalb sehr kurzer Zeit.



Rentabilität großer Banken 1999 und 2000									
	Anzahl Banken	Gewinn vor Steuern		Wertberichtigungen		Nettozinsspanne		Betriebskosten	
		1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
		in Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt							
USA	12	2,17	1,79	0,44	0,63	3,34	3,22	3,84	4,10
Japan <sup>1</sup>	16	0,42	0,37	0,90	0,52	1,14	1,07	0,89	1,01
Deutschland	4	0,43	0,55	0,28	0,18	0,95	0,82	1,65	1,74
Frankreich	4	0,69	0,83	0,20	0,18	1,14	0,94	1,85	1,91
Vereinigtes Königreich	4	1,43	1,53	0,33	0,21	2,30	2,21	2,40	2,39
Kanada	6	1,17	1,31	0,24	0,29	1,94	1,93	2,59	2,74
Spanien	4	1,21	1,33	0,33	0,35	2,62	2,63	2,65	2,62
Australien	4	1,72	1,85	0,24	0,20	2,72	2,43	2,55	2,39
Schweden	3	0,84	1,09	0,01	0,07	1,27	1,39	1,50	1,66
Schweiz	2	0,82	0,96	0,12	0,04	0,70	0,73	2,55	2,90

<sup>1</sup> Angaben für 1999 beziehen sich auf das am 31. März 2000 abgeschlossene Geschäftsjahr; Angaben für 2000: Daten für das erste Halbjahr auf das Geschäftsjahr 2000 hochgerechnet.  
Quelle: Fitch. Tabelle VII.2

... u.a. aufgrund geringerer Wertberichtigungen für notleidende Kredite

Der enge Zusammenhang zwischen Gewinnen und Rückstellungen zeigt sich im derzeitigen Zyklus deutlich. Im Verlauf der zweiten Hälfte der neunziger Jahre war die Eigenkapitalrendite der Geschäftsbanken in den USA ständig so hoch wie seit mindestens 20 Jahren nicht mehr. Gleichzeitig sanken die Wertberichtigungen der US-Banken erheblich. Ähnlich nahm auch die Eigenkapitalrendite der Banken im Euro-Raum – wenngleich wesentlich niedriger als in den USA – im Verlauf der neunziger Jahre stetig zu, wobei sich die Wertberichtigungen gleichzeitig verringerten. In letzter Zeit wurde die hohe Rentabilität der Banken auch in Australien, Schweden und dem Vereinigten Königreich von niedrigen Wertberichtigungen begünstigt.

### Verstärkungsmechanismen im Finanzsektor

Erklärungen dafür, weshalb die Bewegungen im Finanzsystem als übermäßig prozyklisch anzusehen seien, stützen sich vor allem darauf, daß die Finanzmarktteilnehmer auf die sich im Zeitverlauf ergebenden Risikoveränderungen unangemessen reagieren. Ein solches Verhalten kann eine Vielzahl von Ursachen haben, u.a. die Methoden der Risikobewertung, die Anreize, die sich für die einzelnen Personen bei einer gegebenen Bewertung bieten, und die Art der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen. Der wichtigste dieser drei Faktoren ist wohl die Risikobewertung im Zeitverlauf.

#### *Risikobewertung im Zeitverlauf*

Günstige Wirtschaftsentwicklung ...

Finanzzyklen haben ihren Ursprung häufig in günstigen Entwicklungen auf der Angebotsseite. Die Geschichte bietet zahlreiche Beispiele, wie eine wirtschaftliche Liberalisierung, die Entdeckung neuer Ressourcen oder die Entwicklung neuer Technologien die Antriebskraft für ein dynamisches Wirtschaftswachstum waren und einen gewaltigen Optimismus weckten. Oft wird dieser Optimismus dadurch verstärkt, daß solche Entwicklungen nicht nur das



Wirtschaftswachstum beschleunigen, sondern auch die Inflation verringern sowie den Gewinnanteil am Volkseinkommen erhöhen.

Unter derart günstigen Voraussetzungen sind erhebliche Steigerungen der Vermögenspreise gerechtfertigt. Das Problem besteht darin, daß es für das Ausmaß dieser Preissteigerungen keine zuverlässige Bezugsgröße gibt, da es von ungewissen Zukunftsaussichten abhängt. In vielen Aufschwungsphasen scheinen sich die Erwartungen zu optimistisch zu entwickeln, und entsprechend werden die Risiken dann offenbar unterschätzt. So können die Vermögenspreise auf ein nicht haltbares Niveau getrieben werden, und das Kreditwachstum kann das Wachstum des nominalen BIP bei weitem übertreffen.

... rechtfertigt  
höhere Vermögens-  
preise ...

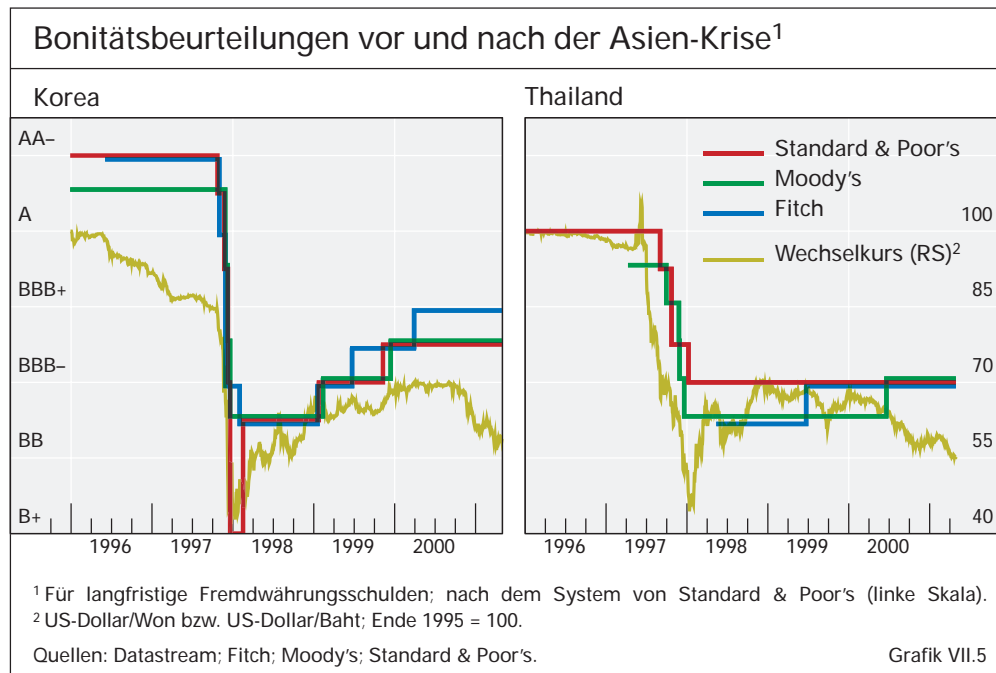
Die Neigung von Investoren, Unternehmern und Finanzinstituten zu übermäßigem Optimismus in Zeiten des Aufschwungs läßt sich durch mehrere Faktoren erklären, die zum Teil auf einer selektiven Wahrnehmung beruhen. Psychologische Versuche zeigen, daß die Menschen ungünstigen Ereignissen von geringer Wahrscheinlichkeit in ihrer Erwartungshaltung ein zu geringes Gewicht beimessen. Auch legen sie im Falle sogenannter kognitiver Dissonanzen Informationen routinemäßig so aus, daß die herrschenden Überzeugungen bestätigt werden. Daher werden Informationen in einer Zeit starken Wachstums, niedriger Inflation und hoher Rentabilität häufig so verstanden, daß sie die Fortdauer günstiger Bedingungen bestätigen, während die sich mehrenden Anzeichen möglicher künftiger Probleme vernachlässigt werden. Doch wenn sich das Wachstum unter der Last von finanziellen Ungleichgewichten und Überinvestitionen in Sachanlagen verlangsamt oder wenn die Rentabilität infolge des verschärften Wettbewerbs und eines rascheren Lohnanstiegs sinkt, können sich diese Meinungen plötzlich ändern, und spätere Informationen werden viel negativer ausgelegt. Dem kann sehr schnell eine Woge des Pessimismus folgen.

... aber  
übermäßiger  
Optimismus ...

Eine weitere, damit zusammenhängende Erklärung für die Risiko-unterschätzung während der letzten Konjunkturaufschwünge ist, daß viele der derzeitigen Ansätze zur Risikobewertung dazu neigen, implizit die gegenwärtigen Verhältnisse in die Zukunft zu extrapolieren. Beispielsweise lassen Methoden zur Messung des Kreditrisikos anhand der Aktienkurse in Zeiten eines Konjunkturaufschwungs eher auf ein niedrigeres Ausfallrisiko für Unternehmensschuldner schließen, da die Aktienkurse steigen und die Volatilität abnimmt. Ebenso ergeben die internen Rating-Systeme, die die Banken für die Risikomessung verwenden, eher sinkende Risiken, wenn die aktuellen Ausfallquoten niedrig sind. Hierin spiegelt sich zum Teil der kurze Zeithorizont wider, der häufig für die Risikomessung in diesen Systemen herangezogen wird. Zudem werden externe Bonitätseinstufungen oftmals erst nach dem Eintreten ungünstiger Ereignisse angepaßt und nicht schon während des Entstehens der Risiken. Ein Beispiel hierfür ist, daß während der Asien-Krise Rückstufungen von Ratings meist erst nach den massiven Währungsabwertungen erfolgten, wobei die Ratings mit dem Ende der Krise wieder angehoben wurden.

... und  
Extrapolation  
gegenwärtiger  
Verhältnisse ...

Eine solche Fortschreibung der aktuellen Situation kann angemessen sein, wenn die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen sehr beständig sind. In diesem Fall liefert die jeweilige Wirtschaftslage die besten, wenn auch ungenaue Richtwerte für die Zukunft. Ist diese Sichtweise korrekt, dann bedeutet



dies, daß die Risiken während eines Konjunkturaufschwungs möglicherweise nicht steigen, da es keinen Grund zu der Annahme gibt, daß ein Abschwung in nächster Zukunft nur deswegen wahrscheinlicher ist, weil die Wirtschaft eine Periode starken Wachstums zu verzeichnen hatte. Wenn dagegen die hinter der Hochkonjunktur stehenden Kräfte bereits den Keim für den Abschwung bergen, wie dies offensichtlich häufig der Fall ist, dann beginnen ab einem gewissen Zeitpunkt im Aufschwung die Risiken größer zu werden. Die während des Abschwungs steigende Zahl von Kreditausfällen sollte somit eher als das Ergebnis der während des Aufschwungs entstandenen Risiken verstanden werden und nicht als Zunahme der Risiken während des Abschwungs.

In der Praxis läßt sich nur schwer feststellen, ob und wann sich die Risiken während eines Aufschwungs tatsächlich zu erhöhen beginnen. Es gibt keine eindeutige Antwort. Die Geschichte lehrt jedoch, daß auf Phasen raschen Kreditwachstums, hoher Preissteigerungen bei Vermögenswerten, enger Kreditzinsspannen und eines hohen Investitionsniveaus meist Anspannungen im Finanzsystem folgen. In solchen Phasen ist das Risikoniveau demnach überdurchschnittlich hoch, auch wenn sich die Wirtschaft gerade in einer guten Verfassung befindet. Werden diese Risiken nicht erkannt, kann dies für die Verstärkung des Aufschwungs in einem Finanzzyklus eine wichtige Rolle spielen.

#### Anreize

Die Anreize, die sich Gläubigern in ihren Entscheidungen auf eine gegebene Risikobewertung hin bieten, können den Gang von Finanzzyklen ebenfalls beeinflussen. Das deutlichste Beispiel hierfür ist vielleicht der Anreiz für eine einzelne Bank, die Kreditvergabebedingungen während eines Abschwungs zu verschärfen. Jede Bank könnte zwar mit gutem Grund annehmen, daß ihre eigenen Maßnahmen die Wirtschaftslage nicht verändern werden, doch ist dies insofern ein Trugschluß, als die Wirtschaftslage mit ziemlicher Sicherheit

... als zusätzliche  
potentielle  
Antriebskräfte des  
Aufschwungs

Infolge  
unterschiedlicher  
Anreize auf  
Instituts- und  
Systemebene ...

beeinträchtigt würde, wenn sich alle Banken gleich verhielten. Selbst wenn sich eine Bank dessen bewußt wäre, hätte sie während eines Abschwungs noch immer einen Anreiz zur Verschärfung der Kreditvergabebedingungen. Durch eine institutsübergreifende Koordinierung könnte dieser Anreiz ausgeschaltet werden, doch ein solcher Ansatz ist in durch Wettbewerb geprägten Bankensystemen problematisch.

Anreize können auch durch unangemessen konzipierte finanzielle Sicherheitsnetze und verschiedene Formen von Haftungsbeschränkungen verzerrt werden. Diese Vorkehrungen können dazu führen, daß Kreditgeber den Abschwungsszenarien mit Blick auf die Gesamtgesellschaft nicht genügend Gewicht beimessen, da einige der unter solchen Szenarien eintretenden Verluste wahrscheinlich von anderen, darunter den Steuerzahlern, übernommen werden müssen. Ferner können Vergütungsvereinbarungen, bei denen der Schwerpunkt auf kurzfristige Ergebnisse und auf eine relative statt eine absolute Performance gelegt wird, einer langfristigen Perspektive sowie der Bewertung des Gesamtrisikos im Wege stehen.

... möglicherweise stärkere prozyklische Ausrichtung des Finanzsystems

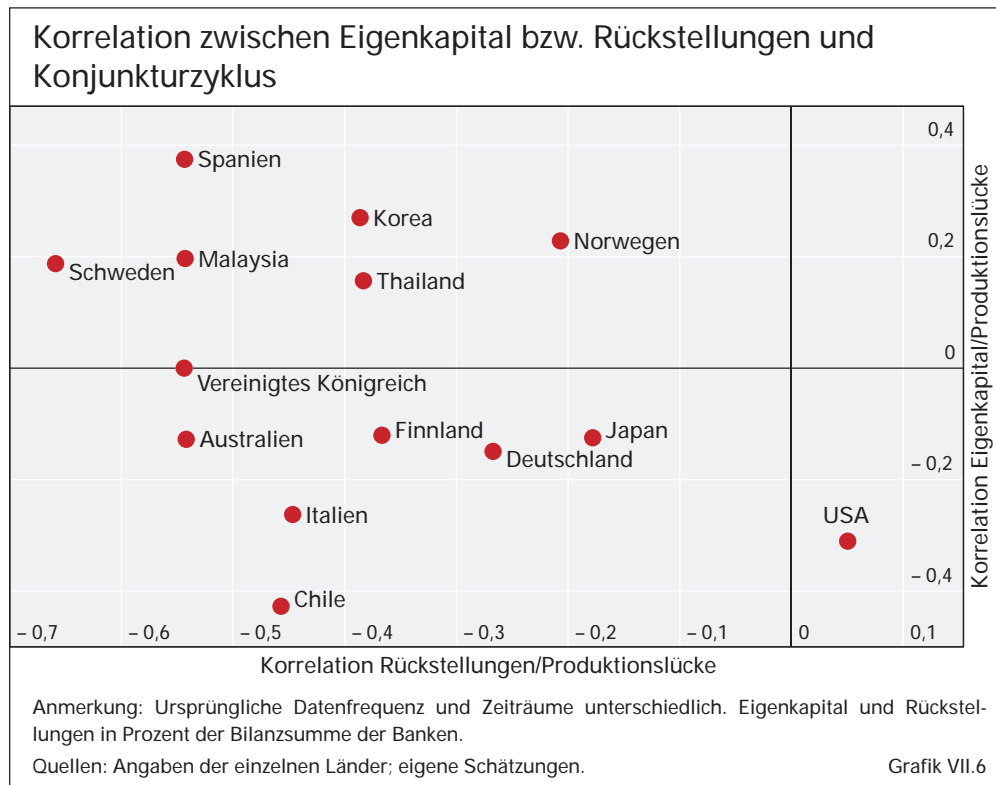
#### *Bilanzierungsmethoden und aufsichtsrechtliche Grundsätze*

Die Gestaltung von Bilanzierungs- und Aufsichtsvorschriften kann die Reaktionsweise von Finanzinstituten bei Veränderungen der Risikoeinschätzungen ebenfalls beeinflussen. Daß es in der Geschichte immer wieder zu Finanzzyklen gekommen ist, deutet allerdings darauf hin, daß die Struktur der Aufsicht nicht die wichtigste Ursache dieser Zyklen ist.

Eine wichtige Einflußgröße für den zyklischen Verlauf der Rentabilität von Banken sind, wie bereits gesagt, die Wertberichtigungsmethoden. In vielen Ländern dürfen nach den geltenden Bilanzierungsregeln erst dann Rückstellungen gebildet werden, wenn eine eindeutig nachweisbare Bonitätsverschlechterung eingetreten ist. Des weiteren ist die steuerliche Abzugsfähigkeit von Wertberichtigungen häufig beschränkt. Folglich kann es für eine Bank schwierig sein, während eines Wirtschaftsaufschwungs die Rückstellungen zu erhöhen, auch wenn ihre Beurteilung richtig ist, daß sich die künftige Rückzahlungsfähigkeit ihrer Kreditnehmer verschlechtert hat. Die zusätzlichen Gewinne der Bank, die sich aus zu geringen Rückstellungen ergeben, könnten zwar thesauriert statt als Dividendenzahlungen ausgeschüttet oder für Aktienrückkäufe verwendet werden. Da die Geschäftsleitung der Bank unter Druck steht, die Eigenkapitalrendite zu maximieren, ist dies jedoch nicht immer möglich.

Regeln für Rückstellungen gegenwärtig nur vergangenheitsbezogen ...

Die Struktur der Eigenkapitalregelung für Banken kann die Dynamik der Finanzzyklen ebenfalls beeinflussen. Ein aufsichtsrechtliches System, in dessen Mittelpunkt Mindesteigenkapitalquoten stehen, könnte zwar zur allgemeinen Stabilität des Finanzsystems beitragen, es könnte jedoch unter bestimmten Bedingungen auch Konjunkturabschwünge verschärfen. Der Grund hierfür ist, daß weitverbreitete Verluste eine Reihe von Banken veranlassen könnten, ihre Kreditvergabe wesentlich einzuschränken, um insbesondere die erheblichen Imageverluste und sonstigen Kosten zu vermeiden, die sich aus einer Nichteinhaltung der Mindesteigenkapitalquoten ergeben können. Auch jede Verschärfung der Kontrollen oder Kreditvergabebedingungen als Reaktion auf die Verluste könnte den Abschwung verstärken.

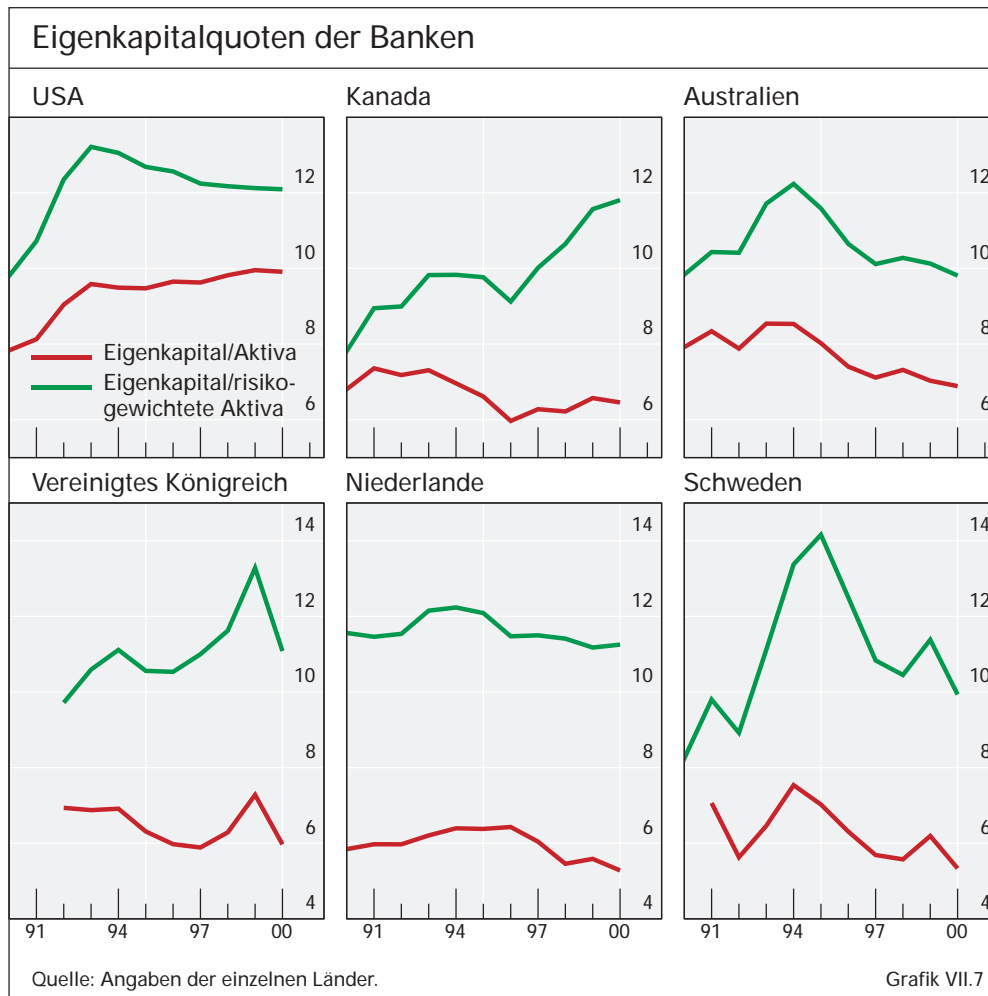


... und Mindestkapitalanforderungen nicht sehr risikoreagibel

Auch wenn der Einfluß solcher aufsichtsrechtlichen Bestimmungen nicht einheitlich nachweisbar ist, läßt sich wohl die Schlußfolgerung ziehen, daß die für einen Konjunkturabschwung typische Kreditkontraktion seitens der Banken milder ausfallen würde, wenn die Eigenkapitalquoten während des vorhergehenden Aufschwungs angehoben worden wären. Die derzeit gültigen Eigenkapitalvorschriften verlangen in einer Aufschwungsphase eine Anhebung des Eigenkapitalniveaus, wenn die Kreditvergabe ausgeweitet wird, nicht aber eine höhere Eigenkapitalquote in bezug auf die Ausleihungen. Nach den geltenden Vorschriften ändern sich die Eigenkapitalanforderungen für ein gegebenes Kreditportfolio im Zeitverlauf nicht mit dessen Risikograd. Weil in Aufschwungsphasen zudem möglicherweise zu geringe Rückstellungen gebildet werden, kann das im Bankensystem insgesamt zum Ausgleich von Verlusten vorhandene Polster in diesen Zeiten sogar schrumpfen.

Kein systematischer Zusammenhang der Eigenkapitalquoten über den Konjunkturzyklus

Bei einem Ländervergleich läßt sich kein deutlicher Zusammenhang zwischen den tatsächlichen Eigenkapitalquoten der Banken und dem Konjunkturzyklus erkennen. Seit Mitte der neunziger Jahre weisen einige Bankensysteme einen Anstieg, andere einen Rückgang der aggregierten Eigenkapitalquote auf. Bei länderübergreifenden Vergleichen zeigt sich vielleicht am deutlichsten, daß in denjenigen Ländern, in denen das Bankensystem Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre mit Problemen zu kämpfen hatte, die Eigenkapitalquoten erst dann erheblich stiegen, als die Probleme bereits aufgetreten waren. Nachdem das Wirtschaftswachstum Tritt gefaßt hatte, gingen sie allmählich wieder zurück. In gewissem Umfang dürfte der Anstieg der Eigenkapitalquoten in den frühen neunziger Jahren auf den Druck der Aufsichtsinstanzen zurückzuführen gewesen sein. Ein weiterer wichtiger Faktor war jedoch, daß die zuvor in Schwierigkeiten geratenen Banken dem Markt



ihre wiedergewonnene Stärke beweisen mußten. Sobald dies geschehen war und sich das Wirtschaftswachstum erholt hatte, wurden die höheren Eigenkapitalquoten zunehmend als eine Beeinträchtigung für den Anteilseignerwert angesehen und gingen daher in der Folge wieder zurück.

### Mögliche politische und regulatorische Maßnahmen

Grundsätzlich könnte den Problemen, die durch die wiederkehrenden Finanzzyklen entstehen, mit der Bankenaufsicht und der Geldpolitik begegnet werden. Eine wichtige Frage für die Entscheidungsträger ist jedoch, ob und gegebenenfalls wie dies tatsächlich geschehen sollte.

Nach einer verbreiteten Ansicht besteht der beste Beitrag der Entscheidungsträger zur Stabilität des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft darin, dafür zu sorgen, daß die Inflation niedrig und stabil ist, daß die Finanzinfrastruktur den allgemein akzeptierten internationalen Standards entspricht und daß auf Störungen im Finanzbereich unverzüglich reagiert wird. Die Vertreter dieser Ansicht verweisen darauf, daß viele Zyklen, die zu ernsthaften Belastungen des Finanzsystems führten, in Ländern auftraten, in denen entweder die Inflation hoch oder die Bankenaufsicht schwach und die Offenlegung unzureichend war. Sie heben auch die (weiter unten erörterten)

Reaktion der Entscheidungsträger auf Finanzzyklen möglich ...

praktischen Probleme in der Ausgestaltung eines aktiveren politischen und regulatorischen Ansatzes hervor.

... dabei aber  
umstritten ...

Einer anderen Sichtweise zufolge sind die vorstehend genannten Bedingungen zur Erhaltung der Finanzstabilität zwar erforderlich, aber nicht ausreichend. Insbesondere ist klar, daß selbst Länder mit niedriger Inflation anfällig bleiben für kostspielige Finanzzyklen, die aus übermäßigem Optimismus entstehen. Folglich ließe sich argumentieren, daß sich die Stabilität des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft erhöht, wenn die Behörden Maßnahmen ernsthafter in Betracht ziehen würden, die die Reagibilität der Wirtschaft auf diese Zyklen mindern oder die sogar deren Entstehung durch gezielte Veränderungen im aufsichtsrechtlichen Instrumentarium bzw. der Notenbankzinsen entgegenwirken.

... ob und wie zu  
handeln ist

Diese unterschiedlichen Auffassungen – zumindest wenn es um die Frage geht, ob gezielte Veränderungen im politischen und regulatorischen Instrumentarium möglich und wünschenswert sind – spiegeln zum Teil unterschiedliche Einschätzungen darüber wider, ob die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger Ungleichgewichte im Finanzsystem zu erkennen vermögen. Im nachhinein sind nicht tragfähige Phasen von Kreditausweitungen und Fehlentwicklungen von Vermögenspreisen zwar leicht ersichtlich, im voraus sind sie jedoch viel schwerer auszumachen. Bisweilen wird argumentiert, es sei unwahrscheinlich, daß die öffentlichen Entscheidungsträger die Nachhaltigkeit der jeweiligen Trends in allen Fällen besser einschätzen können als private Institute. Daher sollten sie von Interventionen absehen, die eigens vorgenommen werden, um den Aufschwung eines Finanzzyklus zu bremsen. Ein Gegenargument lautet, daß ein politisches bzw. regulatorisches Vorgehen nicht unbedingt dadurch begründet sein muß, daß die Entscheidungsträger über größere Urteilskraft verfügen als der private Sektor. Vielmehr können diese auf die gleiche Einschätzung der jeweiligen Trends durchaus ganz anders reagieren, weil sie andere Verantwortlichkeiten und Anreize haben. Die politischen Entscheidungsträger dürften beispielsweise stärker wegen möglicher Abschwungsszenarien besorgt sein als der private Sektor, insbesondere wenn für alle Finanzinstitute gleichartige Risiken bestehen. Es ist auch anzunehmen, daß sie einen längeren Zeithorizont haben und ihre Anreizstruktur nicht durch das Bestehen finanzieller Absicherungsmechanismen verzerrt wird.

### *Aufsichtsmaßnahmen*

Wenn die Entscheidungsträger auf das immer wiederkehrende Auftreten von Finanzzyklen reagieren sollen, bietet sich als Instrument hierfür als erstes die Bankenaufsicht an. Hierbei bestehen drei grundlegende Handlungsmöglichkeiten: das Verständnis der Öffentlichkeit für die gesamten Risiken zu vertiefen, Vorschriften zu schaffen, die das Finanzsystem und die Gesamtwirtschaft weniger anfällig gegenüber finanziellen Ungleichgewichten machen, und mit gezielten Veränderungen der aufsichtsrechtlichen Anforderungen unmittelbar auf Ungleichgewichte zu reagieren.

Sensibilisierung für  
Risikoänderungen  
im Zeitverlauf

Die erste Handlungsmöglichkeit betrifft das zentrale Problem der Risikomessung im Zeitverlauf. Die Aufsichtsinstanzen könnten, indem sie z.B. Berichte und Reden hochrangiger Vertreter veröffentlichen, der Allgemeinheit



die Einschätzung der gesamten Risiken erleichtern. Sie könnten die Finanzinstitute auch auffordern, Streßtests durchzuführen, um die Anfälligkeit gegenüber bestimmten Gefahren zu verdeutlichen und zu bewerten, und sie könnten zusätzliche Meldungen oder die Offenlegung von Risiken verlangen. Einige Aufsichtsinstanzen in Ländern, die ein rasches Kreditwachstum und einen starken Anstieg der Immobilienpreise verzeichnen, haben kürzlich Schritte in diese Richtung unternommen.

Die zweite Handlungsmöglichkeit sind aufsichtsrechtliche Vorkehrungen, die in der Art automatischer Stabilisatoren den prozyklischen Charakter des Finanzsystems begrenzen könnten. Besonders wichtig sind in dieser Hinsicht die Regeln über die Eigenkapitalausstattung und die Bildung von Rückstellungen der Banken. Eigenkapital und Rückstellungen bilden gemeinsam den wichtigsten Schutz der Banken vor ungünstigen Ereignissen, wobei grundsätzlich das Eigenkapital Schutz vor unerwarteten Verlusten bietet, während Rückstellungen latente bzw. erwartete Verluste abdecken.

Aufsichtsregelungen als automatische Stabilisatoren:

Mit der kürzlich vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht vorgeschlagenen Neufassung der Vorschriften über die Eigenkapitalausstattung der Banken wird ein sehr viel engerer Zusammenhang zwischen den *relativen* Eigenkapitalanforderungen und den Meßgrößen für *relative* Risiken hergestellt. Schon dies wird viele der unter der derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung entstandenen Verzerrungen erheblich verringern und die Stabilität der Finanzinstitute erhöhen. Zudem dürften die weitere Differenzierung der relativen Eigenkapitalanforderungen sowie ein höherer Stellenwert der Überprüfung durch die Aufsichtsinstanzen und der Offenlegung (Säulen 2 und 3) zu einer früheren Problemerkennung seitens der Aufsichtsinstanzen, Banken und Märkte beitragen. Sofern dadurch die Nachsicht der Aufsichtsinstanzen verringert wird und Korrekturmaßnahmen früher einsetzen, könnten viele der schlimmsten Auswüchse der Finanzzyklen vermieden werden.

– Mindestkapitalanforderungen

Die geplante Neufassung bedeutet auch, daß sich die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen für ein bestimmtes Portfolio im Einklang mit der Entwicklung der *gemessenen* Risiken im Zeitverlauf verändern werden. So kann die Stabilität der Banken weiter verbessert und die prozyklische Ausrichtung des Finanzsystems verringert werden. Inwieweit dieses Potential tatsächlich genutzt werden kann, hängt teilweise davon ab, wie genau die gemessenen Risiken die zugrundeliegenden Risiken abbilden. Wenn die Risiken in einem Aufschwung unterschätzt werden, dann können die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen in dieser Phase leicht zu niedrig angesetzt sein, wodurch das Bankensystem bei einem späteren Wirtschaftsschwung sehr anfällig würde. Dagegen dürfte die Stabilität des Finanzsystems gestärkt werden, wenn die Entstehung von finanziellen Ungleichgewichten zur Berücksichtigung von gestiegenen Risiken und damit zu einem höheren Eigenkapitalniveau im Bankensystem führt.

Ein wichtiger Punkt bei der Risikomessung ist der Zeithorizont, für den die Bewertung erfolgt. In den vorgeschlagenen Änderungen der Eigenkapitalvereinbarung wird kein bestimmter Bewertungshorizont vorgegeben; von den Banken wird eine Beurteilung der künftigen Risiken anhand der gegenwärtig geltenden Bedingungen und ihrer Erfahrung mit dem betreffenden Kredit-



nehmer erwartet. Es wird jedoch darauf hingewiesen, daß die Banken angesichts der Schwierigkeiten bei der Erstellung von *Langfrist*prognosen die projizierten Informationen in konservativer Weise interpretieren müssen. Gleichzeitig wird bei der Quantifizierung von Risiken zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen von der mit einer gegebenen Risikokategorie verbundenen Ausfallwahrscheinlichkeit im Laufe eines Jahres ausgegangen, wie es allgemein üblich ist. Unklar bleibt, ob diese Quantifizierungsmethode die Banken veranlaßt, Risiken mit einem Zeithorizont von ebenfalls einem Jahr zu *bewerten*, denn dann dürfte die Risikobewertung zu kurzfristig sein. Bewertungshorizonte von mehr als einem Jahr könnten angemessen sein, wenn eine in Schwierigkeiten geratene Bank für die Kapitalbeschaffung oder zur Sanierung ihrer Bilanz üblicherweise mehr als ein Jahr braucht. Dies ist um so wahrscheinlicher, wenn gleichzeitig Schwierigkeiten bei mehreren Banken auftreten. Zudem spricht einiges für längere Bewertungshorizonte, wenn der Horizont von einem Jahr zu häufigen Kreditumschichtungen zwischen den Risikokategorien führt und daraufhin die erforderlichen Mindesteigenkapitalquoten im Laufe eines Konjunkturzyklus in unerwünschtem Umfang schwanken.

– zukunftsorientierte Rückstellungen

Auch die Vorschriften über Rückstellungen können so gestaltet werden, daß sie wie eine Art automatischer Stabilisator wirken. In Spanien wurde ein Schritt in diese Richtung unternommen. Nach einer vor kurzem eingeführten Vorschrift müssen die Banken dort zum Zeitpunkt der Gewährung eines Kredits eine Rückstellung für künftige Verluste bilden, wobei die Rückstellungshöhe anhand der über lange Frist beobachteten Ausfallquote in der entsprechenden Kreditkategorie ermittelt wird. Auf diese Weise dürfte sich die zyklische Ausprägung der Rentabilität der Banken verringern, denn in guten Zeiten sind die Wertberichtigungen höher, und in schlechten Zeiten bieten die zusätzlichen Rückstellungen ein Polster gegen Kreditausfälle.

Dennoch werden solche Regelungen aus konzeptionellen Gründen kritisiert. Die Bildung einer Rückstellung führt zur Abschreibung beim Nettofinanzvermögen der Bank. Aus der Sicht der Rechnungslegung wird eine solche Wertberichtigung bei der Kreditgewährung allgemein als unangemessen betrachtet, da der Marktwert einer korrekt bewerteten Kreditforderung nicht unter deren Nominalwert liegen sollte. Während die Bankenaufsicht das durch die Wertberichtigung gebildete zusätzliche Polster begrüßen mag, vertreten die Rechnungslegungsgremien häufig den Standpunkt, daß solche regelgebundenen Rückstellungen dazu führen, daß der tatsächliche Zustand eines Instituts möglicherweise verzerrt wiedergegeben wird.

Möglich wäre auch, die Bildung einer Rückstellung immer dann zu verlangen, wenn die Zinsspanne eines Kredits den voraussichtlichen Verlust aus einem möglichen Kreditausfall nicht deckt. Bei diesem Ansatz würden Rückstellungen im allgemeinen nicht zum Zeitpunkt der Kreditgewährung verlangt, da anzunehmen wäre, daß das Risiko im Kreditzins angemessen berücksichtigt wurde. Statt dessen müßten sie dann erfolgen, wenn die Bank später feststellt, daß sich die Bonität eines Kreditnehmers verschlechtert hat, der Kreditzins aber unverändert geblieben ist. Eine Weiterführung dieses Ansatzes wäre, Rückstellungen für notleidende Kredite

abzuschaffen und sämtliche Finanzaktiva und -passiva zu Marktwerten zu bilanzieren.

Welche Vorzüge zukunftsorientierte Rückstellungen und letztendlich die vollständige Bilanzierung zum Marktwert auch haben, es ergeben sich doch eine Reihe erheblicher Schwierigkeiten. Erstens werden Kredite in der Regel nicht am Markt gehandelt, so daß ihre Bewertung unvermeidlich subjektiv ist und von der bankinternen Beurteilung der Rückzahlungswahrscheinlichkeit abhängt. Manche Rechnungslegungsinstanzen haben Bedenken, daß es der Geschäftsleitung einer Bank durch dieses subjektive Element möglich ist, die Gewinne künstlich zu glätten. Zweitens hängt die Auswirkung zukunftsorientierter Rückstellungen und einer Bilanzierung zum Marktwert auf die zyklischen Schwankungen im Finanzsystem weitgehend davon ab, ob die Risiken im Zeitverlauf richtig bewertet werden. Im Falle einer systematischen Unterbewertung von Risiken in Zeiten des Konjunkturaufschwungs besteht die Tendenz, Kredite entsprechend überzubewerten, und zwar entweder mittelbar durch zu geringe Rückstellungen oder unmittelbar durch die Bilanzierung zum Marktwert. Unter derartigen Umständen würde eine Ausdehnung der Marktwertbilanzierung auf sämtliche Finanzinstrumente zur Prozyklizität des Finanzsystems beitragen. Wird die Zunahme von Risiken in lang anhaltenden Wachstumsphasen hingegen korrekt bewertet, so nimmt die Zyklizität wahrscheinlich ab, da die Banken erkennen, daß ein Teil der in guten Zeiten erzielten Einkünfte eigentlich einer Prämie zur Deckung der voraussichtlichen Ausfälle im Abschwung entspricht.

Wenn die Fehleinschätzung von Risiken ein erhebliches Problem darstellt, spricht mehr dafür, daß die Bildung von Rückstellungen bereits zum Zeitpunkt der Kreditgewährung vorgeschrieben sein sollte. Angesichts der Einwände der Rechnungslegungsgremien wäre eine Möglichkeit, daß die Bankenaufsicht von den Finanzinstituten die Vorhaltung von Eigenkapital nicht nur zur Deckung unerwarteter Verluste verlangt, sondern auch zur Deckung einer Art von „Rückstellung zur Risikovorsorge“, die anhand der langfristigen durchschnittlichen Kreditausfallquote errechnet wird. Dies würde in Zeiten geringer Kreditausfälle eine Ausweitung der Eigenkapitalbasis im System bewirken.

Die für die Sicherheitenbewertung und die Beleihungsquoten geltenden Regeln könnten ebenfalls als eine Art automatischer Stabilisator wirken. Die Finanzsysteme von Ländern, in denen Konzepte der langfristigen Bewertung von Sicherheiten angewandt werden und die strenge Beleihungsquoten für Hypothekenkredite eingeführt haben, sind offensichtlich weniger prozyklisch, auch wenn sich der genaue Einfluß dieser Faktoren nur schwer von dem anderer Faktoren trennen läßt. Im Rahmen der geplanten Neufassung der Eigenkapitalvereinbarung könnte beispielsweise explizit der Tatsache Rechnung getragen werden, daß der Wert von Sicherheiten im Zeitverlauf tendenziell mit der Ausfallwahrscheinlichkeit korreliert, so daß in Zeiten mit zu erwartenden hohen Kreditausfällen der Wert der Sicherheiten gering sein dürfte.

Die dritte Handlungsmöglichkeit für die Bankenaufsicht, die nicht auf Vorschriften, sondern auf das Ermessen der Aufsichtsinstanz baut, besteht darin, die aufsichtsrechtlich geforderten Eigenkapital- und Rückstellungsquoten

– Bewertungs-  
grundsätze

Anpassung auf-  
sichtsrechtlicher  
Anforderungen im  
Zeitverlauf ...

im Zeitverlauf an Veränderungen der gesamten Risiken anzupassen. Dies könnte durch eine ausdrückliche Änderung der für alle Banken geltenden Mindesteigenkapitalausstattung oder durch institutsbezogene Änderungen im Rahmen der aufsichtsbehördlichen Überprüfung einzelner Banken erfolgen. Beide Ansätze sind vielleicht gerechtfertigt, wenn Veränderungen der gesamten Risiken nach Auffassung der Bankenaufsicht bei den Entscheidungen der einzelnen Banken nicht ausreichend berücksichtigt werden. In einer Aufschwungphase könnte ein höheres Eigenkapital- und Rückstellungsniveau durch die Verteuerung von Krediten helfen, die Entstehung von finanziellen Ungleichgewichten zu verzögern, und es würde den Schutz des Bankensystems vor einem möglichen Abschwung erhöhen. Diese Reaktion stünde wohl im Einklang mit einer stärkeren Ausrichtung der Finanzaufsicht auf das System als Ganzes.

... allerdings mit besonderen Problemen für Entscheidungsträger ...

Gezielte Änderungen der Anforderungen für Eigenkapital und Rückstellungen im Zeitverlauf bergen jedoch eine Reihe von Herausforderungen. Als erstes gilt es den betreffenden Zyklus zu erkennen. Eine weitere Herausforderung ist, daß solche Anpassungen bei den Banken zu „moral hazard“ führen können. Wenn der private Sektor zu der Überzeugung gelangte, die Aufsichtsinstanzen würden ihr Instrumentarium nunmehr systematisch anpassen, um das Risiko im Finanzsystem insgesamt einzudämmen, würde er der Bewertung der gesamten Risiken vielleicht weniger Aufmerksamkeit schenken. Käme es trotz allem zu Instabilitäten im Finanzsystem, könnten sich die Aufsichtsinstanzen überdies zum Teil dafür verantwortlich fühlen, weil sie ihr Instrumentarium nicht früher angepaßt haben. Daher würden sie möglicherweise nicht die notwendigen Korrekturmaßnahmen ergreifen, sondern auf Rettungsmaßnahmen der öffentlichen Hand bauen. Zudem könnte das Ansehen der Aufsichtsinstanzen Schaden nehmen, wodurch letztendlich ihre Fähigkeit zur Erfüllung ihrer Aufgaben beeinträchtigt würde.

... aber seltene Anpassungen nicht unbedingt auszuschließen

In der Praxis ergeben sich außerdem zahlreiche schwierige Umsetzungsprobleme. Sollten Änderungen z.B. für alle Banken gelten, oder sollten sie im Verlauf der Überprüfung der einzelnen Banken durch die Aufsichtsinstanz jeweils institutsbezogen vorgenommen werden? Wenn sie auf Einzelfallbasis erfolgen, sollten sie dann nur für die Banken mit den größten Risiken in dem Zyklus gelten oder nur für diejenigen, die die größte Bedeutung für das Finanzsystem haben? Wie würden die Aufsichtsinstanzen die erforderlichen Beurteilungen vornehmen, und wie würden sie diese jeweils öffentlich vertreten? Bestünde schließlich die Gefahr, daß das Finanzierungsgeschäft aufgrund solcher Maßnahmen der Aufsicht einfach in den nicht beaufsichtigten Bereich abwandern würde? Die Schwierigkeit, Antworten auf diese Fragen zu finden, zeigt, daß es für die Aufsicht problematisch ist, Eigenkapital und Rückstellungen häufig anzupassen, um die Amplitude von Finanzzyklen zu glätten. Änderungen in größeren Abständen sind jedoch nicht unbedingt auszuschließen.

Geldpolitische Maßnahmen zur Bewältigung von Finanzzyklen möglich ...

### *Geldpolitik*

Grundsätzlich kann auch die Geldpolitik zur Bewältigung von Finanzzyklen eingesetzt werden. Die Begründung dafür ist einfach. Das Kreditwachstum hat

einen wesentlichen Anteil an der Entstehung von Ungleichgewichten im Finanzsystem und jeder damit verbundenen Über- oder Fehlinvestition in der Realwirtschaft. Ein stabiles allgemeines Preisniveau für Güter und Dienstleistungen bietet, wie bereits dargelegt, möglicherweise keinen ausreichenden Schutz vor solchen Übersteigerungen und damit vor dem Risiko von Instabilität im Finanzsektor. Beim heutigen Zeichengeld – anders als bei einem Warengeldsystem wie dem ehemaligen Goldstandard – ist die wichtigste exogene Restriktion der Kreditschöpfung im monetären Bereich die Reaktionsfunktion der Währungsbehörden, die üblicherweise in Form von Anpassungen der Notenbankzinssätze zum Ausdruck kommt. Wenn diese Reaktionsfunktion nicht die Entstehung finanzieller Ungleichgewichte berücksichtigt, kann ungewollt Raum für diese geschaffen werden.

Dieses Argument wirft jedoch auch eine Reihe schwieriger Probleme auf. Hierzu gehören das Erkennen potentieller Ungleichgewichte, die Abstimmung der Finanzstabilität mit dem Ziel der Preisstabilität sowie die Wirksamkeit von Zinsanpassungen bei der Bewältigung finanzieller Ungleichgewichte.

Was das Erkennen finanzieller Ungleichgewichte betrifft, so stehen die Währungsbehörden grundsätzlich vor einer ähnlichen Situation wie die Aufsichtsinstanzen. Für beide ist es eine große Herausforderung, finanzielle Ungleichgewichte nicht erst im nachhinein zu erkennen. Ein Unterschied besteht indes darin, daß die Zentralbank möglicherweise keinen ausreichenden Zugang zu aufsichtsrelevanten Informationen hat, wenn sie nicht selbst Aufsichtsfunktionen wahrnimmt. Es steht jedoch nicht ganz fest, wie detailliert die Kenntnis über die Lage der einzelnen Institute sein muß, um die allgemeineren Ungleichgewichte zu erkennen, die in der Regel einer systemweiten Instabilität zugrunde liegen. Für wichtige Informationen dieser Art könnten geeignete Verfahren zur Meldung an die Zentralbank entwickelt werden. Ferner dürfte sich die Zentralbank aufgrund ihrer umfassenden Verantwortung für die gesamtwirtschaftliche Stabilität der allgemeinen Wechselwirkungen zwischen dem Finanzsystem und der Gesamtwirtschaft stärker bewußt sein.

Eine zweite Frage ist, ob der Einsatz des Zinsinstruments zur Bewältigung finanzieller Ungleichgewichte möglicherweise mit dem Ziel der Preisstabilität der Zentralbanken unvereinbar ist. In den letzten Jahren haben viele Zentralbanken eine Strategie eingeführt, in deren Rahmen der Notenbankzinssatz so festgelegt wird, daß die erwartete Inflationsrate am Prognosehorizont dem Inflationsziel ganz bzw. nahezu entspricht. Bei einer engen Auslegung dieser Strategie sollte eine Zentralbank auf Entwicklungen im Finanzsektor nur dann reagieren, wenn diese die Inflationsaussichten berühren. Bei einer weiter gefaßten Auslegung könnte es jedoch unter bestimmten Umständen angebracht sein, bei sich aufbauenden finanziellen Ungleichgewichten die Zinssätze höher festzulegen, als durch die unmittelbare Inflationserwartung gerechtfertigt ist. Dies wäre damit zu begründen, daß die Zentralbank durch die Eindämmung finanzieller Ungleichgewichte dazu beitragen könnte, künftige Instabilitäten im Finanzsystem zu vermeiden und im Zusammenhang damit vielleicht sogar eine unter die Zielgröße fallende Inflationsrate. Bei höheren Zinssätzen müßte zwar möglicherweise kurzfristig eine gewisse Abweichung der Inflation von der Zielvorgabe in Kauf genommen werden, doch über einen

... aber schwierig  
u.a. in bezug auf ...

... Erkennen  
finanzieller  
Ungleichgewichte ...

... Lösen möglicher  
Zielkonflikte ...

etwas längeren Horizont könnte eine solche Politik als mit der Wahrung der Preisstabilität vereinbar angesehen werden.

Der potentielle Konflikt zwischen der Finanzstabilität und einer engen Auslegung der Inflationszielstrategie wird vielleicht dann am deutlichsten, wenn günstige angebotsseitige Entwicklungen zu einem starken Wachstum, einer sinkenden Inflation und übermäßig optimistischen Zukunftserwartungen geführt haben. Unter solchen Bedingungen dürfte die reale Eigenkapitalrendite und damit der „natürliche“ Zins (im Sinne von Wicksell) gestiegen sein. Im Rahmen einer Strategie mit Inflationsziel könnten allerdings niedrigere Zinssätze erforderlich sein (Kapitel IV). Eine solche Senkung der Zinssätze würde jedoch möglicherweise lediglich die Woge des Optimismus verstärken – insbesondere wenn die Zentralbank eine hohe Glaubwürdigkeit genießt – und somit letztendlich zu noch größeren finanziellen Ungleichgewichten beitragen.

Eine Erhöhung der Zinssätze kann unter diesen Umständen zwar angemessen sein, doch kann eine solche Maßnahme erhebliche wirtschaftspolitische Probleme verursachen. Bei dem derzeitigen Verständnis der Geldpolitik kann es für die Zentralbank schwierig werden, der Öffentlichkeit überzeugend zu erklären, warum die Zinssätze aus Gründen der Finanzstabilität erhöht werden, wenn kein erkennbarer Inflationsdruck vorhanden ist. Wenn es der Zentralbank gelingt, finanzielle Übersteigerungen einzudämmen, wird sie außerdem womöglich kritisiert, weil sie das untergräbt, was viele als starken und nachhaltigen Aufschwung einschätzten.

Dagegen scheint die Senkung der Zinssätze aus Gründen der Finanzstabilität keine solchen wirtschaftspolitischen Probleme hervorzurufen. So kann es zu asymmetrischen Reaktionen kommen, da die Zentralbanken nach einer Störung im Finanzsystem die Notenbankzinsen rasch senken, sie bei einem Entstehen von finanziellen Ungleichgewichten aber nur zögerlich erhöhen. Dies dürfte die Risikobereitschaft fördern, da die Öffentlichkeit erwartet, daß die Geldpolitik bei einer jeglichen Störung im Finanzsystem rettend eingreift.

... und Sicherstellen  
der Wirksamkeit

Als drittes stellt sich die Frage nach der Wirksamkeit höherer Zinssätze bei der Eindämmung von finanziellen Ungleichgewichten. Einerseits kann der Einsatz der Geldpolitik aufsichtsrechtlichen Maßnahmen mit der Begründung vorgezogen werden, daß höhere Zinssätze die beaufsichtigten wie auch die nicht beaufsichtigten Institute gleichermaßen treffen. Andererseits kann eine relativ geringe Erhöhung der Zinssätze sogar kontraproduktiv sein, wenn sie das Vertrauen in das Engagement der Zentralbank bei der Inflationsbekämpfung stärkt und auf diese Weise zu noch optimistischeren Erwartungen für die Zukunft führt. Demzufolge können starke Erhöhungen der Zinssätze erforderlich sein, um eine nennenswerte Wirkung zu erzielen. Diese Wirkung ist jedoch nur schwer vorherzusagen. Wenn die Zinserhöhung nicht rasch zurückgenommen wird, sobald die finanziellen Ungleichgewichte behoben werden, kann zudem eine tiefe Rezession folgen, wenn die Wirtschaft gleichzeitig mit fallenden Vermögenspreisen und hohen Realzinssätzen zu kämpfen hat.

Wegen dieser Schwierigkeiten muß der gezielte Einsatz der Geldpolitik zur Begrenzung finanzieller Ungleichgewichte – ebenso wie der Einsatz

aufsichtsrechtlicher Maßnahmen – mit erheblicher Vorsicht erfolgen. Das schließt jedoch nicht aus, daß die Geldpolitik in ganz seltenen Fällen doch dafür verwendet werden kann.

Beim Entwurf jeglicher Maßnahmen kommt es besonders auf die Abstimmung zwischen den mit unterschiedlichen Aufgaben betrauten Institutionen an. In den meisten Ländern liegen die verschiedenen oben erörterten Instrumente nicht in der Hand einer einzigen Institution. Die Bankenaufsicht ist häufig außerhalb der Währungsbehörde angesiedelt, und die Steuer-, Rechnungslegungs- und Offenlegungsvorschriften werden wiederum von anderen Entscheidungsinstanzen festgesetzt. Außerdem ist die Finanzstabilität nicht für alle diese Entscheidungsträger ein Kernziel. Ohne die erforderliche Abstimmung zwischen der Zentralbank und den Aufsichts-, Steuer- und Rechnungslegungsinstanzen besteht die Gefahr, daß keine angemessenen Maßnahmen getroffen werden.

Abstimmung  
jeglicher  
Maßnahmen  
wichtig



## VIII. Schlußbemerkungen: Die jüngste Vergangenheit als Prolog?

Alle Blicke richteten sich auf die USA, als sich das Wachstum in der weltweit größten und pulsierendsten Volkswirtschaft im zweiten Halbjahr 2000 abrupt verlangsamte. Eine Antwort auf die nächstliegende Frage – wohin nämlich die Reise geht – war um so wichtiger, als Japan keine Anzeichen einer nachhaltigen Erholung aufwies und in anderen Ländern Hinweise auf eine Abschwächung erkennbar waren. Diese Entwicklungen bestätigten, daß es den Konjunkturzyklus nach wie vor gibt. Zudem lassen sie darauf schließen, daß die Analysten, die ihre Prognosen lediglich durch Extrapolieren der jüngsten Vergangenheit bilden, zwangsläufig die Wendepunkte verpassen. Dies gilt nicht nur für Ökonomen, sondern in gleichem Maße auch für Banken, die künftige Kreditverluste zu antizipieren versuchen.

Außerdem löste die Entwicklung Diskussionen über die Grenzen einer ganzen Reihe von wirtschaftspolitischen Rezepten aus, die noch immer breite Zustimmung finden. Niedrige Inflationsraten sind zwar wünschenswert wie eh und je, aber es zeigt sich immer mehr, daß sie nicht ausreichen, um die Stabilität in der Gesamtwirtschaft und im Finanzsystem zu sichern. Auch kann selbst ein solides Bankensystem nicht verhindern, daß es im Finanzsektor zu schwerwiegenden Turbulenzen anderen Ursprungs kommen kann. Ferner ist zunehmend deutlich geworden, daß die Geldpolitik und die Aufsicht im Finanzsektor ohne einen fruchtbaren Dialog im Inland und auf internationaler Ebene ihrer Aufgabe nicht mehr gerecht werden können. Leider führen diese neuen Erkenntnisse lediglich zu der wohlbekanntem Schlußfolgerung, daß alles stets komplizierter ist, als es auf den ersten Blick erscheint.

Prognosen über die kurzfristigen Wachstumsaussichten für die USA werden dadurch erschwert, daß mehrere Paradigmen miteinander konkurrieren, die alle eine gewisse Plausibilität besitzen. Das erste Paradigma zielt auf die Angebotsseite und könnte mit dem Schlagwort „neue Ära“ umschrieben werden. Im Vordergrund stehen dabei das gestiegene Potentialwachstum in den USA, grundlegend höhere Unternehmensgewinne, die wiederum höhere Preise von Vermögenswerten begründen, sowie die besseren Möglichkeiten der Unternehmen, große Schwankungen in der Lagerhaltung zu vermeiden. Dies kommt im wesentlichen dem Szenario einer weichen Landung gleich, das von einer V-förmigen Erholung ausgeht. Das zweite Paradigma bezieht sich stärker auf die Nachfrageseite und hat somit in gewisser Weise etwas Keynesianisches. Danach wäre die gesamtwirtschaftliche Nachfrage – unabhängig von positiven angebotsseitigen Entwicklungen in den USA – zu rasch und zu lange gewachsen. Die Korrektur solcher Übersteigerungen hat in der Epoche seit dem Zweiten Weltkrieg noch immer einige Zeit lang ein unterdurchschnittliches Wachstum nach sich gezogen, und zwar selbst dann,



wenn keine hohen Inflationsraten verzeichnet wurden. Das dritte Paradigma betont sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Elemente und hat seine intellektuellen Wurzeln in der europäischen Denkschule der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg. Ein Konjunkturzyklus beginnt mit einer beschleunigten Kreditausweitung und gesteigertem Optimismus, die möglicherweise durch technische Neuerungen gerechtfertigt sind, und geht dann in einen überzogenen Optimismus und in Überinvestitionen über. Er endet damit, daß die Gewinne einbrechen, dies auf die Aktienkurse durchschlägt und das Finanzsystem schließlich nicht mehr im selben Maße in der Lage ist, weitere Ausgaben mitzutragen. Dieses zuletzt beschriebene Szenario würde natürlich eine härtere Landung bedeuten, auch ohne daß ihm eine nennenswerte Inflation auf aggregierter Basis vorausgegangen wäre.

Welchem Paradigma man sich auch anschließt, im Unterschied zur Vergangenheit dürften die Ereignisse in den USA heute einen größeren Einfluß auf andere Länder haben und umgekehrt. Auf der realwirtschaftlichen Seite sind die Handelsverflechtungen seit Jahrzehnten gewachsen. In jüngerer Zeit haben die Direktinvestitionsströme, insbesondere Fusionen und Übernahmen, die Bedeutung multinationaler Unternehmen wesentlich erhöht, und deren konsolidierte Gewinne spiegeln zunehmend die weltweite Entwicklung wider. Die wachsende Komplexität der internationalen Angebotskette für Hochtechnologiegüter bedeutet außerdem, daß die diesem rasch expandierenden Wirtschaftszweig zugrunde liegenden Produktzyklen praktisch in allen Regionen der Welt beträchtliche Auswirkungen haben. Allein schon aufgrund der Fortschritte in der Kommunikation übertragen sich heute Stimmungsänderungen und Vertrauensumbrüche leichter über die Grenzen hinweg, mit entsprechenden Konsequenzen für den Konsum und die Investitionen.

Auch von den Kapitalmärkten, deren Umfang und Reichweite sich in den letzten Jahren stark ausgeweitet haben, gehen internationale Verflechtungen aus. Anleihesätze, Aktienkurse, Renditendifferenzen und Risikoprämien an verschiedenen Märkten entwickeln sich zunehmend ähnlich, wobei die Richtung zumeist in den USA gewiesen wird. Mit diesen Verbindungen steigt zudem die Wahrscheinlichkeit, daß sich jede Störung im Handel an einem bestimmten Markt rasch auch andernorts bemerkbar macht. Diese Verflechtungen sind schon von sich aus von großer Bedeutung, haben aber auch zur Folge, daß die Diversifizierung von Risiken an den Kapitalmärkten immer schwieriger werden könnte, und das – wie sich während der LTCM-Krise gezeigt hat – ganz besonders in Zeiten angespannter Märkte. Ferner findet zwar der Konsolidierungsprozeß innerhalb des Finanzsektors nach wie vor hauptsächlich im Inland statt, aber das wachsende Auslandsgeschäft der größten Banken bietet einen weiteren Kanal, über den Schocks international weitergeleitet werden könnten.

Angesichts dieser Verflechtungen liegen zwei einfache Schlußfolgerungen auf der Hand. Erstens haben binnenwirtschaftlich ausgerichtete Maßnahmen internationale Auswirkungen und sind somit ein legitimer Diskussionsgegenstand auf internationaler Ebene. Die Verzögerung der Sanierung bei den japanischen Unternehmen und Finanzinstituten könnte auch außerhalb Japans weitreichende Konsequenzen haben, insbesondere in Ostasien. Sollte

der Konjunkturabschwung in den USA länger anhalten als erwartet und es Europa nicht gelingen, das Wachstum aufrechtzuerhalten, würden sicherlich auch andere Regionen in Mitleidenschaft gezogen. Für die Weltwirtschaft allgemein und insbesondere für diejenigen, die vor kurzem in den USA investiert haben, ist zudem natürlich äußerst wichtig, auf welche Weise in den USA versucht werden könnte, einen langwierigen Konjunkturrückgang abzufedern, und welche Bedeutung die Entscheidungsträger den Wechselkursveränderungen beimessen, die sich daraus möglicherweise ergeben. Auch Maßnahmen zur Stärkung der Krisenfestigkeit der inländischen Finanzsysteme wären selbstverständlich für ausländische Institute interessant, mit deren Engagement sich neue Quellen an Anlagekapital und Know-how erschließen könnten.

Zweitens ist eine umfassendere und wirksamere internationale Zusammenarbeit nötig. Diesem Bedarf zu entsprechen wird schwieriger werden, wenn sich die neuen Regierungen in Washington und Tokio stärker auf ihre inländischen Angelegenheiten ausrichten, die Europäische Union zu sehr mit der Frage der Erweiterung beschäftigt ist und die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in den aufstrebenden Volkswirtschaften jeglicher Kooperation ausweichen, weil sie sich von Prozessen, deren Epizentrum in den Industrieländern liegt, an den Rand gedrängt fühlen. Es wächst auch die Gefahr, daß die Entwicklung in die entgegengesetzte Richtung kippt, wenn die weniger erfreulichen Seiten der Globalisierung nicht wirksam gehandhabt werden. Eine Möglichkeit ist, daß übermäßig auf regionale Lösungen gebaut wird. Eine andere ist die Rückkehr zu einem unverhohlenen Protektionismus, der von vielen immer noch als gangbarer Weg angesehen wird. Sollte der offene Ausbruch seit langem schwelender Handelskonflikte oder eine Verschlechterung der Wirtschaftslage solche Tendenzen an die Oberfläche bringen, muß ihnen energisch begegnet werden, wenn die wirtschaftlichen Errungenschaften der letzten Jahrzehnte nicht aufs Spiel gesetzt werden sollen.

### Maßnahmen zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Gesamtwirtschaft

Eine gute Wirtschaftspolitik erfordert nicht nur die Formulierung eines Ziels, sondern auch eine Strategie, um dieses Ziel zu erreichen. Zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Jahresberichts waren beide Komponenten mit Unsicherheit behaftet. Für viele Beobachter ist ein rascher Wiederanstieg der Ausgaben und des Wirtschaftswachstums in den USA auf jeden Fall wünschenswert. Damit würde ein anhaltender Abschwung vermieden und das Potential bestätigt, das die New Economy bietet. Zudem lassen sich Argumente dafür finden, daß eine solche Entwicklung möglich ist, wenngleich sie wohl einiger Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik bedarf. Die Vermögenswerte der Verbraucher übersteigen ihre Verbindlichkeiten nach wie vor bei weitem. Aktienanalysten erwarten immer noch, daß die Gewinne wieder einen zweistelligen Wachstumspfad erreichen und die Investitionen entsprechend stimuliert werden. Die anhaltende Stärke des Dollars und hohe Kapitalzuflüsse in die USA scheinen weiteren Grund für Optimismus zu liefern.

Für andere Kommentatoren ist solch eine rasche Erholung dagegen weder unbedingt wünschenswert noch wahrscheinlich. In der US-Wirtschaft gibt es viele wohlbekannte Finanzierungsungleichgewichte, darunter die im langfristigen Vergleich hohen Schuldenstände bei Verbrauchern und Unternehmen, und die Auslandsverschuldung nimmt zu. Daraus wird bisweilen der Schluß gezogen, daß eine nur mäßige Erholung und Expansion eigentlich vorzuziehen wäre, da dann die Ungleichgewichte allmählich abgebaut werden könnten und die Gefahr eines noch stärkeren Rückschlags zu einem späteren Zeitpunkt gebannt wäre. Besonders berechtigt wäre dieser Schluß dann, wenn Zweifel daran bestehen, daß die Potentialwachstumsrate tatsächlich in dem Maße gestiegen ist, wie manchmal behauptet wurde. Ist dies nämlich nicht der Fall, könnte eine robuste konjunkturelle Erholung die Inflation leichter wieder-aufflammen lassen.

Diejenigen, die es für ratsamer halten, einen kräftigen Wiederaufschwung zu vermeiden, betrachten es vermutlich als günstig, daß gerade die erwähnten Finanzierungsungleichgewichte eine solche Entwicklung weniger wahrscheinlich aussehen lassen. Außerdem wirken offenbar auch andere, möglicherweise recht einflußreiche Kräfte in derselben Richtung. Die Aktienkurse haben bereits einen tiefen Fall hinter sich, aber nach den meisten traditionellen Meßgrößen erscheinen sie noch immer hoch. Der Bestand an in jüngerer Zeit erworbenen langlebigen Konsumgütern sowie unrentable Ausrüstungsinvestitionen, insbesondere im IT-Bereich, könnten leicht dazu führen, daß neue Ausgaben aufgeschoben werden. Würde sich die Nachfrage tatsächlich abschwächen, wäre die Kehrseite des rascheren Produktivitätswachstums eine Verringerung der Arbeitsstunden und eine höhere Arbeitslosigkeit mit Rückkopplungseffekten auf das Verbrauchervertrauen. Auch könnte sich erweisen, daß im Finanzsektor eine ganze Zeitlang keine Bereitschaft besteht, neue Vorhaben zu finanzieren, wenn erst einmal die Risiken, die aus den sinkenden Unternehmensgewinnen erwachsen, in den Blickpunkt rücken.

Die Federal Reserve sah zunächst vorwiegend Abwärtsrisiken. Anfang Januar 2001 begann sie mit einem Prozeß energischer Zinssenkungen, der sich bis Mitte Mai fortsetzte. Bedenken, daß die hohen Schuldenstände und strafferen Kreditvergabebedingungen die Wirksamkeit dieser Schritte einschränken könnten, wurden dadurch gemildert, daß Handlungsspielraum für weitere gegebenenfalls notwendige Zinssenkungen gesehen wurde. Der Rückgang der langfristigen Referenzzinssätze bis März 2001 war vereinbar mit dieser Erwartung sowie mit der Auffassung, daß der Federal Reserve nicht durch einen erheblichen Anstieg des Preisauftriebs die Hände gebunden sein würden. Seither sind jedoch häufiger Befürchtungen wegen der Inflation geäußert worden, denn die langfristigen Renditen stiegen wieder und übertrafen dabei ihr Niveau vor Beginn der geldpolitischen Lockerung. Höhere Löhne und Gehälter, eine Abschwächung des Produktivitätswachstums, anhaltende Energieengpässe und die Auswirkungen eines potentiellen Dollarkursrückgangs auf die Inflationsrate gaben allesamt Anlaß zur Besorgnis.

Die kurzfristigen Aussichten für die US-Wirtschaft werden auch davon beeinflußt werden, wie die von der neuen Regierung vorgelegte Gesetzgebung zur Steuersenkung letztlich aussehen wird. Der Kongreß hat bereits Steuer-

kürzungen um \$ 1¼ Bio. zugestimmt, die zwischen 2002 und 2011 wirksam werden sollen. Unsicher bleibt jedoch, ob in das endgültige Gesetz auch ein für dieses Jahr geltender Steuernachlaß aufgenommen wird. Inwieweit ein solcher Nachlaß wünschenswert ist, hängt sehr stark von der erwarteten wirtschaftlichen Entwicklung ab. Erholt sich die Konjunktur schnell, werden expansive fiskalpolitische Maßnahmen mit Sofortwirkung tendenziell die grundlegenden Defizite in der Ersparnisbildung in den USA verschärfen. Würde dagegen eine beträchtliche Verschlechterung der Wirtschaftslage erwartet, wäre ein Steuernachlaß attraktiver. Das Problem besteht natürlich darin, daß eine solche Entscheidung im voraus, auf der Basis einer höchst unsicheren gesamtwirtschaftlichen Prognose, getroffen werden muß.

Mit wesentlich größerer Sicherheit läßt sich sagen, daß verbesserte Aussichten auf eine Erholung der Unternehmensgewinne viel dazu beitragen werden, eine anhaltende Wirtschaftsschwäche zu vermeiden. Glücklicherweise verfügen die USA hier über viele günstige Voraussetzungen. Die Arbeitsmärkte und die Löhne sind tendenziell flexibel, und es bestehen klare rechtliche Rahmenbedingungen für Umschuldungen und für den Abbau von Überkapazitäten. Der Finanzsektor ist von den niedrigeren Gewinnerwartungen zwar ebenfalls betroffen, erscheint aber generell solide. Auch daß der Überhang an Investitionsgütern vor allem auf den IT-Bereich entfällt, wo die Abschreibungsquoten hoch sind, dürfte sich als hilfreich erweisen. Außerdem haben die Politiker seit der Krise im Sparkassensektor Anfang der neunziger Jahre erkannt, daß die frühzeitige Lösung von Problemen im Finanzsektor letztlich wesentlich weniger kostspielig ist als Nachsicht.

Solche Stärken weist die japanische Wirtschaft nicht gerade auf. Im Gegenteil, die Sanierung der Unternehmen und Banken, die nun schon ein Jahrzehnt andauert, hinterließ einen trendmäßigen Rückgang der Preise von Vermögenswerten, Überkapazitäten in der Industrie und vor allem weiterhin schlechte Gewinnaussichten. Die größten Hindernisse für einen fundamentalen Wandel sind nach wie vor das durch Partikulärinteressen geprägte politische System in Japan und die Kultur der gegenseitigen Verpflichtung. Laufende Kapitalspritzen der öffentlichen Hand und staatliche Garantien zur Stützung der Wirtschaft, ursprünglich als Überbrückungsmaßnahmen gedacht, ersetzen immer mehr politisch unbequeme Einschnitte, die das Überleben vieler Unternehmen gefährden und die Arbeitslosenquote vorübergehend ansteigen lassen würden. Unter einem neuen Premierminister wird jetzt zwar verstärkt von Handlungsbedarf gesprochen, aber geschehen wird erst dann etwas, wenn sich ein politischer Konsens über einen wirklichen Wandel herausgebildet hat.

Ein weiteres bedauerliches Problem ist, daß nicht nur die Sanierung um so schmerzhafter werden dürfte, je mehr sie hinausgezögert wird, sondern daß dadurch auch der zur Verfügung stehende Spielraum für lindernde Konjunkturförderungsmaßnahmen schwindet. Die Notenbankzinssätze in Japan liegen praktisch wieder bei null, und bei weiterhin rückläufigen Preisen sind die Realzinsen in den positiven Bereich zurückgekehrt. Durch aufeinanderfolgende Konjunkturpakete ist zudem die Staatsverschuldung in Relation zum BSP auf über 120% gestiegen. Würden jedoch zukunftsgerichtete Strukturreformen

vorangetrieben, könnte es sich trotzdem lohnen, in der Geld- wie auch der Fiskalpolitik weitere Risiken einzugehen, um sicherzustellen, daß der folgende Anstieg der Arbeitslosigkeit durch eine höhere Nachfrage abgedeckt würde.

Die Bank of Japan war bisher zum Erwerb einer ungewöhnlich breiten Palette an Vermögenswerten bereit. Sie könnte diese durchaus noch erweitern, wenn die Regierung Garantien bereitstellen würde, die bei Kreditausfällen die Unabhängigkeit der Zentralbank gewährleisten würden. Auch nichtsterilisierte Devisenkäufe könnten in Erwägung gezogen werden, wobei aber die Interessen der Währungsbehörden anderer Länder ebenfalls berücksichtigt werden müßten. Die jüngste Erklärung, daß die Notenbankzinssätze so lange nicht angehoben würden, wie der Verbraucherpreisindex rückläufig ist, war sehr hilfreich. Es könnte jedoch auch nützlich sein, eine ausdrückliche Festlegung auf eine Strategie mit Preisniveau- oder Inflationsziel in Betracht zu ziehen. Ein solcher Rahmen würde es der Öffentlichkeit erlauben, einen erheblichen Wiederanstieg der Preise und somit negative Realzinssätze zu antizipieren. Gleichzeitig aber würde er eine gewisse Sicherheit bieten, daß ein ausufernder Preisanstieg, wie er in einer ähnlichen Situation in den dreißiger Jahren zu beobachten gewesen war, nicht zugelassen würde.

Ob weitere fiskalische Konjunkturpakete zu empfehlen sind, wird davon abhängen, inwieweit ein Ausgleich zwischen den kürzerfristigen Erfordernissen und der Notwendigkeit längerfristiger haushaltspolitischer Einsparungen gewünscht wird. Der kürzerfristige Bedarf an fiskalischen Konjunkturimpulsen wird zum Teil durch Änderungen des Vertrauens determiniert, die durch den Sanierungsprozeß bedingt sind. Einerseits könnten die mit der Sanierung verbundenen Arbeitsplatzverluste das Vertrauen beeinträchtigen, andererseits könnte sich aber ein klarer politischer Gestaltungswille anstelle von Ziellosigkeit genau entgegengesetzt auswirken. Wenn es möglich wäre, höhere Sozialleistungen über die Verringerung unrentabler öffentlicher Investitionen zu finanzieren, könnten natürlich selbst bei einer unveränderten Ausrichtung der Fiskalpolitik erhebliche Vorteile erzielt werden. Was die längerfristige Notwendigkeit haushaltspolitischer Einsparungen betrifft, muß auf jeden Fall so rasch wie möglich ein glaubwürdiger Plan zur Lösung dieses Problems aufgestellt werden. Schwieriger zu akzeptieren ist aber, daß der richtige Moment für den tatsächlichen Beginn solcher Maßnahmen gerade zu einer Zeit gekommen sein soll, da in Japan Umstrukturierungen notwendig sind und sich zugleich die Weltwirtschaft abschwächt.

Im Vergleich zu den schwierigen Fragen, vor die die Wirtschaftspolitik in den USA und Japan gestellt ist, scheinen die Probleme im Euro-Raum schon eher alltäglich zu sein. Auf den ersten Blick gibt es keine größeren Finanzierungsungleichgewichte, die den Verbrauchern, den Unternehmen oder dem öffentlichen Sektor zu schaffen machen würden. Außerdem erzielten viele Länder erhebliche, aber kaum zur Kenntnis genommene Fortschritte bei der Steigerung der Effizienz der Arbeits- und Gütermärkte sowie bei der Durchführung sonstiger Strukturreformen, mit denen die Allokationseffizienz mit der Zeit verbessert werden soll. Das heißt nicht, daß keine weiteren Reformen notwendig wären. Die Steuersysteme haben die Arbeitskosten künstlich erhöht, und die Steuerbelastung ist nach wie vor sehr hoch. Einige

Wirtschaftsbereiche bedürfen dringend einer weiteren Deregulierung. Und schließlich wächst das Bewußtsein dafür, daß die potentiellen Produktivitätsfortschritte, die die neue Technologie verspricht, nur mit Hilfe größerer Flexibilität an den Arbeitsmärkten und verstärkter Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen in vollem Umfang realisiert werden können.

Solche grundlegenden Probleme an den europäischen Märkten zeigen sich daran, daß mit dem fortdauernden Wirtschaftswachstum zunehmend ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften erkennbar wurde und die Inflation hartnäckig oberhalb des angekündigten Ziels des Eurosystems blieb. Letzteres war – zusammen mit dem Eindruck, daß ansonsten alles in Ordnung sei – einer der Gründe für die abwartende geldpolitische Haltung des Eurosystems angesichts der sich abzeichnenden konjunkturellen Abschwächung. Darüber hinaus haben viele nationale Zentralbanken im Euro-Raum traditionell eine deutliche Präferenz für eine mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik gezeigt, um das zu vermeiden, was sie als übertriebenen geldpolitischen Aktivismus ansehen. Unabhängig davon, inwieweit diese Auffassung berechtigt ist, blieben die Entscheidungsträger in Europa durchaus dafür offen, daß die Wirtschaftsaussichten im Euro-Raum heute enger mit denen anderer Regionen verflochten sein könnten als noch in früheren Jahrzehnten. Folglich lockerten sie die Geldpolitik Mitte Mai leicht. Sie sollten bereit sein, weitere Lockerungen vorzunehmen, falls der Inflationsdruck – durch das Wirken von Einflüssen regionaler oder globaler Art – noch deutlicher nachläßt.

Eine mögliche Quelle disinflationärer Einflüsse im Euro-Raum wäre eine erhebliche Aufwertung des Euro, vielleicht sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Yen. Dies würde natürlich den Preisen in den USA entsprechend Auftrieb verleihen und den disinflationären Druck in Japan dämpfen. Die hinter einem solchen Szenario stehende Logik kann ganz einfach auf der Erwartung einer Umkehr der Euro-Schwäche beruhen, deren Ausmaß und Dauer ohnehin nie leicht zu erklären waren. Ein denkbares Nebenargument für eine Euro-Stärke stützt sich dagegen auf die Annahme eines über längere Zeit vergleichsweise stärkeren Wachstums in Europa, bedingt vor allem durch ein schleppenderes Wachstum sowohl in den USA als auch in Japan. Da sich der Euro gegenüber dem Dollar jedoch nach wie vor nicht entscheidend festigt, obwohl diese makroökonomischen Annahmen immer plausibler scheinen, ist ein anderes Szenario in Betracht zu ziehen. Wenn der Dollar stark bleibt, entweder weil die Märkte eine kräftige Erholung des US-Wachstums erwarten oder weil der Dollar als sicherer Hafen in schwierigen Zeiten angesehen wird, bleibt auch das US-Leistungsbilanzdefizit weiterhin hoch. Dies könnte zu einem späteren Zeitpunkt eine noch deutlichere Wechselkursanpassung zur Folge haben.

Noch schwieriger vorherzusagen ist, wie sich die Beziehung zwischen dem Dollar und dem Yen entwickeln wird. Allerdings scheint sowohl in Japan als auch in den USA die Bereitschaft zu wachsen, eine Abwertung des Yen zuzulassen, sofern sie sich nur allmählich vollzieht und mit erheblichen Strukturreformen in Japan verknüpft ist, durch die sich die längerfristigen Wachstumsaussichten verbessern. Doch natürlich besteht die Gefahr, daß dieser Prozeß außer Kontrolle geraten könnte. Angesichts der durch niedrige



Preise bedingten dynamischen Importnachfrage, die den japanischen Außenhandelsüberschuß bereits schrumpfen läßt, der praktisch bei null liegenden Zinssätzen und der zunehmend fraglichen Stabilität der Finanzinstitute ist dies nicht von der Hand zu weisen. Würde die Yen-Schwäche dann zu höheren Zinssätzen in Japan führen, mit Rückkopplungseffekten auf Banken, die sehr hohe Positionen in japanischen Staatsanleihen eingegangen sind, könnte dies sogar die Stabilität des inländischen Finanzsektors beeinträchtigen. Ein anderer unwillkommener Nebeneffekt wäre eine Zunahme des protektionistischen Drucks in den USA, wo die bilaterale Außenhandelsposition gegenüber Japan seit langem ein politisches Thema ist. Zudem ist natürlich nicht auszuschließen, daß es unter den asiatischen Ländern, darunter möglicherweise auch China, zu wettbewerbsbedingten Währungsabwertungen kommt. Schließlich wurde die jüngste Asien-Krise zum Teil durch die Stärke des Dollars gegenüber dem Yen in den Jahren 1996 und 1997 ausgelöst.

Glücklicherweise, wie in der Einleitung zu diesem Bericht näher erläutert, sind die meisten asiatischen Länder inzwischen gegenüber Schocks, die durch Wechselkursveränderungen der Währungen der wichtigsten Industrieländer ausgelöst werden, allgemein widerstandsfähiger geworden. Einige Schwachstellen bleiben jedoch bestehen. In vielen kleineren asiatischen Volkswirtschaften ist das Wachstum stark von den Exporten abhängig. An sich ist dies sicherlich nicht von Nachteil. Allerdings liegt der Schwerpunkt deutlich auf Exporten elektronischer Erzeugnisse in die USA, und eine langanhaltende US-Konjunkturschwäche, insbesondere wenn sie von den Investitionen ausgeht, wird unweigerlich auch in diesen Ländern deutlich zu spüren sein. Außerdem können viele asiatische Länder nicht mehr auf den abfedernden Effekt ausländischer Direktinvestitionen zählen, denn diese sind insgesamt geringer geworden und fließen in höherem Maße nach China.

Vor diesem Hintergrund wäre es normal, zur Ankurbelung der Konjunktur stärker auf die Inlandsnachfrage zu setzen, und eine Reihe willkommener Schritte in diese Richtung sind tatsächlich schon vollzogen worden. Die Besorgnis wächst jedoch, daß der Haushalt in einer Anzahl asiatischer Länder in eine Schieflage geraten ist. Dies gilt für China, wo die Steuerverwaltung ganz offensichtlich verbessert werden muß, und vor allem für Indien. In vielen Ländern müssen auch die anhaltenden fiskalischen Kosten der Sanierung des Bankensystems berücksichtigt werden. Da diese Sanierung in vielen Fällen noch nicht abgeschlossen ist, bestehen außerdem Zweifel, ob das Finanzsystem zu der Kreditschöpfung in der Lage ist, die für eine binnenwirtschaftlich induzierte Expansion erforderlich sein könnte. Natürlich hätte die Sanierung rasch und durchgreifend erfolgen müssen. Doch diese Chance wurde verpaßt, und unter den jetzigen Umständen ist weniger klar, was zu tun ist. Für manche Beobachter liegt eine einfache Lösung auf der Hand: besser spät als nie. Wie im Falle Japans ist aber auch zu beachten, daß ein ungünstigerer Zeitpunkt für notwendige Strukturreformen kaum vorstellbar ist.

Die Schwachstellen in den übrigen wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften sind eher anderer Art. Die Länder Lateinamerikas sind für den Außenhandel allgemein weniger geöffnet und daher dem Risiko eines



Nachfrageabschwungs in anderen Regionen weniger stark ausgesetzt. Mexiko fällt in gewisser Hinsicht aus dem Rahmen, da es umfangreiche und wachsende Handelsbeziehungen zu den USA unterhält, doch es besteht die Hoffnung, daß es unter diesen Umständen zunehmend von Auslandsinvestitionen zur Erschließung kostengünstiger Produktionsmöglichkeiten profitieren wird. Auch die anhaltende Dollarstärke scheint die meisten lateinamerikanischen Länder – mit Argentinien als eindeutiger Ausnahme – nicht sehr zu beunruhigen, obwohl viele von ihnen eigentlich große Leistungsbilanzdefizite aufweisen. Während die ölexportierenden Länder der Region von den höheren Ölpreisen profitierten, sind praktisch überall die Verbraucherausgaben und die Importe stark gestiegen. Der laufende Finanzierungsbedarf wurde bisher durch kräftige Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen gedeckt. Die Länder sind jedoch nach wie vor in hohem Maße dem Risiko eines Stimmungsumschwungs an den internationalen Finanzmärkten ausgesetzt, insbesondere einer allgemeinen Zunahme der Risikoscheu, die durch eine weltweite Konjunkturschwäche ausgelöst werden könnte. Bereits in der Vergangenheit erwies sich der Zugang zu den internationalen Anleihemärkten für lateinamerikanische Länder mehrfach als sehr teuer bzw. sogar unmöglich. Nun haben viele Länder bemerkenswerte Fortschritte bei der Privatisierung und Deregulierung ihrer Wirtschaft, der Reduzierung der Inflation auf ein niedriges Niveau und der Schaffung gesetzlicher Grundlagen für eine tragfähige Geld- und Fiskalpolitik erzielt. Je glaubwürdiger diese längerfristigen Rahmenbedingungen gestaltet werden können, desto sicherer werden sich die ausländischen Anleger fühlen und desto mehr Verständnis werden sie kürzerfristigen Maßnahmen zur Stabilisierung der Nachfrage bei globalen Schocks entgegenbringen. Die derzeitigen Probleme Argentiniens, das sich zwar zu grundlegenden Haushalts- und Arbeitsmarktreformen verpflichtete, diesen Verpflichtungen aber nie nachgekommen ist, beweisen dies nur allzu deutlich.

In anderen Ländern und Regionen sind die makroökonomischen Ungleichgewichte nicht schwer zu erkennen, sie sind aber insgesamt weniger bedeutsam als grundlegende Strukturprobleme, die das Wachstum behindern. In der Türkei ebenso wie in weiten Teilen Afrikas, Rußland und den übrigen GUS-Ländern hängt das Grundproblem nach wie vor mit den Kontroll- und Steuerungsmechanismen in der Politik und in der Unternehmensführung zusammen. Ohne angemessene Rechtsgrundlagen und eine unabhängige Rechtsprechung bleiben die Eigentumsrechte zweifelhaft und die Korruption ein weitverbreitetes Übel. Unter solchen ungünstigen Umständen, zu denen in vielen Ländern noch erschwerend hinzukommt, daß praktisch keine Finanzinfrastruktur existiert, überrascht es nicht, daß sowohl die Ersparnis als auch die Investitionen im Inland sehr niedrig bleiben und die ausländischen Direktinvestitionen nicht nennenswert zugenommen haben. Zwar wird es Jahre dauern, bis diese Grundprobleme beseitigt sind, aber der Weltbank und dem IWF gebührt Anerkennung dafür, daß sie die internationale Aufmerksamkeit zunehmend darauf lenken.

Ferner sind auch in vielen Ländern des Nahen Ostens und in zahlreichen Reformländern Mitteleuropas Strukturänderungen notwendig. Im Nahen Osten

gilt es, die Produktionsstruktur der inländischen Wirtschaft zu diversifizieren und die Abhängigkeit von qualifizierten ausländischen Arbeitskräften zu vermindern. In den ölexportierenden Ländern ist zu hoffen, daß die anhaltende Stärke der Ölpreise den finanziellen Impuls für einen solchen Wandel liefert und nicht als bequeme Ausrede benutzt wird, um ihn hinauszuschieben. In den Reformländern Mitteleuropas gebührt dem Problem der strukturellen Arbeitslosigkeit sowie der Abhängigkeit von massiven Kapitalzuflüssen zur Finanzierung hoher Außenhandelsdefizite größere Aufmerksamkeit. Es wird erwartet, daß die tiefgreifenden Strukturreformen, die in der Region bereits begonnen wurden, weitere Kapitalzuflüsse motivieren. Es müssen jedoch auch Maßnahmen ergriffen werden, die die Wahrung der Stabilität im Finanzsektor sicherstellen, falls sich diese Ströme einmal umkehren sollten.

### Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität

In der Ausarbeitung von Gesetzen und Vorschriften im Finanzsektor gibt es einen wohlbekannten Trade-off zwischen Sicherheit und Effizienz. Die jüngsten Ereignisse lassen jedoch den Schluß zu, daß dieser Trade-off sowohl eine dynamische als auch eine statische Komponente hat. In stärker markt-orientierten Systemen scheint die Bereitschaft größer zu sein, Startkapital für die Umsetzung von Innovationen zu gewähren, die mit der Zeit das Produktivitätswachstum steigern. Zugleich wird in solchen Systemen möglicherweise zuviel Kredit bereitgestellt, wodurch auch zweifelhafte Vorhaben finanziert werden und außerdem der Wettbewerb um die guten Projekte künstlich erhöht wird. So können Kredite zur Finanzierung produktiver wie auch unproduktiver Projekte auf Kosten des Kreditgebers und der Stabilität des Finanzsystems notleidend werden. Daher dürfte bei Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität abzuwägen sein zwischen dem Nutzen in Form eines rascheren langfristigen Wachstums und den Kosten in Gestalt heftigerer Konjunkturzyklen, wenn Übersteigerungen im Finanzsektor korrigiert werden. Angesichts eines solchen Trade-off ist es schwierig, weltweit ein optimales Vorgehen zur Förderung der Finanzstabilität festzulegen, zumal die Präferenzen in den einzelnen Ländern weiterhin recht unterschiedlich sind. Dennoch ist es möglich, Maßnahmen zu ermitteln und zu ergreifen, die diesen Trade-off mit einiger Wahrscheinlichkeit verbessern.

In der Praxis haben Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität mehrere unterschiedliche Dimensionen. Erstens müssen spezifische Schwachstellen ermittelt werden, die sich aus der makroökonomischen Entwicklung der jüngeren Zeit ergeben haben. Zweitens müssen neue Trends und Produkte daraufhin untersucht werden, welche Bedeutung sie möglicherweise für die Finanzstabilität haben. Drittens gilt es Wege zu finden, jede einzelne der drei Säulen zu stärken, auf denen das internationale Finanzsystem ruht: die Finanzinstitute, die Märkte und die dazugehörige Infrastruktur. Im Berichtszeitraum hat es in allen diesen Bereichen erhebliche Fortschritte gegeben.

Hinsichtlich der Ermittlung aktueller Schwachstellen als erste Dimension bei der Förderung der Finanzstabilität sei zunächst daran erinnert, daß das weltweite Finanzsystem eine lange Phase der Deregulierung und Konsoli-

dierung durchlaufen hat. Infolgedessen wird es mehr vom Markt bestimmt, ist durch stärkere Globalisierung und Verflechtung geprägt und verändert sich rascher als jemals zuvor. Dadurch ist es zwangsläufig schwierig geworden, Schwachstellen zu erkennen und zu beurteilen, wie sie behoben werden können. Vor dem Hintergrund der jüngsten langanhaltenden Phase wirtschaftlicher Expansion mit einem sehr raschen Kreditwachstum und einem übermäßigen Höhenflug der Vermögenspreise muß dennoch die naheliegende Frage gestellt werden: Könnten daraus entstandene Schwächen im Finanzsystem mit dem nachlassenden Wirtschaftswachstum zu Tage treten und den Abschwung noch verschärfen?

Manche Beobachter argumentieren, daß dies wenig wahrscheinlich sei. In der Vergangenheit waren überhöhte Immobilienpreise zumeist die Hauptursache von Problemen im Finanzsektor, aber im jüngsten Aufschwung waren die Immobilienpreise vergleichsweise gedämpft. Außerdem wurden die Notenbankzinssätze schon ab Mitte 1999 erhöht. Seither haben Aktienkursverluste zu einem Rückgang in der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung um \$ 10 Bio. bzw. ein Drittel des weltweiten BIP geführt. Vor dem Hintergrund weltweit verschärfter Kreditvergabebedingungen weiteten sich auch die Renditedifferenzen erheblich aus und übertrafen oft Ausmaße, die zuletzt Ende 1998 beobachtet worden waren. Aber trotz der Dauer und Größenordnung dieser Schocks funktionierten die Märkte stets reibungslos, und es gab keine nennenswerten Anzeichen von Anspannungen im Finanzsektor.

Eine andere Argumentation gelangt zu einem weniger beruhigenden Ergebnis. Die Abschwächung der Konjunktur und des Gewinnwachstums hat eigentlich vor ganz kurzer Zeit erst begonnen. Es kommt sehr darauf an, was in den nächsten Monaten geschehen wird. Zudem scheinen zwar die Risiken der Finanzinstitute gegenüber einzelnen Regionen (z.B. Argentinien, Türkei) und Wirtschaftszweigen (z.B. Technologieunternehmen) handhabbar, aber die Gesamtrisiken bedürfen einer sorgfältigeren Untersuchung. Es ist erfreulich, daß sich die größeren Finanzinstitute in den letzten Jahren wesentlich stärker auf Streßtests gestützt haben, um ihre Situation unter extremen, aber durchaus plausiblen Umständen einzuschätzen und entsprechend Vorsorge zu treffen. Dennoch bleibt abzuwarten, ob sie die Tatsache angemessen berücksichtigt haben, daß Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiken in Krisenzeiten dazu tendieren, sich gleichgerichtet zu bewegen. Die Aufsichtsinstanzen, die derartige Wechselwirkungen kennen, sind zu Recht generell viel wachsamer geworden und zunehmend bereit, die Frage zu stellen: Was wäre, wenn?

Mit Blick auf die zweite Dimension – die Neuerungen im Finanzsektor, die Konsequenzen für die Finanzstabilität haben könnten – ist der vielleicht wichtigste Trend die rasche Ausbreitung neuer Verfahren zur Übertragung von Kreditrisiken. Einerseits versprechen diese Techniken ein verbessertes Risikomanagement, da komparative Vorteile beim Eingehen solcher Risiken ausgenutzt werden. Außerdem werden die Marktteilnehmer mit der Entwicklung liquider Märkte besser in der Lage sein, einen angemessenen Preis für die Übernahme von Kreditrisiken festzulegen. Dies wird enorme, vielleicht sogar bahnbrechende Vorteile mit sich bringen. Andererseits bereiten einige Aspekte dieser Entwicklung den Aufsichtsinstanzen Sorge. Solche Transaktionen

könnten die Transparenz der Risikoverteilung im System beeinträchtigen und ebenso rasch zu einer Konzentration wie zu einer Streuung der Risiken führen. Von Bedeutung ist auch, daß die Versicherungsgesellschaften eine zunehmende Rolle spielen werden, was nicht überrascht, da die meisten dieser Kreditübertragungsinstrumente Versicherungspolicen ähneln. Dies bedeutet, daß Banken- und Versicherungsaufsichtsinstanzen immer enger zusammenarbeiten müssen, um zu verhindern, daß aufsichtsrechtliche Unterschiede verstärkt ausgenutzt werden, und um sicherzustellen, daß die Risiken korrekt überwacht und bewertet werden. Ferner muß – wie bei allen neuen Instrumenten – die Frage nach ihrer angemessenen Dokumentation sowie nach ihrem rechtlichen Status gestellt werden. Ebenso wie beim Close-out-Netting, bei speziell für Emissionszwecke gegründeten Finanzierungsgesellschaften und einer Vielzahl anderer Neuerungen der jüngsten Zeit werden rechtliche Unsicherheiten möglicherweise erst in der Rechtsprechung endgültig geregelt. In der Zwischenzeit läßt sich eines mit Sicherheit sagen, daß nämlich schwierigere wirtschaftliche Zeiten zu einer starken Zunahme der Gerichtsverfahren führen werden. Die Aufsichtsinstanzen wären daher gut beraten, Konzentrationen von festgestellten Rechtsrisiken nachzugehen, denn wie ein kürzliches Urteil in den USA bewies, können enorme Beträge auf dem Spiel stehen.

Was schließlich die dritte Dimension bei der Förderung der Finanzstabilität betrifft, nämlich die Maßnahmen zur Stärkung der Grundlagen des internationalen Finanzsystems, so wurden große Anstrengungen unternommen, um das Risikomanagement bei Banken, Versicherungsgesellschaften und im Investmenthandel zu verbessern. Die größte Aufmerksamkeit erhielten die überarbeiteten Vorschläge für eine Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung, die im Januar 2001 herausgegeben wurden. Die ursprüngliche Eigenkapitalvereinbarung aus dem Jahr 1988 hat dazu beigetragen, die Eigenkapitalausstattung überall zu erhöhen. Da sie auf einer kleinen Anzahl fester Risikogewichte beruhte, war sie leicht zu handhaben und wurde rasch als weltweiter Standard eingeführt. Mit der Zeit sind jedoch auch ihre Mängel offenkundiger geworden. Da Kredite unterschiedlicher Qualität für Aufsichtszwecke in einer Kategorie zusammengefaßt wurden, bestand ein Anreiz, gute Kredite aus der Bilanz auszugliedern, um die Gesamtrentabilität zu erhöhen. Mit den zunehmend ausgereifteren Methoden der internen Risikobeurteilung in den Banken wurde außerdem klarer, daß die Anforderungen der ursprünglichen Eigenkapitalvereinbarung immer weniger ausreichten, um die tatsächlich eingegangenen Risiken angemessen zu decken.

Die Neue Eigenkapitalvereinbarung nimmt sich dieser Aspekte in vollem Umfang an und ist daher notwendigerweise komplexer. Insbesondere läßt sie eine Reihe unterschiedlicher Optionen für die Berechnung des Mindesteigenkapitalbedarfs zu und versucht den Banken Anreize zu geben, ihr internes Risikomanagement selbst laufend weiterzuentwickeln. Alle vorgeschlagenen Optionen nehmen eine stärkere Differenzierung zwischen Krediten unterschiedlicher Qualität vor. So ist vorgesehen, daß die erforderliche Eigenkapitalunterlegung für einen bestimmten Kredit mit der Zeit angepaßt werden kann, wenn sich die Risikobeurteilung aufgrund neuer Begebenheiten ändert.

Zum ersten Mal beziehen die Vorschläge auch das operationelle Risiko ein, das zweifellos immer mehr an Bedeutung gewinnt. Ferner wird in den Vorschlägen die Wichtigkeit der Überprüfungen durch die Aufsichtsinstanz betont, insbesondere der Überprüfung der internen Risikobeurteilung der Banken, sowie die Notwendigkeit, daß die Banken ihr Risikoprofil und ihre Geschäftstätigkeit vermehrt offenlegen. Im letzteren Fall steht die Überlegung dahinter, daß die Marktdisziplin auf der Basis dieser Offenlegung zu größerer Umsicht anhalten wird.

Alle diese Vorschläge sind ein bedeutender Schritt nach vorn. Während sich die Aufsichtsinstanzen zusammen mit dem Kreditgewerbe auf ihre Umsetzung im Jahr 2004 vorbereiten, bleiben aber noch bestimmte wichtige Details zu klären. Eine offene Frage ist, ob sich die internen Risikobeurteilungen der Banken im Konjunkturverlauf nicht übermäßig verändern könnten, was möglicherweise zu unerwünschten Verringerungen der Eigenkapitalpolster in einer Hochkonjunktur und Erhöhungen in einer Rezession führt. Die Tendenz, vergleichsweise kurze Zeithorizonte zu verwenden und mit Verfahren zu arbeiten, die effektiv die Erfahrung der jüngsten Vergangenheit extrapolieren, könnte dies noch fördern. Glücklicherweise bietet der Prozeß der Überprüfung durch die Aufsichtsinstanz eine Möglichkeit, diese praktischen Fragen der Risikomessung und des Eigenkapitals anzugehen, vorausgesetzt natürlich, daß die Aufsichtsinstanz über die notwendigen Ressourcen, Sachkompetenzen und Befugnisse verfügt, um ihre Weisungen durchzusetzen. Vor allem für Aufsichtsinstanzen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte dies eine beträchtliche Herausforderung sein.

Eine eng damit verbundene Frage, die das Funktionieren sämtlicher Finanzinstitute berührt, steht hinter den neueren Vorschlägen, die Rechnungslegung in größerem Umfang nach dem Marktwertprinzip vorzunehmen. Mit Blick auf die Stabilität im Finanzsektor argumentieren die einen, daß dies die Marktdisziplin verbessern würde, da die Finanzausweise transparenter wären und die Finanzlage der Unternehmen besser wiedergeben würden. Insbesondere würden Gewinne und Verluste, die durch Veränderungen der Zinssätze oder der Kreditqualität entstehen, unmittelbar zu Buche schlagen. Andere fürchten dagegen, daß die Nettoerträge und Bewertungen im Periodenvergleich übermäßig volatil werden könnten und im Konjunkturverlauf möglicherweise zu stark schwanken. Dies könnte dazu führen, daß das Finanzsystem noch prozyklischer würde, als derzeit angenommen wird.

Angesichts der potentiellen Schwierigkeiten mit der Rechnungslegung nach dem Marktwertprinzip wird als Mittelweg vorgeschlagen, stärker zukunftsorientierte Rückstellungen für Kreditverluste zu treffen. Nach den geltenden Rechnungslegungsvorschriften gehen die Rückstellungen üblicherweise in einem Konjunkturaufschwung zurück und steigen erst in der Abschwungphase wieder an. Bei einer zukunftsorientierten Risikovorsorge könnten erwartete Kreditverluste eher verbucht werden, und die Wahrscheinlichkeit wäre höher, daß angemessene Mittel zur Verfügung stünden, wenn es in einem Konjunkturabschwung zu Kreditausfällen kommt. Leider hat auch dieser Mittelweg seine Nachteile. Vor allem besitzt diese Art der Risikovorsorge potentiell einen hohen Grad an Subjektivität und eröffnet den Banken damit die Möglichkeit, ihre Rechnungslegung hinsichtlich steuerlicher oder anderer

Zwecke zu manipulieren. Außerdem dürften selbst zukunftsorientierte Rückstellungen nur geringen praktischen Nutzen haben, wenn Veränderungen der Kreditqualität über den Konjunkturzyklus hinweg ex ante nicht angemessen berücksichtigt würden. Dennoch dürfte es sich lohnen, diesen Ansatz näher zu erforschen, und das gleiche gilt für den Vorschlag, daß die Aufsichtsinstanzen die automatische Bildung von Rückstellungen zum Zeitpunkt der Kreditgewährung verlangen sollten.

Neben soliden Finanzinstituten erfordert ein stabiles Finanzsystem als zweite wichtige Voraussetzung effiziente Kapitalmärkte. Mehrere strukturelle und andere Entwicklungen weckten im Berichtszeitraum vielfach die Befürchtung, daß sie die Marktliquidität, d.h. die Möglichkeit, große Abschlüsse zu tätigen, ohne daß der Preis nennenswert beeinflußt wird, beeinträchtigen könnten. Zu diesen Entwicklungen gehörten die erkennbare Verringerung und Konzentration von Risikokapital, das für die Marktmachertätigkeit zur Verfügung steht, der Rückzug von Hedge-Fonds aus Arbitragegeschäften, die Standardisierung des Risikomanagements unter den Finanzinstituten, die zunehmende Verbreitung elektronischer Handelsplattformen (bei denen es generell keine Marktmacher gibt) sowie das schrumpfende Angebot an „risikofreien“ Staatsschuldtiteln. Die jüngsten Schocks hatten nicht so weitreichende Auswirkungen auf den Ablauf der Marktaktivität wie 1990 und im dritten Quartal 1998. Allerdings ist zu bedenken, daß es bei den früheren Schocks jeweils einen erheblichen Störeinfluß hinsichtlich der Kreditqualität gegeben hatte, wie den Zusammenbruch bzw. Beinahezusammenbruch eines bedeutenden Marktteilnehmers (Drexel Burnham Lambert bzw. LTCM). Da in letzter Zeit kein solches Ereignis stattgefunden hat, ist die Bereitstellung von Liquidität in Streßsituationen möglicherweise noch gar nicht wirklich auf die Probe gestellt worden. Umgekehrt ließe sich argumentieren, daß diese früheren Erfahrungen zu einem geringeren Grad der Fremdfinanzierung von Finanzanlagen geführt haben, wodurch es ohnehin unwahrscheinlicher geworden ist, daß die Märkte in Streßsituationen kollabieren.

Endgültige Schlüsse lassen sich noch nicht ziehen, aber es hat doch eine Reihe praktischer Vorschläge gegeben, die dazu beitragen könnten, das weitere reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte zu sichern. Zusätzliche Fortschritte in der Erarbeitung und Durchsetzung von Standards für die Besicherung und die Dokumentation dürften es den Swapmärkten erleichtern, viele der Aufgaben zu übernehmen, die bisher von Staatsanleihen erfüllt wurden. In Europa würde eine rasche Umsetzung der Empfehlungen im Lamfalussy-Bericht auf willkommene Weise zur Integration von derzeit stark fragmentierten Märkten beitragen. Da die Erfahrung gezeigt hat, wie rasch Bedenken hinsichtlich des Adressenausfallrisikos die Marktliquidität beeinträchtigen können, sollte außerdem zu einer weiteren Verbesserung der Offenlegung angehalten werden. Ferner werden größere Finanzinstitute, insbesondere wenn sie bei Anspannungen am Markt selbst als Liquiditätsquelle angesehen werden könnten, darin bestärkt, Streßtests für das Liquiditätsrisiko vorzunehmen, die genauso aufwendig sind wie diejenigen, die sie beim Marktrisiko und beim Kreditrisiko zunehmend durchführen.



Die dritte Säule, die zur Stützung eines stabilen Finanzsystems benötigt wird, ist eine angemessene Finanzinfrastruktur. Neben den bereits erwähnten Voraussetzungen hinsichtlich der Rechnungslegung und der Rechtsgrundlagen ist unabdingbar, daß die Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme unabhängig von den Belastungen, denen sie unterworfen werden, funktionsfähig bleiben. Im Bereich der Großbetragszahlungssysteme wurden in den letzten Jahren große Fortschritte erzielt, insbesondere durch die verbreitete Einführung der Echtzeit-Bruttoabwicklung (RTGS). Mit der Veröffentlichung der *Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind* haben zudem der IWF und die Weltbank eine nützliche Reihe von Standards erhalten, die sie weltweit bei der Länderbeurteilung einsetzen können. Echte Fortschritte wurden schließlich auch auf dem Weg zur Errichtung der CLS-Bank („continuous linked settlement bank“) erzielt, mit der sichergestellt werden soll, daß Clearing und Abwicklung von Devisentransaktionen in den wichtigsten Währungen nicht mehr mit dem Herstatt-Risiko verbunden sind. 25 Jahre lang wurde dieses anerkanntermaßen globale Risiko nur sehr zögerlich angegangen; nun müssen die letzten Schritte zu einer soliden Lösung energisch vollzogen werden.

### Zusammenarbeit im Streben nach Finanzstabilität

In der internationalen Zusammenarbeit stellen sich einige schwierige Probleme, aber es gibt auch mindestens eine ebenso schwierige Frage, die auf inländischer Ebene behandelt werden muß: Welche Rolle sollten die Währungsbehörden und die Aufsichtsinstanzen im Hinblick auf die Finanzstabilität jeweils spielen? Diese Frage ist selbst dort aktuell, wo die Verantwortlichkeit für die Aufsicht bei der Zentralbank liegt. Aber sie gewinnt noch an Bedeutung mit dem wachsenden Trend, die Verantwortung für die Überwachung der Finanzinstitute und der Wertpapiermärkte in unabhängigen Instanzen zusammenzufassen.

Wie man diesen Trend auch einschätzen mag, er verdeutlicht auf jeden Fall, daß es durchaus zwei einander ergänzende Lösungsansätze für das Problem der Finanzstabilität geben könnte; der eine ist auf die einzelnen Finanzinstitute bezogen, der andere auf das System als Ganzes. Traditionell sah die Aufsicht den Schlüssel zur Stabilität des Gesamtsystems im allgemeinen in der Solidität der einzelnen Finanzinstitute. Dagegen maßen die Währungsbehörden der Wahrscheinlichkeit, daß gemeinsame Schocks und Zyklen das Finanzsystem als Ganzes beeinträchtigen würden, in der Regel größeres Gewicht bei. Wenn beide Ansätze als sinnvoll eingeschätzt werden, dann dürfte es im Interesse der Krisenprävention normal sein, daß es zwischen allen Beteiligten einen laufenden Dialog und eine dauerhafte Kooperation gibt. Wenn sie Schwachstellen beheben sollen, müssen sie ihre Einschätzungen darüber austauschen. Ein solches Vorgehen würde außerdem die Basis für eine offene Kommunikation und das Vertrauen zwischen den beteiligten Stellen gewährleisten, zwei wesentliche Voraussetzungen, um auftretende Krisen bewältigen zu können. Alle, die an der Bewältigung von Krisen beteiligt sind, sollten sich im voraus darauf einigen, in welcher Weise die



Verantwortlichkeiten aufgeteilt werden sollen, um sicherzustellen, daß die nötigen Entscheidungen zur richtigen Zeit getroffen werden.

Die internationale Zusammenarbeit im Streben nach Finanzstabilität vollzieht sich in einer Reihe von Foren, die zum Teil noch recht jung sind. Es ließe sich sogar argumentieren, daß ein übertriebener Dialog stattfindet. Ranghohe Vertreter entsprechender Stellen müssen an unzähligen Sitzungen teilnehmen, wobei die Gefahr besteht, daß die sich wiederholenden Diskussionen sachdienliche Analysen verdrängen und die Bereitschaft schwächen, konkrete Maßnahmen zur Verhinderung von Krisen im Finanzsektor zu treffen. Die Einrichtung des Forums für Finanzstabilität weckte ursprünglich Bedenken, daß sie dieses Problem nur noch verschlimmern würde. In der Praxis hat sich das Forum jedoch als sehr erfolgreich darin erwiesen, wichtige offizielle Vertreter von den größten Finanzmärkten zusammenzubringen, um Schwachstellen im Finanzsektor, Doppelspurigkeiten sowie Lücken in der Arbeit an der Finanzstabilität zu ermitteln und um Prioritäten zu setzen. Bei einem Teil dieser Arbeit hält das Forum es für wichtig, selbst aktiv zu werden, aber primär stützt es sich auf bestehende Gremien, um die Kooperation voranzubringen.

Das Forum für Finanzstabilität konzentriert sich insbesondere zunehmend darauf, die Umsetzung international vereinbarter Kodizes und Standards zur Förderung der Finanzstabilität in den einzelnen Ländern zu unterstützen. Dies umfaßt mindestens vier Schritte: Aufstellen der Standards, Beurteilung der Einhaltung in den einzelnen Ländern, Umsetzen der Standards, regelmäßige Aktualisierung der Standards im Lichte der praktischen Erfahrung. In allen Punkten sind große Fortschritte erzielt worden, u.a. dank der Bereitschaft des IWF und der Weltbank, eng mit den nationalen Expertengruppen der standardsetzenden Gremien zusammenzuarbeiten; es bleibt aber noch viel zu tun. Insbesondere stellen einige aufstrebende Volkswirtschaften nach wie vor die Berechtigung von Kodizes in Frage, die im wesentlichen von einer kleinen Gruppe entwickelter Länder aufgestellt wurden. Sie fordern, daß Standards zumindest die Realität verschiedener Entwicklungsstufen berücksichtigen sollten. Was die Umsetzung betrifft, so müssen die Rating-Agenturen und Kreditgeber auf jeden Fall stärker auf die bestehenden Kodizes hingewiesen werden, wenn sie sie gezielt verwenden sollen, um ihre Einhaltung zu belohnen. Fest steht ebenfalls, daß viele aufstrebende Volkswirtschaften möglicherweise umfangreiche technische Hilfe benötigen werden.

Weitere Analysen und Vereinbarungen sind auch hinsichtlich der besten Strategie zur Krisenbewältigung und -überwindung im Finanzsektor notwendig. Erforderlich ist ein stärkerer Konsens über grundlegende Prinzipien für die Sanierung schwacher Banken, wenn das gesamte Finanzsystem instabil ist. Darüber hinaus entstehen in dem anhaltenden Prozeß der Konsolidierung und Globalisierung im Finanzsektor größere, komplexere und internationaler ausgerichtete Institute, deren Geschäftstätigkeit oftmals viele aufsichtsrechtliche Zuständigkeitsbereiche berührt. Zwar ist die Qualität des Managements im allgemeinen sehr hoch, aber es muß dennoch weiter darüber nachgedacht werden, wie vorzugehen ist, falls solche Institute in Bedrängnis zu geraten scheinen. Die Erkenntnis, wie verflochten viele dieser Institute mittlerweile sind, hat diese Aufgabe noch dringlicher werden lassen. Ferner wäre eine

breitere Einigung über die angemessene Rolle des IWF bei der Bewältigung staatlicher Liquiditätskrisen wünschenswert. Nach wie vor wird manchmal argumentiert, daß in Ergänzung zur Konditionalität große Finanzierungspakete notwendig seien. Die Vertreter dieses Ansatzes halten eine Lösung allein über den Markt für unannehmbar hart und verweisen auf die Gefahren destabilisierender politischer und sozialer Spannungen. Andere wiederum betonen, daß auf diese Weise ein unvorsichtiges Verhalten gefördert werden dürfte, vor allem bei den Gläubigern, und schlagen vor, die Stundung von Schulden und andere rechtliche Möglichkeiten auszuschöpfen, um das Aushandeln von Vereinbarungen mit den privaten Gläubigern zu fördern.

Auf diese letzte Frage gibt es keine gültige Antwort; sie wird noch in Jahrzehnten diskutiert werden. Bei vielen anderen der oben angesprochenen Fragen scheint sich jedoch immer mehr ein Konsens über das weitere Vorgehen in der Krisenprävention wie auch bei der Krisenbewältigung herauszubilden. Rasches Handeln in diesen Bereichen dürfte höchst wünschenswert sein, damit nicht die Entwicklung im Finanzsektor einmal mehr beweist, daß das Getane nicht ausreichte und überdies zu spät kam.



# Die Tätigkeit der Bank

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die wichtigsten Tätigkeiten der Bank im vergangenen Geschäftsjahr. Schwerpunkte waren erneut die Förderung der Zusammenarbeit unter Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen auf dem Gebiet der Finanz- und Währungsstabilität sowie das Angebot von qualitativ hochstehenden Finanzinstrumenten und -dienstleistungen, hauptsächlich für Zentralbanken. Ferner werden in diesem Teil des Jahresberichts mehrere wichtige Änderungen der Statuten und der Organisation der Bank dargelegt. Die in diesem Überblick erwähnten Berichte sowie ein großer Teil der Forschungsergebnisse der Bank sind auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)) oder auf Anfrage in Papierform erhältlich.

## 1. Direkte Beiträge der BIZ zur internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich

Im Zentrum des Beitrags der Bank zur internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich standen nach wie vor die alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen der Präsidenten der BIZ-Mitgliedszentralbanken und die Arbeit, die von den Sekretariaten der verschiedenen den G10-Zentralbankpräsidenten unterstellten Ausschüsse unterstützt wird. Da sich der Mitgliederkreis der BIZ in den letzten sechs Jahren deutlich ausgeweitet hat, haben die Sitzungen, die Diskussionsthemen und die Kooperationsbemühungen einen zunehmend globalen Charakter. Diese Tendenz zu vermehrter Globalität wurde noch verstärkt durch die wachsenden Aktivitäten des von der BIZ geschaffenen Instituts für Finanzstabilität, den Ausbau der Repräsentanz für Asien und den Pazifik in der Sonderverwaltungsregion Hongkong sowie den Beschluß, in Mexiko-Stadt eine Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent zu errichten. Ein weiterer Baustein der Kooperation in Asien war die Gründung des Asian Consultative Council im März 2001.

### *Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen*

Im Berichtszeitraum trafen sich die Präsidenten und andere hochrangige Vertreter der BIZ-Aktionärszentralbanken im 2-Monats-Rhythmus, um über die Lage der Weltwirtschaft, die Entwicklung an den Finanzmärkten und aktuelle Themen oder Anliegen von besonderem Interesse für Zentralbanken zu diskutieren. Eines dieser Treffen fand im November 2000 außerhalb Basels statt; Gastgeber war der Banco de México.

Ein umfassender Überblick über die Entwicklungen in der Weltwirtschaft und an den internationalen Finanzmärkten stand wie immer im

Mittelpunkt der *Weltwirtschaftssitzungen*, zu denen die Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenkommen. Die Zentralbankpräsidenten begrüßten die Gelegenheit zum Gedanken- und Informationsaustausch über die wichtigsten Entwicklungen, insbesondere angesichts der sich abzeichnenden bedeutenden Richtungsänderung im Konjunkturzyklus. Darüber hinaus schärften die Diskussionen das gemeinsame Bewußtsein für mögliche Schwachstellen und aufkommende Ungleichgewichte.

Auf der Tagesordnung der *Sitzungen der Zentralbankpräsidenten der G10-Länder* standen im vergangenen Jahr eine genauere Prüfung der Konjunktorentwicklung im einzelnen sowie ein Überblick über die Debatten und laufenden Arbeiten in den verschiedenen ihnen unterstehenden Ausschüssen. Außerdem gaben die G10-Zentralbankpräsidenten mehrere Ausschußberichte zur Veröffentlichung oder zur allgemeinen Stellungnahme frei (s. weiter unten). Im Mai 2000 und im Mai 2001 trafen sich die Zentralbankpräsidenten zudem mit den Leitern von Aufsichtsinstanzen der G10-Länder, um eine Vielzahl von Fragen von gemeinsamem Interesse zu erörtern, darunter die vorgeschlagene Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung, die Bilanzierung nach der Marktwertmethode und die Behandlung von großen, komplexen Finanzinstituten.

Bei den alle zwei Monate stattfindenden Treffen der Zentralbankpräsidenten ist jeweils eine Sitzung der vertieften Diskussion über ein Thema gewidmet, das für die Zentralbanken von besonderer Relevanz ist. Hierzu werden die Präsidenten aller BIZ-Mitgliedszentralbanken eingeladen. Im Berichtszeitraum behandelten diese besonderen *Sitzungen der Präsidenten aller BIZ-Aktionärszentralbanken* ein breites Spektrum von Themen in den Bereichen Geldpolitik und Finanzstabilität, u.a. Liquiditätstrends an den Märkten für Staatsanleihen, Konsolidierung im Bankensektor, prozyklisches Verhalten und Aufsichtsregelungen, Inflation und geldpolitische Rahmenbedingungen in aufstrebenden Volkswirtschaften sowie die Umsetzung von Standards und Kodizes zur Stärkung der Finanzsysteme.

Der *Ausschuß der Gold- und Devisenexperten*, der sich aus Finanzmarktspezialisten der G10-Zentralbanken zusammensetzt, trat im vergangenen Jahr ebenfalls alle zwei Monate zusammen. Mehrmals wurde der Teilnehmerkreis dieser Sitzungen um Vertreter aus den bedeutendsten aufstrebenden Volkswirtschaften erweitert. Die Wechselkursbeziehungen zwischen den wichtigsten Währungen waren das dominierende Thema der letztjährigen Sitzungen. Außerdem wurden spezielle Themen erörtert, die für die Marktteilnehmer von Bedeutung sind, z.B. die Vor- und Nachteile offizieller Interventionen der Währungsbehörden, die Folgen eines abnehmenden Angebots von Staatsanleihen für die Geldpolitik sowie die Liquidität an den Devisenmärkten.

Die Bank sammelte, analysierte und verbreitete weiterhin Informationen über die Führungs- und Verwaltungsstruktur der Zentralbanken. Im Berichtsjahr herrschte eine große Nachfrage nach solchen Informationen, da die Zentralbanken in einem sich wandelnden Umfeld voneinander lernen wollten. Verantwortlich für diese Arbeit war nach wie vor eine Lenkungsgruppe, in

der die Zentralbankpräsidenten einer Reihe von Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften vertreten sind. Um der Nachfrage zu entsprechen, wurde ein Netzwerk über Zentralbankstrukturen rege genutzt, das von der Bank verwaltet wird und an dem rund 40 Zentralbanken beteiligt sind. Mit Hilfe dieser informellen Gruppierung konnte die Bank aktuelle vergleichende Informationen über Fragen zur Führungs- und Verwaltungsstruktur liefern, die den Zentralbanken ein dringliches Anliegen waren, und gleichzeitig ihre Datenbasis erweitern. Schließlich fand im vergangenen Jahr eine Sitzung von hochrangigen Zentralbankvertretern aus aller Welt zum Thema der Führungs- und Verwaltungsstruktur von Zentralbanken in Zeiten des Wandels statt.

Im vergangenen Jahr wurde eine Vielzahl von Sondersitzungen mit hochrangigen Zentralbankvertretern organisiert. Im März 2001 wurde ein spezielles Seminar für Zentralbankpräsidenten abgehalten, bei dem die Risikomanagement-Praktiken in Finanzinstituten erörtert wurden. Die Währungs- und Wirtschaftsabteilung organisierte erneut zwei Treffen von Zentralbankvolkswirten, eines zur Aufsicht über Einzelinstitute und über das gesamte Finanzsystem als Aspekte der Finanzstabilität, das andere über Konjunkturfragen. Außerdem wurden mehrere Workshops abgehalten, u.a. über Inflationsziele und Inflationsprozeß in den Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften, E-Finance und Marktliquidität. Immer häufiger wird in diesen Sondersitzungen auch der private Sektor aktiv in die Debatten einbezogen.

Entsprechend dem globalen Charakter der Kooperationsbemühungen der Bank spielten auch im vergangenen Jahr Sitzungen eine wichtige Rolle, an denen in erster Linie hochrangige Zentralbankvertreter aus aufstrebenden Volkswirtschaften beteiligt waren. Neben der regelmäßigen geldpolitischen Arbeitssitzung in Lateinamerika (November 2000; Gastgeber: Banco de México) wurde auch für die stellvertretenden Gouverneure der afrikanischen Zentralbanken eine Sitzung zur Geldpolitik organisiert (Oktober 2000; Gastgeber: South African Reserve Bank). Ähnliche Sitzungen sind für Mai 2001 in Asien (Gastgeber: People's Bank of China) und für Juli 2001 in Osteuropa geplant. Das nun schon etablierte 2tägige Treffen der stellvertretenden Gouverneure der Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften fand im Dezember 2000 in Basel statt. Diskussionsthemen waren Wettbewerb, Konsolidierung und Systemstabilität im Finanzsektor der einzelnen Länder.

### *Förderung der Finanzstabilität durch die permanenten Ausschüsse*

Die drei von den G10-Zentralbanken eingesetzten und von der BIZ unterstützten Ausschüsse leisteten im Berichtszeitraum erneut einen bedeutenden Beitrag zur Förderung der Finanzstabilität. Wie bisher gingen sie dieses Ziel aus drei verschiedenen, aber einander ergänzenden Blickwinkeln an: Solidität der Finanzinstitute (Basler Ausschuß für Bankenaufsicht), leistungsfähige Märkte (Ausschuß für das weltweite Finanzsystem) und stabile Infrastruktur für den Zahlungsverkehr (Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme). Angesichts dieser unterschiedlichen Perspektiven haben die Ausschüsse in den letzten Jahren auf dem Gebiet

der Finanzstabilität verschiedentlich eng zusammengearbeitet, zuletzt beim Forum für Finanzstabilität, in dem alle drei Ausschüsse vertreten sind.

#### *Basler Ausschuß für Bankenaufsicht*

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) entwickelte in den letzten 12 Monaten seine Aufsichtsrichtlinien in mehreren wichtigen Bereichen des Bankgeschäfts weiter. Der bedeutendste Vorstoß war die Veröffentlichung eines zweiten Konsultationspapiers über die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (die im Jahr 2004 in Kraft treten soll). Der Ausschuß veröffentlichte außerdem mehrere wichtige Grundsatzpapiere, die Bankenaufsichtsorganen in aller Welt beim Ausbau ihrer Aufsichtskapazitäten in verschiedenen Bereichen helfen sollen. Im September 2000 war die BIZ zusammen mit der Schweizerischen Nationalbank und der Eidgenössischen Bankenkommission Gastgeber der 11. Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden (ICBS). Diese alle zwei Jahre stattfindende Konferenz wurde diesmal für 260 Teilnehmer aus fast 130 Ländern vom BCBS organisiert.

Die vorgeschlagene Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung wurde als umfassendes Konsultationspaket am 16. Januar 2001 veröffentlicht. Der konzeptionelle Rahmen ist ähnlich geblieben wie im ersten Konsultationspapier vom Juni 1999, das im letztjährigen Jahresbericht beschrieben wurde. Er besteht aus einem ausgewogenen Ansatz, der auf drei gleich wichtigen Säulen ruht (quantitative Mindesteigenkapitalquote, Überprüfung durch die Aufsicht und Offenlegungsvorschriften). Das neue Papier enthält jedoch sehr viel mehr Einzelheiten, die aufgrund der Stellungnahmen des Bankgewerbes und von Aufsichtsinstanzen aus Nicht-G10-Ländern hinzugefügt worden sind. Die meisten Stellungnahmen galten vor allem der ersten, quantitativen Säule. Die Neue Eigenkapitalvereinbarung ist zwar in erster Linie für international tätige Banken gedacht, sie ist aber absichtlich so gestaltet worden, daß sie auf Banken mit unterschiedlich weit reichenden Tätigkeiten angewandt werden kann. Hierzu mußte eine Reihe von Wahlmöglichkeiten angeboten werden, was bis zu einem gewissen Grad die Komplexität der Vorschläge erklärt.

Wesentliche Merkmale des Papiers vom Januar 2001 sind die Weiterentwicklungen bei der Messung des Kreditrisikos im Rahmen der ersten Säule sowie die Erarbeitung risikogerechterer Methoden für die Behandlung von Besicherungen, Garantien, Kreditderivaten, Netting und Verbriefung. Außerdem enthält die Regelung erstmals eine quantitative Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos.

Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit des BCBS im Berichtszeitraum war die Entwicklung von Aufsichtsstandards, die sich für eine weltweite Umsetzung eignen. Die Rolle des Ausschusses in diesem Bereich gewann durch das Financial Sector Assessment Program von IWF/Weltbank erheblich an Bedeutung. Damit wird beurteilt, inwieweit die einzelnen Länder internationale Standards und Kodizes einhalten, und die *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* des BCBS (1997) sowie seine *Methodik der Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* (1999) sind dabei wesentliche Hilfsmittel. Aufgrund der bis April 2001 durchgeführten Beurteilungen und der Diskussionen in der



Core Principles Liaison Group, in der G10- und andere Länder vertreten sind, plant der Ausschuß, möglichst bald eine Überarbeitung der *Grundsätze* in Angriff zu nehmen, und zwar mit dem Ziel, im Jahr 2002 neue Grundsätze herauszubringen. Die Core Principles Liaison Group selbst hatte ein arbeitsreiches Jahr; sie setzte Arbeitsgruppen für Eigenkapital und für Richtlinien zur Selbsteinschätzung in bezug auf die Einhaltung der *Grundsätze* ein.

Der BCBS pflegte erneut einen intensiven Dialog mit Aufsichtsinstanzen in Nichtmitgliedsländern. Sein Sekretariat war bei den meisten Sitzungen von regionalen Aufsichtsgruppierungen vertreten und beantwortete zahlreiche Fragen und Hilfsansuchen. Außerdem wirkte es bei Bedarf an dem umfassenden Programm technischer Hilfe und Schulung mit, für das jetzt das Institut für Finanzstabilität zuständig ist (s. weiter unten). Das Sekretariat versandte nicht nur neu erschienene einschlägige Dokumente, sondern erstellte und verteilte auch ein jährliches Kompendium der wichtigsten Grundsatzdokumente und stellte regelmäßig eine Kontaktliste der Mitarbeiter von Aufsichtsinstanzen in 170 Ländern zur Verfügung. Der sichtbarste Aspekt seiner weltumspannenden Tätigkeit war die oben erwähnte 11. Internationale Konferenz.

Der Basler Ausschuß veröffentlichte weiterhin regelmäßig Richtlinien zu bestimmten Aufsichtsaspekten. Im vergangenen Jahr waren dies u.a. Papiere über Bonitätsbeurteilung, elektronische Bankdienstleistungen, Sorgfaltspflicht bei der Feststellung der Kundenidentität, Erfüllungsrisiko in Devisengeschäften, Offenlegung des Kreditrisikos, interne Revision, Beziehungen zwischen Bankenaufsicht und externer Revision sowie Fragen im Zusammenhang mit Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (HLI). Zwei Arbeitspapiere über externe Ratings bzw. über Frühwarnsysteme wurden veröffentlicht. Darüber hinaus hielt der Ausschuß seinen Dialog mit den internationalen Rechnungslegungsgremien über die Bilanzierung nach der Marktwertmethode und sonstige einschlägige Fragen aufrecht.

#### *Ausschuß für das weltweite Finanzsystem*

Der Ausschuß für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) setzte seine regelmäßige Überwachung der internationalen Finanzmärkte und der Funktionsweise des weltweiten Finanzsystems fort. Schwerpunktthemen waren die Beurteilung und Analyse von Faktoren, die im Inland oder auf internationaler Ebene Schwachstellen im Finanzsystem verursachen könnten und damit eine Gefahr für die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft bedeutender Industrieländer und aufstrebender Volkswirtschaften darstellen.

Der Ausschuß verfolgte auch einige frühere Arbeiten in den Bereichen Marktliquidität und Streßtests weiter. In einer Sitzung von CGFS-Mitgliedern und Vertretern des privaten Sektors wurde untersucht, inwieweit Änderungen in den Risikomanagement-Verfahren der Finanzinstitute die Marktliquidität beeinflussen. Die wichtigsten Ergebnisse dieser Untersuchung sowie früherer Arbeiten des Ausschusses wurden dem Forum für Finanzstabilität (FSF) gemeldet.

Anfang 2000 lancierte der CGFS eine Erhebung zu Streßtestpraktiken, an der 43 Banken aus 10 Ländern teilnahmen. Ihr Ziel war, Einblicke in die Rolle

von Streßtests im Risikomanagement zu erhalten und zu ermitteln, welche Ausnahmeereignisse als signifikante Risiken galten. Der Bericht wurde Ende April 2001 zur Stellungnahme veröffentlicht.

Eine Arbeitsgruppe, die mit der Untersuchung der Konsequenzen des elektronischen Handels für die Finanzmärkte beauftragt worden war, veröffentlichte im Januar 2001 ihren Bericht. Darin werden der Einsatz elektronischer Handelssysteme an den Devisenmärkten und den Märkten für festverzinsliche Instrumente sowie ihre Auswirkungen auf Struktur, Leistungsfähigkeit und Transparenz der Märkte analysiert. Einen Schwerpunkt des Berichts bilden Fragen der Finanzstabilität, wie z.B. Liquidität in Zeiten von Anspannungen. Der CGFS überwachte außerdem weiterhin den technologischen Wandel und seine Auswirkungen auf die Finanzmärkte, und er war in der vom FSF errichteten Kontaktgruppe für E-Finance vertreten.

Eine weitere Arbeitsgruppe des CGFS veröffentlichte im März 2001 einen Bericht über neuere Trends, Risikomanagement und Marktdynamik im Großkundenbereich. Darin wird untersucht, wie sich die Verwendung und die Verfügbarkeit von Besicherungen gewandelt haben und wie dies die Marktdynamik verändern könnte, insbesondere bei Anspannungen. Um Entwicklungen zu verfolgen, die Auswirkungen auf die Geldpolitik oder auf die Finanzstabilität haben könnten, setzte der Ausschuß eine Arbeitsgruppe ein, die die Finanzierung der New Economy untersuchen soll. Die Aufgabenstellung der Gruppe umfaßt die Prüfung von Innovationen in der Finanzierungspraxis und der damit verbundenen Risiken sowie etwaige Veränderungen in der Rolle der verschiedenen Anbieter von Finanzdienstleistungen.

Im September 2000 veröffentlichte die Arbeitsgruppe für die BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft ihren Bericht mit Vorschlägen für eine Neugestaltung der konsolidierten Bankenstatistiken, wonach die Daten auf der Basis des letztlichen Risikoträgers dargestellt würden und die Erfassung der Derivatengagements und der Eventualverbindlichkeiten ausgebaut würde. Diese Vorschläge stimmen im wesentlichen mit den Empfehlungen der FSF-Arbeitsgruppe für den Kapitalverkehr überein. Zusammen mit dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, der internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) und der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) unterstützte der CGFS schließlich den Bericht der Multidisziplinären Arbeitsgruppe für eine verbesserte Offenlegung, der dem FSF im März 2001 übergeben wurde.

#### *Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme*

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) setzte seine Bemühungen um die Förderung solider Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme und damit um die Stärkung der Finanzmarktinfrastuktur und Verringerung des Systemrisikos fort. Er intensivierte seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Gremien, insbesondere der IOSCO, und unternahm erhebliche Anstrengungen, um einen wachsenden Kreis von Nicht-G10-Zentralbanken in seine Arbeit einzubeziehen.

Im Januar 2001 veröffentlichte der CPSS die *Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind*; diesem Bericht war ein zweistufiges weltweites öffentliches Konsultationsverfahren vorausgegangen. Die *Grundprinzipien* enthalten Leitlinien für Zentralbanken, internationale Organisationen sowie die Gestalter und Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen, die diesen bei der Verbesserung der Ausgestaltung und Leistungsfähigkeit der Systeme hilfreich sein können. Wie wichtig diese Grundprinzipien für die Finanzstabilität sind, läßt sich daraus ersehen, daß ihre Einhaltung ein Aspekt der Länderbeurteilungen ist, die im Rahmen des Financial Sector Assessment Program von IWF/Weltbank durchgeführt werden, und auch in den *Reports on the Observance of Standards and Codes* berücksichtigt wird.

Der Bericht über die Grundprinzipien läßt die gestiegene Sensibilität hinsichtlich der Rolle der Zentralbanken in Zahlungsverkehrsfragen deutlich werden; er hebt u.a. die Verantwortlichkeit der Zentralbanken bei der Überwachung der Einhaltung der Grundprinzipien sowie die Notwendigkeit der Zusammenarbeit unter Zentralbanken hervor. Die Zentralbanken setzten ein vorgeschlagenes Rahmenkonzept für die Zusammenarbeit – mit Unterstützung des CPSS – immer häufiger für die Überwachung von Systemen ein, die grenzüberschreitend oder mit mehreren Währungen arbeiten.

Im Rahmen ihrer Standardisierungstätigkeit veröffentlichten der CPSS und die IOSCO im Januar 2001 einen Konsultativbericht mit Empfehlungen zur weltweiten Verbesserung der Sicherheit und Leistungsfähigkeit von Abwicklungssystemen für Wertpapiergeschäfte, darunter auch von grenzüberschreitenden Systemen. Die endgültige Fassung der Empfehlungen soll bis Ende 2001 vorliegen.

Ein zentraler Bereich der laufenden Arbeit des CPSS betraf die Umsetzung der von den G10-Zentralbankpräsidenten 1996 gebilligten Strategie zur Verminderung des Erfüllungsrisikos bei Devisenhandelstransaktionen. Ein Kernelement der G10-Strategie ist die Beobachtung und Förderung von Initiativen des privaten Sektors in diesem Bereich, die der CPSS weiter fortsetzte. Er arbeitete überdies gemeinsam mit dem BCBS an der Entwicklung internationaler Aufsichtsrichtlinien für Banken, was die Handhabung und Begrenzung des Erfüllungsrisikos bei Devisentransaktionen betrifft.

Die CPSS-Arbeitsgruppe für den Massenzahlungsverkehr setzte ihre Untersuchung der Massenzahlungsinstrumente und -systeme sowie der damit verbundenen Grundsatzfragen fort und erstattete darüber Bericht. Im Hinblick auf elektronisches Geld verfolgte der CPSS – durch sein Sekretariat bei der BIZ – weiterhin die weltweite Entwicklung bei karten- und netzwerkgestützten Produkten.

Der CPSS baute seine Zusammenarbeit mit Zentralbanken aus Ländern außerhalb der Zehnergruppe aus, insbesondere mit denjenigen aufstrebender Volkswirtschaften. Sein Sekretariat unterstützte mehrere einzelne Zentralbanken sowie regionale Zusammenschlüsse von Zentralbanken bei der Erstellung von Publikationen über die Zahlungsverkehrssysteme ihres Landes bzw. ihrer Region. Der Ausschuß unterstützte ferner Workshops und Seminare über den Zahlungsverkehr, die von der BIZ in Zusammenarbeit mit regionalen

Zentralbankgruppen organisiert wurden. Nach seiner ersten Sitzung in der westlichen Hemisphäre im Mai 2000 organisierte der Ausschuß in Mexiko-Stadt einen Workshop für Zentralbanken und Währungsbehörden aus CPSS-Mitgliedsländern, Lateinamerika und der Karibik.

### *Repräsentanz für Asien und den Pazifik*

Die im Juli 1998 eröffnete Repräsentanz für Asien und den Pazifik förderte weiterhin den Informationsaustausch und die Zusammenarbeit unter Zentralbanken der Region sowie zwischen diesen und den Zentralbanken in der übrigen Welt. Unter anderem war sie Gastgeber für Treffen der Vertreter von Zentralbanken in und außerhalb der Region, trug zu den Forschungsarbeiten und den Analysen der Bank über Finanz- und Wirtschaftsentwicklungen im asiatisch-pazifischen Raum bei und förderte die Bankgeschäftsbeziehungen mit regionalen Zentralbankkunden. Zwei wichtige Ereignisse im Berichtsjahr waren die Inbetriebnahme des Handelsraums in der Repräsentanz sowie die Gründung des Asian Consultative Council (ACC).

Nachdem der Verwaltungsrat beschlossen hatte, das Bankgeschäft der BIZ in der Region auszubauen, nahm ein Handelsraum der Regionalen Treasury im Oktober 2000 seine Tätigkeit als Teil der Bankabteilung der BIZ auf. Der neue Handelsraum bietet den Zentralbanken während der Geschäftszeiten in der asiatischen Zeitzone Bankdienstleistungen an. Er dient außerdem zur Stärkung der Beziehungen zu kommerziellen Geschäftspartnern in der Region.

Der ACC, der Anfang 2001 ins Leben gerufen wurde und sich aus den Präsidenten der Mitgliedszentralbanken der BIZ im asiatisch-pazifischen Raum zusammensetzt, soll der Kommunikation zwischen den BIZ-Mitgliedern der Region sowie dem Verwaltungsrat und der Direktion der Bank über Themen dienen, die für diese Zentralbanken von Interesse sind. Ian Macfarlane, Gouverneur der Reserve Bank of Australia, wurde zum ersten Vorsitzenden des ACC ernannt; die Repräsentanz erbringt die Sekretariatsdienstleistungen für die Sitzungen des ACC, die mindestens einmal jährlich stattfinden.

Im Berichtszeitraum leistete die Repräsentanz Unterstützung für eine Vielzahl von Treffen und war dabei oft Gastgeber. Im April 2000 organisierte sie einen Ad-hoc-Workshop für Zentralbanken der Region, in dem statistische und wirtschaftliche Aspekte der Kreditaufnahme des privaten Sektors im Ausland diskutiert wurden. Im Dezember 2000 veranstalteten die Bankabteilung und die Repräsentanz mit Unterstützung der Währungs- und Wirtschaftsabteilung ein Seminar für Mitarbeiter der Reservenverwaltung über die Konsequenzen schrumpfender Märkte für Staatsschuldtitel. Die dritte Sondersitzung für Zentralbankpräsidenten wurde im Februar 2001 abgehalten; es nahmen Zentralbankpräsidenten aus der Region sowie Gouverneure ausgewählter nichtasiatischer Zentralbanken teil. Darüber hinaus war die Repräsentanz Gastgeber zahlreicher Sitzungen vor Ort, die von den verschiedenen G10-Ausschüssen veranlaßt wurden. Dazu gehörte u.a. ein gemeinsam mit der Hong Kong Monetary Authority organisiertes Treffen, bei dem Vertreter regionaler Aufsichtsinstanzen und Geschäftsbanken über die vorgeschlagene Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung diskutierten.

Die Repräsentanz arbeitete eng mit regionalen Zentralbankgruppen zusammen. Im Oktober 2000 war sie auf Ersuchen der Arbeitsgruppe für Bankenaufsicht des EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) gemeinsam mit der Hong Kong Monetary Authority Gastgeber eines Seminars des Instituts für Finanzstabilität über Risiken und Regulierung von Derivaten. Ende 2000 war die Repräsentanz Gastgeber und Teilnehmer des zweiten EMEAP-Forums über Devisen- und andere Finanzmärkte. Ferner nahm sie an Sitzungen teil, die von regionalen Institutionen organisiert wurden, sowie an verschiedenen Konferenzen unter der Trägerschaft von Zentralbanken, staatlichen oder privaten Gremien und Forschungseinrichtungen der Region.

### *Institut für Finanzstabilität*

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) hat die Aufgabe, zur weltweiten Verbesserung und Stärkung der Finanzsysteme und -institute beizutragen. Dies geschieht in erster Linie durch Gespräche mit Aufsichtsinstanzen darüber, wie die Aufsicht gestärkt werden könnte. Das FSI unterstützt diese Instanzen außerdem bei der Umsetzung der erforderlichen Aufsichtsgrundsätze und -verfahren. Die Ziele des FSI werden auf verschiedenen Wegen verwirklicht, insbesondere durch Organisation von Schwerpunktseminaren und regionalen Workshops für hochrangige Vertreter von Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors aus aller Welt. Diese Veranstaltungen sollen den Teilnehmern eine bessere Kenntnis von Aufsichtstechniken vermitteln und ihnen Gelegenheit bieten, sich über die neuesten Entwicklungen im Aufsichtsbereich zu informieren. Bisher hat sich das FSI in seiner Arbeit auf das Bankwesen konzentriert, da das Bankgeschäft in vielen Teilen der Welt die wichtigste Form der Finanzintermediation ist. Angesichts der anhaltenden Integration des Finanzsektors wird das FSI-Programm jedoch schrittweise um Seminare über Wertpapier- und Versicherungsaufsicht erweitert, so daß schließlich sämtliche Aspekte der Finanzstabilität abgedeckt sein werden.

Im vergangenen Jahr organisierte das FSI neun Schwerpunktseminare in Basel und 15 regionale Workshops, die gemeinsam mit regionalen Gruppen von Aufsichtsinstanzen abgehalten wurden. Diese Treffen behandelten eine Vielfalt von Themen, die nach Absprache mit Aufsichtsinstanzen in allen Teilen der Welt ausgewählt worden waren, u.a. Risikomanagement, Unternehmensführung, konsolidierte Aufsicht, Liquidierung von Problembanken sowie die Umsetzung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*. Besonderes Gewicht wurde darauf gelegt, Mitarbeitern von Bankenaufsichtsinstanzen in Nicht-G10-Ländern eine bessere Kenntnis der vorgeschlagenen Änderungen der Basler Eigenkapitalvereinbarung zu vermitteln. Diese Bemühungen werden in der Umsetzungsphase der Neuen Eigenkapitalvereinbarung fortgesetzt werden. Das FSI hielt ferner mehrere Spezialseminare ab, darunter eines für stellvertretende Zentralbankpräsidenten über das Kredit- und das Marktrisiko, eines über Risikomanagement für Versicherungsaufsichtsinstanzen und mehrere über Fragen zur Einlagensicherung. An den FSI-Veranstaltungen des vergangenen Jahres nahmen insgesamt über 1100 Vertreter von Aufsichtsinstanzen aus aller Welt teil.

Das FSI hat damit begonnen, führende Experten und Wissenschaftler einzuladen, Themen aufzugreifen, die für Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors von Interesse sind. Das erste daraus entstandene Papier der Reihe *Occasional Papers* des FSI, über die Organisationsstruktur der Bankenaufsicht, wurde im November 2000 veröffentlicht.

Ein wichtiger Bereich der Arbeit des FSI war erneut die Kooperation mit anderen Organisationen, die Programme zur Unterstützung von Aufsichtsinstanzen im Finanzsektor anbieten. Im Berichtszeitraum arbeitete das FSI mit Organisationen wie dem Toronto Centre, dem IWF-Institut, der Weltbank und regionalen Entwicklungsbanken zusammen und koordinierte seine Aktivitäten mit denen dieser Gremien. Darüber hinaus unterstützte es das Engagement der BIZ im Joint Vienna Institute (JVI) mit der Organisation von zwei JVI-Seminaren über Bankgeschäfte.

Ende 2000 folgte als Vorsitzender des FSI Josef Tošovský auf John Heimann.

## 2. Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit

### *Zehnergruppe*

Wie bisher war die BIZ auch im vergangenen Jahr an der Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten, ihrer Stellvertreter und der unter ihrer Schirmherrschaft errichteten Arbeitsgruppen beteiligt. Sie wirkte als Beobachter mit und erbrachte Sekretariatsleistungen. Im Berichtszeitraum verfaßte eine G10-Arbeitsgruppe eine detaillierte Studie über die Konsolidierung im Finanzsektor; sie wurde von den G10-Finanzministern und -Zentralbankpräsidenten verabschiedet und im Januar 2001 veröffentlicht. Australien und Spanien wurden zur Teilnahme an dieser Arbeit eingeladen. Die Studie enthält eine ausführliche Analyse der Muster und Ursachen der Konsolidierung im Finanzsektor in 13 Ländern sowie eine Einschätzung ihrer Auswirkungen auf die Finanzrisiken, die Geldpolitik, die Effizienz, den Wettbewerb und das Kreditgeschäft sowie auf Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme. Ferner wird auf Bereiche hingewiesen, in denen die Erarbeitung weiterer grundsätzlicher Regelungen empfehlenswert erscheint, und dies wurde später auch in Angriff genommen. Darüber hinaus pflegte die G10 erneut einen umfassenden Dialog über Wege zur Prävention und Überwindung von Finanzkrisen.

### *Forum für Finanzstabilität*

Das Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF) wurde Anfang 1999 geschaffen, um über eine Verbesserung des Informationsaustauschs und der Zusammenarbeit unter Aufsichts- und Überwachungsinstanzen im Finanzsektor die internationale Finanzstabilität zu fördern. Hier treffen sich regelmäßig hochrangige Vertreter von internationalen Finanzorganisationen (einschl. der BIZ), internationalen Aufsichts- und Regulierungsgremien, Ausschüssen von Zentralbankexperten sowie nationalen Behörden, die an bedeutenden internationalen Finanzplätzen für die Stabilität des Finanzwesens



verantwortlich sind. Vorsitzender des FSF in persönlicher Eigenschaft ist Andrew Crockett, Generaldirektor der BIZ. Ausführliche Angaben zum FSF, zu seinen Mitgliedern und zu seiner Tätigkeit sind auf seiner Website ([www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)) verfügbar. Auf der Website ist auch das *Compendium of Standards* zu finden; dieses Referenzwerk faßt die verschiedenen Wirtschafts- und Finanzstandards zusammen, deren Bedeutung für solide Finanzsysteme international anerkannt ist. Die Website enthält überdies ein von der BIZ, dem FSI, dem IWF und der Weltbank gemeinsam aufgestelltes Verzeichnis des weltweiten Schulungsangebots im Bereich der Aufsicht im Finanzsektor.

Zentraler Bestandteil der Tätigkeit des FSF sind der Gedankenaustausch und das Bündeln von Informationen über Schwachstellen im Finanzsystem. In ihrer Sitzung vom März 2001 kamen die Mitglieder des FSF zu dem Ergebnis, daß die wichtigsten Finanzmärkte und -institute die entstandenen Spannungen gut verkräftet hätten. Dennoch erfordere die Wechselwirkung von Konjunkturabschwächung und bereits vorhandenen Ungleichgewichten im Finanzsektor eine anhaltende Wachsamkeit und eine verstärkte Zusammenarbeit im Aufsichtsbereich. Sollte sich die Lage verschlechtern, wäre eine Neubeurteilung der Schwachstellen vorzunehmen. Das FSF stellte ferner fest, daß die Mechanismen der Risikoübertragung einen potentiellen Schwachpunkt an den Finanzmärkten darstellen können; es prüfte die Rolle neuer Instrumente und neuer Finanztechnologien bei der Verbreitung von Herdenverhalten als weitere potentielle Risikoquelle im Finanzsystem. Das Forum betonte, weitere Arbeit an diesen Fragen sei wichtig und dringlich.

Das FSF untersucht ferner regelmäßig die Fortschritte bei der Umsetzung seiner früheren Empfehlungen hinsichtlich der Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation, der Kapitalströme und Offshore-Finanzplätze sowie der Förderung der Umsetzung internationaler Standards für solide Finanzsysteme. In seiner Sitzung vom März 2001 stellte es anerkennend fest, daß in vielen Bereichen Anstrengungen unternommen worden seien, betonte aber, wie wichtig es sei, die Dynamik bei den laufenden Umsetzungsbemühungen aufrechtzuerhalten, und forderte konkrete Maßnahmen nationaler Behörden und des privaten Sektors.

Angesichts der Besorgnis über die möglichen Rückkopplungseffekte des unkontrollierten Zusammenbruchs eines sehr großen, komplexen Finanzinstituts – auch auf die Stabilität des internationalen Finanzsystems – setzten das FSF, die G10-Minister und -Zentralbankpräsidenten sowie der BCBS im Jahr 2000 eine gemeinsame Task Force ein, die die wichtigsten Probleme bei der Liquidation eines solchen Instituts untersuchen soll. Es wurden eine Reihe vorbereitender Maßnahmen aufgestellt, die nun zusammen mit den Notfallplänen der betreffenden Länder von verschiedenen nationalen Behörden überprüft werden und auch auf internationaler Ebene weiterverfolgt werden sollen.

Ebenfalls bei seiner Sitzung im März 2001 ermittelte das FSF Lücken bei der Entwicklung internationaler Richtlinien für die Behandlung von schwachen Banken und das Vorgehen bei systemweiten Problemen im Bankensektor und ersuchte über die Core Principles Liaison Group den BCBS, diese Frage zu untersuchen. Weitere Themen waren die Fortschritte bei der Aufstellung internationaler Empfehlungen zu Einlagensicherungssystemen, die Auswirkungen



von E-Finance auf die Aufsicht und das Funktionieren der Märkte (hierbei stützte sich das FSF auf die Arbeit einer zuvor von ihm eingesetzten Kontaktgruppe) sowie sonstige Fragen des internationalen Finanzwesens, u.a. die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung sowie Fragen der Rechnungslegung und Bildung von Rückstellungen in Finanzinstituten.

Im Rahmen der Kontaktpflege mit Nichtmitgliedern begann das FSF vor kurzem, regionale Treffen zu veranstalten, um das Gespräch zwischen FSF-Mitgliedern und Nichtmitgliedern der jeweiligen Region über Schwachstellen des Finanzsystems zu fördern und es den Nichtmitgliedern zu ermöglichen, ihre Sichtweise in die Arbeit des FSF einzubringen. Ein erstes solches Treffen wurde Anfang April 2001 in Mexiko-Stadt abgehalten; die Teilnehmer waren hochrangige Beamte, die in sieben lateinamerikanischen Ländern und in Spanien für die Stabilität des Finanzsystems verantwortlich sind, sowie einige FSF-Mitglieder. Die Teilnehmer tauschten Gedanken über Schwachstellen des inländischen und des internationalen Finanzsystems aus und erörterten inländische und internationale Initiativen zur Stärkung der Finanzsysteme.

### *International Association of Insurance Supervisors*

Das Sekretariat der internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) ist seit seiner Errichtung im Januar 1998 bei der BIZ angesiedelt. Ähnlich wie der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht will die IAIS durch eine Verbesserung der Aufsicht über das Versicherungswesen zur weltweiten Finanzstabilität beitragen. Hierzu zählen die Erarbeitung zweckmäßiger Standards für die Versicherungsaufsicht, Vorkehrungen für einen gegenseitigen Beistand und der Erfahrungsaustausch unter den Mitgliedern. Gemeinsam mit anderen internationalen Gremien (im Rahmen des Gemeinsamen Forums des BCBS, der IOSCO und der IAIS) hat die IAIS ferner an der Entwicklung von Grundsätzen für die Aufsicht über Finanzkonglomerate mitgearbeitet. Darüber hinaus wirkt die IAIS aktiv im Forum für Finanzstabilität mit.

Bisher hat die IAIS eine Reihe von Grundsätzen und Richtlinien herausgegeben, u.a. Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht, ein „Konkordat“ für den Versicherungssektor, Richtlinien zur Versicherungsaufsicht in aufstrebenden Volkswirtschaften sowie ein breites Spektrum von Papieren über Aufsichtsstandards im Versicherungsbereich. Im vergangenen Jahr veröffentlichte die IAIS eine Methodik der Grundsätze der Versicherungsaufsicht, Grundsätze für die Aufsicht über das Versicherungsgeschäft im Internet, einen Standard für die Koordination der Aufsicht bei Versicherungskonzernen sowie ein Richtlinienpapier über Grundsätze hinsichtlich der fachlichen und charakterlichen Eignung und deren Anwendung. Derzeit wird an der Formulierung von Standards in den Bereichen Solvenzanforderungen (angemessene Eigenkapitalausstattung), Rechnungslegung im Versicherungswesen, Rückversicherung, Marktrisiko, elektronischer Handel, Transparenz sowie Vorbeugung gegen Finanzkriminalität und Aufsichtsmißbrauch gearbeitet.

Die IAIS organisierte mehrere Schulungsprogramme und stellte Schulungsmaterial für die Versicherungsaufsicht bereit, um ihre Mitglieder bei der Einhaltung der IAIS-Aufsichtsstandards zu unterstützen. Im Berichtszeitraum organisierte sie regionale Schulungsseminare für Mitarbeiter der

Versicherungsaufsicht in Afrika, Asien, Mittel- und Osteuropa, Lateinamerika sowie an Offshore-Finanzplätzen.

### 3. Weitere Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken

#### *Zusammenarbeit im Statistikbereich*

Die BIZ setzte ihre aktive Zusammenarbeit mit Zentralbanken und anderen internationalen Organisationen über verschiedene Fragen im Statistikbereich fort. Derzeit erheben die Zentralbanken von rund 30 Ländern umfassende Statistiken über die Auslands- und Fremdwährungspositionen der Banken in ihrem Land auf standortbezogener und auf konsolidierter Basis und geben sie an die BIZ weiter. Im Anschluß an den Bericht einer Arbeitsgruppe des CGFS (s. weiter oben) übernahm die BIZ den Vorsitz einer Arbeitsgruppe von Statistikexperten, die den Auftrag erhalten hatte, einen Umsetzungsplan für die Empfehlungen des Berichts zu erarbeiten. Die vorgeschlagenen Verbesserungen sollen bis Ende 2004 durchgeführt sein.

Die Bank koordinierte im April 2001 ein weiteres Mal die alle drei Jahre stattfindende Erhebung zum Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten an rund 50 Finanzplätzen. Die Ergebnisse werden im Herbst 2001 verfügbar sein. Die BIZ arbeitete erneut an der Statistik über die Auslandsverschuldung mit, die sie gemeinsam mit dem IWF, der OECD und der Weltbank erstellt und die vierteljährliche Daten zu den wichtigsten Elementen der Auslandsverschuldung aufstrebender Volkswirtschaften enthält. Eine in diesem Zusammenhang vorgenommene Untersuchung sollte feststellen, ob größere Lücken bestehen zwischen den Statistiken über die Auslandsverschuldung, die auf Gläubigerdaten beruhen, und den von den aufstrebenden Volkswirtschaften selbst veröffentlichten Statistiken auf der Basis von Schuldnerdaten. Gemeinsam mit dem IWF und der EZB prüfte die BIZ schließlich weiter die Möglichkeit, eine globale Datenbank über einzelne Wertpapieremissionen zu schaffen, um damit die Wertpapier- und Zahlungsbilanzstatistiken weltweit sowie die Analyse der Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten zu verbessern.

Die BIZ hatte weiterhin den Vorsitz der Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken inne und bot den (derzeit 23) beteiligten Zentralbanken Datenbankdienstleistungen für den elektronischen Austausch einer breiten Palette von Wirtschafts-, Währungs- und Finanzstatistiken an. Eine erhebliche Zahl von Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften schloß sich auf Einladung ebenfalls an. Die Plattform der BIZ-Datenbank besteht aus einer umfassenden Code-Struktur für statistische Zeitreihen innerhalb eines gemeinsam festgelegten Rahmens, einer Reihe technischer Verfahren für die Übermittlung dieser Informationen über eine „Zentrale“ in der BIZ auf der Basis der Webtechnologie sowie einem internationalen Datenaustausch-Standard (GESMES/CB – Generic Statistical Message for Central Banks), der von der BIZ, Zentralbanken und anderen internationalen Organisationen entwickelt wurde. Was den letztgenannten Punkt betrifft, so begann die BIZ auf Ersuchen der Datenbankexperten, gemeinsam mit anderen

Institutionen wie dem IWF, der OECD, dem ESZB und Eurostat nach Wegen zu suchen, wie die internationale Zusammenarbeit über Standards für den elektronischen Datenaustausch verbessert werden könnte, um das statistische Meldewesen zu rationalisieren.

### *Zusammenarbeit mit regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken*

Die BIZ unterstützte erneut die Zusammenarbeit unter Zentralbanken in verschiedenen Teilen der Welt, sei es im Rahmen bestehender politischer Zusammenschlüsse, sei es in speziellen Zentralbankorganisationen. Im vergangenen Jahr bestand eine besonders aktive Zusammenarbeit mit CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), SADC (Southern African Development Community), MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa) und SEACEN (South-East Asian Central Banks). Die BIZ nahm an Treffen teil, die von diesen Gruppen organisiert wurden, und gelegentlich wurden gemeinsame Sitzungen oder Workshops veranstaltet. Nach einer Konferenz über Zentralbank-Websites in der BIZ im Juni 2000 organisierten beispielsweise mehrere Zentralbankgruppierungen mit Unterstützung der BIZ einen ähnlichen Anlaß in ihrer jeweiligen Region.

### *Koordinierung technischer Hilfe und Schulung*

Wie in den Vorjahren unterstützte die BIZ die Zentralbanken von über 20 Industrieländern bei der Koordinierung der technischen Hilfe und Schulung für Zentralbanken Mittel- und Osteuropas, der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten und einiger asiatischer Volkswirtschaften im Übergang. Diese Koordinierung erfolgt über die Organisation regelmäßiger Sitzungen von Vertretern der Geber- und Empfängerzentralbanken sowie des IWF und anderer internationaler Organisationen. Gastgeber einer der letztjährigen Sitzungen war das Joint Vienna Institute. In enger Zusammenarbeit mit dem FSI und den in Basel ansässigen Ausschüssen unterstützte die BIZ das Institut erneut durch die Organisation von mehreren Seminaren.

### *Ausschuß der EDV-Fachleute*

Im Juni 2000 hielt der Ausschuß der EDV-Fachleute gemeinsam mit den IT-Verantwortlichen asiatischer Zentralbanken in Hongkong einen speziellen Workshop über die strategischen IT-Herausforderungen für G10- und asiatische Zentralbanken ab. Die einzelnen Präsentationen und Diskussionen befaßten sich z.B. mit dem Einsatz von Internet und Internet-Technologien durch die Zentralbanken, Dokumentenverwaltung, Beschaffungsstrategien für Qualifikationen und Dienstleistungen sowie IT-Infrastruktur für Zahlungsverkehrssysteme.

Bei den regelmäßig stattfindenden Sitzungen im Jahresverlauf wurden Entwicklungen im IT-Bereich der Zentralbanken hinsichtlich Strategie, Organisation, Infrastruktur und Projekten erörtert, oft mit Schwerpunkt E-Business. Die IT-Sicherheit, insbesondere die Sicherheit des Internet-Zugangs und die

Umsetzung von Schutzmaßnahmen mit Hilfe der Public-Key-Infrastruktur-Technologie, war erneut ein wichtiges Thema sowohl für den Ausschuß selbst als auch für seine Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen.

#### 4. Die Bank als Agent und Treuhänder

##### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Die Bank nahm im Berichtszeitraum weiterhin ihre Funktion als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe wahr (Einzelheiten zu den diesbezüglichen Aufgaben der Bank finden sich im 63. Jahresbericht vom Juni 1993). Im Zusammenhang mit diesen Fundierungsschuldverschreibungen teilte die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent der Bank mit, daß die Bundes-schuldenverwaltung (BSV) im Jahr 2000 Tilgungs- und Zinszahlungen von insgesamt rund DM 9,1 Mio. veranlaßt hat. Die Einlösungswerte und sonstigen Einzelheiten wurden von der BSV im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Die Bank blieb bei ihren früheren Vorbehalten hinsichtlich der Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die BSV (dargelegt im 50. Jahresbericht vom Juni 1980), die sich auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Die Bank hat ferner darauf hingewiesen, daß die Einführung des Euro nichts an diesen Vorbehalten ändert.

##### *Pfandhalter*

Gemäß mehreren Vereinbarungen ist die BIZ als Pfandhalter mit dem Halten und der Anlage von Sicherheiten zugunsten der Inhaber bestimmter Fremdwährungsanleihen betraut, die Länder im Rahmen von Umschuldungsvereinbarungen über ihre Auslandsverschuldung begeben haben. Derzeit laufen solche Pfandbestellungsvereinbarungen für Anleihen von Brasilien (Einzelheiten dazu im 64. Jahresbericht vom Juni 1994), Peru (67. Jahresbericht vom Juni 1997) und Côte d'Ivoire (68. Jahresbericht vom Juni 1998).

#### 5. Tätigkeit der Bankabteilung

Am 31. März 2001 betrug die Bilanzsumme GFr. 76 054 Mio., was einen Rekordbetrag für das Ende eines Geschäftsjahres darstellt und gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 74 836 Mio. einem Anstieg um 1,6% entspricht. Ohne die negativen Auswirkungen des über das Geschäftsjahr insgesamt gestiegenen Dollarkurses wäre die Bilanzsumme sogar noch höher gewesen (um rund GFr. 3,2 Mrd.).

Wie schon in früheren Jahren verlängerte sich die Bilanz der BIZ im Spätherbst erheblich und erreichte Ende Dezember eine Höchstsumme, bevor sie im ersten Quartal 2001 wieder schrumpfte. Diese Entwicklung war jedoch wesentlich weniger ausgeprägt als in den beiden Vorjahren. Der Höchststand von GFr. 80 673 Mio. Ende Dezember lag deutlich unter dem Höchststand des Vorjahres von GFr. 87 049 Mio. Ende Dezember 1999.

Wie weiter oben erwähnt, eröffnete die BIZ im Oktober 2000 in ihrer Asien-Repräsentanz in der Sonderverwaltungsregion Hongkong einen neuen Handelsraum der Regionalen Treasury. Die Regionale Treasury hat keine eigene Rechtspersönlichkeit; alle über sie laufenden Geschäfte werden daher im Namen der BIZ in Basel abgeschlossen.

### *Passiva*

Am 31. März 2001 betragen die Gold- und Währungseinlagen (ohne Repo-Geschäfte) insgesamt GFr. 70 117 Mio. (Vorjahr: GFr. 68 724 Mio.). Die Goldeinlagen erhöhten sich geringfügig um GFr. 22 Mio. auf insgesamt GFr. 2 842 Mio. und machten wie im Vorjahr 4,1% der gesamten Fremdmittel aus. Die Währungseinlagen erhöhten sich dagegen während des Geschäftsjahres um GFr. 1 371 Mio. (ohne Repo-Geschäfte). Der Tagesdurchschnitt der Währungseinlagen war um 2,5% höher als im vorherigen Geschäftsjahr, was u.a. auf wettbewerbsfähigere Konditionen und eine intensivere Vermarktung der BIZ-Finanzprodukte zurückzuführen war.

Die Erhöhung der Währungseinlagen im vergangenen Geschäftsjahr entfiel hauptsächlich auf US-Dollar-Anlagen und zu einem kleineren Teil auf Euro-Anlagen. Am 31. März 2001 betrug der Anteil des US-Dollars an den Fremdmitteln in Währungen 66,9%, verglichen mit 65,3% im Vorjahr. Der Anteil des Euro erhöhte sich in dieser Zeit ebenfalls, und zwar von 19,4% auf 20,7%.

Die Einlagen von Zentralbanken und anderen Währungsbehörden stiegen von GFr. 60 667 Mio. auf GFr. 64 687 Mio. am 31. März 2001, was einem Anteil von 96,2% (Vorjahr: 92,1%) der gesamten Fremdmittel in Währungen (ohne Repo-Geschäfte) entspricht. Die von anderen Einlegern (vorwiegend internationalen Organisationen) angelegten Mittel betragen GFr. 3 578 Mio. (Vorjahr: GFr. 5 236 Mio.). Da die Kunden der BIZ vermehrt höhere Renditen ihrer Anlagen anstreben, zeichnet sich ein klarer Trend zugunsten einer Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der Kundenanlagen bei der BIZ ab.

### *Aktiva*

Die bei der BIZ angelegten Mittel werden am Markt plaziert, hauptsächlich in Form von Anlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken von internationalem Ruf sowie Käufen von kurzfristigen Staatspapieren. Seit der Eröffnung der Regionalen Treasury in Hongkong im Herbst 2000 haben sich die Geschäfte der BIZ mit Banken und Investmenthäusern in Asien erheblich ausgeweitet. Außerdem gewährt die BIZ Zentralbanken kurzfristigen Kredit, der meist besichert ist. Kreditrisiko, Fristentransformation und Marktrisiko im Zusammenhang mit den Finanzgeschäften der Bank in Basel und Hongkong werden durch eine eigene Risikokontrolle, die direkt dem Stellvertretenden Generaldirektor untersteht, streng überwacht. Besonders sorgfältig wird darauf geachtet, daß jederzeit ausreichend Liquidität vorhanden ist, um einen unvorhergesehenen Barmittelbedarf von Kunden befriedigen zu können.

Die Anlagen in Währungen betragen am 31. März 2001 GFr. 71 636 Mio., verglichen mit GFr. 71 127 Mio. ein Jahr zuvor. Darin enthalten sind GFr. 210 Mio. an Krediten für Zentralbanken. Die Goldaktiva der Bank erhöhten

sich im gleichen Zeitraum geringfügig von GFr. 3 506 Mio. auf GFr. 3 521 Mio., da die Goldeinlagen zunahmen.

Abgesehen von einem Bestand von 192 Tonnen Gold werden die eigenen Mittel der Bank hauptsächlich in liquiden Staatspapieren der wichtigsten Industrieländer angelegt, aber es wurde auch eine gewisse Diversifizierung in erstklassige Kreditprodukte und Wertpapiere internationaler Organisationen vorgenommen.

Die Bank verwendet ferner verschiedene Derivate, um ihre eigenen Mittel effizienter zu verwalten und Risiken bei den Fremdmitteln abzusichern (s. Anmerkung 10a zum Jahresabschluß). Insbesondere hat der oben erwähnte Trend der Kundenanlagen zu längeren Laufzeiten die Bank veranlaßt, vermehrt Futures und Zinsswaps einzusetzen.

## 6. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 2001 abgelaufene 71. Geschäftsjahr schloß mit einem Reingewinn von GFr. 271,7 Mio. (Vorjahr: GFr. 307,8 Mio.). Die Zinserträge aus der Anlage der eigenen Mittel stiegen, da die Zinssätze im Durchschnitt höher waren als im Vorjahr. Die Erträge aus den Geschäften mit Fremdmitteln waren ähnlich wie im letzten Jahr. Es entstanden jedoch beträchtliche Buchverluste, da Zentralbankkunden aktiv mit ihrem Portfolio an BIZ-Instrumenten handelten, als die Zinssätze in den letzten Monaten des Geschäftsjahres fielen, und der Marktwert ihrer Forderungen gegenüber der BIZ stieg. Ökonomisch gesehen werden diese Verluste durch unrealisierte Gewinne bei den Fremdmittelanlagen und Außerbilanzgeschäften der Bank ausgeglichen; diese werden entsprechend den Rechnungslegungsgrundsätzen der Bank nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Diese Verluste werden während der ursprünglichen Laufzeit der betreffenden Forderungen glattgestellt werden. Der Verwaltungsrat beschloß im übrigen, keine Zuweisung an die Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle vorzunehmen, da diese Rückstellung derzeit ausreichend hoch ist.

Der Jahresgewinn ergibt sich nach Abzug von GFr. 67,0 Mio. für Verwaltungskosten einschließlich Abschreibungen, was gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 68,8 Mio. einem Rückgang von 3% entspricht. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – erhöhten sich die Verwaltungskosten um 6%. Innerhalb dieses Postens stiegen die Abschreibungen in Schweizer Franken um 18% (und in Goldfranken um 8%); die Ursache dafür waren die erneuten Investitionen der Bank in IT und sonstige Ausstattung, darunter verbesserte IT-Systeme für die Bankabteilung und die Einrichtung des neuen Handelsraums in Hongkong.

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten wird der Generalversammlung vorgeschlagen, den Reingewinn von GFr. 271,7 Mio. wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 48,6 Mio. zur Zahlung einer Dividende von CHF 360 je Aktie. Diese Dividende ist für 452 113 Aktien zahlbar. Vor der Aktienrücknahme waren 529 165 Aktien ausgegeben und eingezahlt. Davon hält die Bank 77 052 als eigene Aktien, nämlich 74 952 Aktien, die sie von ehemaligen Privataktionären und Zentralbanken zurückgekauft hat, sowie 2100 sonstige. Auf die eigenen Aktien wird keine Dividende gezahlt.



- ii) GFr. 44,6 Mio. zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3,0 Mio. zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 175,5 Mio., den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Der Verwaltungsrat schlägt vor, die obengenannte Dividende am 1. Juli 2001 an die Aktionäre zu zahlen, die am 20. Juni 2001 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Der Rechnungsabschluß wurde von der PricewaterhouseCoopers AG ordnungsgemäß geprüft; diese hat bestätigt, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die dazugehörigen Anmerkungen für das am 31. März 2001 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank vermitteln. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluß.

## 7. Änderung der Statuten der Bank

### *Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen Aktien*

Wie am 11. September 2000 angekündigt, wurde am 8. Januar 2001 eine außerordentliche Generalversammlung (AGV) der Bank abgehalten; diese beschloß auf Vorschlag des Verwaltungsrats, die Möglichkeit, BIZ-Aktien zu halten, künftig ausschließlich auf Zentralbanken zu beschränken. Dementsprechend genehmigte die AGV eine Änderung der Statuten der Bank, die eine obligatorische Rücknahme sämtlicher BIZ-Aktien in Händen von Privataktionären durch die BIZ gegen Zahlung einer Entschädigung von CHF 16 000 je Aktie (rund US-\$ 9 950 zum Wechselkurs vom 8. Januar 2001) bewirkte.

Die Entschädigung von CHF 16 000 je Aktie, die den Privataktionären gezahlt wird, entspricht einem Aufschlag von 95–155% gegenüber den Schlußkursen der betreffenden Aktien am letzten Handelstag im September 2000 vor der Ankündigung der obligatorischen Rücknahme; damals notierte die amerikanische Aktienausgabe zu CHF 8 195, die belgische Ausgabe zu CHF 7 800 und die französische Ausgabe zu CHF 6 273. Der Verwaltungsrat hatte den Betrag der Entschädigung, der danach von der AGV beschlossen wurde, auf der Basis der Bewertung und der Empfehlungen der internationalen Investmentbank J.P. Morgan & Cie SA bestimmt, die eine auf mehreren Kriterien basierende Bewertungsanalyse vorgenommen hatte. Die Wirtschaftsprüfungsfirma Barbier Frinault & Associés (Arthur-Andersen-Gruppe) führte eine gesonderte, unabhängige Analyse durch und bestätigte die Angemessenheit (*fairness*) der vorgeschlagenen Entschädigung.

Die Bank sah sich im wesentlichen aus zwei Gründen veranlaßt, diese obligatorische Rücknahme durchzuführen. Erstens war das Weiterbestehen einer geringen Anzahl von Privataktionären, deren Interesse vorwiegend finanzieller Art war, immer weniger mit der öffentlichen internationalen Rolle und der künftigen Entwicklung der BIZ vereinbar. Die zentrale Aufgabe der BIZ besteht darin, die Zusammenarbeit unter Zentralbanken zu fördern und damit zur Stabilisierung des weltweiten Finanzsystems beizutragen, während die



Maximierung des Anlageertrags der Aktionäre kein vorrangiges Ziel ist. Zweitens waren die Märkte für die BIZ-Aktien mit nicht zu berichtigenden Unzulänglichkeiten behaftet. Die Aktien in privaten Händen stammten nämlich aus drei nicht fungiblen Ausgaben (die gesamte amerikanische Ausgabe sowie Teile der französischen und der belgischen Ausgabe), es bestand nur ein enger Handel an zwei Börsen, und die Statuten der BIZ sahen umständliche Formalitäten für die Übertragung von Aktien vor.

Zur Durchführung der obligatorischen Rücknahme aller Aktien in Händen von Privataktionären wurden die Artikel 6, 12 und 15–18 der Statuten der Bank dahingehend geändert, daß die Möglichkeit, BIZ-Aktien zu halten, ausschließlich auf Zentralbanken beschränkt wurde. Darüber hinaus wurde ein neuer Artikel 18bis als Übergangsbestimmung in die Statuten eingefügt, der vorsieht, daß die Eintragungen der Privataktionäre im BIZ-Aktienregister gelöscht werden und diesen Aktionären eine Entschädigung von CHF 16 000 je Aktie gezahlt wird. Dieser neue Artikel erfaßt auch die Neuaufteilung der von der BIZ gehaltenen Aktien unter den Aktionärszentralbanken; die Art und Weise dieser Verteilung ist zu einem späteren Zeitpunkt vom Verwaltungsrat zu bestimmen. Da gleichzeitig den Zentralbanken, die BIZ-Aktien einer anderen als ihrer nationalen Ausgabe hielten, die Möglichkeit eingeräumt wurde, der Bank diese Aktien ebenfalls zum Betrag von CHF 16 000 je Aktie zu verkaufen, hat die Bank insgesamt 74 952 ihrer Aktien zurückgenommen.

Die Statutenänderungen zur Durchführung dieser Rücknahme beruhen auf den speziellen völkerrechtlichen Vorschriften, die für die BIZ als internationale Organisation gelten (einschl. ihres Grundgesetzes und ihrer Statuten). Insbesondere ist gemäß Artikel 54 der Statuten der Bank für Streitigkeiten hinsichtlich der Auslegung oder der Anwendung der Statuten im Zusammenhang mit der Rücknahme ausschließlich das durch die Haager Vereinbarungen eingesetzte Schiedsgericht zuständig. Eine kleine Anzahl ehemaliger Privataktionäre ficht den Betrag der zu zahlenden Entschädigung und die verwendeten Bewertungsmethoden an. Entsprechende Klagen gegen die Bank wurden teils vor dem Schiedsgericht, teils vor nationalen Gerichten erhoben. Die BIZ hat beantragt, daß alle derartigen Forderungen an das Schiedsgericht in Den Haag verwiesen werden.

### *Sonstiges*

Neben den Statutenänderungen im Zusammenhang mit der Rücknahme der von Privaten gehaltenen Aktien der Bank genehmigte die AGV eine Änderung von Artikel 40 der Statuten in bezug auf den Titel des Stellvertretenden Generaldirektors in englischer und deutscher Sprache sowie eine Änderung von Artikel 45 hinsichtlich des Zeitpunkts der ordentlichen Generalversammlung.

## 8. Veränderungen im Verwaltungsrat

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom Juni 2000 wurde Nout H.E.M. Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank, für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 30. Juni 2003 als Mitglied des Verwaltungsrats wiedergewählt.

Im September 2000 bestätigte Alan Greenspan, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, William J. McDonough als Verwaltungsratsmitglied für eine weitere Amtsdauer von 3 Jahren bis zum 12. September 2003. In derselben Sitzung wurde Masaru Hayami, Gouverneur der Bank of Japan, als Verwaltungsratsmitglied ebenfalls für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 12. September 2003 wiedergewählt.

Jean-Claude Trichet, Gouverneur der Banque de France, erneuerte das Mandat von Hervé Hannoun als Mitglied des Verwaltungsrats im November 2000 für weitere 3 Jahre bis zum 27. November 2003.

Ende Dezember 2000 trat Hans Meyer, Präsident der Schweizerischen Nationalbank, in den Ruhestand und schied aus dem Verwaltungsrat aus. Mit Wirkung vom 1. Januar 2001 wählte der Verwaltungsrat Jean-Pierre Roth, Hans Meyers Nachfolger als Präsident der Schweizerischen Nationalbank, zum Mitglied des Verwaltungsrats für den Rest der Amtsdauer von Hans Meyer, d.h. bis Ende März 2001. Im März 2001 wurde Jean-Pierre Roth bis zum 31. März 2004 wiedergewählt.

Im September 2000 wurde Gordon Thiessen, Gouverneur der Bank of Canada, als Verwaltungsratsmitglied bis zum 12. September 2003 wiedergewählt. Da er jedoch Ende Januar 2001 in den Ruhestand trat und aus dem Verwaltungsrat ausschied, wählte dieser seinen Nachfolger im Amt des Gouverneurs der Bank of Canada, David Dodge, zum Mitglied des Verwaltungsrats für den Rest der Amtsdauer, d.h. bis zum 12. September 2003.

Antonio Fazio, Gouverneur der Banca d'Italia, ernannte mit Wirkung vom Juli 2000 Bruno Bianchi als Nachfolger von Carlo Santini zu seinem ersten Stellvertreter. Guy Quaden, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, ernannte Peter Praet als Nachfolger von Jean-Jacques Rey ab Oktober 2000 zu seinem ersten Stellvertreter.

In der Direktion der Bank traten Guy Noppen und Marten de Boer, beide Direktoren, Ende September 2000 bzw. Ende März 2001 in den Ruhestand. Mit Wirkung vom 1. Oktober 2000 wurde Peter Dittus zum Stellvertretenden Generalsekretär ernannt.

# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 2001

# Bilanz vom 31. März 2001

(in Mio. Goldfranken, s. Anmerkung 2a zum Jahresabschluß)

2000	Aktiva	2001
	<b>Gold</b>	
2 265,4	Barren	2 195,3
<u>1 240,4</u>	Terminguthaben und Kredite	<u>1 325,8</u>
3 505,8		3 521,1
11,4	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	20,3
7 853,9	Schatzwechsel	4 597,8
	<b>Terminguthaben und Kredite in Währungen</b>	
32 401,0	bis zu 3 Monaten	27 894,8
<u>9 452,9</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>16 901,6</u>
41 853,9		44 796,4
	<b>Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere</b>	
1 268,1	bis zu 3 Monaten	3 882,0
	<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>	
4 295,8	bis zu 3 Monaten	4 490,3
<u>15 844,1</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>13 849,2</u>
20 139,9		18 339,5
120,7	Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	113,2
82,0	Verschiedenes	783,7
<u>74 835,7</u>		<u>76 054,0</u>

Die Klassifizierung einiger mit der Möglichkeit vorzeitiger Tilgung ausgestatteter Aktiva und Passiva zum 31. März 2000 wurde dahingehend geändert, daß jeweils die gesamte vertraglich vereinbarte Restlaufzeit wiedergegeben wird.

Nach Verwendung des Reingewinns		Vor	Nach Verwendung des Reingewinns
2000	Passiva	2001	
330,7	Kapital	330,7	330,7
2 911,6	Reserven	2 911,6	3 134,7
	Eigene Aktien	(384,0)	(384,0)
191,9	Währungsumrechnungskonto	56,0	56,0
	Einlagen (Gold)		
2 240,3	Sicht	2 178,1	2 178,1
197,5	bis zu 3 Monaten	282,5	282,5
382,4	von mehr als 3 Monaten	381,7	381,7
2 820,2		2 842,3	2 842,3
	Einlagen (Währungen)		
3 423,2	Sicht	2 690,5	2 690,5
39 244,7	bis zu 3 Monaten	28 204,1	28 204,1
23 235,8	von mehr als 3 Monaten	36 380,2	36 380,2
65 903,7		67 274,8	67 274,8
	Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		
103,0	bis zu 3 Monaten	990,6	990,6
2 519,9	Verschiedenes	1 760,3	1 760,3
	Gewinn- und Verlustrechnung	271,7	
54,7	Dividende, zahlbar am 1. Juli		48,6
74 835,7		76 054,0	76 054,0

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2001 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Mio. Goldfranken)

	2000	2001
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	4 222,4	5 532,0
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	3 845,8	5 193,3
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	376,6	338,7
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1,2	1,1
Direktion und Personal	40,6	39,3
Geschäfts- und Bürokosten	19,4	18,5
Verwaltungskosten vor Abschreibungen	61,2	58,9
Abschreibungen	7,6	8,1
	68,8	67,0
Reingewinn für das Geschäftsjahr	307,8	271,7
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 2001 abgeschlossene Geschäfts- jahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>		
Dividende: 360 Schweizer Franken auf 452 113 Aktien		48,6
340 Schweizer Franken auf 517 165 Aktien	54,5	
auf 12 000 neu ausgegebene Aktien (anteilig ab Zeichnungsdatum)	0,2	
	54,7	48,6
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	253,1	223,1
	50,6	44,6
	202,5	178,5
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3,0	3,0
	199,5	175,5
Zuweisung an den Freien Reservefonds	199,5	175,5
	-	-

# Veränderung des Kapitals und der Reserven der Bank

während des am 31. März 2001 abgeschlossenen Geschäftsjahres  
(in Mio. Goldfranken)

## I. Kapital

	Anzahl Aktien	Goldfranken (Mio.)
Aktien zu je 2 500 Goldfranken, eingezahlt zu 25%:		
Stand am 31. März 2000 laut Bilanz	529 165	330,7
Stand am 31. März 2001 laut Bilanz	529 165	330,7

Weitere Angaben s. Anmerkung 7 zum Jahresabschluß.

## II. Entwicklung der Reservefonds

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 31. März 2000 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1999/2000	33,1	1 259,1	68,5	1 550,9	2 911,6
Zuzüglich: Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 2000/01	-	44,6	3,0	175,5	223,1
Stand am 31. März 2001 laut Bilanz	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7

## III. Dem Kapital und den Reservefonds per 31. März 2001 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	330,7	331,0	661,7
Währungen	-	2 803,7	2 803,7
Stand am 31. März 2001 laut Bilanz	330,7	3 134,7	3 465,4



# Anmerkungen zum Jahresabschluß

für das am 31. März 2001 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Mio. Goldfranken)

## 1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist eine internationale Finanzorganisation, die im Rahmen der Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz in Basel, Schweiz. Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ: die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu fördern, neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen und als Treuhänder (Trustee) oder Agent bei internationalen Zahlungsgeschäften zu wirken. Derzeit sind 49 Zentralbanken Mitglieder der Bank; sie üben die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung im Verhältnis zu der Anzahl der in ihrem Land begebenen BIZ-Aktien aus. Der Verwaltungsrat der Bank setzt sich aus den Präsidenten der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich zusammen; dazu werden weitere Mitglieder aus sechs dieser Länder ernannt.

Der Abschluß für das Geschäftsjahr 2000/01 wird in einer Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde.

## 2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

### a) *Recheneinheit und Währungsumrechnung*

Die Recheneinheit der Bank ist der Goldfranken, der US-\$ 1,94149... entspricht. Nach Artikel 4 der Statuten der Bank entspricht der Goldfranken (abgekürzt GFr.) 0,29032258... Gramm Feingold. Bilanzposten, die Goldforderungen entsprechen, werden auf der Grundlage des Feingewichts in Goldfranken umgerechnet. Bilanzposten in US-Dollar werden auf der Grundlage eines Goldpreises von US-\$ 208 je Unze Feingold in Goldfranken umgerechnet (dieser Preis wurde vom Verwaltungsrat der Bank 1979 festgelegt und ergibt den Umrechnungsfaktor von GFr. 1 = US-\$ 1,94149...). Auf andere Währungen lautende Bilanzposten werden zu den am Bilanzstichtag geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar umgerechnet und die entsprechenden US-Dollar-Beträge in Goldfranken.

Wechselkursdifferenzen, die sich aus der Umrechnung von auf andere Währungen als den US-Dollar lautenden Aktiva und Passiva ergeben, werden über das Währungsumrechnungskonto verbucht.

Der Nettobetrag, der sich aus Wechselkursdifferenzen bei der Umrech-

nung von Devisentermingeschäften und Swaps ergibt, ist im Aktiv- oder Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

*b) Bewertungsgrundlage und Ermittlung des Ergebnisses*

Wenn nicht anders angegeben, wird die Bilanz der Bank auf der Basis der Einstandswerte erstellt; Ertrags- und Aufwandsposten werden nach dem Prinzip der Periodenabgrenzung verbucht. Gewinne und Verluste werden monatlich ermittelt und zu den jeweils am Monatsende geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar und dann wie oben beschrieben in Goldfranken umgerechnet; die so ermittelten Monatsergebnisse werden für das Jahr vorgetragen.

Gewinne und Verluste aus Verkäufen von Wertpapieren des Anlagebestands werden über das Wertpapierausgleichskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist. Gewinne auf diesem Konto werden über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert, und zwar über einen Zeitraum, der der durchschnittlichen Restlaufzeit des Wertpapieranlageportfolios der Bank entspricht; ein Nettoverlust am Jahresende würde unverzüglich der Gewinn- und Verlustrechnung belastet.

*c) Gold*

Aktiva und Passiva in Gold werden auf der Grundlage ihres Feingewichts ausgewiesen.

*d) Schatzwechsel; Staats- und andere Wertpapiere*

Schatzwechsel sowie Staats- und andere Wertpapiere werden zum Einstandswert gegebenenfalls zuzüglich aufgelaufener Zinsen angegeben, berichtigt um die Amortisierung von Agios oder Disagios bis zur Fälligkeit. Diese Amortisierung ist in den Zins- und Diskonterträgen enthalten.

*e) Terminguthaben und Kredite in Währungen*

Terminguthaben und Kredite werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

*f) Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere*

Wertpapiere, die mit Rückgabvereinbarung angekauft werden, werden zu dem Betrag ausgewiesen, der der Gegenpartei ausgezahlt wurde, zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

*g) Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung*

Der Einstandswert der Grundstücke, der Gebäude und der Geschäftsausstattung der Bank wird kapitalisiert. Er wird linear über die geschätzte Nutzungsdauer dieser Aktiva wie folgt abgeschrieben:

Grundstücke: keine Abschreibung

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informationstechnologieausstattung: 4 Jahre

Sonstige Ausstattung: 4–10 Jahre

#### h) Währungsumrechnungskonto

Auf dem Währungsumrechnungskonto werden Wechselkursdifferenzen verbucht (s. oben, Abschnitt a); sie betreffen im wesentlichen jenen Teil der Eigenmittel der Bank, der in anderen Währungen als US-Dollar gehalten wird.

#### i) Einlagen

Einlagen sind Buchforderungen gegen die Bank und werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. Bestimmte Forderungen werden mit einem Disagio auf den bei Fälligkeit der Einlage zahlbaren Betrag ausgegeben; in diesen Fällen erfolgt die Verbuchung wie bei den von der Bank gehaltenen Wertpapieren mit festem Rückzahlungstermin (s. oben, Abschnitt d).

#### j) Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere

Wertpapiere, die mit Rücknahmevereinbarung veräußert werden, werden zu dem von der Gegenpartei gezahlten Betrag zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

#### k) Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle

Jedes Jahr überprüft der Verwaltungsrat die Höhe dieser Rückstellung und weist ihr wenn nötig einen Betrag zu. Die Rückstellung ist im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

### 3. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

Aktiva	2000	2001
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	2 265,4	2 195,3
Termineinlagen in Gold:		
bis zu 3 Monaten	261,4	372,0
von mehr als 3 Monaten	979,0	953,8
	<u>3 505,8</u>	<u>3 521,1</u>

Die eigenen Goldbestände der Bank betragen GFr. 661,7 Mio. am 31. März 2001, was 192 Tonnen Feingold entsprach (2000: GFr. 661,7 Mio.; 192 Tonnen).

### 4. Schatzwechsel

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	2000	2001
Buchwert	<u>7 853,9</u>	<u>4 597,8</u>

Der Marktwert der Schatzwechsel betrug am 31. März 2001 GFr. 4 601,1 Mio. (2000: GFr. 7 854,1 Mio.).

## 5. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	2000	2001
Buchwert	20 139,9	18 339,5

Der Marktwert der Staats- und anderen Wertpapiere betrug am 31. März 2001 GFr. 18 558,4 Mio. (2000: GFr. 20 120,0 Mio.).

## 6. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

	Grundstücke + Gebäude	IT + sonstige Ausstattung	Insgesamt
Einstandswert:			
Anfangsstand am 1. April 2000	129,6	48,2	177,8
Investitionen	0,9	4,1	5,0
Veräußerungen und Abgänge		(18,6)	(18,6)
Wechselkursberichtigungen	(4,7)	(1,8)	(6,5)
Einstandswert am 31. März 2001	125,8	31,9	157,7
Abschreibungen:			
Kumulierte Abschreibungen am 1. April 2000	28,3	28,8	57,1
Abschreibungen für das laufende Jahr	2,2	5,9	8,1
Veräußerungen und Abgänge		(18,6)	(18,6)
Wechselkursberichtigungen	(1,0)	(1,1)	(2,1)
Kumulierte Abschreibungen am 31. März 2001	29,5	15,0	44,5
Nettobuchwert am 31. März 2001	96,3	16,9	113,2

Der Einstandswert der Grundstücke der Bank betrug am 31. März 2001 GFr. 22,9 Mio. (2000: GFr. 23,8 Mio.).

## 7. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzt sich wie folgt zusammen:

	2000	2001
Genehmigtes Kapital:		
600 000 Aktien zu je 2 500 GFr.	1 500,0	1 500,0
Begebenes Kapital: 529 165 Aktien	1 322,9	1 322,9
eingezahlt zu 25%	330,7	330,7

- a) Die außerordentliche Generalversammlung vom 8. Januar 2001 änderte die Statuten der Bank dahingehend, daß die Möglichkeit, BIZ-Aktien zu halten, ausschließlich auf Zentralbanken beschränkt wird. Dementsprechend werden die 72 648 Aktien der amerikanischen, der belgischen und der französischen Ausgabe, die von Privataktionären (d.h. nicht Zentralbanken) gehalten werden, gegen eine Entschädigung von CHF 16 000 je Aktie obligatorisch zurückgenommen. Was Aktien dieser Ausgaben betrifft, die von anderen Zentralbanken als der des jeweiligen Emissionslandes gehalten werden, nahm die Bank zum selben Preis 2 304 Aktien zurück; die Rücknahme von 500 dieser Aktien wurde erst nach dem 31. März 2001 abgeschlossen. Der Verwaltungsrat wird zu gegebener Zeit, nach von ihm festzulegenden Modalitäten, diese Aktien unter den bestehenden Aktionärszentralbanken der Bank aufteilen. Die Stimmrechte dieser Aktien werden davon nicht berührt; sie verbleiben bei den Notenbanken Belgiens, Frankreichs und der USA.
- b) Die Kosten für die Rücknahme dieser insgesamt 74 952 Aktien, die sich auf GFr. 384,0 Mio. belaufen, werden in der Bilanz der Bank auf der Passivseite unter „Eigene Aktien“ als negativer Passivposten ausgewiesen.
- c) Die Zahl der umlaufenden Aktien, für die eine Dividende für das Geschäftsjahr 2000/01 zahlbar ist, setzt sich wie folgt zusammen:

Begebenes Kapital	529 165
Abzüglich: Eigene Aktien	
Zurückgenommen von Privataktionären und Zentralbanken	74 952
Sonstige	2 100
Umlaufende dividendenberechtigte Aktien insgesamt	<u>452 113</u>

## 8. Reserven

Die Reserven der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

	2000	2001
Gesetzlicher Reservefonds	33,1	33,1
Allgemeiner Reservefonds	1 259,1	1 303,7
Besonderer Dividenden-Reservefonds	68,5	71,5
Freier Reservefonds	1 550,9	1 726,4
	<u>2 911,6</u>	<u>3 134,7</u>

Die jährlichen Zuweisungen an die verschiedenen Reservefonds sind in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt (s. auch Tabelle „Entwicklung der Reservefonds“).

## 9. Einlagen

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Die bei der Bank gehaltenen Währungseinlagen setzen sich wie folgt zusammen:

	2000	2001
Zentralbanken		
Sicht	3 351,8	2 293,7
bis zu 3 Monaten	50 119,9	27 176,4
von mehr als 3 Monaten	7 195,8	35 216,9
Andere Einleger		
Sicht	71,4	396,8
bis zu 3 Monaten	5 164,8	1 027,7
von mehr als 3 Monaten	0,0	1 163,3
	65 903,7	67 274,8

## 10. Außerbilanzielle Geschäfte

### a) *Derivate*

Im Rahmen ihres normalen Geschäfts tätigt die Bank außerbilanzielle Finanztransaktionen, u.a. Devisentermingeschäfte, Währungs- und Zinsswaps, Forward Rate Agreements, Futures und Optionen. Diese Instrumente werden zur Absicherung der Zins- und Währungsrisiken der Bank bei ihren Aktiva und Passiva sowie zur Steuerung der Duration ihrer liquiden Aktiva eingesetzt. Bei der Beurteilung von außerbilanziellen Engagements wendet die Bank dieselben Bonitätskriterien an wie bei allen anderen Anlagen.

### Nominalbetrag

	2000	2001
Währungskontrakte:		
Devisenswaps und -termingeschäfte	9 291,3	11 542,4
Währungsswaps	2 259,3	1 776,1
Zinskontrakte:		
Zinsswaps	9 842,5	41 012,6
Forward Rate Agreements und Futures	15 629,6	21 864,3

Der Nominalwert oder Kontraktwert der verschiedenen Derivate zeigt den Umfang der Aktivitäten der Bank an den verschiedenen Märkten an, er gibt jedoch keinen Hinweis auf das mit den Geschäften der Bank verbundene Kredit- oder Marktrisiko. Der Brutto-Wiederbeschaffungswert sämtlicher Kontrakte, die zu aktuellen Marktwerten einen Gewinn auswiesen, belief sich zum 31. März 2001 auf GFr. 1 476,1 Mio. (2000: GFr. 354,4 Mio.).

## b) Treuhandgeschäfte

Treuhandgeschäfte werden nicht in der Bilanz ausgewiesen, da sie zwar im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Risiko von Kunden ausgeführt werden.

	2000	2001
Nominalwert der für Kunden verwahrten Wertpapiere	7 093,0	8 400,5
Für verschiedene Einleger verwahrtes Gold	666,1	700,3

## c) Pensionssystem und Sparsystem des Personals

Die Bank führt ein Pensionssystem und ein Sparsystem. Die beiden Fonds sind mit Treuhandfonds vergleichbar, da sie keine eigene Rechtspersönlichkeit haben. Ihre Aktiva werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die den beiden Systemen angeschlossen sind. Sämtliche Zahlungen im Rahmen dieser Systeme werden dem betreffenden Fonds belastet.

Die Bank hat sich verpflichtet, einen Deckungsgrad von mindestens 105% für beide Fonds aufrechtzuerhalten, und sie haftet letztlich für alle Leistungen im Rahmen des Pensions- und des Sparsystems. Der Anteil der Bank an den Beiträgen für die derzeitigen Personalmitglieder ist jeden Monat in ihren Verwaltungskosten enthalten.

Am 31. März 2001 betrug der Marktwert der Nettoaktiva des Pensionsfonds GFr. 256,3 Mio. (2000: GFr. 266,7 Mio.), was einem Deckungsgrad von 117% (2000: 125%) gegenüber dem zuletzt (am 30. September 2000) ermittelten jährlichen versicherungsmathematischen Betrag der Verpflichtungen des Fonds entsprach. Der Marktwert der Nettoaktiva des Sparfonds betrug am 31. März 2001 GFr. 23,8 Mio. (2000: GFr. 23,8 Mio.), was einem Deckungsgrad von 102% (2000: 105%) bezüglich seiner zu diesem Datum bestehenden Verbindlichkeiten entsprach. Sollte der Deckungsgrad bis zum 30. September 2001, dem nächsten Finanzjahresende für den Sparfonds, unverändert bleiben, so müßte die Bank einen zusätzlichen Beitrag von GFr. 0,7 Mio. in den Sparfonds einschießen. Der jüngste Jahresabschluß des Pensions- und des Sparfonds wurde für das Jahr erstellt, das am 30. September 2000 endete.

## 11. Eventualverbindlichkeiten

Einige ehemalige Privataktionäre äußerten sich unzufrieden über die Höhe der Entschädigung, die die Bank ihnen im Zusammenhang mit der obligatorischen Rücknahme von Aktien, die nicht von Zentralbanken gehalten werden, zahlt. Verschiedene Verfahren sind bei US-Gerichten auf Bundesebene eingeleitet worden, ein weiteres beim Schiedsgericht in Den Haag. Die Bank hat erklärt, daß – sollte das Schiedsgericht den Betrag der Entschädigung erhöhen – der erhöhte Betrag für alle zurückgenommenen Aktien gelten würde.



# Bericht der Buchprüfer

Bericht der Buchprüfer  
an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel

Wir haben die beiliegende Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich einschließlich der Anmerkungen dazu geprüft. Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sind von der Direktion der Bank in Übereinstimmung mit den Statuten und den in den Anmerkungen unter „Wesentliche Rechnungslegungsverfahren“ wiedergegebenen Bewertungsgrundsätzen erstellt worden. Gemäß den Statuten der Bank besteht unsere Aufgabe darin, auf der Grundlage der von uns durchgeführten Prüfung eine unabhängige Beurteilung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung abzugeben und Ihnen darüber Bericht zu erstatten.

Unsere Abschlußprüfung umfaßte die stichprobenweise Prüfung von Nachweisen für die in der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung enthaltenen Zahlen und sonstigen Angaben. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten, die wir benötigten, um festzustellen, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung frei von wesentlichen Fehlern sind. Wir sind der Ansicht, daß die von uns durchgeführten Prüfungshandlungen eine angemessene Grundlage für die Abgabe unseres Prüfberichts bilden.

Nach unserer Auffassung sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermitteln für das am 31. März 2001 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entsprechen sie den Statuten der Bank.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basel, 2. Mai 2001

# Fünffjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Gold</b>					
<i>Barren</i>	3 547,3	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3
<i>Terminguthaben und Kredite</i>	956,7	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8
	4 504,0	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	384,4	7,8	8,3	11,4	20,3
Schatzwechsel	2 813,4	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8
Terminguthaben und Kredite in Währungen	42 355,1	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	884,2	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0
Staats- und andere Wertpapiere	15 651,1	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	124,7	120,7	113,2
Verschiedene Aktiva	200,8	258,7	44,5	82,0	783,7
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>
Eingezahltes Kapital	323,2	323,2	323,2	330,7	330,7
Reserven <i>(nach Verwendung des Reingewinns)</i>					
<i>Gesetzlicher Reservefonds</i>	32,3	32,3	32,3	33,1	33,1
<i>Allgemeiner Reservefonds</i>	974,9	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7
<i>Besonderer Dividenden-Reservefonds</i>	59,5	62,5	65,5	68,5	71,5
<i>Freier Reservefonds</i>	995,1	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4
	2 061,8	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7
Eigene Aktien					(384,0)
Währungsumrechnungskonto	351,1	247,2	265,4	191,9	56,0
Einlagen					
<i>Gold</i>	3 836,4	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3
<i>Währungen</i>	57 585,6	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8
	61 422,0	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	674,8	30,7	121,5	103,0	990,6
Pensionssystem des Personals	252,6	257,0	–	–	–
Verschiedene Passiva	1 658,7	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3
Dividende	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>

# Fünfjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1997	1998	1999	2000	2001
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	263,8	314,9	370,4	376,6	338,7
Abzüglich: Verwaltungskosten					
<i>Verwaltungsrat</i>	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1
<i>Direktion und Personal</i>	42,9	39,4	40,9	40,6	39,3
<i>Geschäfts- und Bürokosten</i>	16,3	15,0	18,6	19,4	18,5
Verwaltungskosten vor Abschreibungen	60,5	55,7	60,8	61,2	58,9
<i>Abschreibungen</i>	-	-	6,0	7,6	8,1
	60,5	55,7	66,8	68,8	67,0
Geschäftsertrag	203,3	259,2	303,6	307,8	271,7
Abzüglich: Zuweisungen an					
<i>Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten</i>	3,0	-	-	-	-
<i>Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung</i>	6,0	-	-	-	-
	9,0	-	-	-	-
Reingewinn für das Geschäftsjahr	194,3	259,2	303,6	307,8	271,7
Dividende	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
	145,5	206,6	246,2	253,1	223,1
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	41,0	41,3	49,2	50,6	44,6
	104,5	165,3	197,0	202,5	178,5
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
Zuweisung an den Freien Reservefonds	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
	-	-	-	-	-

# Verwaltungsrat

Urban Bäckström, Stockholm  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Lord Kingsdown, London  
Stellvertretender Vorsitzender

Vincenzo Desario, Rom  
David Dodge, Ottawa  
Antonio Fazio, Rom  
Sir Edward George, London  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Paris  
Masaru Hayami, Tokio  
William J. McDonough, New York  
Guy Quaden, Brüssel  
Jean-Pierre Roth, Zürich  
Hans Tietmeyer, Frankfurt am Main  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Verplaetse, Brüssel  
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam  
Ernst Welteke, Frankfurt am Main

## *Stellvertreter*

Bruno Bianchi oder Stefano Lo Faso, Rom  
Roger W. Ferguson oder Karen H. Johnson, Washington  
Jean-Pierre Patat oder Marc-Olivier Strauss-Kahn, Paris  
Ian Plenderleith oder Clifford Smout, London  
Peter Praet oder Jan Smets, Brüssel  
Jürgen Stark oder Stefan Schönberg, Frankfurt am Main

## *Unterausschüsse des Verwaltungsrats*

Konsultativkomitee  
Geschäftsprüfungsausschuß  
unter dem Vorsitz von Lord Kingsdown, London

## Oberste Führungsebene der Bank

Andrew Crockett	Generaldirektor
André Icard	Stellvertretender Generaldirektor
Gunter D. Baer	Generalsekretär, Abteilungsleiter
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Robert D. Sleeper	Leiter der Bankabteilung
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung
Peter Dittus	Stellvertretender Generalsekretär
Josef Tošovský	Vorsitzender, Institut für Finanzstabilität







