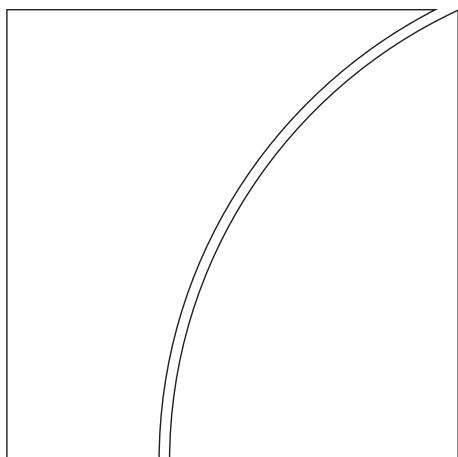




BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH



73. Jahresbericht

1. April 2002 – 31. März 2003

Basel, 30. Juni 2003

Veröffentlichungen sind erhältlich bei:

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

E-Mail: publications@bis.org

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

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2003. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle
genannt wird.*

ISSN 1021-2485 (Druckversion)

ISSN 1682-7724 (Online)

ISBN 92-9131-357-2 (Druckversion)

ISBN 92-9197-357-2 (Online)

Auch in Englisch, Französisch, Italienisch und Spanisch veröffentlicht.
Auf der BIZ-Website verfügbar (www.bis.org).

Inhalt

	Seite
Vorwort	1
I. Einleitung: Schwäche noch nicht überwunden	3
Verhaltenes weltweites Wachstum und finanzielle Einflussfaktoren	5
Wahrung der Finanzstabilität und Einfluss der Wirtschaftspolitik	9
II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern	13
Schwerpunkte	13
Weltweite Konjunkturbelebung 2002	14
<i>Enttäuschendes Wachstum trotz Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik</i>	<i>14</i>
<i>Keine Erholung bei den Unternehmensinvestitionen</i>	<i>15</i>
<i>Ausgaben der privaten Haushalte robust</i>	<i>16</i>
Ausblick für die Weltwirtschaft	17
<i>Uneinheitliche, aber stetige Expansion</i>	<i>17</i>
<i>Vermögenspositionen des privaten Sektors</i>	<i>18</i>
<i>Längerfristige Aussichten</i>	<i>20</i>
<i>Gedämpfte längerfristige Wachstumsaussichten in Deutschland</i>	<i>22</i>
Inflation	25
<i>Jüngste Entwicklung</i>	<i>25</i>
<i>Aussichten</i>	<i>25</i>
<i>Deflationsrisiken?</i>	<i>26</i>
<i>Gewinnspannen und Preissetzungsautonomie der Unternehmen</i>	<i>30</i>
Debatte um die Fiskalpolitik	31
Außenhandel und Leistungsbilanzen	34
<i>Jüngste Trends der weltweiten Ersparnis</i>	<i>36</i>
<i>Ausblick</i>	<i>37</i>
III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften	39
Schwerpunkte	39
Zahlungsbilanzen	41
Asien	43
<i>Erklärungen für Disinflation und Deflation</i>	<i>45</i>
<i>Wachstum der Inlandsnachfrage in Asien</i>	<i>46</i>
<i>Begrenzung der kreditfinanzierten Ausgaben der privaten Haushalte?</i>	<i>49</i>
<i>Die sich wandelnde Rolle Chinas</i>	<i>50</i>
Lateinamerika	53
<i>Jüngste wirtschaftliche Entwicklungen</i>	<i>53</i>
<i>Tragfähigkeit der Verschuldung und fiskalpolitische Anpassungen</i>	<i>54</i>
<i>Die Herausforderungen der Inflationseindämmung</i>	<i>56</i>
Mittel- und Osteuropa	59
<i>Nachhaltigkeit des jüngsten Wachstums</i>	<i>61</i>
<i>Herausforderungen im Zusammenhang mit dem EU-Beitritt</i>	<i>64</i>
Afrika und Naher Osten	65

	Seite
IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern	68
Schwerpunkte	68
Entwicklungen im Einzelnen	68
<i>USA</i>	68
<i>Euro-Raum</i>	71
<i>Japan</i>	73
<i>Länder mit Inflationsziel</i>	76
Das Deflationsrisiko und seine Auswirkungen	78
<i>Probleme der Deflation</i>	79
<i>Frühere Erfahrungen</i>	80
<i>Lehren aus der Vergangenheit</i>	82
<i>Umgang mit Deflation</i>	84
<i>Konzepte zur Vermeidung einer Deflation</i>	84
<i>Konzepte zur Bekämpfung der Deflation</i>	85
<i>Mögliche Verbesserungen der geldpolitischen Strategie</i>	87
V. Devisenmärkte	90
Schwerpunkte	90
Dollar, Euro und Yen	90
<i>Wesentliche Entwicklungen</i>	91
<i>Bestimmungsfaktoren</i>	93
Entwicklungen an anderen Devisenmärkten	97
<i>Währungen der Industrieländer</i>	97
<i>Währungen aufstrebender Volkswirtschaften</i>	99
Leistungsbilanzen und Wechselkurse	102
<i>Korrekturen von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern seit 1973</i>	102
<i>Die Umkehr des US-Leistungsbilanzdefizits 1987</i>	105
<i>Die derzeitige Lage in den USA</i>	106
VI. Finanzmärkte	109
Schwerpunkte	109
Renditenstrukturkurven und die gesamtwirtschaftliche Lage	110
<i>Stimmungsänderungen</i>	110
<i>Bedenken wegen niedriger Renditen</i>	112
Aktienmärkte	113
<i>Informationen und Risikoaversion</i>	115
<i>Versicherungen und Banken</i>	116
<i>Aktienbewertungen und das Platzen einer Blase in Zeitlupe</i>	117
Kreditmärkte	118
<i>Ein Sommer der Erschütterungen</i>	119
<i>Beginnende Bilanzsanierungen bei Unternehmensschuldern</i>	121
<i>Kreditderivate und Marktintegration</i>	124
Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften	127
<i>Ansteckungseffekte</i>	127
<i>Banken wenden sich Kreditnehmern höherer Bonität zu</i>	129
Ungewöhnliche Entwicklung der Preise für Wohneigentum	130
VII. Finanzsektor	135
Schwerpunkte	135
Gesamtwirtschaft und Ertragslage der Finanzinstitute	136

	Seite
<i>Geschäftsbanken</i>	137
<i>Versicherungsgesellschaften</i>	142
Ursachen der Widerstandsfähigkeit	143
<i>Konjunkturelle Faktoren</i>	143
<i>Strukturelle Faktoren</i>	146
Schwachstellen	151
<i>Konjunkturbedingte Risiken</i>	151
<i>Sonstige Risiken</i>	154
Vielfalt an Finanzierungsmöglichkeiten und Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors	155
VIII. Schlussbemerkungen: Kurs auf ein ausgewogeneres globales Wachstum	159
Künftige Chancen und Schwachstellen	161
Maßnahmen zur Erreichung der Währungs- und Finanzstabilität	167
<hr/>	
Die Tätigkeit der Bank	175
Förderung der internationalen Zusammenarbeit: direkte Beiträge der BIZ	175
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i>	175
<i>Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken</i>	177
<i>Repräsentanz für Asien und den Pazifik</i>	180
<i>Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent</i>	181
<i>Institut für Finanzstabilität</i>	182
Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse	183
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i>	183
<i>Ausschuss für das weltweite Finanzsystem</i>	186
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i>	186
<i>Märkteausschuss</i>	187
<i>Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung</i>	188
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich	188
<i>Zehnergruppe</i>	188
<i>Forum für Finanzstabilität</i>	189
<i>International Association of Insurance Supervisors</i>	191
<i>International Association of Deposit Insurers</i>	191
Finanzdienstleistungen der Bank	192
<i>Tätigkeit der Bankabteilung</i>	192
<i>Die Bank als Agent und Treuhänder</i>	194
Der Reingewinn und seine Verwendung	195
<i>Reingewinn für das Geschäftsjahr</i>	195
<i>Verwendung des Reingewinns</i>	196
<i>Zuweisung der Reservenberichtigung für das Vorjahr</i>	196
<i>Bericht der Buchprüfer</i>	196
Institutionelles	197
<i>Änderungen der Statuten der Bank</i>	197
<i>Änderungen der Rechnungslegungsverfahren</i>	198
<i>Budgetpolitik</i>	199
<i>Vergütungspolitik der BIZ</i>	200
<i>Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene</i> ..	201

	Seite
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung	203
Verwaltungsrat	230
Oberste Führungsebene der Bank	231
Mitgliedszentralbanken der BIZ	233

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 2. und 11. Juni 2003 abgeschlossen.

Verzeichnis der Grafiken (*) und Tabellen

Seite

Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

Wachstum und Inflation	13
Realzinssatz, struktureller Haushaltssaldo und Produktionslücke*	14
Konjunkturzyklen im Zeitvergleich*	15
Verschuldung der Wirtschaftssektoren*	18
Sparquote und Nettovermögen der privaten Haushalte, 1980–2002*	20
Wirtschaftsindikatoren in Deutschland*	23
Entwicklung am Rohölmarkt*	25
Inflation und Unsicherheit*	27
Prognosen für den Verbraucherpreisanstieg*	27
Inflation im Euro-Raum: historische und geografische Volatilitäten*	29
Gesamtwirtschaftliche Gewinnquote*	30
Lohnstückkosten, Produktivität und Unternehmensgewinne	31
Fiskalpolitische Indikatoren und Konjunkturzyklus	32
Produktion, Handel und Preise weltweit*	34
Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen	35
Leistungsbilanzsaldo, Sparquote und BIP	36
Finanzierungssalden der US-Wirtschaftssektoren*	37

Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Exporte*	39
Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanz	40
Zahlungsbilanz in den aufstrebenden Volkswirtschaften	42
Renditenabstände bei Anleihen und Auslandsschulden*	43
Asien: Inlandsnachfrage und Nettoexporte	44
Asien: Haushaltssaldo der Zentralregierung*	46
Schuldenindikatoren	47
Asien: Zinssätze und realer Wechselkurs	48
Asien: Exporte und ausländische Direktinvestitionen*	51
Importe der USA und Chinas aus Asien*	52
Lateinamerika: Haushaltssaldo der Zentralregierung*	55
Lateinamerika: Verbraucherpreise und Wechselkurs*	57
Lateinamerika: Zinssätze und Wechselkurs	58
Lateinamerika: Inländische Kreditaufnahme des privaten Sektors*	59
Mittel- und Osteuropa: BIP-Wachstum und Bestimmungsfaktoren*	60
WWU-Konvergenzkriterien	64
Afrika und Naher Osten: Wirtschaftswachstum und Inflation	66

Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Wirtschaftsindikatoren in den USA*	69
Neue Diskontregelung und Tagesgeldsatz der USA*	70
Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum*	71
Leitzins und geldpolitische Regeln im Euro-Raum*	73
Wirtschaftsindikatoren in Japan*	74

	Seite
Geld- und Kreditaggregate in Japan*	75
Inflation und Leitzins in Ländern mit Inflationsziel*	76
Häufigkeit der effektiven Deflation, 1960 Q1–2002 Q4	78
Deflation und Zinssätze aus historischer Sicht (1860–1913)*	81
Dynamik von Deflation, Produktion und Aktienkursen*	82
Deflationsphasen 2002	83
Geldnachfrage in Japan (1985–2002)*	86

Devisenmärkte

Nominaler effektiver Wechselkurs von Dollar, Euro und Yen*	91
Wechselkurs, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Euro und Yen*	92
Wahrscheinlichkeitsverteilung des Dollars gegenüber Euro und Yen*	92
Portfolioströme zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften*	94
Wechselkurs und Differenz der Zinsterminsätze*	95
US-Leistungsbilanzdefizit und seine Finanzierung*	95
Jährliche Veränderung der offiziellen Währungsreserven	96
Nettoauslandsvermögensstatus und Nettovermögeenseinkommen der drei wichtigsten Volkswirtschaften*	97
Wechselkurse anderer Industrieländer*	98
Wechselkurse aufstrebender Volkswirtschaften*	100
Wechselkursvolatilität	101
Leistungsbilanzkorrekturen und Wechselkursdynamik*	103
Leistungsbilanzkorrekturen und volkswirtschaftliche Gesamtrechnung*	104
Reales Wachstum, Abwertung und US-Handelsbilanz	105
US-Leistungsbilanzdefizit und Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar	107

Finanzmärkte

Terminkurven für Swaps*	111
Wirtschaftsdaten und Wachstumsprognosen*	112
Langfristige Zinssätze*	113
Aktienmärkte*	114
Gewinnwarnungen und Risikoaversion*	115
Eine Aktienmarktblase*	117
Unternehmensanleihen: Spreads und Renditen*	118
Bonität der Unternehmen*	119
Bewertung des Ausfallrisikos von Unternehmen*	120
Mittelbeschaffung von Wirtschaftsunternehmen*	122
Renditenaufschläge bei Höchstständen der Unternehmensverschuldung*	123
Credit Default Swaps nach Art der Umschuldungsklausel*	126
Renditenaufschläge auf Anleihen ausgewählter aufstrebender Volkswirtschaften*	127
Qualität der Portfolios der Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften*	129
Lokales Geschäft ausländischer Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften*	130
Preise für Wohneigentum und Zinssätze bei Höchstständen am Aktienmarkt*	132
Zinsänderungen und Zeitabstand zwischen Höchstständen am Aktienmarkt und bei den Preisen für Wohneigentum*	133

Finanzsektor

Weltweite 1-Jahres-Ausfallquoten*	136
Marktbasierte Messgrößen des Ausfallrisikos*	137
Rentabilität großer Banken	138
Indikatoren für das Investmentgeschäft der Banken*	138
Kreditwachstum*	139
Kurse von Bankaktien*	139
Notleidende Kredite*	140
Eigenkapitalquote der Banken*	141
Versicherungsgesellschaften: Aktienbestände und Ertragslage*	142
Ratings von Versicherungsgesellschaften*	143
Abschreibungsquoten von US-Geschäftsbanken*	144
Immobilienpreise	145
Öffentlich zugängliche Märkte für Gewerbeimmobilien*	146
Bankkredite versus Kapitalmarktfinanzierung*	147
US-Konsortialkredite	148
Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken*	148
Kreditderivate	149
Weltweite Konsortialkredite an Nichtfinanzschuldner	150
Risikoengagement der Banken im Immobilienbereich*	153
Konzentrationsmaße für verschiedene Kategorien von Finanzinstrumenten	157

Abkürzungen und Zeichen

LS, RS	linke Skala, rechte Skala
...	nicht verfügbar
.	nicht anwendbar
\$	US-Dollar, wenn nicht anders angegeben

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

73. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
am 30. Juni 2003 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das am 31. März 2003 abgeschlossene 73. Geschäftsjahr vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt 362,0 Millionen Goldfranken, verglichen mit 268,5 Millionen Goldfranken im Vorjahr. Aufgrund der Änderungen der Rechnungslegungsverfahren in diesem Geschäftsjahr wurde die Vorjahreszahl neu berechnet. Nähere Angaben zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2002/03 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (S. 195). Zu den geänderten Rechnungslegungsverfahren und ihren finanziellen Auswirkungen s. die Anmerkungen 2 und 3 zum Jahresabschluss auf S. 208.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 68,7 Millionen Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 400 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 29,3 Millionen Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3,0 Millionen Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 261,0 Millionen Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 2002/03 den Aktionären am 7. Juli 2003 gezahlt.

Basel, 11. Juni 2003

MALCOLM D. KNIGHT
Generaldirektor

I. Einleitung: Schwäche noch nicht überwunden

Das vergangene Jahr war von wirtschaftlichen Enttäuschungen geprägt. Miteinander verwobene Entwicklungen in der Geopolitik, in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten bremsten das Wachstum und führten zu großer Unsicherheit bezüglich der Zukunftsaussichten. Die Erholung der Weltwirtschaft schien zu stocken. Fast im gesamten Berichtszeitraum verschlechterte sich die Lage sogar noch. Angesichts der sehr expansiven Konjunkturpolitik in weiten Teilen der Welt stieß dies vielfach auf Verwunderung. Allerdings sind solche Enttäuschungen mindestens seit einigen Jahren die Regel. Meist wurden Sonderfaktoren dafür verantwortlich gemacht, wie z.B. der Konkurs von Enron und andere Unternehmensskandale, der Schock vom 11. September 2001 und – wenngleich diese weniger überraschend kam – die Argentinien-Krise. Der im April 2003 endende Berichtszeitraum bildete da keine Ausnahme. Unsicherheiten wegen des Irak-Kriegs und auch wegen der Ausbreitung des SARS-Virus wurden als wesentliche Gründe dafür genannt, weshalb Unternehmensinvestitionen anscheinend überall auf Eis gelegt wurden.

Der Krieg im Irak überschattete alles. Zunächst stellte sich die Frage, ob es zum Krieg kommen würde und wie sich die Ölpreise entwickeln würden. Dann ging es um den Zeitpunkt des Krieges und schließlich darum, wie der Krieg geführt und beendet werden würde. Die Antworten auf diese Fragen haben sich rascher gefunden als vielfach erwartet. Dennoch hat der Krieg politische Unsicherheiten hinterlassen, die sich als eher langwierig erweisen dürften. Bereits vor diesen jüngsten Ereignissen hatte es eine Reihe internationaler Spannungen gegeben, die den Fortschritt in entscheidenden Bereichen wie der Doha-Verhandlungsrunde über den Welthandel und den weltweiten Reformen im Finanzsektor bedrohten. Die jüngste Abschwächung des US-Dollars hat die Aufmerksamkeit außerdem auf Unsicherheiten im Zusammenhang mit Ungleichgewichten in der internationalen Ersparnis gelenkt sowie darauf, wie die einzelnen Länder am besten zu deren Behebung beitragen könnten.

Da die Hoffnungen hinsichtlich der Weltwirtschaft immer wieder enttäuscht worden sind, wird allmählich aber auch die Möglichkeit in Betracht gezogen, dass tiefer greifende Kräfte am Werk sein könnten. Ab Anfang der neunziger Jahre führten die USA das weltwirtschaftliche Wachstum an, und zwar weitgehend deshalb, weil in Japan und Deutschland die Struktur Anpassungen ausblieben, die notwendig gewesen wären, um mit den Nachwirkungen der Preisblase bei den Vermögenswerten bzw. der Wiedervereinigung fertig zu werden. Im Nachhinein betrachtet begünstigte die US-Expansion Ende der neunziger Jahre jedoch ihrerseits Übersteigerungen

in Form allzu optimistischer Prognosen für die Unternehmensgewinne, raschen Kreditwachstums, steiler Preisanstiege bei Vermögenswerten sowie überbeanspruchter Bilanzen. Diese Ungleichgewichte, vor allem im Unternehmenssektor, bremsten den Aufschwung in den USA im vergangenen Jahr massiv. Aufgrund der zunehmenden globalen Verflechtungen über den Außenhandel und die Finanzmärkte, ganz zu schweigen von psychologischen Faktoren, scheinen außerdem auch andere Länder erheblich in Mitleidenschaft gezogen worden zu sein. Da die Unternehmensgewinne nach wie vor unter Druck standen, nahmen multinationale europäische Unternehmen, die zuvor hohe Investitionen in den USA getätigt hatten, überall Kürzungen vor. Allgemein konjunkturrehemmend war der Anpassungsbedarf infolge des beispiellosen Verfalls der Aktienkurse; der Kursrückgang vom Höchststand im März 2000 auf das aktuelle Niveau entspricht rund zwei Fünfteln des heutigen weltweiten BIP. Auch die aufstrebenden Volkswirtschaften waren betroffen. Asien bekam vor allem den rückläufigen Handel mit Hochtechnologiegütern zu spüren, Lateinamerika das vorübergehende Ausbleiben von Kapitalzuflüssen.

Wenn sich die optimistischeren Wachstumserwartungen auch leider nicht bewahrheiteten, so galt dies doch glücklicherweise auch für die pessimistischeren. Entgegen manchen Bedenken kam es nicht zu Wechselwirkungen zwischen dem schwachen Wirtschaftswachstum und den Folgen der jüngsten „Preisblase“, die das weltweite Finanzsystem ernsthaft bedroht hätten. Trotz einer Reihe von Schocks, die sowohl die Eigenkapitalausstattung als auch das Vertrauen beeinträchtigten, musste kein großes Finanzinstitut Insolvenz anmelden. Auch die wichtigsten Finanzmärkte funktionierten in letzter Zeit erfreulicherweise im Wesentlichen störungsfrei. Dennoch wurden die Kreditkonditionen in einigen Ländern deutlich gestrafft; besonders betroffen war der Markt für hoch rentierende US-Titel. Zudem wuchs die Befürchtung, dass einige geschwächte Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds künftig möglicherweise weniger bereit sein würden, riskante Anlagen zu tätigen. Beides ist vermutlich Ausdruck einer längst überfälligen Rückkehr zu größerer Umsicht, doch die damit verbundene Einschränkung des Kreditangebots ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt alles andere als wünschenswert. Hier wie in vielen anderen Bereichen – fiskalpolitische Straffung, Kreditrisikovorsorge, Wechselkursanpassungen, Strukturreformen, wirtschaftspolitische Paradigmen etc. – ist es immer mit Kosten verbunden, wenn notwendige Änderungen nicht rechtzeitig erfolgen.

Fiskalpolitische Lockerungen und die bisweilen ausgeprägten Senkungen der Leitzinssätze in vielen Industrieländern haben zweifellos dazu beigetragen, dass sich das Finanzsystem bisher als widerstandsfähig erwiesen hat. Dies hat nicht zuletzt den Rückgang der Kapitalzuflüsse in eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften begrenzt, die zur Finanzierung ihres Leistungsbilanzdefizits weiterhin auf solche Zuflüsse angewiesen sind. Zum Teil dürfte die Robustheit der Finanzmärkte jedoch auch den jahrelangen Anstrengungen zu verdanken gewesen sein, die Infrastruktur des internationalen Finanzsystems zu stärken und die Finanzierungsquellen zu diversifizieren.

Verhaltenes weltweites Wachstum und finanzielle Einflussfaktoren

Im Einklang mit dem äußerst expansiven fiskal- und geldpolitischen Kurs erholte sich das Wirtschaftswachstum in den USA Anfang 2002 deutlich von der Rezession. Überraschenderweise hat es sich seither aber nicht beschleunigt, sondern eher abgeschwächt. Zudem war die Art und Weise der Erholung nicht weniger ungewöhnlich als der vorangegangene Einbruch der Unternehmensgewinne und Investitionen. Der Verbrauch, dessen atypischer Dynamik es u.a. zu verdanken war, dass sich der jüngste Abschwung als flachste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg erwies, blieb 2002 zumeist kräftig, bis er gegen Jahresende nachzulassen schien. Die Unternehmensinvestitionen blieben dagegen die ganze Zeit über schwach, obwohl energische Kosteneinsparungen dafür sorgten, dass das Produktivitätswachstum weiterhin lebhaft war, sich die Gewinnquote gemessen am BIP wieder einigermaßen normalisierte und der externe Finanzierungsbedarf der Unternehmen drastisch zurückging.

Immer sichtbarer wurde im Berichtszeitraum der zunehmende Einfluss von Finanzfaktoren auf die Ausgabenentscheidungen in den USA, wobei die Unternehmen und die privaten Haushalte deutlich unterschiedlich reagierten. Den Unternehmen ging es angesichts der im langfristigen Vergleich sehr hohen Verschuldung in erster Linie darum, ihre Bilanzen zu sanieren. Daher wurden nach Möglichkeit sowohl die Investitionsausgaben gekürzt als auch ausstehende Verbindlichkeiten abgebaut. Die allgemeine Straffung stand auch im Einklang mit den weiterhin sehr schwierigen Bedingungen an den Finanzmärkten. Wegen anhaltend starker Kursverluste an den Aktienmärkten und sehr großer, wenn auch in letzter Zeit rückläufiger Renditenaufschläge von Anleihen konnten nur Schuldner erstklassiger Bonität in vollem Umfang von der vorangegangenen Senkung der Leitzinssätze profitieren. Dass der US-Dollar infolge der niedrigeren Zinsen und der zunehmenden Bedenken in Bezug auf das US-Außenhandelsdefizit schließlich auf effektiver Basis an Wert verlor, gab den repatriierten Gewinnen etwas Auftrieb. Das reichte jedoch bei weitem nicht aus, um den allgemeinen Pessimismus bei den Unternehmen zu zerstreuen, der durch die Besorgnis über die Bilanzen und durch die Unsicherheiten hinsichtlich des weltpolitischen Umfelds entstanden war.

Es wäre vielleicht zu erwarten gewesen, dass diese angespannte Finanzlage auch die Ausgaben der privaten Haushalte bremsen würde. In Wirklichkeit aber setzten die privaten Haushalte in den USA ihre hohen Ausgaben fort, obwohl Umfragen auf einen Vertrauensschwund bei den Verbrauchern hindeuteten. Bei langlebigen Konsumgütern und Dienstleistungen im Bereich Wohneigentum war die Ausgabebereitschaft besonders groß, da beide von niedrigeren Leitzinsen sowie von Sonderfaktoren an den Finanzmärkten profitierten. Insbesondere die Pkw-Umsätze wurden u.a. dadurch gestützt, dass die Hersteller langlebiger Konsumgüter bereit waren, zulasten ihrer eigenen Gewinne eine zinslose Finanzierung anzubieten. Noch mehr schlug zu Buche, dass niedrigere Hypothekenzinssätze, steigende Preise für Wohneigentum und geringere Transaktionskosten die Verbraucher zu massiven Refinanzierungen veranlassten. Die so aufgebrauchten Mittel

wurden zum Teil zur Tilgung kostspieligerer Verbraucherkredite verwendet, vor allem aber zur Ausweitung des Konsums oder zum Erwerb höherwertigen Wohneigentums. Dieser Trend am Immobilienmarkt verstärkte den Auftrieb der Preise für Wohneigentum, was zu einer gewissen Eigendynamik geführt haben dürfte. Ähnliche Folgeerscheinungen eines größeren Kreditangebots waren in den letzten Jahren im Vereinigten Königreich und in Australien sowie in einer Reihe asiatischer und kontinental-europäischer Länder zu beobachten. Die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA stieg im gesamten Berichtszeitraum zwar weiter an, doch brachte dies keine sichtbaren Vorsorgereaktionen der Verbraucher mit sich. Der Aufwand für den Schuldendienst blieb relativ niedrig, wenngleich die Verschuldung gemessen am Vermögen vor allem wegen der Aktienkursrückgänge deutlich zunahm.

Auch in Japan und insbesondere in Kontinentaleuropa blieb das Wirtschaftswachstum hinter den Prognosen zurück. Dies war umso enttäuschender, als in Europa im Gegensatz zu den USA nur wenige mit der Expansion zusammenhängende Ungleichgewichte festgestellt wurden und Japan bereits seit vielen Jahren unter einer effektiven Stagnation litt. Die Unternehmen waren ähnlich zurückhaltend wie in den USA, und die Gründe dafür – schwache Unternehmensgewinne und eine hohe Verschuldung – waren im Wesentlichen dieselben. Der wichtigste Unterschied lag vielmehr beim Konsum: Die Ausgabenneigung der privaten Haushalte in Kontinentaleuropa und Japan war mit derjenigen früherer Konjunkturzyklen vergleichbar. Zwar stiegen die Preise für Wohneigentum in vielen kontinentaleuropäischen Ländern 2002 noch steiler an als in den USA, doch war offenbar weder der Wunsch noch das Instrumentarium vorhanden, diese Vermögenszuwächse für höhere Ausgaben zu nutzen.

Die makroökonomische Politik lässt sich für die anhaltende Konjunkturlaute in Japan und den größeren Ländern Kontinentaleuropas, insbesondere in Deutschland, kaum verantwortlich machen. Sie war im Berichtszeitraum generell akkommodierend, ohne jedoch übermäßig expansiv zu sein. Vielmehr gibt es Anzeichen dafür, dass die Ursachen der Flaute eher in strukturellen Schwächen an den Arbeits-, Güter- und sogar Finanzmärkten zu suchen sind. In Deutschland beispielsweise nahm die Arbeitslosigkeit im letzten Jahr erneut zu, als die beschäftigungsrelevante Abgabenquote auf Löhne und Gehälter so weit anstieg, dass frühere Rückgänge dieses „Steuerkeils“ teilweise neutralisiert wurden. Vor dem Hintergrund einer weiterhin rückläufigen Gewinnquote sackten gleichzeitig die Unternehmensinvestitionen auf den tiefsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg. Zudem schritt die Deregulierung in Japan und vielen europäischen Ländern nicht rasch genug voran, als dass angesichts des internationalen Wettbewerbs eine geordnete Reallokation des Faktors Arbeit hätte stattfinden können. Der seit langem bestehende Druck auf Preise und Gewinne in der verarbeitenden Industrie ließ im vergangenen Jahr nur leicht nach, und infolge der Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO) könnte er sich durchaus wieder verstärken. Schließlich haben die Finanzinstitute in Japan und Deutschland die Kreditkonditionen im letzten Jahr anscheinend gestrafft, was insbesondere die Investitionen der kleinen und mittleren Unter-

nehmen beeinträchtigte. Dies war vielleicht eine willkommene Maßnahme gegen das hartnäckige Problem, dass immer wieder risikoreiche Unternehmenskredite zu allzu günstigen Konditionen vergeben werden. Allerdings war der Zeitpunkt für eine solche Verhaltensänderung gelinde gesagt unglücklich gewählt.

Angesichts der Schwierigkeiten, mit denen die größten Industrieländer zu kämpfen hatten, ist es vielleicht überraschend, dass die aufstrebenden und die im Übergang befindlichen Volkswirtschaften überhaupt noch so rasch wuchsen. Lateinamerika bekam die meiste Zeit über die Nervosität an den weltweiten Finanzmärkten zu spüren, doch bremsten auch binnenwirtschaftliche Faktoren die Kapitalzuflüsse. Abwertung, Rezession und Inflation drohten gleichzeitig. Als sich jedoch der neue brasilianische Präsident zu einer umsichtigen Wirtschaftspolitik bekannte, ein weit reichender Streik in Venezuela zu Ende ging und sich in Argentinien ein Aufschwung abzeichnete, verbesserte sich die Atmosphäre in der Region glücklicherweise allmählich. Bedingt durch ein größeres Vertrauen in die Wirksamkeit der – oftmals vom IWF unterstützten – Anpassungsbestrebungen und eine verstärkte Nachfrage der Anleger nach Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften verringerten sich die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen etwas, wenngleich sie in vielen Fällen auf einem unbequem hohen Niveau verharrten.

In Asien sowie in Mittel- und Osteuropa blieb das Wachstum im Berichtszeitraum insgesamt recht kräftig. Hierbei spielten sowohl außen- als auch binnenwirtschaftliche Faktoren eine Rolle. Den asiatischen Ländern kam die beträchtliche Ausweitung des innerasiatischen Handels – zunehmend mit China – zugute, während es den europäischen Volkswirtschaften im Übergang gelang, ihre Exportmärkte zu diversifizieren. In beiden Regionen waren die Kapitalzuflüsse weiterhin so kräftig, dass wirtschaftspolitische Dilemmas entstanden, die durch offizielle Interventionen und beträchtliche Aufstockungen der Währungsreserven nur zum Teil gelöst werden konnten. Diese Maßnahmen hatten außerdem zur Folge, dass der öffentliche Sektor letztlich in hohem Maße zur Finanzierung des beständig wachsenden US-Leistungsbilanzdefizits beitrug. Zum Glück wurde in beiden Regionen aber auch die Inlandsnachfrage kräftig gestützt, um dieses außenwirtschaftliche Ungleichgewicht mit der Zeit zu korrigieren und um das Wachstum anzukurbeln. Anders als in Lateinamerika verfügten eine Reihe von Ländern in Asien sowie Mittel- und Osteuropa über hinreichende Glaubwürdigkeit, sodass die Fiskal- und die Geldpolitik gelockert werden konnten. In einigen Fällen trugen überdies strukturelle Veränderungen dazu bei, dass sich die Kreditvergabe an private Haushalte zur Finanzierung von langlebigen Konsumgütern und von Wohneigentum erheblich ausweitete. Korea, das in dieser Hinsicht die größten Fortschritte erzielt hatte, war jedoch im Frühjahr 2003 mit erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten konfrontiert. Zumindest für unbeteiligte Beobachter war dies eine nützliche Erinnerung, dass Umstrukturierungen, insbesondere im Finanzsystem, unweigerlich Risiken mit sich bringen.

Die weltweite Inflationsrate blieb im letzten Jahr weitgehend stabil auf niedrigem Niveau, wenngleich höhere Rohstoffpreise, vor allem für Öl, eine

Zeit lang ein Wiederaufflammen der Inflation befürchten ließen. In den Industrieländern tendierte die Inflation eher nach unten. In Europa war der Preisauftrieb am stärksten, Japan befand sich in einer Deflation, und die USA lagen dazwischen. Allgemein war zu beobachten, insbesondere in Ländern mit aufwertender Währung, dass die Güterpreise entweder zurückgingen oder wesentlich weniger stiegen als die Preise für Dienstleistungen. Vor allem der stärkere internationale Wettbewerb und die Produktivitätsunterschiede dürften diese Verschiebung bei den relativen Preisen herbeigeführt und sich zudem dämpfend auf die Preisentwicklung insgesamt ausgewirkt haben. Gestützt wurden die niedrigen Inflationsraten in den Industrieländern außerdem durch die nach mehreren Jahren geringen Preisauftriebs immer fester etablierte Erwartung, dass sich dieser Trend auf Dauer fortsetzen würde.

In den aufstrebenden und den im Übergang befindlichen Volkswirtschaften war das Bild wesentlich uneinheitlicher. Lateinamerika stand eindeutig am schlechtesten da. In vielen Ländern stieg die Inflation steil an, und das explizite Inflationsziel wurde oftmals verfehlt. Es ist jedoch beachtlich, dass es – anders als in der Vergangenheit – trotz erheblicher Abwertungen nicht zu einer Hyperinflation kam. Zum Teil entsprach dies der weltweiten Entwicklung insgesamt, eine wichtige Rolle spielte aber auch, dass die jeweiligen Verantwortlichen eine Verringerung der Inflation mit Nachdruck für notwendig erklärten und durch geeignete Maßnahmen unterstützten. Noch willkommener war die Tatsache, dass sich die Inflation im Berichtszeitraum in den meisten Ländern außerhalb Lateinamerikas wirklich abschwächte, sogar in Indien, wo das Haushaltsdefizit hoch blieb.

Gleichzeitig zeigte sich in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ein neuer Trend, der in einigen Fällen unerwünscht, in anderen nur schwer nachvollziehbar war. Unerwünscht war, dass die Deflation in der Sonderverwaltungsregion Hongkong zunahm und auch in Singapur wieder einsetzte, teilweise bedingt durch den vorangegangenen Immobilien- bzw. Hochtechnologieboom. Allerdings wurde auch in China, wo kein Boom stattgefunden hatte, trotz beträchtlicher konjunkturfördernder Haushaltsmaßnahmen und sehr hoher Kreditwachstumsraten wieder eine Deflation verzeichnet. Ein möglicher Grund hierfür ist wohl, dass die Arbeitsproduktivität und somit die Angebotskapazität aufgrund ausländischer Direktinvestitionen enorm zugenommen haben. Dass staatseigene Unternehmen aus Furcht vor den sozialen und politischen Folgen nicht geschlossen wurden, trug ebenfalls zu den Überkapazitäten in vielen Wirtschaftszweigen bei.

Die Deflation in diesen Ländern sowie in Japan löste eine Diskussion aus, ob es auch in anderen Ländern dazu kommen könnte und ob das gegebenenfalls Anlass zur Sorge wäre. Das Stocken des Wirtschaftswachstums belebte diese Debatte zusätzlich, denn die bestehenden Überkapazitäten drohten noch größer zu werden, was die ohnehin niedrigen Inflationsraten weiter nach unten drücken würde. Bei Schwachstellen im Finanzsystem könnte der disinflationäre Effekt sogar noch stärker sein. Auf diese zukunftsweisenden Aspekte wird in den nachfolgenden Kapiteln und in den Schlussbemerkungen noch näher eingegangen.

Wahrung der Finanzstabilität und Einfluss der Wirtschaftspolitik

Angesichts der makroökonomischen Schwierigkeiten in den Industrieländern überraschte es nicht unbedingt, dass Unternehmensinsolvenzen und Rating-Herabstufungen im vergangenen Jahr sprunghaft zunahmen und einen weit höheren Stand erreichten als während der letzten Rezession. Gleichzeitig verschlechterten sich die Gewinnaussichten für die weiterbestehenden Unternehmen, und so kam es im dritten Jahr in Folge zu massiven Verlusten an den Aktienbörsen. Im Gegensatz zum Unternehmenssektor und anders als in früheren Abschwungphasen schien allerdings das Finanzsystem – zumindest auf den ersten Blick – relativ stabil zu sein. Zwar gab es mit der Zeit durchaus deutliche Zeichen von Anspannungen, doch beschränkten sich diese auf bestimmte Wirtschaftsbereiche oder Länder und schienen im Wesentlichen unter Kontrolle gehalten werden zu können.

Grund zur Zufriedenheit bot vor allem die Widerstandsfähigkeit der Bankensysteme in den meisten Industrieländern. Verluste auf der Unternehmensseite und niedrigere Erträge aus dem Kapitalmarktgeschäft wurden – mit Japan als wichtiger Ausnahme – zumindest teilweise durch eine kräftige Belebung des Geschäfts mit den privaten Haushalten ausgeglichen. Dies galt besonders für die USA, wo Hypothekenrefinanzierungen und Verbraucherkredite hohe Nettozinserträge und Provisionen einbrachten. Deutschland war insofern ein Sonderfall, als hier die Unternehmensinsolvenzen ungewöhnlich drastisch zunahmen, was die chronisch niedrigen Zinsmargen nur unzureichend ausgleichen konnten. Doch die Eigenkapitaldecke der Banken verbesserte sich sowohl in Deutschland als auch in vielen anderen Ländern und blieb weit über den aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen. Darüber hinaus wurden in Nordamerika und in vielen europäischen Ländern erneut maßgebliche Schritte zur Kostensenkung und Ertragsdiversifizierung unternommen. Mit dem allmählichen Verschwinden des subventionierten Wettbewerbs vonseiten staatlich unterstützter Finanzinstitute in Europa dürfte die positive Wirkung dieser Umstrukturierungen auf die Gewinne deutlicher sichtbar werden.

Doch nicht überall im weltweiten Finanzsystem sah die Lage so zufriedenstellend aus. Einige alte Probleme blieben nach wie vor ungelöst, und einige neue kamen hinzu. Die Bankbilanzen in Japan und einer Reihe anderer asiatischer Länder – mit Malaysia als wichtiger Ausnahme – litten weiterhin unter dem hohen Anteil notleidender Kredite. Außerdem gab es im letzten Jahr keine wirklichen Fortschritte bei der Formulierung – geschweige denn Umsetzung – einer Strategie, um das Problem der nicht tragfähigen Verschuldung sowohl im Unternehmens- als auch im Bankensektor anzugehen. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds kamen als neue Problemfälle hinzu. Von den Verheißungen der „neuen Ära“ geblendet und mit zusätzlichem Wettbewerbsdruck konfrontiert, hatten diese – vor allem diejenigen in Europa – massiv in volatile Aktien investiert statt in langfristige Anleihen, die das natürliche Gegengewicht zu ihren vertraglichen Verbindlichkeiten bilden. Viele europäische und japanische Versicherungsgesellschaften litten auch darunter, dass sie Verbindlichkeiten mit relativ hohen garantierten Renditen eingegangen

waren. Eine Anzahl größerer europäischer Gesellschaften haben daraufhin Maßnahmen zur Rekapitalisierung ergriffen, die Versicherungsprämien angehoben und begonnen, sich aus unrentablen Geschäftszweigen zurückzuziehen. Fast überall wandten sich Pensionsfonds wegen Unterdeckung an die hinter ihnen stehenden Unternehmen. Allerdings haben sich dadurch auch die Gewinnerwartungen und die Ratings verschlechtert, was zusätzlich auf die Aktienkurse drückte und die Deckungslücken entsprechend vergrößerte.

Anlass zur Besorgnis waren im Berichtszeitraum zudem die heftigen Stimmungsschwankungen und Volatilitätsausschläge an den Finanzmärkten. Neben den gedämpften Gewinnaussichten bekamen die Aktienmärkte 2002 auch zu spüren, dass mehr Unternehmen als je zuvor ihr bisher hohes Rating verloren, mehrmals rasch hintereinander herabgestuft wurden und in manchen Fällen sogar Insolvenz anmelden mussten. Zusammen mit vorangegangenen Enthüllungen von Unregelmäßigkeiten u.a. in der Rechnungslegung sorgte dies bei den Anlegern für Verwirrung und immer größere Risikoscheu. Auch bei den Kreditzinsspannen machte sich diese Stimmung bemerkbar. Sie stiegen fast den ganzen Berichtszeitraum über kräftig an und lagen Ende 2002 auf Rekordhöhe. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sanken glücklicherweise deutlich und erreichten im Frühjahr 2003 den niedrigsten Stand seit über 20 Jahren. Unter dem Strich hatte das zur Folge, dass die Finanzierungskosten nicht so stark zunahmten, wie vielleicht zu erwarten gewesen wäre. Eine positive Überraschung war der Rückgang der Kreditzinsaufschläge um die Jahreswende, wenngleich andere Indikatoren der Marktstimmung recht düster blieben. Vielleicht waren die Zinsaufschläge vorher übermäßig hoch gewesen, doch kamen die Märkte offenbar auch zu dem Schluss, dass es den Unternehmen tatsächlich gelang, ihre Bilanzen zu sanieren und ihre Anfälligkeit gegenüber potenziellen Schocks zu reduzieren.

Dass das Finanzsystem – und insbesondere das Bankensystem – so reibungslos funktionierte, hat sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Gründe. Der vielleicht wichtigste konjunkturelle Faktor war in vielen Ländern etwas, das gar nicht eintrat: Dem jüngsten Abschwung ging kein kräftiger Anstieg der gewerblichen Immobilienkredite voraus, die dann notleidend geworden wären. Vielmehr wurden die Erträge der Finanzinstitute angesichts der Schwächen im Unternehmenssektor und an den Finanzmärkten oft durch das relativ lebhafte Geschäft mit Hypotheken- und Verbraucherkrediten gestützt. Dieses wiederum war u.a. eine Folge der rigorosen Lockerung der Geldpolitik in vielen Ländern, die durch die anhaltend stabilen Inflationsraten möglich geworden war.

Auch strukturelle Entwicklungen förderten die Finanzstabilität. Bei den Finanzinstituten, insbesondere den Banken, ist anscheinend das Bewusstsein für ihre Risiken und für die Notwendigkeit eines sorgfältigen Risikomanagements gewachsen. Beispielsweise werden Risiken immer mehr aus dem Bankensystem hinaus auf die Finanzmärkte und von dort auf Nichtbankfinanzinstitute übertragen. Gestützt wurde dieser Trend durch das rasche Wachstum des Hochrenditenmarktes, vor allem in den USA, sowie die Entwicklung der europäischen Anleihemärkte seit der Einführung des Euro. Die Banken verwenden zunehmend Finanzinstrumente wie Konsortialkredite, forderungs-

unterlegte Wertpapiere, Collateralised Debt Obligations und Credit Default Swaps, um Kreditrisiken auf andere institutionelle Anleger zu übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass eine größere Streuung des Kreditrisikos stabilitätsfördernd ist, was sich bisher auch bestätigt hat. Dass den Schuldern eine stärker diversifizierte Auswahl von Gläubigern zur Verfügung stand, half zudem Liquiditätsproblemen vorbeugen, wie sie in der Vergangenheit oftmals zu folgenschweren Insolvenzen geführt hatten.

Die Verantwortlichen des öffentlichen Sektors haben dabei nicht nur den richtigen Zeitpunkt für wirtschaftspolitische Anpassungen gefunden, sondern ihnen ist zum Teil auch diese relativ positive Entwicklung im Finanzsektor zu verdanken. Die nationalen Entscheidungsinstanzen arbeiten – zusammen mit den internationalen Finanzinstitutionen und dem Forum für Finanzstabilität (FSF) – seit vielen Jahren intensiv daran, die Standards für ein umsichtiges Verhalten im Finanzsystem zu verbessern. Im Berichtszeitraum wurde das Augenmerk besonders auf die Schwachstellen in den Marktgrundlagen gerichtet, die im Zuge der jüngsten Skandale im Unternehmenssektor aufgedeckt worden waren. Obwohl viele Initiativen bereits kurz nach diesen Ereignissen lanciert wurden, scheinen die meisten wohlgedacht und in enger Zusammenarbeit mit den Marktteilnehmern konzipiert worden zu sein. Darüber hinaus sind zwar etliche Initiativen in Bezug auf die gesetzlichen Grundlagen und ihren Geltungsbereich im Wesentlichen national, sie bauen jedoch auf allgemeinen Grundsätzen auf, die nach eingehenden Konsultationen auf internationaler Ebene vereinbart wurden. Die Lehren aus den jüngsten Erfahrungen der einzelnen Länder finden Eingang in diese Grundsätze, und daher dürfte diese interaktive Vorgehensweise schließlich zu einer beträchtlichen internationalen Konvergenz der bewährten Verfahren („best practices“) führen.

Besondere Erwähnung verdienen die kürzlich von der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) herausgegebenen Grundsätze über die Unabhängigkeit der Rechnungsprüfer (zur Vermeidung von Interessenkonflikten) und die behördliche Überwachung von Prüfungsfirmen. Damit soll behoben werden, was immer mehr als bedeutende Schwachstelle angesehen wird, dass es nämlich in der Wirtschaftsprüfungsbranche sowohl an Führungsqualitäten als auch am Willen fehlt, angesichts bisheriger Mängel innere Reformen durchzuführen und die Standards für die Prüfpraxis zu überarbeiten. Fortschritte gab es auch bei der Erarbeitung internationaler Vereinbarungen über Grundsätze in den Bereichen Rechnungslegung und Publizität. Bei der Rechnungslegung war die Vereinbarung zwischen den US-Behörden und dem International Accounting Standards Board, einheitliche Rechnungslegungsstandards anzustreben, ein wichtiger Schritt nach vorn. Von großer Bedeutung war im vergangenen Jahr außerdem der Beginn der Überarbeitung der *Grundsätze der Corporate Governance* der OECD. Dabei sollen sowohl die Grundsätze selbst noch konsequenter gestaltet als auch zusätzliche Hilfestellungen für ihre weltweite Auslegung, Anwendung und Durchsetzung gegeben werden. Ferner wurde zunehmend anerkannt, dass internationale Standards notwendig sind, um systeminhärente Interessenkonflikte im Finanzdienstleistungssektor ganz allgemein so gering wie möglich

zu halten. In letzter Zeit wurde der Beziehung zwischen Aktienanalysten und Emissionsinstituten besondere Aufmerksamkeit gewidmet, doch darüber hinaus lassen sich ohne weiteres eine Menge anderer Konflikte benennen.

Bisher hat sich das weltweite Finanzsystem den immer deutlicher hervortretenden wirtschaftlichen Anspannungen gegenüber als robust erwiesen. Das ist eigentlich beruhigend, ebenso wie der Fortschritt bei der Stärkung der Fundamente des Finanzsystems. Allerdings darf dies die Verantwortlichen nicht davon abhalten, die immer noch vorhandenen Mängel zu beheben, und es darf ihnen nicht den Blick auf weitere Herausforderungen verstellen. Womöglich sind im Finanzsystem erhebliche latente Anspannungen vorhanden. Es lässt sich nicht zuverlässig voraussagen, wie sich eine anhaltende weltweite Wachstumsschwäche auf den Finanzsektor auswirken könnte, vor allem wenn Schocks auf politischer Ebene oder im Welthandel hinzukämen. Diese vorausschauenden Fragen und mögliche wirtschaftspolitische Antworten werden im Mittelpunkt der Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts stehen.

II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Trotz erheblicher Konjunkturimpulse in den fortgeschrittenen Industrieländern erholte sich die Wirtschaft 2002 nur geringfügig (Tabelle II.1). Während die Ausgaben der privaten Haushalte stabil blieben, schraubten die Unternehmen ihre Investitionen weiter zurück. Im ersten Quartal 2003 war die Nachfrage unerwartet schleppend, doch ist schwer abschätzbar, inwieweit dies auf geopolitische Unsicherheiten zurückzuführen war und in welchem Maße grundlegendere Einflussfaktoren das Wachstum bremsen. In den Prognosen wird allgemein davon ausgegangen, dass die Konjunktur im späteren Jahresverlauf leicht an Fahrt gewinnen wird. Im Unternehmensbereich sind der jüngste Anstieg der Gewinne, die Konsolidierung der Bilanzen und der anhaltende technische Fortschritt günstige Voraussetzungen für eine Belebung der Investitionen. Doch die Schuldenlast der privaten Haushalte ist größer geworden, und das Konsumwachstum dürfte sich verlangsamen. In Japan und Europa – und dort vor allem in Deutschland – ist die Inlandsnachfrage immer noch schwach.

Angesichts des Abwärtsdrucks auf die Güterpreise weltweit sind Befürchtungen über eine mögliche globale Deflation und die damit verbundenen Gefahren geäußert worden.

Für die politischen Entscheidungsträger bleiben noch weitere zentrale Herausforderungen bestehen. Die Haushaltsdefizite haben sich zuletzt ausgeweitet, und die sich nach oben verschiebende Altersstruktur der Bevölkerung

Wachstum und Inflation								
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent								
	Reales BIP				Verbraucherpreise ¹			
	1991–2000	2001	2002	2003 ²	1991–2000	2001	2002	2003 ²
Fortgeschrittene Industrieländer	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
USA	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Euro-Raum	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Japan	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Vereinigtes Königreich	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Kanada	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australien	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Übrige Länder ³	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

¹ Euro-Raum: harmonisierter Verbraucherpreisindex; Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinszahlungen. ² Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. ³ Dänemark, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz.

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.1

in den fortgeschrittenen Industrieländern wird die öffentlichen Ausgaben längerfristig stärker belasten. Die Gestaltung der fiskalpolitischen Rahmenbedingungen und die Notwendigkeit einer Haushaltskonsolidierung auf mittlere Sicht rücken somit entscheidend in den Blickpunkt. Die anhaltende Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte in den Industrieländern seit Mitte der neunziger Jahre ist mit Verlagerungen in der weltweiten Ersparnis einhergegangen, die sich künftig bemerkbar machen dürften.

Weltweite Konjunkturbelebung 2002

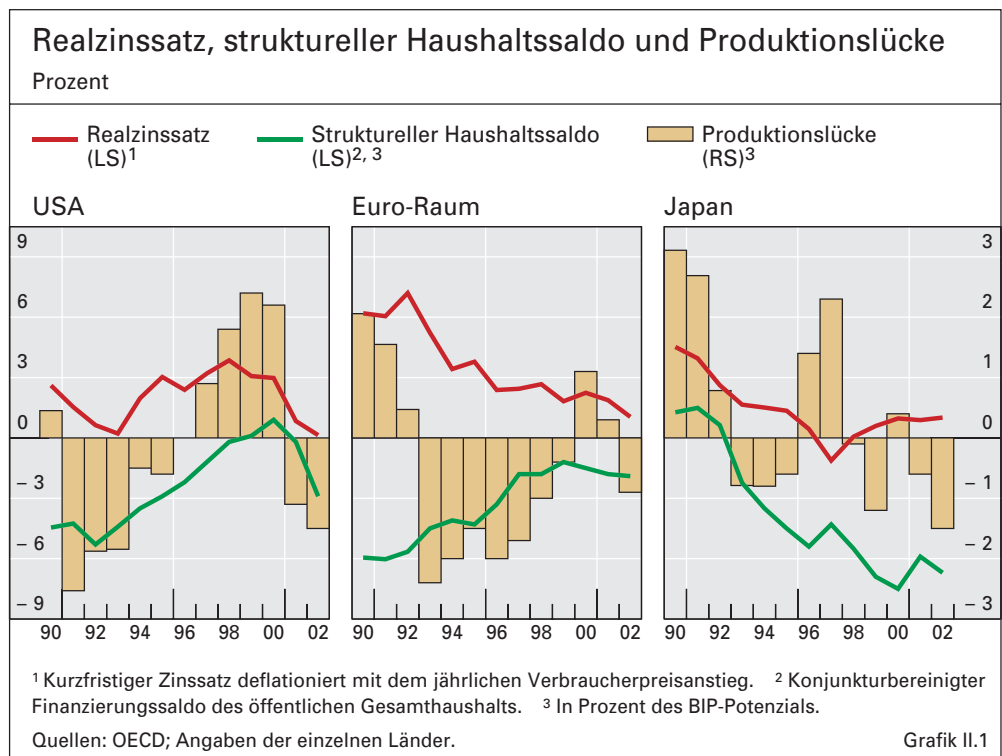
Enttäuschendes Wachstum trotz Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik

Nach einem relativ flachen Abschwung 2001 zog die Konjunktur in den fortgeschrittenen Industrieländern im Jahr 2002 wieder an. Die Weltwirtschaft verlor jedoch rasch an Fahrt und zeigte sich am Jahresende schwach; in den meisten Regionen weiteten sich die Produktionslücken aus. Insbesondere in den USA verlangsamte sich das Wachstum der Endnachfrage. Einige andere Industrieländer schnitten besser ab; lebhaft war die inländische Endnachfrage vor allem in Australien sowie – in geringerem Maße – in Kanada. Die japanische Wirtschaft expandierte 2002 nur leicht, obwohl die Exporte deutlich an Dynamik gewannen. Im Euro-Raum blieb das Wachstum weit hinter den Erwartungen zurück, und in Deutschland kam es beinahe zum Stillstand.

Angesichts der erheblichen Konjunkturimpulse waren diese Entwicklungen besonders enttäuschend. In den USA waren die Leitzinsen drastisch gesenkt worden, und der Haushaltssaldo kehrte sich in ein großes und weiter anwachsendes Defizit (Grafik II.1). In den übrigen Industrieländern

Weltwirtschaft im Jahresverlauf 2002 schwächer ...

... trotz erheblicher Konjunkturimpulse

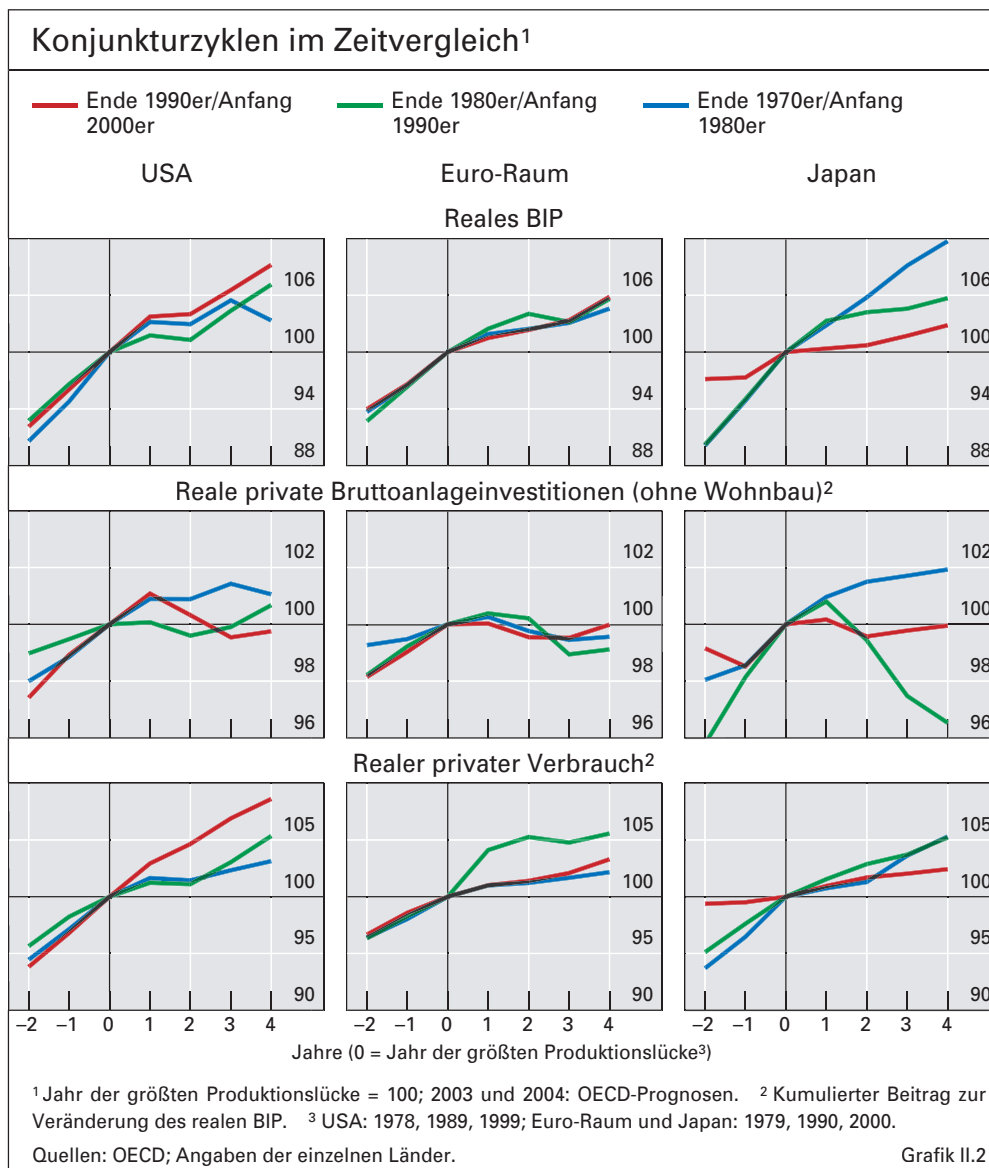


war die Wirtschaftspolitik weniger expansiv ausgerichtet. Die Haushaltspolitik verfolgte zumeist einen neutralen Kurs, wobei zwar die automatischen Stabilisatoren wirken konnten, diskretionäre Maßnahmen jedoch im Euro-Raum sowie vor allem in Japan durch große Budgetdefizite und eine hohe öffentliche Verschuldung begrenzt wurden. Zudem wurde der Spielraum für eine geldpolitische Lockerung im Euro-Raum durch die Inflationsträgheit und in Japan durch die Nullzinsgrenze bei den Nominalzinssätzen eingeschränkt (Kapitel IV). Einige Länder (insbesondere Australien und Kanada) strafften die Geldpolitik vor dem Hintergrund einer soliden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und eines gewissen Inflationsdrucks.

Keine Erholung bei den Unternehmensinvestitionen

Die Investitionstätigkeit der Unternehmen war in den fortgeschrittenen Industrieländern 2002 rückläufig (Grafik II.2). Die ungewöhnlich niedrigen Investitionen waren zum Teil eine Reaktion auf den vorangegangenen Investitionsboom, als übermäßig optimistische Gewinnerwartungen zu überhöhten

Rückläufige Investitionen bei Bilanzkonsolidierung



Preissteigerungen bei Krediten und Vermögenswerten geführt hatten. Wegen der sich abzeichnenden beträchtlichen Kapazitätsüberhänge in mehreren Branchen – insbesondere in der Informationstechnologie (IT) – und der schlechten Absatzaussichten nahm die Nachfrage nach neuen Ausrüstungsgütern ab. Darüber hinaus waren die Unternehmen nach dem Rückgang der Preise von Vermögenswerten gezwungen, ihre Bilanzen zu konsolidieren und ihre Gewinnsituation wieder zu verbessern. Zusätzlich beeinträchtigt wurde das Vertrauen der Investoren, als mehrere viel beachtete Rechnungslegungs-skandale sowie einige bedeutende Konkurse die Besorgnis hinsichtlich der Führungs- und Überwachungsmechanismen der Unternehmen schürten. Niedrigere Aktienkurse, eine Straffung der Kreditkonditionen und die Ausweitung der Renditenaufschläge auf ihre Anleihen erschwerten den Unternehmen zudem die Mittelbeschaffung. In einigen wichtigen europäischen Ländern sowie in Japan war das Kreditangebot in gewissem Umfang eingeschränkt, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen.

Ausgaben der privaten Haushalte robust

Die privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Industrieländern hielten ihre Ausgaben 2002 allerdings im Durchschnitt relativ stabil, obwohl sich ihr Finanzvermögen erheblich verringerte und sich die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte. Der private Konsum und die Wohnbauinvestitionen waren in mehreren Ländern recht lebhaft, und zwar insbesondere in den USA und im Vereinigten Königreich. Ein wesentlicher Grund hierfür war, dass die privaten Haushalte stark auf die Konjunkturimpulse in diesen Ländern reagierten. Sie profitierten von der expansiven haushaltspolitischen Ausrichtung z.B. über Steuersenkungen, Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor oder höhere Sozialleistungen. Zugleich reduzierten sich die Kosten für die Kreditaufnahme infolge der allgemeinen Leitzinssenkungen und des Rückgangs der langfristigen Zinssätze beträchtlich. So fiel etwa der durchschnittliche Kreditzinssatz für die privaten Haushalte in den USA im Jahresverlauf 2002 um fast 1 Prozentpunkt, und großzügige Kreditkonditionen begünstigten den Pkw-Absatz. Im Euro-Raum waren die Ausgaben der privaten Haushalte weit weniger dynamisch; hier stiegen die Sparquoten deutlich an. In Japan war der Verbrauch relativ stabil, doch die Wohnbauinvestitionen gingen weiter zurück.

Strukturelle Änderungen an den Finanzmärkten vieler Länder erleichterten die Kreditaufnahme und ermöglichten es den privaten Haushalten, sich höher zu verschulden. Auch die kräftigen Wertsteigerungen von Immobilien, die sich im Jahr 2002 fortsetzten und sich in einigen Ländern sogar beschleunigten, begünstigten die Liquiditätsbeschaffung (Kapitel VII, Tabelle VII.2). Der Anstieg der Immobilienpreise scheint die Verluste an den Aktienmärkten zum Teil aufgefangen zu haben, insbesondere in Nordamerika, im Vereinigten Königreich und in einigen Ländern Kontinentaleuropas. Dort war es dank eines stärkeren Wettbewerbs und Innovationen an den Hypothekenmärkten einfacher, Wertzuwächse beim Wohneigentum für die Beschaffung liquider Mittel zu nutzen. Zudem sind die Transaktionskosten bei der Kreditrefinanzierung gesunken, sodass die Kreditnehmer leichter von niedrigeren Zinssätzen profitieren können.

Ausgaben der privaten Haushalte robust ...

... gestützt durch steigende Immobilienpreise und Hypothekenrefinanzierungen

Ausblick für die Weltwirtschaft

Uneinheitliche, aber stetige Expansion

Rezessive Kräfte
2003 möglicherweise
schwindend ...

Die erhöhte Besorgnis über die Entwicklung im Nahen Osten gilt als entscheidender Bremsfaktor für die Expansion in letzter Zeit, da sie die Ölpreise nach oben trieb und das Vertrauen dämpfte. Zwar ist die Lage derzeit noch immer von geopolitischen Unsicherheiten überschattet, doch wird allgemein erwartet, dass die früheren rezessiven Kräfte nachlassen. Die Lageranpassungen scheinen abgeschlossen zu sein, wobei die Lagerbestände im Verhältnis zu den Umsätzen in den USA im langfristigen Vergleich sehr niedrig sind. Mehrere Faktoren deuten darauf hin, dass auch bei den Anlageinvestitionen eine Wende stattfindet. Nach zwei Jahren rückläufiger Investitionen dürften Neuanschaffungen nötig sein, zumal Ausrüstungsgüter der Hochtechnologie rasch veralten. Weitere Impulse für die Investitionsausgaben versprechen die Unternehmensgewinne, die sich 2002 auf der Basis des Volkseinkommens gerechnet verbesserten, und solidere Unternehmensbilanzen. Die Finanzierungsbedingungen sind in jüngerer Zeit ebenfalls besser geworden.

... doch bisher
kaum Anzeichen
einer nachhaltigen
Erholung

Dennoch ist das Wirtschaftswachstum in den meisten Regionen im Jahr 2003 bisher schwach, und es gibt kaum Anzeichen für eine Belebung des Welthandels. Ebenso wenig deuten die aktuellen Umfragen darauf hin, dass die Stimmung bei den Unternehmen allgemein positiver geworden wäre. An den Finanzmärkten ist jedoch eine gewisse Verbesserung zu erkennen: Die Renditenstrukturkurven spiegeln die Erwartung eines Aufschwungs im weiteren Jahresverlauf wider, die Renditenaufschläge von Anleihen haben sich verringert, und die Aktienkurse haben die kriegsbedingten Einbußen weitgehend wettgemacht. Mit ihren raschen Stimmungsumschwüngen im Jahr 2002 waren die Märkte allerdings keine zuverlässigen Vorlaufindikatoren.

Allgemeine
Einschätzung
fragwürdig

Die allgemeine Erwartung, dass die Ausgaben der privaten Haushalte robust bleiben und die Schwächephase überbrücken werden, bis sich die Investitionen erholen, ist mit mehreren Fragezeichen verbunden. Einerseits könnte eine rasche Beseitigung der geopolitischen Unsicherheiten das Vertrauen und die Ausgabebereitschaft sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den Unternehmen wiederherstellen. Dies könnte eine kräftigere Expansion zur Folge haben, als derzeit angenommen wird. Andererseits könnte der Effekt vorangegangener Konjunkturimpulse nachlassen, bevor sich die Aufwärtsentwicklung der Endnachfrage selbst tragen kann. Insbesondere die öffentlichen Ausgaben und die zinsreagiblen Komponenten der Nachfrage der privaten Haushalte bewegen sich bereits auf hohem Niveau und könnten in naher Zukunft etwas nachgeben. In den USA scheint bei den langlebigen Konsumgütern schon eine schwächere Phase begonnen zu haben. In den Ländern, in denen die Ausgaben der privaten Haushalte von der Dynamik am Markt für Wohneigentum gestützt wurden, könnte die expansive Wirkung der Hypothekenrefinanzierung nachlassen. In einigen Ländern scheinen die Preise für Wohneigentum ihren Höhepunkt bereits erreicht zu haben, und die langfristigen Zinssätze sinken offenbar nicht mehr.

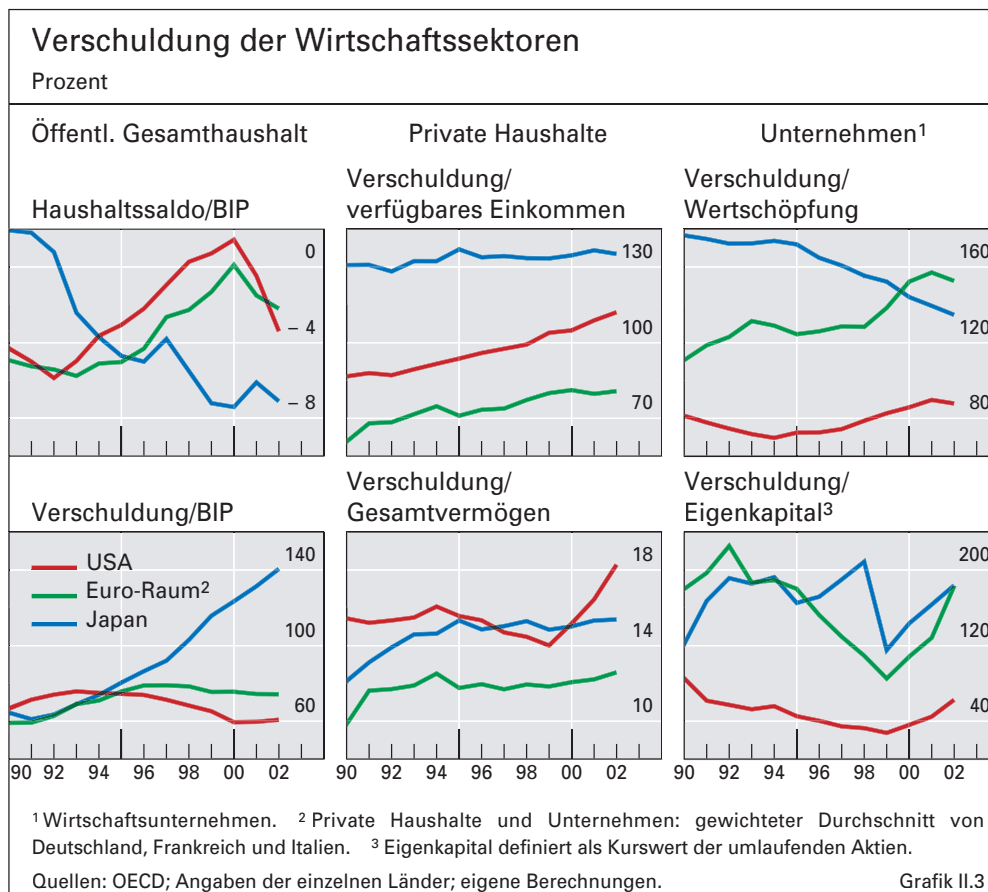
Eine weitere Gefahr ist, dass sich die konjunkturpolitischen Impulse sogar umkehren könnten. Die sich verschlechternden Aussichten für die öffentlichen

Finanzen haben nicht nur in vielen Ländern weitere nennenswerte Konjunkturimpulse verhindert, sondern in Europa sowie auf bundesstaatlicher und lokaler Ebene in den USA auch zu einiger Zurückhaltung geführt. Der Spielraum für weitere geldpolitische Impulse ist in Ländern, in denen sowohl die Leitzinssätze als auch die Zinsen für Staatsanleihen inzwischen historische Tiefstände erreicht haben, weitgehend erschöpft. Bisweilen wurde die Besorgnis geäußert, dass die langfristigen Zinssätze wieder aufwärts tendieren könnten, falls sich die Kurse oder die öffentlichen Finanzen in den Augen der Anleger ungünstig entwickeln. Ferner könnten neue Schwierigkeiten im Unternehmensbereich oder verborgene Schwachstellen im Finanzsektor mancher Länder die Kreditvergabe für einige Zeit einschränken.

Vermögenspositionen des privaten Sektors

Inwieweit das Wirtschaftswachstum noch dadurch gebremst wird, dass die Unternehmen zur Konsolidierung ihrer Bilanzen gezwungen sind, ist nach wie vor unklar, doch es besteht Anlass zu Optimismus. Wegen ihrer gedämpften Anlageinvestitionen hat sich der Finanzierungssaldo der Unternehmen (d.h. die Differenz zwischen ihrer Ersparnis und ihren Investitionen) in Japan, den USA und Europa erheblich verbessert. In Japan setzten die rentablen Unternehmen die Tilgung ihrer hohen Schuldenlast aus früheren Jahren fort; im letzten Jahrzehnt ist die Verschuldung der Unternehmen gemessen an ihrer Wertschöpfung um über 30 Prozentpunkte zurückgegangen (Grafik II.3). In den USA war der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors 2002 beinahe

Unternehmensbilanzen etwas solider ...



ausgeglichen, und die Verschuldung ist nunmehr rückläufig. Im Euro-Raum ist die Unternehmensverschuldung, die in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre drastisch gestiegen war, in jüngster Zeit zurückgegangen, und das Finanzierungsdefizit hat sich seit 2000 verringert.

Zwei weitere Faktoren sind ebenfalls positiv zu bewerten. Erstens liegt der Verschuldungsgrad noch immer im Rahmen, da der Rückgang der Aktienkurse durch den Abbau von Schulden zum Teil ausgeglichen wurde. Zweitens konnten die Unternehmen dank niedriger Zinssätze ihren Schuldendienstaufwand senken. Beispielsweise betrug der Zinsaufwand der US-Wirtschaftsunternehmen Ende 2002 noch rund 14% ihres Cashflows. Damit lag er fast 2 Prozentpunkte unter dem letzten Höchststand von Anfang 2001 und über 5 Prozentpunkte unter dem Stand zu Beginn der neunziger Jahre. Bei einem Zinsanstieg dürften die Unternehmen jedoch ihren Zinsaufwand zu verringern suchen, indem sie fremdfinanzierte Investitionen weiterhin zeitlich verschieben. Zudem braucht die Sanierung der Bilanzen ihre Zeit. Da die Verschuldung der US-Unternehmen gemessen an ihrer Wertschöpfung gegenwärtig bei 88% liegt, verglichen mit 80% Anfang der neunziger Jahre, dürfte sich ein weiterer Schuldenabbau aufdrängen. Für Europa scheint dies sogar in noch stärkerem Maße zu gelten. Außerdem ist es denkbar, dass die veröffentlichten Zahlen aufgrund versteckter Unternehmensverbindlichkeiten (z.B. aufgrund von Deckungslücken bei den Betriebsrentenplänen) ein zu positives Bild zeichnen.

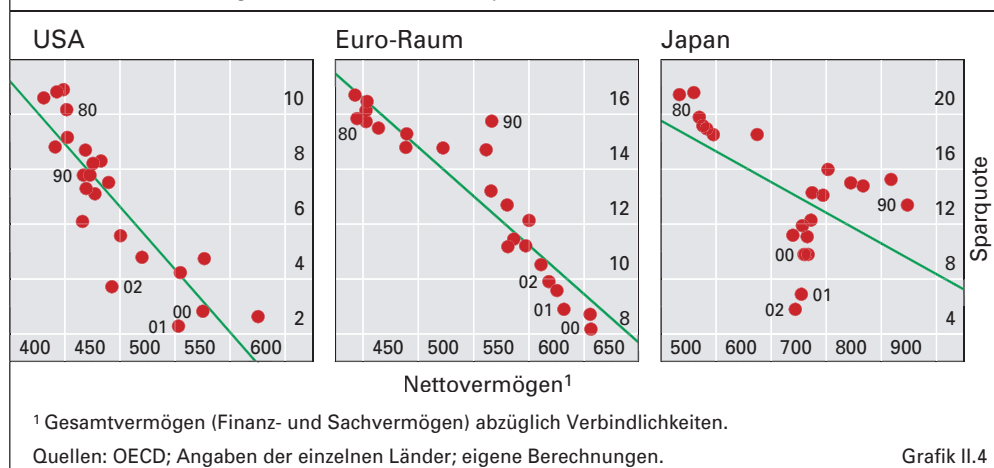
... doch
Verschuldung der
privaten Haushalte
höher

Im Gegensatz zu den Unternehmen haben sich in der jüngsten Konjunkturphase die privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Industrieländern – trotz einer merklichen Abschwächung im Euro-Raum – im Durchschnitt weiterhin verschuldet und Ausgaben getätigt. Daher stieg die Verschuldung der privaten Haushalte im Jahr 2002 weiterhin schneller als ihr Einkommen. Am ausgeprägtesten war dieser Trend in den Ländern, in denen niedrigere Nominalzinssätze die Nachfrage nach Wohneigentum ankurbelten und den privaten Haushalten überdies einen Anreiz boten, bestehende Hypotheken zu refinanzieren. Auf diese Weise generierten die privaten Haushalte Mittel für höhere Ausgaben, ein Prozess, der durch einen deutlichen Anstieg der Preise für Wohneigentum noch verstärkt wurde.

Berücksichtigt man den Wert des Vermögens der privaten Haushalte, erscheint die Verschuldung nicht außergewöhnlich hoch. Die durchschnittliche Verschuldung der privaten Haushalte gemessen an ihrem Vermögen liegt in den G7-Ländern mit Ausnahme Japans seit vielen Jahren praktisch unverändert bei rund 15%. Dennoch ist in diesen Ländern die Verschuldung der privaten Haushalte in Relation zu ihrem verfügbaren Einkommen auf über 105% gestiegen und ist damit fast 15 Prozentpunkte höher als Anfang der neunziger Jahre. Auch der Schuldendienstaufwand ist größer geworden; in den USA beispielsweise drückte er das verfügbare private Einkommen 2002 um rund 14%. Dies war deutlich mehr als ein Jahrzehnt zuvor, obwohl die Zinssätze für die Mittelbeschaffung erheblich zurückgegangen sind. Gesamtwirtschaftlich sind die privaten Haushalte zwar in hohem Maße durch festgeschriebene langfristige Hypothekenzinssätze abgesichert, doch könnte ein Zinsanstieg oder eine Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt sie in Schwierigkeiten bringen. In manchen Fällen hatte die niedrige Inflation

Sparquote und Nettovermögen der privaten Haushalte, 1980–2002

In Prozent des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte



möglicherweise zur Folge, dass die tatsächliche künftige Tilgungslast unterschätzt wurde.

Zwar lassen die Vermögenspositionen der privaten Haushalte keine unmittelbare Beeinträchtigung der Ausgaben vermuten, doch könnte ihre Sparquote nach oben tendieren. Im Euro-Raum ist sie in den letzten Jahren bereits erheblich gestiegen, und in Japan besteht wohl noch mehr Grund zur Besorgnis: Im Laufe der letzten zehn Jahre wurden dort erhebliche Vermögenseinbußen verzeichnet; dennoch blieb die Sparquote der privaten Haushalte auf ihrem rückläufigen Trend (Grafik II.4). In den USA erscheint sie noch niedrig, obwohl sie 2002 infolge von Steuersenkungen bereits zu steigen begonnen hatte. Wegen des wachsenden Nettovermögens der privaten Haushalte dürfte das Gleichgewichtsniveau ihrer Sparquote in den letzten beiden Jahrzehnten allerdings gesunken sein.

Längerfristige Aussichten

Besonders auffällig am jüngsten Konjunkturabschwung ist, dass er auch in den Regionen zu spüren war – insbesondere Kontinentaleuropa und Japan –, die am vorangegangenen Ausgabenboom nicht beteiligt gewesen waren. Der offenbar hohe konjunkturelle Gleichlauf in den Industrieländern ist nicht nur auf die Handelsströme, sondern auch auf die Finanzmärkte und auf psychologische Faktoren zurückzuführen. Einigen Beobachtern zufolge sind diese Verknüpfungen in den letzten Jahren stärker geworden, wobei die USA ihren Vorsprung auf die anderen Länder ausbauen (72. Jahresbericht). Erstens sind die supranationalen Unternehmensbeziehungen seit der Welle von grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen in den neunziger Jahren beträchtlich gewachsen. Zweitens ging die Ausweitung des US-Leistungsbilanzungleichgewichts mit steigenden Kapitalzuflüssen einher. Daher erlitten einige ausländische Finanz- und Wirtschaftsunternehmen, die an der Finanzierung des US-Aufschwungs beteiligt gewesen waren, schwere Verluste und mussten Kosten einsparen, um ihre Gewinnsituation wieder zu verbessern.

US-Entwicklung weiterhin ausschlaggebend

Schwächen
in Japan und
Europa ...

Doch der offenbar größere Einfluss der USA auf das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte auch mit einigen spezifischen Schwachstellen in anderen Regionen zusammenhängen. Japan verzeichnete in den letzten zehn Jahren ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von nur 1% jährlich. Sein Potenzialwachstum dürfte daher inzwischen deutlich unter der in den achtziger Jahren geschätzten Rate von 4% liegen. Auch in einigen wichtigen europäischen Volkswirtschaften hat sich das Potenzialwachstum verringert, vor allem in Deutschland. Darauf wird weiter unten noch ausführlicher eingegangen. Diese Trends spielen eine wichtige Rolle, nicht nur aufgrund ihrer Bedeutung für die langfristige Entwicklung des Lebensstandards. Niedrige Potenzialwachstumsraten außerhalb Nordamerikas könnten die Leistungsbilanzkorrekturen erschweren, die aufgrund der derzeitigen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nötig sind. Zudem reflektiert ein niedriges Potenzialwachstum oft Strukturverhärtungen und eine geringe Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks. So haben die USA mit ihrem stabilen Potenzialwachstum den letzten Abschwung gut überstanden. Dank der Dynamik auf der Angebotsseite hatte die US-Volkswirtschaft anscheinend größeren Spielraum zur Nutzung neuer Wachstumschancen und konnte besser auf Nachfrageimpulse reagieren.

... aufgrund
geringeren Anstiegs
der Erwerbs-
bevölkerung ...

An erster Stelle der Bestimmungsfaktoren für die langfristige Wirtschaftsentwicklung steht die Erwerbsbevölkerung. Diese weitet sich in den USA immer noch stark aus, in Japan nimmt sie hingegen bereits ab, und in einigen europäischen Volkswirtschaften, wo sich die Altersstruktur rapide verschiebt, wird das bald ebenfalls der Fall sein. Zudem funktionieren die Arbeitsmärkte sehr unterschiedlich. In den USA ist die strukturelle Arbeitslosigkeit seit Mitte der siebziger Jahre stetig zurückgegangen, in Japan dagegen gestiegen. Im Euro-Raum ist das Bild recht uneinheitlich: Bis Mitte der neunziger Jahre stieg die strukturelle Arbeitslosigkeit auf ein hohes Niveau, konnte seither jedoch in einigen Ländern – mit Deutschland als wichtiger Ausnahme – dank erfolgreicher Maßnahmen zur Förderung des Beschäftigungswachstums verringert werden. Ein zweiter wesentlicher Bestimmungsfaktor für die langfristige Wirtschaftsentwicklung war die relativ ausgeprägte Steigerung der Arbeitsproduktivität in den USA, vor allem im vergangenen Jahr, als die Produktion je Beschäftigten deutlich zunahm. Im Euro-Raum und in Japan ist die Arbeitsproduktivität in den letzten Jahren dagegen weniger stark gewachsen.

... und aufgrund
niedrigerer
Produktivität

Die besseren Ergebnisse in den USA scheinen im Wesentlichen dem anhaltenden technischen Fortschritt zuzuschreiben zu sein, wie er am Wachstum der totalen Faktorproduktivität gemessen wird, d.h. dem Produktionsanstieg, der nicht auf einen höheren Input an Arbeit oder Kapital zurückgeht. In den USA beispielsweise hat sich der Anstieg dieser Kennzahl seit der Phase des schleppenden Produktionswachstums in den siebziger Jahren erheblich beschleunigt. Ganz anders dagegen in Europa und Japan: In Europa gibt es Hinweise darauf, dass die jüngsten Reformen an den Arbeitsmärkten zu Beschäftigungszuwächsen geführt haben, die die gemessene Produktivität drückten. In Japan richtet sich die Aufmerksamkeit vor allem auf die Funktionsstörungen im Finanzsystem, die vielfach als größtes Hindernis für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum angesehen werden.

Auf kurze Sicht könnten gewisse Strukturreformen zwar eine höhere Arbeitslosigkeit zur Folge haben, sie könnten aber auch latente Nachfrage (z.B. nach inländischen Dienstleistungen) freisetzen und mit der Zeit die Beschäftigung steigern. Außerdem könnte allein die Ankündigung eines Reformprogramms schon das Vertrauen stärken, vor allem im Unternehmensbereich. Das Funktionieren der Märkte zu verbessern dürfte im Übrigen dringlicher sein als allgemein vermutet. Erstens können Rigiditäten bereits lange Zeit unerkannt vorhanden sein, bevor sich die nachteiligen Angebotseffekte bemerkbar machen. Zweitens könnten langfristige Produktivitätssteigerungen gefährdet sein, wenn größere geopolitische Risiken zu höheren Ausgaben für innere Sicherheit und Verteidigung führen, denn diese wirken sich auf die Volkswirtschaft wie eine versteckte Steuer aus. Drittens sind höhere Produktivitätssteigerungen notwendig, um die nachteiligen Auswirkungen des demografischen Alterungsprozesses in praktisch allen Industrieländern auf das Pro-Kopf-Einkommen aufzufangen.

Reformen an Güter- und Arbeitsmärkten nötig

Gedämpfte längerfristige Wachstumsaussichten in Deutschland

Bei der Betrachtung des bremsenden Einflusses von Strukturschwächen auf das längerfristige Wirtschaftswachstum lag der Schwerpunkt des Interesses in letzter Zeit oftmals auf Kontinentaleuropa. Art und Ausmaß dieses Einflusses sind von Land zu Land unterschiedlich. Deutschland – die größte Volkswirtschaft dieser Region – verdient dabei besonderes Augenmerk. Das BIP-Wachstum war hier in den letzten Jahren ungewöhnlich niedrig, und diese Schwäche scheint im Wesentlichen auf eine schleppende Inlandsnachfrage zurückzuführen zu sein. In den letzten fünf Jahren trugen die Exporte im Durchschnitt über 2 Prozentpunkte zum Wirtschaftswachstum bei und somit mehr als im Mittel der achtziger Jahre und mehr als in Frankreich oder Italien. Der private Verbrauch dagegen war schwächer, und auch die Investitionen stellten einen wesentlichen Bremsfaktor dar, sodass die deutsche Potenzialwachstumsrate auf nur 1½% gesunken ist. Für den übrigen Euro-Raum liegen die Schätzungen demgegenüber bei fast 2½%.

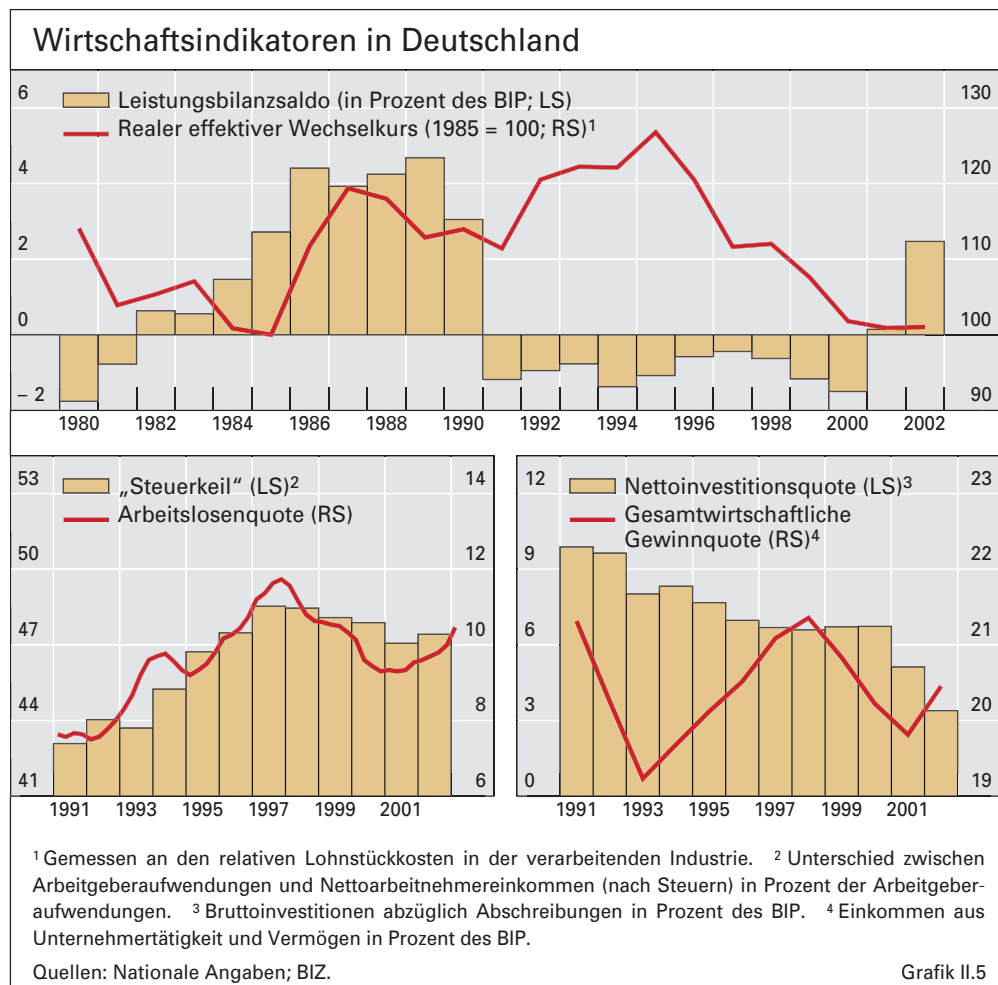
Schwache Konjunktur in Deutschland ...

Für die Wachstumsschwäche in Deutschland sind etliche Gründe angeführt worden, von denen einige vielleicht plausibler sind als andere. Bisweilen heißt es, die deutsche Währung sei beim Eintritt in die europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) überbewertet gewesen. Nun hat Deutschland in der ersten Hälfte der neunziger Jahre international zwar an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt und Marktanteile verloren, doch ist der reale effektive Wechselkurs seit Mitte der neunziger Jahre erheblich gesunken (Grafik II.5 oben). So konnte Deutschland in den letzten Jahren Marktanteile hinzugewinnen, und seine Exportquote gemessen am BIP ist außergewöhnlich hoch. In ähnlicher Weise führen einige Beobachter an, hohe Realzinssätze hätten die Investitionsausgaben und das gesamtwirtschaftliche Wachstum gedrückt. Auf den ersten Blick erscheint auch diese Behauptung haltlos. Seit 1997 liegt der reale langfristige Anleihezins (mit Verbraucherpreisen deflationiert) durchschnittlich bei 3½%, verglichen mit einem Durchschnitt von 4% ab den sechziger Jahren. Da die Potenzialwachstumsrate zurückgegangen ist, ließe sich allerdings argumentieren, dass der „natürliche“ Zins

... trotz jüngster Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit

(d.h. der Zinssatz, bei dem Spar- und Investitionstätigkeit im Gleichgewicht sind) ebenfalls gesunken ist.

Wesentlich plausibler ist das Argument, dass Deutschland immer noch die direkten und indirekten Kosten der Wiedervereinigung von 1989/90 zu schaffen machen. Die meisten Unternehmen in der ehemaligen DDR brachen zusammen, was den Arbeitsmarkt mit bleibender Wirkung beeinträchtigte. Durch die daraus resultierenden Finanztransfers (in den neunziger Jahren jährlich fast 4% des BIP) scheint sich der öffentliche Finanzierungssaldo in Deutschland nachhaltig verschlechtert zu haben, sodass der konjunkturpolitische Spielraum stark eingeschränkt wurde. Die zur Finanzierung der Wiedervereinigung notwendigen Steuererhöhungen dürften über die erhebliche Ausweitung des „Steuerkeils“ (Grafik II.5 links unten) auch die Arbeitsmarktentwicklung negativ beeinflusst haben. Zudem zog die Wiedervereinigung einen kurzlebigen Bauboom nach sich, mit dessen Rückführung sich das reale BIP-Wachstum in Deutschland seit 1995 jedes Jahr um fast $\frac{1}{3}$ Prozentpunkt reduzierte. Außerdem gingen die Preise für Wohneigentum in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zurück und waren in den letzten Jahren praktisch stabil. Somit konnten die privaten Haushalte in Deutschland nicht – wie in den meisten anderen Industrieländern – ihre Verluste an den Aktienmärkten kompensieren.



Das sichtbarste Zeichen (wenn nicht sogar die Ursache) für die deutsche Konjunkturschwäche ist vielleicht, dass die Unternehmen weniger in der Lage bzw. bereit sind, Investitionen zu tätigen. Seit Anfang der neunziger Jahre sind die Nettoinvestitionen in Relation zum BIP drastisch gesunken (Grafik II.5 rechts unten). Obwohl Erneuerungsinvestitionen gleichzeitig zur Einführung neuer wachstumsfördernder Verfahren genutzt werden können, gibt dieser Rückgang Anlass zur Besorgnis. Auf die Dauer dürfte sich damit das deutsche Potenzialwachstum noch stärker verringern.

Unternehmens-
investitionen
rückläufig ...

Zwar ist die geringe Investitionsbereitschaft zum Teil konjunkturbedingt, doch scheinen auch grundlegendere bzw. strukturelle Einflusskräfte am Werk zu sein. Unter anderem gehen die Unternehmen anscheinend davon aus, dass der Ertrag neuer Investitionen die damit verbundenen Risiken nicht rechtfertigt. Das lässt darauf schließen, dass die Unternehmensgewinne zu niedrig sind. Auch scheint es kleinen und mittleren Unternehmen, die traditionell am meisten neue Arbeitsplätze schaffen, aber im Wesentlichen den Inlandsmarkt bedienen, schlechter zu gehen als großen Unternehmen, die in erheblichem Maße für den Export produzieren. Eine restriktivere Kreditvergabe der Banken könnte das Problem in den letzten Jahren noch verschärft haben. Kleinere Unternehmen könnten davon besonders hart getroffen worden sein.

... und Schwierig-
keiten für kleine
und mittlere
Unternehmen

Auch Strukturverhärtungen an den Güter- und Arbeitsmärkten dürften die Investitionsbereitschaft der Unternehmen sowie die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse beeinträchtigt haben. Es könnte durchaus sein, dass der Dienstleistungssektor die Auswirkungen verschiedener Beschränkungen (z.B. der Ladenöffnungszeiten) zu spüren bekommen hat, die es ihm insbesondere erschweren, überzählige Arbeitskräfte aus der Industrie aufzunehmen. Die Gründung neuer Unternehmen und damit die potenzielle Schaffung neuer Arbeitsplätze wird durch strenge Auflagen erschwert. Auch am Arbeitsmarkt sind noch immer schwer wiegende strukturelle Verkrustungen vorhanden. Neben dem oben erwähnten wachsenden „Steuerkeil“ könnten sich auch strikte Beschäftigungsschutzmaßnahmen ungünstig auf die Zahl der Neueinstellungen ausgewirkt haben. Steuerstruktur, Arbeitslosenunterstützung und Sozialversicherungsleistungen halten eher von der Suche nach Arbeitsplätzen ab, insbesondere nach solchen mit geringen Qualifikationsanforderungen und niedriger Vergütung. Auch besteht nach wie vor kaum Spielraum für Tarifvereinbarungen, die an die Wirtschaftskraft der Unternehmen oder die Leistung der Arbeitnehmer geknüpft sind.

Strukturver-
härtungen an
Güter- und
Arbeitsmärkten

Zwar sind die kurzfristigen Aussichten für Deutschland wohl derzeit nicht sehr günstig, doch einige Lichtblicke dürfen nicht übersehen werden. Die Exportstärke beweist, dass die deutschen Unternehmen in einer schwierigen weltweiten Situation wettbewerbsfähig sind. Die Nachwirkungen der Wiedervereinigung sollten mit der Zeit abklingen. Die notwendige Schrumpfung des Bausektors scheint schon recht weit fortgeschritten zu sein, und die Folgen für die Banken und andere Finanzinstitute konnten offenbar begrenzt werden (Kapitel VII). Die Regierung zeigt sich entschlossen, einige wesentliche Strukturereformen durchzuführen. Befürchtungen, dass Deutschland mit einer anhaltenden Wirtschaftsschwäche wie in Japan zu rechnen hat, werden sich daher wohl kaum bewahrheiten.

Einige Lichtblicke

Inflation

Jüngste Entwicklung

Gedämpfter
Preisdruck

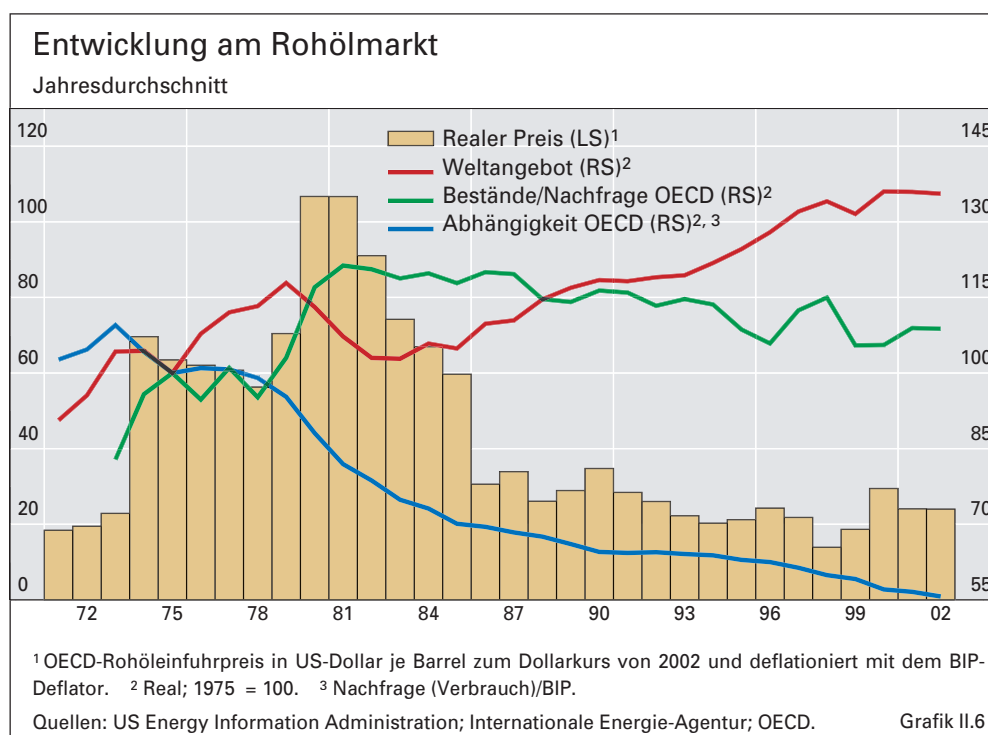
Im Jahr 2002 blieb der Preisdruck weltweit insgesamt gedämpft. In den einzelnen Ländern war die Entwicklung jedoch unterschiedlich. In den am stärksten wachsenden Volkswirtschaften stieg die Inflationsrate, und in Kanada und im Vereinigten Königreich war die Einhaltung der Inflationsziele um Anfang 2003 gefährdet. Im Euro-Raum stieg die Kerninflation gemessen am Verbraucherpreisindex 2002 über die Zielmarke von maximal 2% hinaus, während sie in den USA erheblich zurückging. In der Schweiz waren die Verbraucherpreise nahezu stabil, und in Japan fielen sie im vierten Jahr in Folge.

Auch innerhalb einzelner Regionen zeigten sich beachtliche Unterschiede. Dies gilt insbesondere für den Euro-Raum, wo die Verbraucherpreise im Jahr 2002 in Deutschland nur um gut 1%, in Irland dagegen um nahezu 5% anstiegen. Selbst innerhalb der USA war die Preisentwicklung uneinheitlich; die Spanne reichte von etwa 0% im Raum Cleveland bis zu einem Anstieg von fast 3% in der Region von Los Angeles. Darüber hinaus zeigten sich beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren. Die Preissteigerungsraten im auf den Inlandmarkt ausgerichteten Dienstleistungssektor wichen häufig deutlich von denen in der verarbeitenden Industrie ab. So fielen im Jahr 2002 z.B. die Preise für Rohstoffe (ohne Lebensmittel) in den USA um 2%, während die Dienstleistungspreise um 3% anstiegen.

Aussichten

Ausblick für
Ölpreise ungewiss

Für das Jahr 2003 wird mit einer niedrigen Inflationsrate gerechnet. Der sprunghafte Anstieg der Ölpreise Anfang des Jahres, der im Wesentlichen dem Krieg im Irak und den Produktionsausfällen in Venezuela zugeschrieben



werden kann, kehrt sich bereits wieder um; die Aussichten bleiben allerdings eher ungewiss. Im kommenden Jahr könnte die Volatilität der Ölpreise anhalten, je nach dem Weltwirtschaftswachstum, dem Angebot aus Regionen, die nicht der OPEC angehören, und dem Erfolg der OPEC, plötzliche Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage zügig auszugleichen. Zudem sind die Ölvorräte gemessen an der Nachfrage in den Industrieländern seit den frühen achtziger Jahren rückläufig, sodass jede erneute Marktstörung größere Preisfluktuationen verursachen könnte (Grafik II.6). Entscheidend ist auch die Frage, wie rasch und in welcher Größenordnung irakisches Öl auf den Weltmarkt zurückkehren wird.

Es gibt gute Gründe für die Annahme, dass eine nur moderate Kerninflation die weltweite Teuerungsrate auf kurze Sicht niedrig und stabil halten wird. Ein Grund ist, dass die Reagibilität der Inflation auf zyklische Veränderungen der Produktion offenbar allgemein nachgelassen hat. So blieb die Inflation in den USA im vergangenen Jahrzehnt trotz kräftiger Schwankungen der Arbeitslosigkeit wie auch der Kapazitätsauslastung auf durchgehend moderatem Niveau. In Japan blieb die Deflation in den letzten Jahren relativ stabil und eher niedrig. Es gibt zudem einige Hinweise darauf, dass wechselkursbedingte Überwälzeffekte in Ländern mit einem solchen von niedrigen Preissteigerungsraten geprägten Umfeld abgenommen haben. Da die Inflationsraten in den Industrieländern immer länger auf ihrem niedrigen Niveau verharren, scheinen die Inflationserwartungen recht fest verankert zu sein. Das sollte dazu beitragen, die Wirkungsdauer etwaiger einmaliger Preisschocks zu verringern. Des Weiteren dürfte der intensivere nationale und internationale Wettbewerb die Art der Preis- und Lohnfestsetzung an den verschiedenen Märkten beeinflusst haben, was einen höheren Widerstand gegenüber Preiserhöhungen vermuten lässt.

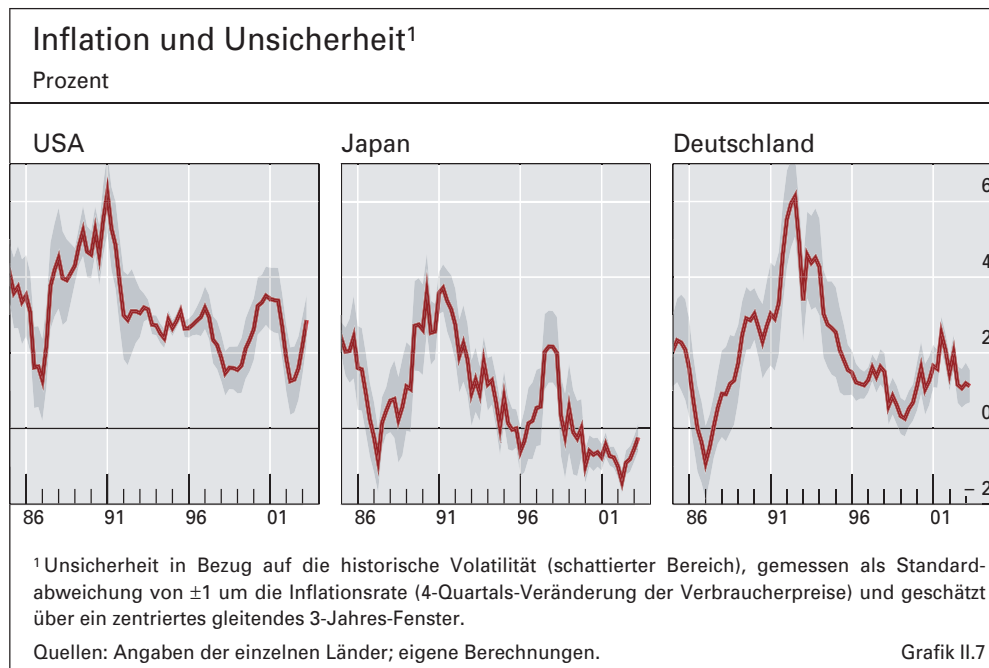
Inflation wahrscheinlich weiter niedrig

Deflationsrisiken?

Angesichts niedriger Inflationsraten, reichlicher Überkapazitäten und unter dem Potenzial liegender Wachstumsaussichten in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern fürchten einige Beobachter eher die Deflation – definiert als Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus – als die Inflation. Ebenfalls hat Aufmerksamkeit erregt, dass der BIP-Deflator in Japan seit Mitte der neunziger Jahre um 1% pro Jahr sinkt und die Preise auch in einer Reihe weiterer asiatischer Länder zuletzt gefallen sind. Eine Deflation kann Volkswirtschaften deshalb vor Probleme stellen, weil Schuldverträge in der Regel auf nominale Größen lauten, die Nominallöhne zumeist nach unten starr sind und die Nominalzinsen nicht negativ sein können (Kapitel IV). Wie groß ist aus dieser Perspektive zum jetzigen Zeitpunkt die Gefahr, dass die Weltwirtschaft in eine deflationäre Phase eintreten könnte?

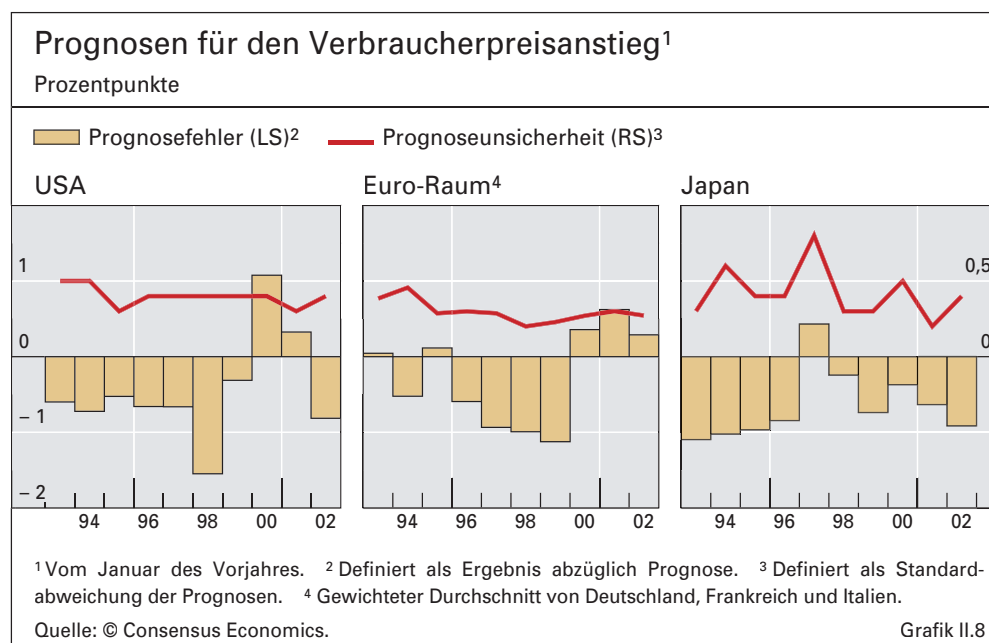
Zunächst einmal ist es bei einer sehr niedrigen Inflationsrate rechnerisch natürlich nicht weit bis zur Deflation. Außerdem ist die Volatilität der Inflation weiterhin beträchtlich, insbesondere vor dem Hintergrund des derzeitigen niedrigen Inflationsniveaus (Grafik II.7). In einigen Ländern hat sie relativ gesehen sogar zugenommen. Die Unsicherheit über die erwartete Preisentwicklung – gemessen an der Standardabweichung von Prognosen – macht

Inflationsprognosen oft ungenau



je nach Land immer noch bis zu ein Drittel eines Prozentpunktes Inflation aus (Grafik II.8). In den neunziger Jahren lag die tatsächliche Inflationsrate über längere Zeiträume hinweg deutlich unterhalb der Prognosemittelwerte.

Zu beachten ist auch, dass die gemessene Inflationsrate die wirkliche Preissteigerungsrate je nach den verwendeten Indizes und statistischen Methoden im Normalfall überzeichnet. So wäre der Anstieg des Verbraucherpreisindex (bei gleich bleibender Gewichtung) in den USA 2002 um nahezu $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt niedriger ausgefallen, wenn Verschiebungen im Ausgabeverhalten infolge von Veränderungen der relativen Preise berücksichtigt würden. Entsprechend würde sich die Deflation in Japan gravierender darstellen, wenn nicht der Verbraucherpreisindex, sondern der Deflator für den



privaten Verbrauch zugrunde gelegt würde. Zudem gibt es Hinweise, dass die gemessene Inflationsrate aufgrund von Schwierigkeiten bei der Bereinigung um Qualitätssteigerungen zu hoch ausfällt. Diese Schwierigkeiten können durch innovative Produkte oder neue Vertriebskanäle noch verstärkt werden. Angesichts der derzeit niedrigen Inflationsraten und der Unsicherheit der Prognosen kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Preise phasenweise sinken (wie in Deutschland Mitte der achtziger Jahre). Dies wird noch wahrscheinlicher, wenn die Tendenz zur Überzeichnung des Preisanstiegs („effektive Deflation“, Kapitel IV, Tabelle IV.1) berücksichtigt wird. Allerdings hat sich die gemessene Inflation in einigen Ländern in den letzten Jahren bereits deutlich verringert, weil sich – vor allem infolge der zunehmenden Verwendung hedonischer Preisindizes – die Berechnungsweise stark verändert hat. Das Beispiel Japans zeigt deutlich, dass sich eine Deflation trotz einer sehr lockeren makroökonomischen Politik hartnäckig etablieren kann. Daher ist eine Beurteilung der potenziellen deflationären Kräfte, denen andere Länder derzeit ausgesetzt sind, notwendig.

Messgrößen für Inflation tendieren oft zur Überzeichnung

Das spektakuläre Platzen der in den neunziger Jahren entstandenen IT-Blase hat den Eindruck entstehen lassen, dass allgemein Überkapazitäten vorhanden seien. Dies könnte grundsätzlich eine erhebliche deflationäre Wirkung in der Weltwirtschaft haben, insbesondere dann, wenn fallende Preise mit einer hohen nominalen Verschuldung einhergingen. Gestützt wird eine solche Auffassung in der Tat durch Hinweise auf Überinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und auf eine sehr niedrige Kapazitätsauslastung in vielen Branchen als Folge des jüngsten Konjunkturabschwungs. Für allgemeine Überkapazitäten in der Weltwirtschaft gibt es allerdings kaum Belege. So hat sich das Eigenkapital der US-Unternehmen im Verhältnis zum BIP in den neunziger Jahren – hauptsächlich aufgrund gestiegener Abschreibungen auf Ausrüstungsgüter – in realer Betrachtung sogar vermindert. Wie bereits erwähnt, haben die japanischen Unternehmen ihre Gewinne tendenziell nicht für höhere Investitionen, sondern zum Schuldenabbau verwendet.

Potenzielle deflationäre Kräfte:
– Überkapazitäten

Vielfach werden auch relative Preisveränderungen für eine Deflation verantwortlich gemacht. Dabei wird argumentiert, dass sie in Branchen, die vom technischen Fortschritt profitieren (z.B. IT-Produkte), in einem Umfeld niedriger Inflation mit größerer Wahrscheinlichkeit sogar zu einem Rückgang der nominalen Preise führen. Angesichts der Trägheit der Preise in anderen Wirtschaftsbereichen könnte dies auch die Wahrscheinlichkeit eines Rückgangs des allgemeinen Preisniveaus erhöhen. Dennoch sind solche Angebotsschocks insgesamt positiv zu bewerten, da sie im Wesentlichen kräftige Produktivitätsgewinne widerspiegeln, die in Form von realen Einkommenszuwächsen an die Verbraucher weitergegeben werden. Selbst wenn sie zur Folge haben, dass die gemessenen Preisindizes negativ werden, stellen sie doch eine geringere Bedrohung für Unternehmensgewinne und Wirtschaftswachstum dar als eine allgemeiner auftretende Deflation.

– relative Preisveränderungen

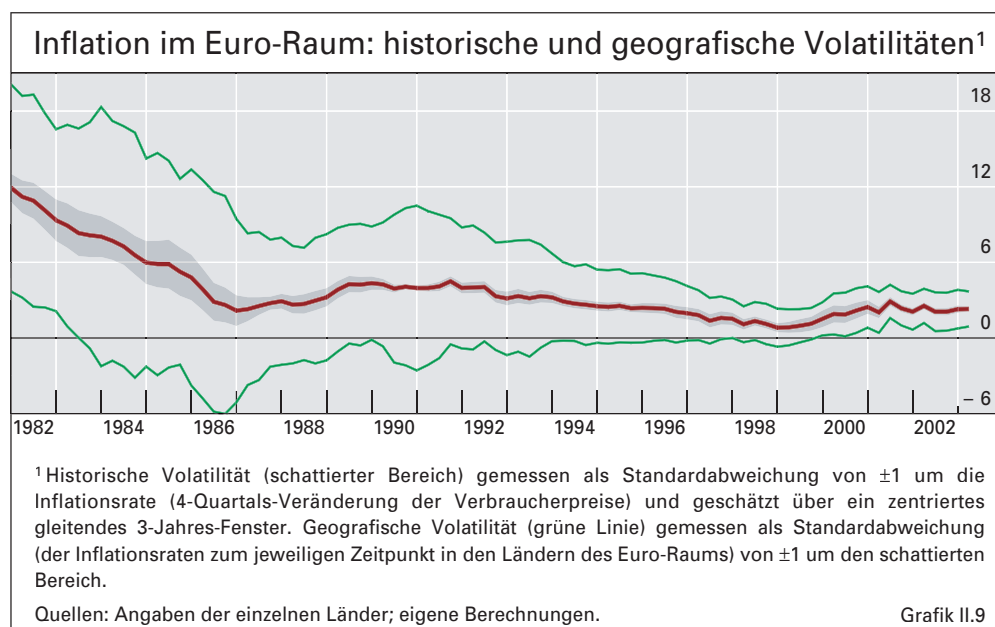
Auch relative Preisveränderungen in Verbindung mit dem Welthandel sind als eine mögliche Quelle für Deflation genannt worden. Die Globalisierung hat es aufstrebenden Volkswirtschaften mit niedrigeren Lohnstückkosten ermöglicht, die Preise nach unten zu drücken und damit Deflation zu „expor-

– Globalisierung

tieren“. Tatsächlich sind die Preise für Industriegüter auf den internationalen Märkten seit Mitte der neunziger Jahre in SZR gerechnet kräftig gefallen. Besondere Aufmerksamkeit gilt dabei China (Kapitel III), dessen Anteil am Welthandel sich in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt hat. Allerdings macht er bisher trotzdem nur rund 5% aus. Außerdem sollte ein Preisrückgang bei handelbaren Gütern in einer Welt niedriger Inflationsraten nicht zwangsläufig als Quelle einer Besorgnis erregenden Deflation gesehen werden. Vielmehr gibt es keinen geeigneteren Weg, um die positiven Effekte divergierender Produktivitätsentwicklungen mit der Zeit sowohl unter internationalen Handelspartnern als auch unter den Wirtschaftsbereichen innerhalb eines Landes weiterzugeben. Dabei soll nicht bestritten werden, dass der plötzliche Anpassungsbedarf die betroffenen Wirtschaftsbereiche vor große Schwierigkeiten stellen dürfte.

– Inflationsgefälle
im Euro-Raum

Im Euro-Raum findet sich ebenfalls eine Quelle für relative Preisveränderungen mit potenziellen deflationären Auswirkungen. Zwar ist das Inflationsgefälle zwischen den Mitgliedsländern viel niedriger als in den vergangenen Jahrzehnten, doch ist es in relativer Betrachtung noch immer erheblich (Grafik II.9). Dementsprechend wird behauptet, dass ein niedriges Inflationsziel für den Euro-Raum als Ganzes Länder mit niedrigen Wachstumsraten in die Rezession und möglicherweise auch in die Deflation zwingen könnte. Dies wiederum würde auf ihre Realzinsen durchschlagen, wenn die Nominalzinsen für den Währungsraum als Ganzes festgelegt werden. Diese Risiken sind unter Berücksichtigung der geringen Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb des Euro-Raums sorgsam abzuwägen, dürfen allerdings auch nicht überbewertet werden. Wie oben erwähnt, sind Unterschiede sowohl im Niveau als auch bei der Veränderung von Preisen innerhalb eines Landes nichts Ungewöhnliches, da sich die Preise nur langsam anpassen. Außerdem gewinnen Länder, die niedrigere Kosten haben als ihre Nachbarn, an Wettbewerbsfähigkeit.



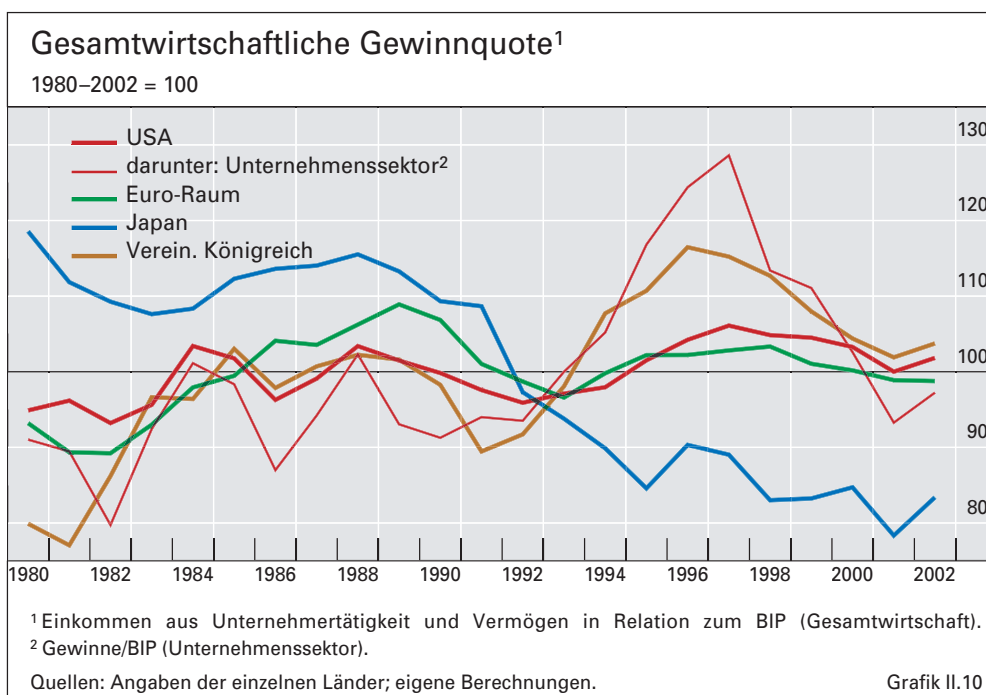
Gewinnspannen und Preissetzungsautonomie der Unternehmen

Die Unternehmensgewinne in den größeren Industrieländern haben sich in den vergangenen Jahren auffallend unterschiedlich entwickelt. In Japan ist die Gewinnquote des Unternehmenssektors – definiert als Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen gemessen am BIP – trotz einer merklichen Stabilisierung der Lohnstückkosten in den neunziger Jahren kontinuierlich zurückgegangen und hat sich im Jahr 2002 nur leicht erholt (Grafik II.10). Im Euro-Raum entwickelte sich die Gewinnquote im letzten Jahrzehnt günstiger, in letzter Zeit hat sie sich allerdings etwas verschlechtert, denn die Konjunktur-entwicklung beeinträchtigte das Produktivitätswachstum, und die Löhne in Europa waren vergleichsweise starr. Der US-Unternehmenssektor verzeichnete eine größere Volatilität. Sein Anteil am Volkseinkommen stieg in den frühen neunziger Jahren steil an. Nach einem relativ hohen Stand 1997 ging er – die Markterwartungen enttäuschend – wieder rasch zurück. Enorme Kosteneinsparungen ermöglichten 2002 eine leichte Verbesserung, und heute liegt die Gewinnquote der US-Unternehmen nur geringfügig unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahrzehnte. Dabei sind die Gewinnquoten im Dienstleistungssektor und im Einzelhandel in den vergangenen Jahren vergleichsweise stabil geblieben, während sie in der verarbeitenden Industrie unter dem Einfluss des internationalen Wettbewerbs zumeist kräftig gefallen sind.

Diese Entwicklungen lassen auch darauf schließen, dass die Preissetzungsautonomie der Unternehmen weltweit geringer geworden ist. Besonders offensichtlich war dies in Japan, wo die Unternehmen seit Anfang der neunziger Jahre zwar die Nominallöhne gesenkt haben, ihre Preise aber noch stärker zurücknehmen mussten (Tabelle II.2). In den USA konnte der Anstieg der Lohnstückkosten in den neunziger Jahren mithilfe hoher Produktivitätszuwächse in Grenzen gehalten werden. Dies hatte insgesamt allerdings nur geringen Einfluss auf die Unternehmensgewinne. Der zunehmende Wettbewerb

Unternehmens-
gewinne 2002
gesteigert ...

... trotz fehlender
Preissetzungs-
autonomie in der
verarbeitenden
Industrie



Lohnstückkosten, Produktivität und Unternehmensgewinne							
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr ¹							
		Arbeitskosten ²	Arbeitsproduktivität ²	Lohnstückkosten	Gewinnspanne ³	Lohnquote ⁴	Reale Arbeitskosten ^{2, 5}
USA	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Euro-Raum	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Japan	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

¹ Prozent; Lohnquote: Prozentpunkte; 2003: Prognosen. ² Je Beschäftigten. ³ BIP-Deflator/Lohnstückkosten. ⁴ Einkommen aus unselbstständiger Arbeit/BIP. ⁵ Deflationiert mit dem Deflator des privaten Verbrauchs.

Quelle: OECD. Tabelle II.2

auf den Gütermärkten, besonders in neu deregulierten Branchen wie der Telekommunikation, und – bis vor kurzer Zeit – die Stärke des US-Dollars begrenzten den Spielraum für Preisanpassungen. Die Gewinnspannen profitierten in den letzten Jahren jedoch davon, dass sich das Wachstum der US-Lohnstückkosten erheblich abschwächte und 2002 sogar negativ war.

Debatte um die Fiskalpolitik

Verschlechterung der Haushaltslage zum Teil als Folge diskretionärer Fiskalpolitik

Nach einem Jahrzehnt der Haushaltskonsolidierung in allen größeren Volkswirtschaften außer Japan haben sich die Defizite der öffentlichen Haushalte in den vergangenen Jahren ausgeweitet. In den OECD-Ländern betragen sie 2002 im Durchschnitt 3% des BIP, nachdem die Haushalte 2000 noch ausgeglichen gewesen waren. Im Jahr 2002 stieg die öffentliche Bruttoschuldenquote auf 75% des BIP, gegenüber rund 60% 15 Jahre zuvor. Diese jüngste Verschlechterung spiegelt zum Teil das niedrige Weltwirtschaftswachstum und die rückläufigen Preise von Finanzvermögenswerten wider. Ein weiterer wichtiger Einflussfaktor waren diskretionäre Maßnahmen, darunter insbesondere Steuersenkungen in den USA und einigen Ländern Europas. Zudem haben die geopolitischen Entwicklungen zu einem Anstieg der Ausgaben für Verteidigung und innere Sicherheit geführt, sodass die „Friedensdividende“ der neunziger Jahre teilweise aufgezehrt wurde. Darüber hinaus galt die Fiskalpolitik als schnelles und berechenbares Instrument, um dem Konjunkturabschwung entgegenzuwirken.

Wirkung der automatischen Stabilisatoren nicht behindern

Die Auffassungen hinsichtlich der Wirksamkeit der Fiskalpolitik als anti-zyklisches Instrument gehen weit auseinander. Die meisten Beobachter sind sich einig, dass öffentliche Haushalte eine natürliche Tendenz zur Glättung zyklischer Entwicklungen haben und dass die so genannten automatischen Stabilisatoren insbesondere in den Ländern ungehindert wirken sollten, deren öffentliche Verschuldung nicht übermäßig hoch ist. Dabei würde eine

Fiskalpolitische Indikatoren und Konjunkturzyklus ¹				
	Öffentliche Ausgaben	Öffentliche Einnahmen	Haushaltssaldo	Fiskalpolitische Ausrichtung ²
USA	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Japan	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Deutschland	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
Frankreich	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Vereinigtes Königreich	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italien	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Elastizität (β_2) geschätzt anhand der Gleichung $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 GAP$, mit X als öffentliche Ausgaben, öffentliche Einnahmen, Haushaltssaldo bzw. fiskalpolitische Ausrichtung jeweils in Prozent des BIP und mit GAP als Produktionslücke in Prozent des BIP-Potenzials; * und ** bezeichnen ein Signifikanzniveau von 90% bzw. 99%. Die öffentlichen Ausgaben bewegen sich antizyklisch, wenn die Elastizität negativ ist (bei den anderen drei Indikatoren jedoch positiv).

¹ 1972–2002. ² Definiert als konjunkturbereinigter Primärsaldo der öffentlichen Haushalte insgesamt.

Quellen: OECD; eigene Berechnungen. Tabelle II.3

überdurchschnittlich hohe Neuverschuldung des Staates in Rezessionsphasen durch eine niedrigere Neuverschuldung oder sogar Tilgungen in Zeiten höheren Wirtschaftswachstums ausgeglichen. In den wichtigsten OECD-Ländern scheinen sich die öffentlichen Ausgaben tatsächlich antizyklisch zu entwickeln (Tabelle II.3). Bei den Staatseinnahmen ist die Wirkung der automatischen Stabilisatoren dagegen weniger offensichtlich. Beispielsweise haben sich die Steuereinnahmen oftmals prozyklisch verhalten. In Europa etwa waren sie in Aufschwungphasen bedingt durch Steuersenkungen tendenziell rückläufig.

Der Einsatz diskretionärer fiskalpolitischer Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur ist dagegen nach wie vor umstritten. Derartige Maßnahmen könnten einen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinssätze ausüben und somit die privaten Investitionen beeinträchtigen, vor allem wenn sie nicht auf glaubwürdige Weise mittelfristig verankert sind. Zudem unterliegt eine diskretionäre Fiskalpolitik zeitlichen Verzögerungen, denn zunächst müssen die aktuellen Entwicklungen beurteilt werden, es müssen Maßnahmen beschlossen und umgesetzt werden, und diese müssen schließlich Wirkung zeigen. Es kann also durchaus sein, dass Maßnahmen, die ursprünglich darauf abzielten, die Produktionsschwankungen zu verringern, ihre volle Wirkung erst dann entfalten, wenn sich die Konjunktur bereits wieder in die andere Richtung bewegt. In den OECD-Ländern scheinen diskretionäre Veränderungen der fiskalpolitischen Ausrichtung – gemessen am strukturellen Primärsaldo – in den letzten Jahrzehnten im Durchschnitt meist keine antizyklische Wirkung gehabt zu haben. Dies könnte bedeuten, dass eine aktive Fiskalpolitik an sich nur in geringem Maße geeignet ist, Produktionsschwankungen zu glätten. Eine andere Erklärung wäre, dass fiskalpolitische Maßnahmen nur selten antizyklischen Zwecken dienen.

Trotz dieser wichtigen Einschränkungen könnte es unter besonderen Umständen dennoch einen gewissen Spielraum für ein haushaltspolitisches Eingreifen geben. Erstens dürften die Auswirkungen einer zeitlich begrenzten expansiven Fiskalpolitik auf die Zinssätze vergleichsweise gering sein, solange davon ausgegangen wird, dass die Maßnahmen zu gegebener Zeit rückgängig

Diskretionäre Fiskalpolitik unterliegt bestimmten Einschränkungen ...

... aber unter besonderen Umständen möglicherweise sinnvoll

gemacht werden. Dann würden sich Bedenken wegen eines künftigen Inflationsdrucks oder wegen des öffentlichen Finanzierungsbedarfs in Grenzen halten. Zweitens könnte die Fiskalpolitik bei ausgeprägten Bilanzproblemen im Privatsektor nützlich sein. Ein Beispiel hierfür ist die Rekapitalisierung eines schwachen Bankensystems mit öffentlichen Mitteln. Ein weniger drastisches Beispiel sind die von der jetzigen US-Regierung erlassenen Steuersenkungen, die es den privaten Haushalten im Jahr 2002 erleichterten, ihre Sparquote zu erhöhen. Zudem halfen Unternehmenssteuersenkungen, die große Finanzierungslücke des US-Unternehmenssektors (d.h. die Differenz zwischen Investitionsausgaben und Cashflow) zu verringern. Drittens könnten in Extremsituationen wirtschaftspolitische Reaktionen notwendig sein, die in normalen Zeiten nicht zu empfehlen wären. So könnte die Fiskalpolitik durchaus dabei helfen, nach sehr außergewöhnlichen Störungen (z.B. terroristischen Anschlägen, geopolitischen Risiken) das Vertrauen wiederherzustellen oder durch Steuerung der Erwartungen das Eintreten eines „worst case“-Szenarios zu verhindern. Vor diesem Hintergrund wird manchmal argumentiert, der jüngste Umschwung zu höheren Haushaltsdefiziten habe dazu beigetragen, einen Nachfrageeinbruch zu verhindern, den eine Korrektur der in der Expansion Ende der neunziger Jahre entstandenen Ungleichgewichte ansonsten ausgelöst hätte. Dieser Auffassung zufolge würde zudem eine zu rasche Korrektur der expansiven Fiskalpolitik eine Erholung der Investitionsnachfrage hinauszögern.

Vertrauen in die
Tragfähigkeit der
öffentlichen
Haushaltssituation ...

Trotz allem bleibt es entscheidend, das Vertrauen in die längerfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushaltssituation aufrechtzuerhalten. Dabei ist die Qualität der Staatsausgaben von Bedeutung. Haushaltsdefizite, die auf hohe Investitionen in die Infrastruktur oder in Humankapital zurückzuführen sind, bereiten ein Land oftmals besser auf die Zukunft vor als Defizite, die den Konsum anregen. Steuersenkungen, die Verzerrungen beseitigen, erhöhen überdies die Potenzialwachstumsrate. Bei der Bewertung der gegenwärtigen fiskalpolitischen Ausrichtung ist außerdem zu bedenken, dass Haushaltsprojektionen oftmals einen gewissen „Zweckoptimismus“ beinhalten. Die budgetäre Ausgangsposition könnte also durchaus schlechter sein als gegenwärtig geschätzt. Des Weiteren stellen sowohl die Zusagen früherer Regierungen als auch der demografische Wandel beträchtliche künftige Belastungen dar, die in einigen Ländern möglicherweise sogar höher sind als die heutige Größenordnung der öffentlichen Verschuldung.

... erfordert
mittelfristige
Verankerung

Aus all diesen Gründen muss die Fiskalpolitik in glaubwürdiger Weise mittelfristig verankert sein. In den neunziger Jahren erließen eine Reihe von Ländern Regeln mit dem Ziel, die Haushaltsdisziplin zu stärken. Viele Länder setzten sich Höchstgrenzen für Staatsausgaben, Haushaltssalden oder Verschuldung. In den USA wurden nominale Obergrenzen für diskretionäre Staatsausgaben eingeführt. Durch die Aufnahme eindeutiger Haushaltskriterien in den Vertrag von Maastricht wurde die Rückführung der öffentlichen Haushaltsdefizite überall in der Europäischen Union verstärkt. In Japan wurden zwar keine formellen Regeln eingeführt, doch dürfte die Festlegung mittelfristiger Leitlinien es erleichtert haben, die langfristigen Zinssätze trotz einer kräftig wachsenden öffentlichen Verschuldung auf einem sehr niedrigen Niveau zu halten.

Viele dieser Regeln beinhalteten eher kurzfristige als mittelfristige Verpflichtungen. Zudem gaben sie oftmals absolute Größenordnungen vor, die weder den Konjunkturzyklus noch die Möglichkeit exogener Schocks berücksichtigten. Diese Mängel verführten dazu, die Regeln unter ungünstigen Rahmenbedingungen zu lockern oder sich sogar ganz von ihnen zu lösen. Hierzu neigte in jüngster Zeit insbesondere Japan, aber auch in den USA wurden in den letzten Jahren Ausgabenbeschränkungen gelockert. Im Euro-Raum ist das Regelwerk des Stabilitäts- und Wachstumspakts stärker mittelfristig ausgerichtet. Dennoch konzentrierten sich mehrere Länder vornehmlich auf die laufenden Haushaltsdefizite, die in Aufschwungphasen zurückgingen, und versäumten es, die zur Verbesserung ihrer Verschuldungssituation notwendigen noch härteren Maßnahmen zu treffen. Der Haushaltskonsolidierung fielen in einigen Ländern oftmals Investitionsausgaben zum Opfer, anstatt dass Subventionen abgebaut worden wären.

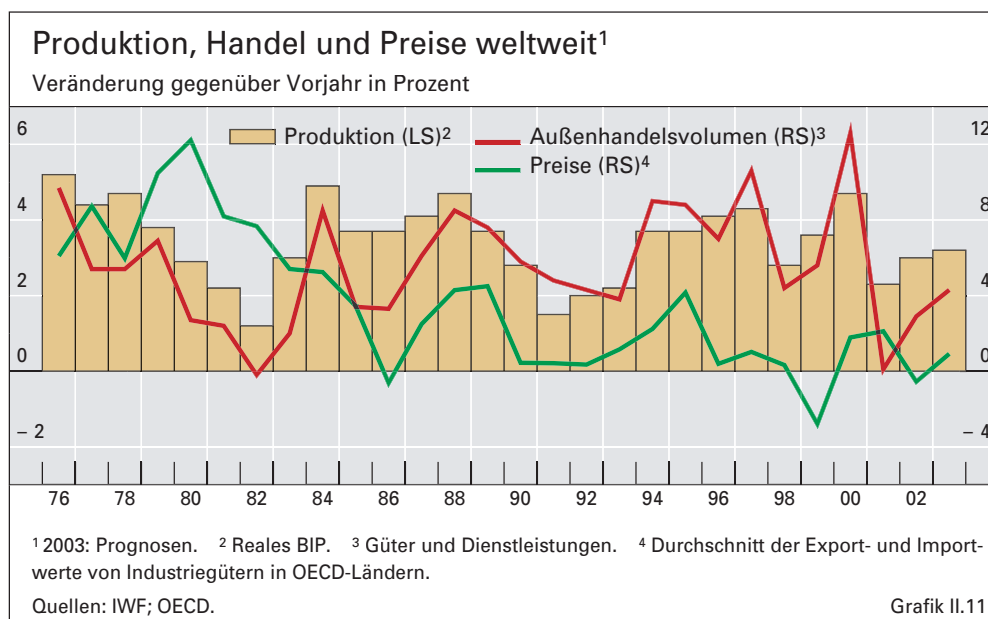
Haushaltsregeln
gelockert ...

Regeln, die die Fiskalpolitik durch glaubwürdige mittelfristige Leitlinien binden, hätten mehrere Vorteile. Erstens steigen die Zinsen tendenziell nicht so schnell, wenn feststeht, dass kurzfristige fiskalpolitische Maßnahmen später rückgängig gemacht werden. Zweitens können Leitlinien auch dem Druck auf die Regierungen entgegenwirken, Haushaltsüberschüsse in Phasen kräftigen Wachstums zu „verschenken“. Drittens hilft eine mittelfristige Ausrichtung Handlungsspielräume schaffen. Dies ist insbesondere für Währungsräume von Bedeutung, die asymmetrischen Schocks ausgesetzt sind. Viertens wird so die Transparenz erhöht und die Unsicherheit verringert. Dies kann die Koordination sowohl in der Wirtschaftspolitik als auch innerhalb der privaten Märkte fördern.

... doch weiterhin
wünschenswert

Außenhandel und Leistungsbilanzen

Bestimmend für die Entwicklung des Welthandels war während der vergangenen drei Jahre anscheinend die Entwicklung der Hochtechnologieinvestitionen



und der Lagerbestände, die jeweils sehr außenhandelsintensiv sind. Mit der Beendigung des Lagerabbaus in den USA Anfang letzten Jahres gewann der Welthandel an Dynamik. Die Erholung erwies sich jedoch als kurzlebig, da die Unternehmen zögerten, ihre Lagerbestände auszubauen, und ihre Investitionen weiter zurückschraubten. Die langsame weltweite Konjunkturerholung spiegelte sich auch in den Preisen international gehandelter Industriegüter wider, die im vergangenen Jahr praktisch unverändert blieben (Grafik II.11).

Die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen der Industrieländer nahmen im Jahr 2002 kräftig zu. Das US-Defizit stieg auf fast 5% des BIP, während Europa und vor allem Japan, bedingt zum Teil durch ihr enttäuschendes Wirtschaftswachstum, beträchtliche Überschüsse zu verzeichnen hatten. In den USA stand dahinter im Wesentlichen ein höheres Handelsbilanzdefizit, doch auch die Vermögenseinkommensbilanz wies erstmals seit Ende des Ersten Weltkriegs ein Defizit auf.

Das *externe* Pendant der Leistungsbilanzverschlechterung in den USA im Jahr 2002 findet sich mehr als zur Hälfte in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, wo sowohl der Anteil am Welthandel als auch der Leistungsbilanzüberschuss stieg, und in Lateinamerika, wo der Rückgang des Leistungsbilanzdefizits im Wesentlichen das Ergebnis stark rückläufiger Importe war (Kapitel III). Zudem veränderten sich Umfang und Zusammensetzung der Kapitalströme zwischen den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen erheblich. Mit dem nachlassenden Investitionsboom fielen auch die Aktienkurse, und die US-Unternehmen reduzierten ihre Finanzierungslücke, was zu einem drastischen Rückgang der Direktinvestitionsströme in die USA beitrug (Tabelle II.4). Auf US-Dollar-Basis war der Rückgang aufgrund des Wertverlusts der US-Währung sogar noch stärker. Die größeren Zuflüsse von Anleihekaptal waren außerdem zunehmend auf den Erwerb von US-Schatzpapieren und Titeln staatlicher US-Körperschaften anstatt von Unternehmensanleihen zurückzuführen. Der Euro-Raum verzeichnete im vergangenen Jahr erstmals einen Nettokapitalzufluss, da die Nettoabflüsse von Direktinvestitionen zurückgingen und sich der frühere Nettoabfluss von Anleihekaptal umkehrte (Kapitel V).

Zunehmende
Leistungsbilanz-
ungleichgewichte

Zuflüsse von
Direktinvestitionen
in die USA stark
rückläufig

Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen									
Mrd. US-Dollar									
	USA			Euro-Raum			Japan		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Leistungsbilanz	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Langfristige Nettokapitalströme	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Direktinvestitionen	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Aktien	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Anleihen	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Grundbilanz ¹	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

¹ Leistungsbilanz und langfristiger Nettokapitalverkehr.
Quellen: EZB; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.4

Jüngste Trends der weltweiten Ersparnis

Seit Mitte der neunziger Jahre waren große Verschiebungen der Nettoersparnis von Ländern oder Regionen für eine anhaltende Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte verantwortlich (Tabelle II.5). Der zur Finanzierung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA nötige Anteil der weltweiten Ersparnis hat sich seit 1997 mehr als verdreifacht. Im Gegensatz dazu sind die aufstrebenden Volkswirtschaften zu Nettoanbietern von Ersparnissen geworden. Im Falle der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ist diese Verschiebung besonders beeindruckend: Im Anschluss an die Finanzkrise von 1997/98 verbesserte sich die Leistungsbilanz innerhalb von nur zwei Jahren um über 5% des BIP. Zusammen mit Europa deckte Asien (einschl. Japan) im Jahr 2002 zwei Drittel der US-Finanzierungslücke. Allerdings lassen sich aufgrund der statistischen Diskrepanz in der globalen Leistungsbilanz nicht alle Quellen der weltweiten Ersparnis ermitteln. Bis zum Jahr 1997 war diese Diskrepanz nahezu verschwunden, doch inzwischen ist sie wieder fast auf das vor zehn Jahren verzeichnete Niveau von knapp 1/2% des weltweiten BIP angewachsen.

Große Verschiebungen zwischen Anbietern und Verwendern der Ersparnis

Die Veränderung von Angebot und Verwendung der Ersparnis und die hiermit verbundene Dynamik der Leistungsbilanzungleichgewichte wurde von verschiedenen Einflussfaktoren geprägt. In den letzten Jahren sind die Sparquoten – teilweise aufgrund der allgemeinen Konjunkturabschwächung seit 2000 – tendenziell gefallen.

Beträchtlicher Rückgang der Sparquote weltweit ...

Am größten war die Veränderung in Japan. In den letzten zehn Jahren ist die inländische Sparquote dort um mehr als 7 Prozentpunkte auf 26½% zurückgegangen. Dies hat, zusammen mit der Verschiebung der globalen Einkommensverteilung zuungunsten Japans bei einer im internationalen Vergleich weiterhin überdurchschnittlichen Sparneigung Japans, entscheidend zur Abnahme der weltweiten Sparquote beigetragen. Die Entwicklung in den USA drückte die weltweite Sparquote zusätzlich. Die geringere US-Sparneigung (insbesondere in den vergangenen zwei Jahren) fiel mit einer Verschiebung des Einkommens in den fortgeschrittenen Industrieländern zugunsten der USA zusammen. Die Entwicklungen in Europa waren unter dem Strich praktisch neutral. Da sich jedoch das weltweite BIP zugunsten der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens verschob, die hohe Sparquoten aufweisen, wurden die Einflüsse aus Japan und den USA teilweise ausgeglichen. In Lateinamerika,

... besonders in Japan ...

Leistungsbilanzsaldo, Sparquote und BIP									
Prozent									
	Leistungsbilanzsaldo ^{1,2}			Sparquote ^{1,3}			BIP ⁴		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
USA	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Euro-Raum	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Japan	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

¹ In Prozent des nationalen bzw. regionalen BIP. ² Euro-Raum: Summe der einzelnen Länder. ³ Hier definiert als Summe der Kapitalertrags- und der Leistungsbilanz. ⁴ Nationales bzw. regionales BIP auf US-Dollar-Basis in Prozent des weltweiten BIP.
 Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.5

das weiterhin eine Region mit niedriger Sparneigung ist, haben sich kaum Veränderungen ergeben.

... aber wachsender Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens

Unter dem Einfluss dieser Entwicklungen hat sich die Abhängigkeit der USA von der weltweiten Ersparnis in den letzten zehn Jahren erhöht. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens haben sich zunehmend zum Kapitalexporteur entwickelt und tragen inzwischen mehr zur weltweiten Ersparnis bei als Japan.

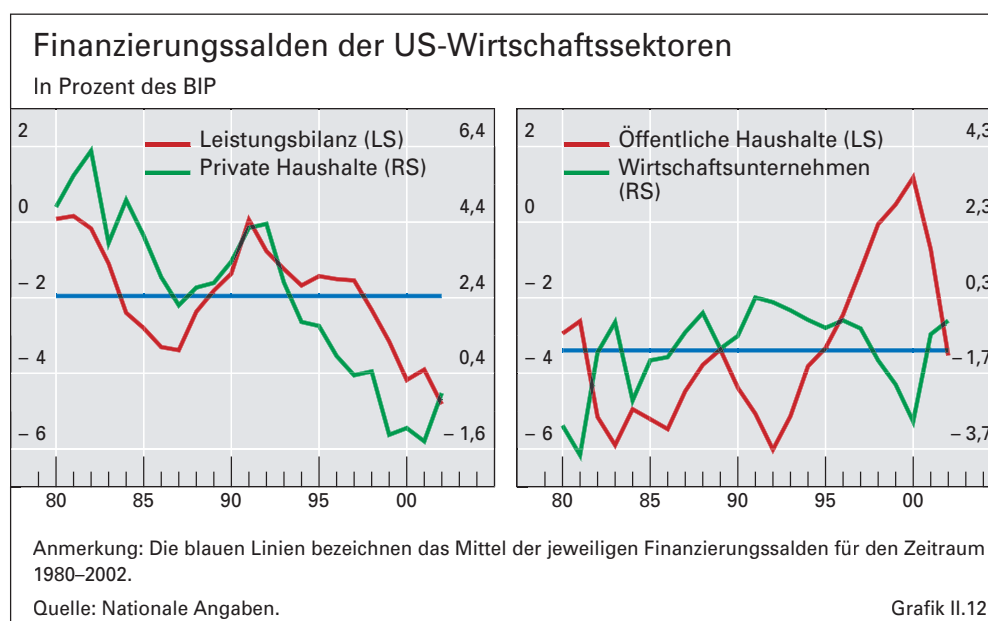
Ausblick

Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits seit Mitte der neunziger Jahre ...

In der Annahme, dass die USA in nächster Zeit weiterhin stärker wachsen werden als andere Industrieländer, sagen die meisten Prognosen inzwischen eine anhaltende Vergrößerung des US-Leistungsbilanzdefizits und einen entsprechenden Anstieg der Nettoauslandsverschuldung voraus. Damit stellt sich sowohl die Frage nach der Nachhaltigkeit als auch nach möglicherweise resultierenden außenwirtschaftlichen Anpassungen und Wechselkursbewegungen (Kapitel V). Diese wiederum würden definitionsgemäß mit Veränderungen der inländischen Gegenposten zum Leistungsbilanzdefizit einhergehen.

Wie zuvor erwähnt, konnten sowohl die privaten Haushalte als auch die Wirtschaftsunternehmen in den USA ihre Finanzierungssalden in den vergangenen zwei Jahren verbessern. Im Gegensatz dazu hat sich der öffentliche Haushaltssaldo bedeutend verschlechtert, sodass das Haushaltsdefizit im vergangenen Jahr fast drei Viertel des Leistungsbilanzdefizits ausmachte. Entsprechend ist die Befürchtung geäußert worden, dass – ähnlich wie zeitweise in den achtziger Jahren, als Haushaltsdefizit und Leistungsbilanzdefizit im Gleichschritt anstiegen – in den USA das Problem eines „Zwillingsdefizits“ entstehen könnte. Dies würde bedeuten, dass zur Verringerung des außenwirtschaftlichen Defizits eine Verbesserung der öffentlichen Haushaltsslage notwendig wäre.

Auch die Sparquote der privaten Haushalte ist von großer Bedeutung, da sie sich sowohl auf den öffentlichen Haushaltssaldo als auch auf die



Leistungsbilanz auswirkt. Das zeigte sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, als in den USA ein kräftiger Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte zu einer Verringerung des Leistungsbilanzdefizits führte, während das strukturelle Haushaltsdefizit im Wesentlichen unverändert auf relativ hohem Niveau blieb. In den neunziger Jahren scheint die Sparquote (bzw. der Verbrauch) der privaten Haushalte ein noch wichtigerer Bestimmungsfaktor für die US-Leistungsbilanz gewesen zu sein (Grafik II.12). Von 1991 bis 2000 verschlechterte sich der Finanzierungssaldo der privaten Haushalte in den USA um nahezu 5 Prozentpunkte gemessen am BIP. Hierdurch kehrte sich der geringe Leistungsbilanzüberschuss in ein Defizit von 4% des BIP um, während sich der öffentliche Haushaltssaldo von einem hohen Defizit von 5% in einen kleinen Überschuss von 1% drehte. Seitdem hat sich der Finanzierungssaldo der privaten Haushalte zwar leicht verbessert, liegt jedoch weiterhin deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt, während das Leistungsbilanzdefizit erneut zugenommen hat.

... hauptsächlich aufgrund sinkender Sparquote der privaten Haushalte

Niedrigere öffentliche Haushaltsdefizite wären hilfreich, um das Leistungsbilanzgleichgewicht zu reduzieren. Allerdings scheint ein merklicher Rückgang des Haushaltsdefizits in den USA angesichts der kürzlich erfolgten und noch geplanten Steuersenkungen und steigender Staatsausgaben für Verteidigung und innere Sicherheit unwahrscheinlich. Außerdem sind die Finanzierungsdefizite der Wirtschaftsunternehmen nicht weit von ihrem Durchschnitt der vergangenen zwanzig Jahre entfernt. Auf den ersten Blick erscheinen daher die Möglichkeiten einer spürbaren Anpassung von dieser Seite eher begrenzt. Jedenfalls dürfte eine Anpassung der Leistungsbilanz, die auf einem kräftigen Rückgang der Unternehmensinvestitionen beruht, kontraproduktiv für das künftige Wirtschaftswachstum sein. Aus dieser Sicht kann eine nachhaltige Verringerung des US-Leistungsbilanzdefizits auf längere Sicht wohl nur über eine höhere Sparquote der privaten Haushalte erreicht werden.

In den letzten fünf Jahren standen der Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits in beinahe gleicher Größenordnung eine Zunahme der Diskrepanz in der weltweiten Leistungsbilanz und die Bildung von Leistungsbilanzüberschüssen in aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, gegenüber. Dagegen hat sich der Leistungsbilanzsaldo in Japan und im Euro-Raum während der letzten fünf Jahre kaum verändert. Die Leistungsbilanz des Euro-Raums blieb nahezu ausgeglichen. Nur im Jahr 2002 wurde ein etwas höherer Überschuss verzeichnet, da das höhere Entsparen des öffentlichen Sektors durch die Nettoersparnis des Privatsektors mehr als ausgeglichen wurde. Auch in Japan blieb der Leistungsbilanzüberschuss, der deutlich über dem des Euro-Raums liegt, seit Mitte der neunziger Jahre im Wesentlichen stabil. Dahinter verbirgt sich eine erhebliche Anpassung im Unternehmenssektor, hauptsächlich in Form niedrigerer Investitionen, die durch einen deutlichen Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte ausgeglichen wurde. Das öffentliche Haushaltsdefizit wuchs im Laufe der neunziger Jahre ebenfalls kräftig, hat sich in den letzten Jahren jedoch auf sehr hohem Niveau weitgehend stabilisiert.

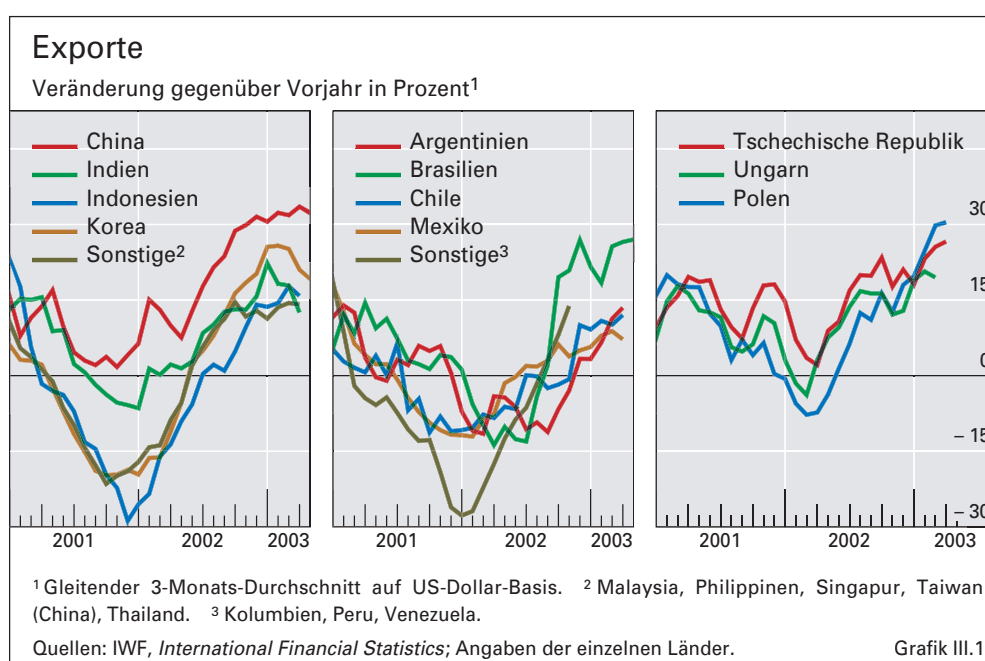
Stabile Leistungsbilanzsalden im Euro-Raum und in Japan

III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Schwerpunkte

Der moderaten, wenn auch uneinheitlichen Erholung in den entwickelten Volkswirtschaften im Jahr 2002 standen große Unterschiede bei den Wachstumsraten der aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber. Dies war ebenso auf Diskrepanzen in der Nachfrage zurückzuführen wie auf Einschränkungen bei der Auslandsfinanzierung. Das relativ robuste Wachstum in Asien sowie in Mittel- und Osteuropa wurde 2002 von einer allgemeinen Erholung der Exporte gestützt (Grafik III.1, Tabelle III.1), und dies ungeachtet der eher schwachen Konjunktur in den entwickelten Volkswirtschaften. Das Exportwachstum in Asien wurde kontinuierlich von der Nachfrage aus China angetrieben, es verlangsamte sich jedoch Anfang 2003. In Mittel- und Osteuropa wurde das Exportwachstum durch einen größeren Kreis von Abnehmerländern gestützt. In Lateinamerika dagegen trugen Finanzierungseinschränkungen zu einem geringeren oder sogar negativen Wirtschaftswachstum sowie zu einem Rückgang der Importe und der Leistungsbilanzdefizite bei (Tabelle III.1). In der zweiten Jahreshälfte 2002 erhielt die lateinamerikanische Wirtschaft im Zuge ausgeprägter realer Währungsabwertungen allerdings neue Wachstumsimpulse durch den Export. Auch die Konditionen für die Auslandsfinanzierung verbesserten sich im vierten Quartal 2002, ein Trend, der im ersten Quartal 2003 anhielt.

Da erwartet wird, dass die Exporte weiter wachsen und die jüngste Lockerung der Bedingungen für die Auslandsfinanzierung von Dauer ist, wird in den



Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanz									
	Reales BIP ¹			Verbraucherpreise ¹			Leistungsbilanz ²		
	Durchschnitt 1998–2001	2002	2003	Durchschnitt 1998–2001	2002	2003	Durchschnitt 1998–2001	2002	2003
Asien ³	5,4	6,2	5,8	2,8	1,1	2,1	3,7	2,9	1,9
China	7,5	8,0	7,2	-0,3	-0,7	0,4	2,1	2,1	1,1
Hongkong SVR	2,0	2,2	1,7	-1,7	-3,0	-2,2	4,1	9,7	10,5
Indien	5,5	4,4	5,8	5,2 ⁴	2,3 ⁴	4,9 ⁴	-0,8	0,7	0,3
Indonesien	-1,7	3,7	3,5	21,9	11,9	8,2	4,6	4,1	3,0
Korea	3,9	6,3	4,2	3,6	2,8	3,5	5,3	1,3	0,2
Malaysia	1,7	4,1	3,8	2,7	1,8	1,6	11,5	7,7	6,8
Philippinen	2,6	4,6	3,6	6,7	3,1	3,9	7,8	5,7	3,3
Singapur	3,2	2,2	2,1	0,7	-0,4	0,8	21,0	21,5	20,9
Taiwan, China	3,4	3,5	2,9	0,8	-0,1	0,1	3,4	9,1	6,6
Thailand	-0,1	5,2	4,2	2,9	0,5	1,9	9,0	6,1	4,7
Lateinamerika ³	1,7	-0,6	1,5	7,7	9,4	10,3	-3,1	0,2	0,1
Argentinien	-1,0	-10,9	4,6	-0,6	25,9	12,7	-3,6	8,8	7,1
Brasilien	1,7	1,5	1,9	5,5	8,4	12,2	-4,4	-1,7	-0,8
Chile	2,8	2,1	3,4	4,0	2,4	3,2	-2,2	-0,8	-1,0
Kolumbien	0,2	1,5	2,2	12,3	7,2	6,4	-1,4	-1,8	-2,5
Mexiko	3,7	0,7	2,2	11,6	5,1	4,2	-3,1	-2,2	-2,5
Peru	1,1	5,2	4,0	4,1	0,2	2,4	-3,5	-2,0	-2,0
Venezuela	-0,0	-8,9	-13,7	21,7	22,4	44,7	3,9	9,6	8,6
Mittel- und Osteuropa ⁵	2,8	3,5	3,7	12,3	6,1	5,4	-4,8	-4,1	-4,2
Polen	3,5	1,3	2,8	8,6	1,9	1,2	-5,5	-3,6	-3,6
Tschechische Republik	1,4	2,0	2,5	5,3	1,8	0,9	-3,7	-5,3	-5,6
Ungarn	4,5	3,3	3,5	10,8	5,3	4,8	-3,5	-4,0	-4,7
Russland	3,9	4,3	4,8	36,6	16,3	13,3	10,2	9,5	7,4
Türkei	-0,6	7,8	3,8	64,3	45,0	28,1	-0,8	-1,0	-1,8
<i>Nachrichtlich: G7-Länder</i>	2,5	1,6	1,7	1,8	1,3	1,8	-1,0	-1,5	-1,6

Anmerkung: Die Zahlen für 2003 basieren auf im Mai 2003 veröffentlichten Prognosemittelwerten aus Expertenbefragungen und auf dem *World Economic Outlook* des IWF.

¹ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² In Prozent des BIP. ³ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁴ Großhandelspreise. ⁵ Einfacher Durchschnitt von Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, der Slowakei, Slowenien, der Tschechischen Republik und Ungarn.

Quellen: IWF; OECD; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.1

Prognosen allgemein davon ausgegangen, dass sich das Wachstum in Lateinamerika mäßig erholen wird. In Asien jedoch haben die anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten und die Ausbreitung des SARS-Virus zu einer erheblichen Abschwächung geführt. Im Gegensatz dazu wird in Mittel- und Osteuropa sowie in Afrika mit einem stärkeren Wachstum gerechnet (Tabelle III.1 und III.8).

Umfangreiche Haushaltsdefizite in mehreren Ländern Mittel- und Osteuropas stellen eine erhebliche Bürde dar, insbesondere mit Blick auf einen Beitritt zur EU. Auch eine Reihe von lateinamerikanischen Ländern steht vor

großen wirtschaftspolitischen Herausforderungen. In einigen Ländern erfordert eine hohe und weiter zunehmende Verschuldung fiskalpolitische Anpassungen. In anderen Ländern gilt es in erster Linie, die steigenden Inflationserwartungen zu dämpfen, insbesondere dort, wo in letzter Zeit Inflationsziele verfehlt wurden. In beiden Fällen wird der Spielraum für eine Belebung der Inlandsnachfrage vor dem Hintergrund negativer Schocks sehr eng sein.

Zahlungsbilanzen

In Asien Anstieg
von Überschüssen,
Kapitalverkehr ...

Der Leistungsbilanzüberschuss der aufstrebenden Volkswirtschaften als Ganzes erhöhte sich 2002 um \$ 30 Mrd. Die Überschüsse in Asien sind beträchtlich gestiegen, während die Defizite in Lateinamerika zurückgegangen sind. Gleichzeitig haben sich die privaten Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften mehr als verdoppelt (Tabelle III.2). In Asien und in den Volkswirtschaften im Übergang (einschl. Gemeinschaft Unabhängiger Staaten und Mongolei) nahmen die Kapitalzuflüsse zu, in Lateinamerika dagegen verringerten sie sich drastisch, was für eine Reihe von Ländern erhebliche Einschränkungen bei der Auslandsfinanzierung zur Folge hatte.

... und Währungs-
reserven

Das wichtigste Gegenstück zu den höheren Leistungsbilanzüberschüssen und Kapitalzuflüssen war die starke Zunahme der Währungsreserven in den aufstrebenden Volkswirtschaften um \$ 90 Mrd. In Asien verdoppelten sich die Währungsreserven 2002 nahezu und erreichten \$ 167 Mrd. (Tabelle III.2). In Lateinamerika blieben sie dagegen praktisch unverändert. Dies entspricht im Großen und Ganzen den allgemeinen Trends seit der Asien-Krise 1997. Der Median der Verhältnisse der Währungsreserven zum BIP stieg in den in Tabelle III.1 aufgeführten asiatischen Ländern von 12% im Jahr 1996 auf 26% im Jahr 2002, während er in Lateinamerika unverändert bei 10% lag. Die Bildung von Währungsreserven ist das Ergebnis verschiedener makroökonomischer Kräfte und wirtschaftspolitischer Maßnahmen; nur wenige Zentralbanken verfolgen ein explizites Reservenziel. Dennoch ist der Aufbau umfangreicher Währungsreserven in Asien offenbar auf Bemühungen der asiatischen Währungsbehörden zurückzuführen, Wechselkursschwankungen zu begrenzen und somit die Anfälligkeit ihrer Volkswirtschaften zu verringern.

Kapitalströme
beeinflusst durch
Finanzmarkt-
bedingungen in
entwickelten
Volkswirtschaften ...

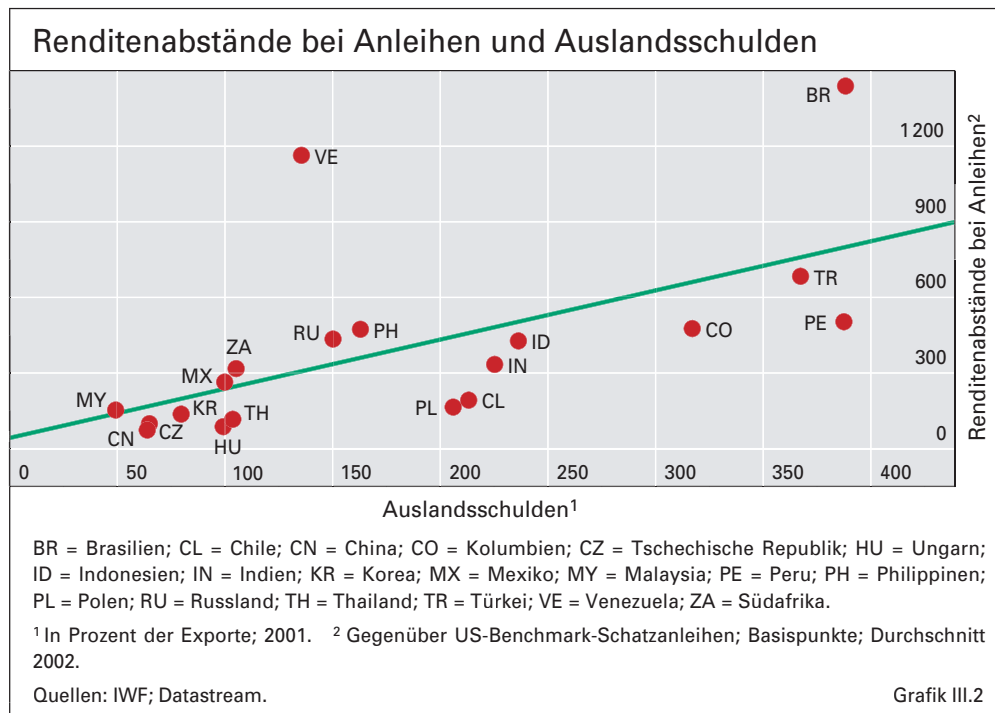
Die Richtung der Kapitalströme spiegelte teilweise die Bedingungen an den Finanzmärkten der entwickelten Volkswirtschaften wider, wo die infolge niedriger Leitzinsen reichlich vorhandene Liquidität fast während des gesamten Betrachtungszeitraums durch die sinkende Risikobereitschaft der Anleger neutralisiert wurde (Kapitel VI). Dies führte ab Mitte 2002 zu einer Ausweitung der Renditenaufschläge auf Hochzins- und auf Staatsanleihen. Im vierten Quartal 2002 kehrte sich diese Tendenz allerdings um, als sich die Kosten für Staatsfinanzierung deutlich verringerten.

... und durch
binnen-
wirtschaftliche
Fundamentaldaten

Zwar war die veränderte Stimmung an den internationalen Finanzmärkten generell ein wichtiger Einflussfaktor, doch die Höhe der Renditenaufschläge auf die Anleihen der einzelnen Länder wurde von den jeweiligen wirtschaftlichen Fundamentaldaten bestimmt. Besonders ins Gewicht fielen Bedenken wegen der Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung;

Zahlungsbilanz in den aufstrebenden Volkswirtschaften ¹				
Mrd. US-Dollar				
	Durchschnitt 1995/96	Durchschnitt 1997–2000	2001	2002
Leistungsbilanz	92	9	84	114
Asien	-34	77	78	102
Lateinamerika	-39	-65	-53	-17
Volkswirtschaften im Übergang	-9	-8	12	10
Nahe Osten und Türkei	1	15	48	26
Afrika	-11	-9	-0	-8
Private Kapitalströme	218	69	39	86
Asien	111	-11	16	70
Lateinamerika	52	56	35	2
Volkswirtschaften im Übergang	36	14	21	34
Nahe Osten und Türkei	9	1	-38	-25
Afrika	11	10	6	6
Veränderung der Reserven ²	-114	-79	-119	-209
Asien	-45	-53	-85	-167
Lateinamerika	-26	0	1	-1
Volkswirtschaften im Übergang	-21	-9	-18	-31
Nahe Osten und Türkei	-17	-11	-5	-8
Afrika	-5	-6	-12	-1
<i>Nachrichtlich: Private Kapital- ströme nach Kategorie</i>	<i>218</i>	<i>69</i>	<i>39</i>	<i>86</i>
<i>Ausländische Direkt- investitionen</i>	<i>102</i>	<i>148</i>	<i>171</i>	<i>139</i>
<i>Portfolioinvestitionen</i>	<i>72</i>	<i>26</i>	<i>-39</i>	<i>-37</i>
<i>Sonstige³</i>	<i>44</i>	<i>-105</i>	<i>-93</i>	<i>-17</i>
Anmerkung: Staatliche Mittelzuflüsse wurden nicht berücksichtigt.				
¹ Einschl. Entwicklungsländer, Israel, Korea, Singapur und Taiwan (China), aber ohne Hongkong SVR.				
² Negativer Wert = Anstieg der Reserven. ³ Einschl. Mittelzuflüsse von Banken.				
Quelle: IWF, <i>World Economic Outlook</i> .				
				Tabelle III.2

die durchschnittlichen Renditenaufschläge auf internationale Anleihen 2002 korrelierten positiv mit dem Verhältnis der Auslandsverschuldung zu den Exporten (Grafik III.2). Brasilien und Venezuela waren Ausnahmen; ihre sehr viel höheren Renditenaufschläge waren hauptsächlich eine Folge der wachsenden politischen Unsicherheit. Der steile Anstieg der Renditenaufschläge auf brasilianische Anleihen begann im Mai 2002, etwa einen Monat vor der Ausweitung der Renditenaufschläge am Markt für US-Hochzinsanleihen. Im vierten Quartal 2002 jedoch, als die neu gewählte Regierung Maßnahmen ankündigte, um die Anleger davon zu überzeugen, dass sie eine umsichtige Wirtschaftspolitik anstrebte, tendierten die Aufschläge auf brasilianische Anleihen wieder allmählich nach unten. In Venezuela blieben die Renditenaufschläge hoch, weil die Ungewissheit über die Regierungspolitik und mögliche Ausfälle in der Ölproduktion anhält.



Auch ausländische Direktinvestitionen unter dem Einfluss von Fundamentaldaten

Die Richtung der ausländischen Direktinvestitionen und anderer Kapitalströme wurde ebenfalls von länderspezifischen Fundamentaldaten bestimmt. Die ausländischen Direktinvestitionen in Ostasien (die teilweise aus anderen ostasiatischen Volkswirtschaften stammten) konzentrierten sich hauptsächlich auf China, weil die Aufnahme des Landes in die WTO und seine veränderte Rolle in der Weltwirtschaft Geschäftschancen versprachen. Auch bei den übrigen Kapitalströmen in asiatische Länder war ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen – teilweise deshalb, weil diese Länder Guthaben bei ausländischen Banken abzogen. Für diese Mittel gab es vermutlich profitablere Anlagemöglichkeiten innerhalb der rasch wachsenden Region Asien. In den Ländern, die vor dem Beitritt zur Europäischen Union stehen, stiegen die ausländischen Direktinvestitionen in Erwartung entsprechender Vorteile ebenfalls. In Lateinamerika trugen das langsamere Wachstum und die geringeren Ertragschancen zu einem Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen bei.

Asien

Wachstums-
erwartungen in
Asien über-
troffen ...

In den meisten asiatischen Volkswirtschaften übertraf das Wachstum im Jahr 2002 die Erwartungen. In China wie in Korea beschleunigte es sich, in der Sonderverwaltungsregion Hongkong (im Folgenden Hongkong genannt) und in Malaysia setzte es wieder ein. In Singapur und in Taiwan, China (im Folgenden Taiwan genannt), konnten die umfangreichen Produktionseinbußen rückgängig gemacht werden. Auch in Thailand, auf den Philippinen und in Indonesien wurde ein kräftiges Wirtschaftswachstum verzeichnet. In Indien dagegen verlangsamte es sich etwas, weil eine Dürreperiode die landwirtschaftliche Produktion beeinträchtigte. Verantwortlich für die Erholung in Asien waren die Inlandsnachfrage, die durch eine expansive Wirtschaftspolitik

Asien: Inlandsnachfrage (IN) und Nettoexporte (NEX)										
Beitrag zum BIP-Wachstum in Prozent										
	China		Hongkong SVR		Indien		Indonesien		Korea	
	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX
1996–2000	7,5	0,8	1,5	1,9	7,0	-1,2	-0,6	1,4	-0,4	4,9
2001	7,3	0,0	0,8	-0,2	5,3	0,1	4,9	-1,5	1,7	1,6
2002	7,3	0,7	-1,3	3,6	4,5	-0,2	1,9	1,8	4,5	2,0
	Malaysia		Philippinen		Singapur		Taiwan, China		Thailand	
	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX	IN	NEX
1996–2000	-0,3	4,9	2,6	1,1	4,9	1,4	5,1	0,7	-7,0	5,0
2001	0,1	0,3	5,2	-2,0	-6,3	3,9	-4,9	2,7	1,8	0,1
2002	6,3	-2,1	5,5	-1,0	-1,9	4,1	1,2	2,3	3,8	1,4

Quellen: J.P. Morgan, *World Financial Markets*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.3

gestützt wurde (Tabelle III.3), und ein deutlicher Anstieg bei den Exporten während eines Teils des Jahres 2002.

Nach Anzeichen einer schwachen Auslandsnachfrage wuchs im ersten Quartal 2003 die Unsicherheit über die Aussichten für Asien, drastisch verschärft im April und Mai durch die Ausbreitung des schweren akuten Atemwegssyndroms (SARS) in China, Hongkong und einigen anderen Volkswirtschaften der Region. Die Wachstumsaussichten in Südkorea litten unter den Spannungen mit Nordkorea und dem Konkurs eines großen Konglomerats mit Spillover-Effekten auf den Finanzsektor.

... doch erhöhte Unsicherheit

Trotz der Unsicherheit war das Wachstum in China im ersten Quartal 2003 rasant, und zwar infolge anhaltender öffentlicher Ausgaben für die Infrastruktur sowie eines sprunghaften Anstiegs des Konsums und der Investitionen im privaten Sektor. Letztere wurden durch den Anstieg der ausländischen Investitionen nach der Aufnahme Chinas in die WTO im Jahr 2001 begünstigt. Gleichzeitig stiegen aufgrund der wachsenden Einkommen in den Städten die Ausgaben der privaten Haushalte für hochwertige langlebige Konsumgüter und für Dienstleistungen. Durch diese höhere Ausgabenneigung wurde die Industrieproduktion im ersten Quartal 2003 angekurbelt, und eine kräftige Zunahme der Exporte trug zusätzlich zur expansiven Entwicklung bei.

In China höhere Ausgaben des privaten Sektors ...

In Indien sank das Wachstum wegen Produktionseinbußen in der Landwirtschaft im letzten Jahr auf knapp 4½%, obwohl sich der Industriesektor erholte und die Inlandsnachfrage stark blieb. Die Exporte von Gütern und Dienstleistungen profitierten von einem äußerst schnellen Wachstum der Softwareproduktion und dem vermehrten Outsourcing von IT- und Geschäftsdienstleistungen nach Indien. Zusammen mit den zunehmenden Überweisungen von im Ausland lebenden Indern trugen die Dienstleistungsexporte bereits im zweiten Jahr in Folge zu einem Leistungsbilanzüberschuss bei. Außerdem verabschiedete die Regierung eine Reihe wichtiger Reformen, die das Vertrauen der Anleger in die Wirtschaft des Landes stärkten. Dazu gehörten die Privatisierung einiger strategisch bedeutsamer Unternehmen sowie Gesetze, die den Banken das Eintreiben von Schuldenforderungen erleichtern.

... und in Indien Anstieg von Hochtechnologieexporten

Inlandsnachfrage
als Wachstums-
motor

In anderen Ländern der Region war das Wachstum 2002 im Wesentlichen der Inlandsnachfrage zuzuschreiben (Tabelle III.3). In Korea profitierte die Inlandsnachfrage in der ersten Jahreshälfte von einer erhöhten Vergabe von Bankkrediten an private Haushalte und den Immobiliensektor; allerdings haben sich die Ausgaben der privaten Haushalte infolge einer Straffung der Wirtschaftspolitik inzwischen abgeschwächt. Auch in Malaysia, auf den Philippinen und in Thailand waren höhere Ausgaben des öffentlichen Sektors und der Verbraucher die treibende Kraft auf der Nachfrageseite. In Indonesien erholte sich das Konsumklima, nachdem einige politische Unsicherheiten aus dem Weg geräumt und eine Reihe wichtiger Strukturreformen eingeleitet worden waren. Auch die höheren Ölpreise stärkten das Realeinkommen dieses Landes. In krassem Gegensatz dazu war der Beitrag der Inlandsnachfrage zum Wachstum in Singapur weiterhin negativ, und in Hongkong kehrte er sich ins Negative. In beiden Volkswirtschaften kamen positive Konjunkturimpulse vonseiten der Auslandsnachfrage.

Erklärungen für Disinflation und Deflation

Niedrige Inflations-
raten nach Ende
des regionalen
Aufschwungs ...

Die durchschnittliche Inflationsrate in Asien fiel im letzten Jahr auf 1,1% und damit weit unter den Durchschnitt der Jahre 1998–2001 (Tabelle III.1). In Hongkong nahm die Deflation zu, und in China und Singapur wurde die Preisentwicklung ebenfalls wieder negativ. Auch Indien, die Philippinen und Thailand verzeichneten jeweils eine der tiefsten Inflationsraten der letzten Jahre. In einigen Fällen schien der Abwärtsdruck auf die Preise das Ergebnis vorübergehender Einflussfaktoren wie der Nahrungsmittelpreise zu sein. Bei einer allgemeineren Betrachtung jedoch könnte die Disinflation bzw. Deflation in einer Reihe asiatischer Volkswirtschaften am Ende des regionalen Wirtschaftsaufschwungs der neunziger Jahre entstanden sein. Die anhaltende Nachfrageschwäche des privaten Sektors, die auf den Aufschwung folgte, dürfte teilweise den konjunkturhemmenden Effekten der finanziellen Anspannungen nach der Finanzkrise in Asien oder einem Kapitalüberhang aus dem raschen Kapazitätswachstum in der Boomphase zuzuschreiben sein.

... vor allem
aufgrund von
Entwicklungen am
Immobilienmarkt ...

In einigen Volkswirtschaften brachen die Immobilienpreise – die 1996/97 ihren Höhepunkt erreicht hatten – zusammen und drückten auf die Nachfrage, was zu zunehmender Arbeitslosigkeit und Disinflation führte. Am stärksten war dieser Effekt in Hongkong, wo noch andere deflationäre Tendenzen hinzukamen. Die Wirtschaft in Hongkong wurde 2001 durch eine Verlangsamung des Wachstums im chinesischen Außenhandel beeinträchtigt, und die Preise näherten sich tendenziell an die wesentlich niedrigeren Preise in Festland-China an. Rückläufige Immobilienpreise bzw. Mieten wurden auch in einigen anderen asiatischen Volkswirtschaften wie Singapur und Thailand verzeichnet.

... und im Hoch-
technologiesektor

Kapazitätsüberhänge waren in der gesamten Region ein Problem, insbesondere im Hochtechnologiesektor. In vielen asiatischen Volkswirtschaften sanken die Bruttoanlageinvestitionen nach 1997 drastisch und erholten sich in den darauf folgenden Jahren meist nur geringfügig. In Singapur und in Taiwan, die derzeit eine leichte Deflation erleben, hing der Aufschwung mit dem kräftigen Anstieg der Hochtechnologieexporte zusammen, der bis etwa 2000 anhielt. Die disinflationären Auswirkungen des Nachfragezusammenbruchs in

dieser Branche im Jahr 2001 waren erheblich, und es hat seither nur uneinheitliche Erholungstendenzen gegeben. Zuzuschreiben ist dies u.a. der schleppenden Erholung in den USA, der anhaltenden Schwäche der japanischen Volkswirtschaft und den immer noch vorhandenen Überkapazitäten in IT und Telekommunikation. Es war für diese Volkswirtschaften nicht leicht, zum Ausgleich ihre Marktanteile in anderen Branchen zu vergrößern. Teilweise ist dies auf den zunehmenden Wettbewerb mit China zurückzuführen (s. weiter unten).

Die Deflation in China ist schwerer nachzuvollziehen. Selbst die massive Ausweitung der öffentlichen Ausgaben und das starke Wachstum bewirkten – vor allem in der verarbeitenden Industrie – keinen Anstieg des allgemeinen Preisniveaus. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass die Deflation Überkapazitäten und ein sehr elastisches Angebot an billigen Arbeitskräften widerspiegelt. Die Überkapazitäten könnten auch damit zusammenhängen, dass unrentable Staatsbetriebe dennoch weiterproduzieren. Der Erwerb von technischem und unternehmerischem Know-how, ein höherer Ausbildungsstand sowie sprunghaft zunehmende ausländische Direktinvestitionen haben die Produktivität in China drastisch gesteigert, was tendenziell ebenfalls zu sinkenden Preisen beiträgt. (Weitere Erörterungen zum Thema Deflation s. Kapitel II und IV.)

Deflation in China schwer nachvollziehbar

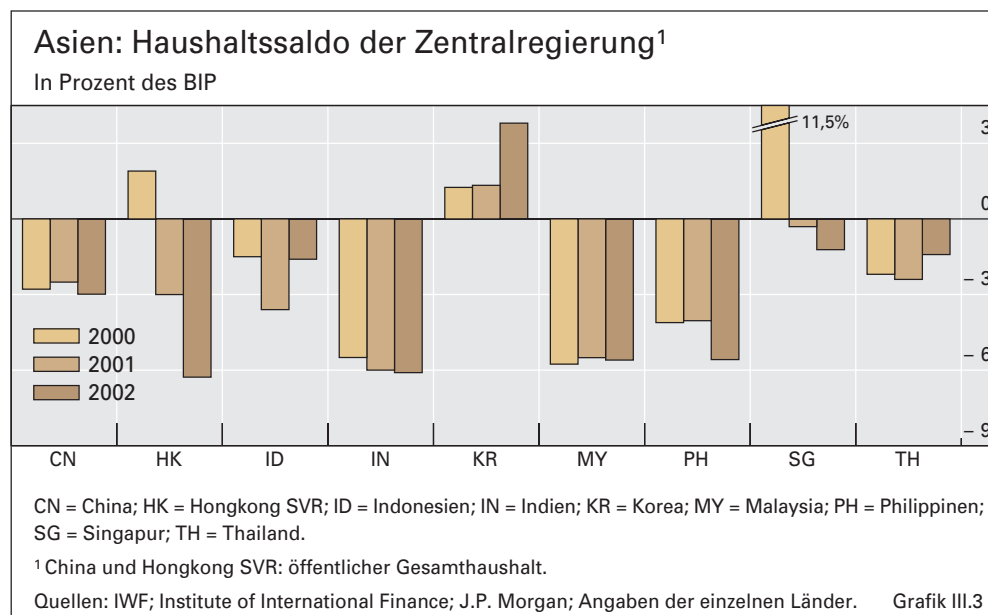
Wachstum der Inlandsnachfrage in Asien

Den asiatischen Volkswirtschaften ist es im Allgemeinen gelungen, die Inlandsnachfrage anzukurbeln, und zwar nicht nur durch fiskal- und geldpolitische Impulse, sondern in einer Reihe von Ländern auch durch eine starke kreditfinanzierte Expansion der Ausgaben der privaten Haushalte, u.a. für Wohnimmobilien.

Kann Wirtschaftspolitik die Nachfrage stützen?

Fiskalpolitische Impulse waren ein wichtiger Faktor bei der Erholung Asiens von der Krise der späten neunziger Jahre. Mit der bemerkenswerten Ausnahme Koreas sind in den Volkswirtschaften der Region seit 2000

Fiskalpolitische Impulse wichtig



Schuldenindikatoren						
	Öffentliche Verschuldung ¹			Auslandsschulden ²		
	1996	2000	2002	1996	2000	2002
China	7	15	16 ³	85	60	54
Indien	57	67	73	283	236	216
Indonesien	24	82	92 ³	259	217	231
Korea	8	17	22	126	78	82
Malaysia	35	37	46	51	43	49
Philippinen	53	66	74	197	134	158
Thailand	15 ⁴	57 ⁴	54 ⁴	194	115	95
Argentinien	36	45	146	468	554	530
Brasilien	33	49	57	379	432	395
Chile	15	14	16	144	198	226
Kolumbien	14	37	51	273	261	313
Mexiko ⁵	37	37	40	164	90	100
Peru	49	45	47	492	406	364
Venezuela	49	27	40	150	120	162

¹ In Prozent des BIP. ² In Prozent der Exporte. ³ 2001. ⁴ Einschl. Verbindlichkeiten gegenüber dem Financial Institutions Development Fund. ⁵ Einschl. Schuldtitel des Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB).

Quellen: IWF; Weltbank; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.4

Haushaltsdefizite zu verzeichnen (Grafik III.3). Als Folge dieser Entwicklungen ist die Staatsschuldenquote in einigen asiatischen Volkswirtschaften seit Mitte der neunziger Jahre deutlich angestiegen (Tabelle III.4). In Indien, in Indonesien, auf den Philippinen und in geringerem Maße auch in Thailand ist die Verschuldungsquote relativ hoch. Dagegen weisen einige Volkswirtschaften eine geringe Staatsschuldenquote (Korea) oder gar keine Nettostaatsschuld (Hongkong) auf. Dank seiner niedrigen Staatsverschuldung war Korea in diesem Jahr in der Lage, dem verhaltenen Wachstum eine expansive Fiskalpolitik entgegenzusetzen.

Markteinschätzungen
kein Hindernis

Auch die Markteinschätzungen entscheiden mit darüber, ob eine expansive Fiskalpolitik möglich ist. In den meisten asiatischen Ländern scheinen die Märkte geneigt, auch hohe Haushaltsdefizite zu akzeptieren. Gründe dafür sind die traditionell sehr zuverlässige Bedienung der Staatsschulden, das starke Produktions- und Exportwachstum, die hohe private Sparquote, relativ umfangreiche Währungsreserven und das niedrige Verhältnis der Auslandsschulden zu den Exporten. Markteinschätzungen können jedoch rasch umschlagen. Zwar sind z.B. in Hongkong beträchtliche Haushaltsreserven vorhanden, doch wird der Spielraum für zusätzliche expansive fiskalpolitische Maßnahmen durch Bedenken begrenzt, wie diese vom Markt interpretiert werden könnten.

Kurzfristige
fiskalpolitische
Impulse möglich

In China waren fiskalpolitische Impulse teilweise auch deswegen möglich, weil die Kapitalverkehrskontrollen weiterhin dafür sorgen, dass die hohen inländischen Ersparnisse im Lande selbst angelegt werden. Trotzdem gibt es auf mittlere Sicht Gründe dafür, sich nicht mehr so stark auf die Fiskalpolitik zu verlassen. Die Wirkung der öffentlichen Ausgaben ist geringer als die der privaten. Obwohl gegenwärtig noch nicht erkennbar, könnte mit der Zeit eine

mangelnde Tragfähigkeit der Verschuldung das Vertrauen in Banken, die in großem Umfang Staatsanleihen halten, untergraben. Tatsächlich hat die chinesische Regierung bereits ihre Besorgnis über die langfristige Tragfähigkeit der Verschuldung zum Ausdruck gebracht, und zwar u.a. aufgrund von impliziten Verbindlichkeiten aus Verlusten im Finanzsektor oder Rentenansprüchen, die in der ausgewiesenen Staatsschuld nicht enthalten sind.

Das Wachstum der Inlandsnachfrage in Asien wurde letztes Jahr auch durch eine Lockerung der Geldpolitik gestützt: Die Leitzinsen waren meist stabil oder fielen. Auch die längerfristigen Zinssätze gingen tendenziell zurück und sind in einigen Fällen so niedrig wie seit Jahren nicht mehr. Fallende oder tiefe Zinssätze gingen im Jahr 2002 in China, Indien und Korea mit einem kräftigen Kreditwachstum von 17–25% einher, und auch in Thailand erhöhte sich das Kreditvolumen deutlich um 8,5%, nachdem es 2001 um 7,5% gesunken war. In einigen Fällen hing das Kreditwachstum mit einer starken Zunahme der Kredite an private Haushalte zusammen. Die Politik des billigen Geldes scheint dagegen in einigen langsamer wachsenden Volkswirtschaften, wo die Zinssätze bereits sehr niedrig waren oder sogar eine Deflation vorlag, begrenzte Auswirkungen gehabt zu haben. In Hongkong beispielsweise war im vergangenen Jahr zwar ausreichend Liquidität vorhanden, doch das Kreditwachstum war negativ. (In Kapitel IV wird ein ähnliches Problem angesprochen.)

Sinkende Zinssätze,
kräftiges Kredit-
wachstum ...

Die Kombination aus stimulierenden geldpolitischen Impulsen und nur mäßiger Inflation führte auf den Philippinen sowie in Thailand, Singapur und Taiwan zu einer realen effektiven Abwertung. In allen diesen Volkswirtschaften schwanken die Wechselkurse frei. Die Philippinen und Thailand verfolgen ein Inflationsziel, während Singapur als Zielgröße den nominalen effektiven Wechselkurs verwendet. Infolge des Wertverlusts des US-Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen kam es in China, Hongkong und Malaysia, deren Währungen de facto an den US-Dollar gekoppelt sind, ebenfalls zu einer Abwertung (Tabelle III.5). Diese Währungsschwäche trug zur Erholung der asiatischen Exporte bei.

... und reale
Abwertung

Asien: Zinssätze und realer Wechselkurs									
	Kurzfristiger Zinssatz ¹			Langfristiger Zinssatz ¹			Realer effektiver Wechselkurs ²		
	Ende 01	Ende 02	April 03	Ende 01	Ende 02	April 03	Ende 01	Ende 02	April 03
China	2,3	2,0	2,0	...	...	...	4,2	-2,9	-3,3
Hongkong SVR	2,0	1,4	1,5	6,2	4,4	4,3	-0,2	-8,9	-11,0
Indien	7,2	5,5	4,9	7,9	6,1	5,9	2,3	6,6	-1,7
Indonesien	17,9	13,8	11,7	...	...	...	6,7	21,3	3,9
Korea	4,9	4,9	4,5	7,1	5,9	4,9	0,9	4,0	0,8
Malaysia	3,3	3,2	3,2	3,8	3,8	3,7	5,6	-4,2	-6,4
Philippinen	8,9	5,2	7,4	15,8	12,0	12,6	3,3	-6,4	-8,4
Singapur	1,1	0,9	0,9	4,0	2,6	2,1	-2,1	-2,0	-6,2
Taiwan, China	2,6	1,8	1,4	3,8	2,3	1,6	-2,6	-6,1	-9,1
Thailand	2,9	1,9	1,8	3,4	3,5	3,4	4,0	-3,6	-6,3

¹ Am Periodenende in Prozent. ² Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; gemessen an den relativen Verbraucherpreisen. Anstieg = Aufwertung.

Quellen: Bloomberg; Datastream; IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.5

Begrenzung der kreditfinanzierten Ausgaben der privaten Haushalte?

Stärkere geldpolitische Impulse aufgrund geringer Inflation

Die geringe Inflation fast überall in Asien erweiterte den Spielraum für zusätzliche geldpolitische Impulse. Die gelockerte Geldpolitik in mehreren Ländern hat zu hohen kreditfinanzierten Ausgaben der privaten Haushalte für Wohnimmobilien und langlebige Konsumgüter geführt. Angesichts der geringen Kreditnachfrage der Unternehmen nach der Asien-Krise waren die Banken in der Lage, ihr Risiko durch Diversifizierung – nämlich durch eine vermehrte Kreditvergabe an private Haushalte – zu verringern. Inwieweit dies neue Risiken für die Banken geschaffen hat, ist eine offene Frage.

In Korea mehr Bankkredite an private Haushalte ...

Die potenziellen Probleme lassen sich anhand der jüngsten Erfahrungen in Korea gut illustrieren, wo die Banken die Kreditvergabe an private Haushalte stark ausgeweitet haben. Der Anteil der an private Haushalte vergebenen Bankkredite (Privatkredite, Hypothekendarlehen und Kreditkartenforderungen) stieg bis Ende Juni 2002 auf über 40% der Bilanzsumme und lag damit deutlich höher als noch Ende 1999 (24%). Die Verschuldung der privaten Haushalte bei den Banken hatte im Juni 2002 109% des verfügbaren Einkommens erreicht, wovon 49 Prozentpunkte auf Hypothekendarlehen und 21 Prozentpunkte auf Kreditkartenforderungen entfielen.

... doch Expansion nicht tragfähig

Es ließe sich argumentieren, dass es in Korea mittelfristig noch Spielraum für ein weiteres Wachstum bei den Hypothekendarlehen an private Haushalte gibt. Der Anteil der koreanischen Haushalte mit Wohneigentum ist noch immer relativ gering, und mit wachsenden Einkommen werden Kredite an private Haushalte in der Regel zu einer immer wichtigeren Komponente des Kreditportfolios einer Bank. Als Reaktion auf das rasante Wachstum der Hypothekendarlehen in Verbindung mit einem Immobilien- und Bauboom hat die koreanische Regierung jedoch eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um den Anstieg der Preise für Wohnimmobilien in „Spekulationszonen“ zu begrenzen. Hierzu gehören eine Herabsetzung der Beleihungsgrenze für die Banken von 80% auf 60%, höhere Risikogewichte für Hypothekendarlehen bei der Berechnung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbedarfs, ein Verbot weiterer Käufe für Personen, die bereits Immobilien erworben haben, die Androhung einer Prüfung durch das Finanzamt bei häufigen Immobilienkäufen, strengere Kriterien für eine Befreiung von der Kapitalgewinnsteuer sowie höhere Vermögensteuersätze für teurere Wohnimmobilien. Außerdem hat die koreanische Regierung einen Plan vorgelegt, in der Agglomeration von Seoul zusätzliche Wohneinheiten zu bauen, um den Anstieg der Preise für Wohnimmobilien zu bremsen. Diese Maßnahmen haben das Risikoengagement des Bankensektors wirksam begrenzt: Gegen Ende 2002 verschlechterte sich das Konsumklima, und die Verbraucherausgaben sanken. Allerdings wurden dadurch auch die Wachstumsaussichten Koreas für 2003 getrübt.

Kreditkartenunternehmen gerettet

Wie sich bald zeigen sollte, bedeutete die verstärkte Vergabe von anderen Arten von Krediten an Privathaushalte auch erhebliche Kosten für die Finanzinstitute. Die Ausfallquote bei Kreditkartenforderungen stieg von Dezember 2001 bis Januar 2003 um die Hälfte auf über 11%. Außerdem gab es im April 2003 eine Flucht in die Qualität nach Enthüllungen über Bilanzunregelmäßigkeiten beim viertgrößten koreanischen Konglomerat. Schlagartig

versiegten die Finanzströme zu den finanziell schwachen Kreditkartenunternehmen in Korea, was eine von der Regierung veranlasste Rettungsaktion mit Kosten von mehreren Milliarden US-Dollar nach sich zog. Dabei wurden die angeschlagenen Kreditkartenunternehmen durch ihre Eigentümer rekapitalisiert, und die Finanzinstitute gewährten Überbrückungskredite, um die Investmentgesellschaften zu stützen, die in großem Umfang verbriefte Kreditkartenforderungen halten.

Auch in Thailand wurde das Wachstum durch eine Ausweitung der Kredite an private Haushalte und deren erhöhte Ausgabenbereitschaft gestützt. Im Januar 2003 lagen die Grundstücksverkäufe 71% höher als noch ein Jahr zuvor, und die Summe der ausstehenden Hypothekendarlehen für Wohnimmobilien erhöhte sich im gleichen Zeitraum um 12%. Der Anteil der Schulden der privaten Haushalte am verfügbaren Einkommen ist in Thailand jedoch viel geringer als in Korea, und das Risikoengagement des privaten Finanzsektors wird teilweise dadurch begrenzt, dass fast die Hälfte der Hypothekendarlehen für Wohnimmobilien von staatlichen Finanzinstituten vergeben wurde. Die Bedenken von staatlicher Seite über das rasche Wachstum der Kreditkartenforderungen blieben dennoch bestehen, und ab November 2002 mussten Kreditkarteninhaber wieder ein Mindesteinkommen nachweisen.

In Thailand Kredite an private Haushalte wachstumsfördernd

Die Finanzierung am Immobilienmarkt gibt sogar im deflationären China Anlass zur Besorgnis. Hier hat in den Außenbezirken von Shanghai und in Qingdao ein Immobilienpreisboom stattgefunden. Allerdings gilt es die potenziellen Risiken dieses Booms abzuwägen gegen das langfristige staatliche Ziel, das – erst seit kurzem überhaupt zugelassene – private Wohneigentum zu fördern. Dieses Ziel wird als sehr wichtig für den wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Wandel in China eingeschätzt.

In China Immobilienmarkt Grund zur Besorgnis

Die sich wandelnde Rolle Chinas

Durch das rasche Wachstum in China und die schnelle Integration des Landes in die Weltwirtschaft hat sich sein Einfluss in Asien deutlich vergrößert. Von 1991 bis 2002 hat sich der Anteil Chinas am BIP und an den Exporten Asiens mehr als verdoppelt, und zwar auf über 17% bzw. 20%. Die Importe stiegen mindestens genauso rasant, sodass China inzwischen gegenüber den Nachbarländern ein Leistungsbilanzdefizit aufweist.

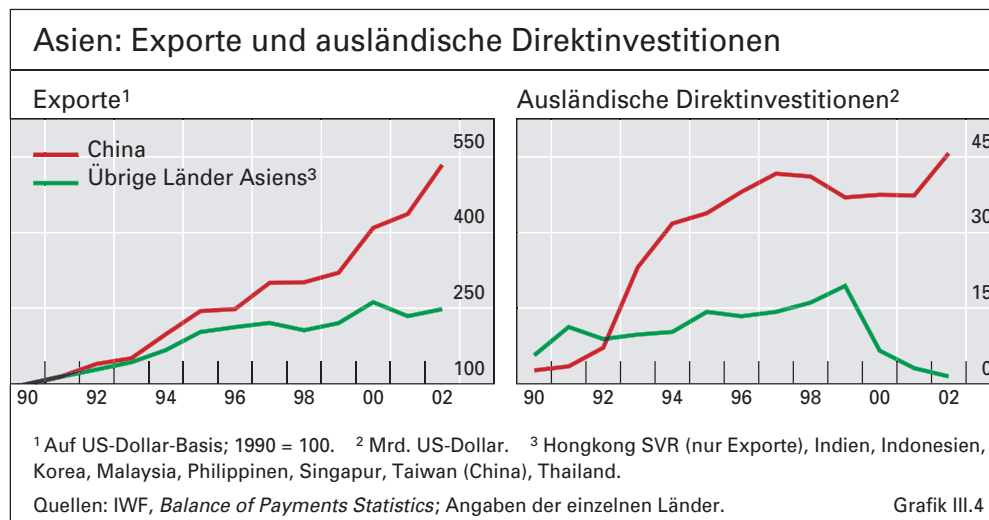
Durch zunehmende wirtschaftliche Bedeutung Chinas ...

Mit dem strukturellen Wandel in China verändern sich die Handels- und Investitionsströme in Asien. Die Exporte Chinas haben in der letzten Zeit viel stärker zugenommen als die der übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens (Grafik III.4 links), teilweise aufgrund der Konzentration auf den US-Markt. Von 1998 bis 2002 stieg der Anteil der Exporte in die USA an den Gesamtexporten Chinas um über 6 Prozentpunkte auf 27%, während sich der entsprechende Anteil in anderen asiatischen Volkswirtschaften verringerte. In Hongkong, auf den Philippinen, in Singapur und in Thailand war der Rückgang markant.

... Veränderungen von Handel und Investitionen in Asien

Gleichzeitig floss nach China in der letzten Zeit ein größerer Teil der ausländischen Investitionen in Asien. Ein Ziel war die Nutzung neuer Möglichkeiten im Außenhandel, aber zunehmend geht es auch um die Erschließung des wachsenden chinesischen Inlandmarktes. So haben z.B. große Unter-

Mehr ausländische Investitionen in China



nehmen aus Deutschland, den USA und Japan Investitionen getätigt, die auf den chinesischen Automobilmarkt abzielen, der weltweit am stärksten wächst. Im Gegensatz dazu sind die ausländischen Direktinvestitionen in den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens gesunken (Grafik III.4 rechts). Tatsächlich – und dies verstärkt einen seit der Krise von 1997/98 erkennbaren Trend – fielen die Nettozuflüsse von Direktinvestitionen in die übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens letztes Jahr auf null, während die Nettozuflüsse nach China auf \$ 46 Mrd. anstiegen.

Einige Beobachter sehen China infolge dieser Entwicklungen als mögliche Bedrohung für die Industrieproduktion in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Bereits heute ist China ein wichtiger Hersteller von arbeitsintensiven Industriegütern. Als Folge seiner Aufnahme in die WTO wird darüber hinaus erwartet, dass sich China einen hohen Anteil am liberalisierten Weltmarkt für Textilien und Bekleidung sichern wird, wenn das entsprechende WTO-Abkommen 2005 ausläuft. China stellt daher für die derzeitigen Produzenten von Textilien und anderen arbeitsintensiven Fertigerzeugnissen in Südostasien eine große Herausforderung dar. Überdies hat sich das Land in Bezug auf die Wertschöpfung stetig verbessert, und seine Maschinen- und Hochtechnologieexporte haben stark zugenommen. Der Anteil Chinas an den asiatischen Gesamtexporten von elektronischen Erzeugnissen hat sich in den vergangenen fünf Jahren mehr als verdoppelt und betrug 2002 30%. Im Gegensatz dazu ist der jeweilige Anteil von Malaysia und Singapur drastisch gefallen. Vereinzelt wird berichtet, dass im Hochtechnologiesektor Produktionsbetriebe von aufstrebenden Volkswirtschaften in Ostasien sowie von Japan nach China verlegt werden.

Für eine nüchterne Betrachtung dieser Entwicklungen ist es allerdings hilfreich, sich zu vergegenwärtigen, dass es in der Region bereits in der Vergangenheit erhebliche Strukturverschiebungen gegeben hat. Diese führten in den Ländern, deren Produktion „verdrängt“ wurde, nicht zu einem sichtbaren Rückgang des Wohlstands. Zum Beispiel wanderte ein Großteil der arbeitsintensiven Produktion in den jüngeren industrialisierten Volkswirtschaften der Region (Hongkong, Korea, Singapur, Taiwan) nach China und Südostasien ab.

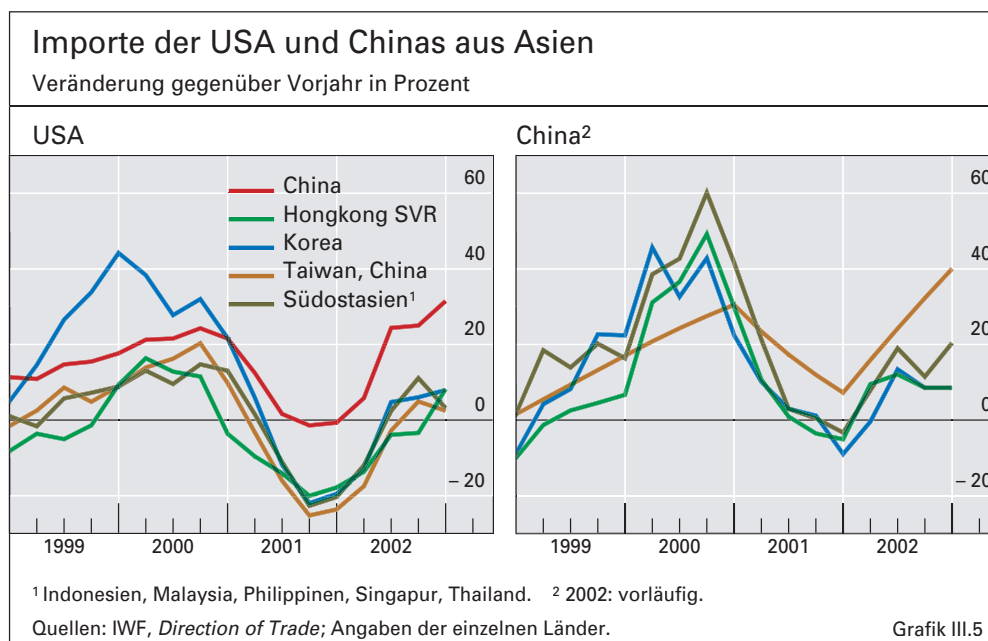
China als wirtschaftliche Herausforderung für seine Nachbarn

Kein Rückgang des Wohlstands infolge früherer Strukturverschiebungen

In einigen Volkswirtschaften führte dies zu Problemen, aber auf den Wohlstand insgesamt hatte es keine negativen Auswirkungen. Schon ab den frühen achtziger Jahren wurde der größte Teil der Industrieproduktion Hongkongs nach Südchina verlagert. Trotzdem florierte Hongkong, das von der Nähe zum chinesischen Festland profitierte, dank seiner Dienstleistungen im Finanz-, Handels- und Investitionsbereich mit einer weit höheren Wertschöpfung.

Unter den derzeitigen Bedingungen könnte Ostasien seine Nähe zu China auf mindestens zweierlei Weise nutzen. Erstens findet der Welthandel mit Endprodukten vorwiegend zwischen entwickelten Volkswirtschaften statt, deren Produkte sich zwar ähnlich sind, aber doch Unterschiede aufweisen. Dies legt den Schluss nahe, dass die weiter entwickelten Volkswirtschaften in Ostasien und in der übrigen Welt mit China Handel treiben können, indem sie ihre Produkte anhand spezifischer Produkteigenschaften differenzieren. Eine solche Differenzierung könnte in Bezug auf die Qualität oder das Design oder über eine Spezialisierung auf bestimmte fortschrittlichere Technologien erfolgen. Singapur beispielsweise hat sich in letzter Zeit um eine Diversifizierung in die Biomedizin und den Dienstleistungssektor bemüht. Auch Hongkong versucht sich über seine traditionelle Rolle im Finanzsektor hinaus als Know-how-starke Volkswirtschaft zu positionieren. Da diese Strategien ein Angebot an gut ausgebildeten Arbeitskräften voraussetzen, unternehmen sowohl Singapur als auch Hongkong Anstrengungen, um das Bildungssystem zu verbessern, und verfolgen weiterhin eine liberale Einwanderungspolitik für ausländische Fachleute und qualifizierte Arbeiter. In den weniger weit entwickelten Volkswirtschaften in Südostasien dürfte eine solche Strategie mehr Zeit erfordern. Allerdings besteht ganz offensichtlich schon Spielraum für einen derartigen Handel, z.B. in der Automobilbranche, wo in Asien bereits produziert und exportiert wird. Für die Volkswirtschaften in Südostasien gäbe es wohl auch die Möglichkeit, sich auf Dienstleistungen wie den Tourismus zu konzentrieren.

In Chinas Nachbarländern Produktdifferenzierung denkbar ...



... oder Zulieferung von Zwischen-
erzeugnissen

Zweitens umfasst ein Großteil des Welthandels Zwischenerzeugnisse, wobei Unterschiede bei den Kosten, Fertigkeiten und vorhandenen natürlichen Ressourcen genutzt werden. So könnten die asiatischen Volkswirtschaften China mit Zwischenerzeugnissen beliefern, die dann für die Produktion von Gütern für den inländischen Markt oder den Export verwendet würden. Das Integrationspotenzial wird mit steigenden Kosten in den Küstenregionen Chinas (aufgrund der steigenden Reallöhne und der Übervölkerung) noch zunehmen.

US-Importnachfrage über China in die asiatische Region verteilt

Die jüngsten Entwicklungen unterstreichen den Stellenwert derartiger Zwischenerzeugnisse bei den Importen Chinas. Ein großer Teil der chinesischen Exporte wird von der Importnachfrage in den USA angetrieben (Grafik III.5 links), die dann über die chinesische Importnachfrage nach Vorprodukten für die Exportindustrie in die asiatische Region weiterverteilt wird. Dieser Sachverhalt zeigt sich in den steigenden Importen Chinas aus Asien (Grafik III.5 rechts). Während beispielsweise die Elektronikexporte Chinas 2002 um 33% zunahm, stiegen die (exportintensiven) Importe von elektronischen Produkten aus dem übrigen Asien um über 49%. Im Gegensatz dazu ist der Anteil der Konsumgüter an den chinesischen Importen stetig gefallen, und zwar von etwa 25% Mitte der neunziger Jahre auf 20% im Jahr 2002.

Lateinamerika

Jüngste wirtschaftliche Entwicklungen

Schwieriges Jahr 2002 ...

Das vergangene Jahr war für Lateinamerika das vielleicht schwierigste seit den Schuldenkrisen der achtziger Jahre. Nachdem sich das reale BIP 2001 kaum verändert hatte, war es nun rückläufig. Von den größeren Volkswirtschaften hatten Argentinien und Venezuela mit echten Krisen zu kämpfen, während für Brasilien fast im gesamten Berichtszeitraum die Auslandsfinanzierung ein großes Problem darstellte. Sogar Mexiko und Chile, die in den Vorjahren zu den wirtschaftlich erfolgreicherer Ländern der Region gezählt hatten, schnitten schlechter ab als in der Vergangenheit. In beiden Volkswirtschaften entwickelten sich Wachstum und Exporterlöse schleppend, und die Kapitalzuflüsse verringerten sich. Eine Ausnahme von dieser Wachstumsschwäche war Peru, dessen Wirtschaft infolge sehr umfangreicher Metallexporte und höherer Konsumausgaben um mehr als 5% wuchs, so stark wie seit fünf Jahren nicht mehr.

... aber Erholung des Wachstums zum Jahresende

In der zweiten Jahreshälfte 2002 gab es Anzeichen einer allgemeinen Erholung. Die privaten Kapitalströme nach Lateinamerika gingen zwar über das gesamte Jahr gesehen zurück, die Konditionen für die Auslandsfinanzierung aber verbesserten sich deutlich zum Jahresende hin und noch mehr im ersten Quartal 2003. Dies zeigte sich auch an den beträchtlichen Rückgängen bei den Renditenaufschlägen auf Anleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften (Kapitel VI). Außerdem erholten sich im zweiten Halbjahr 2002 auch die Exporte von Gütern und Dienstleistungen dank einer höheren Nachfrage inner- und außerhalb der Region.

Es wird erwartet, dass die besseren außenwirtschaftlichen Bedingungen – ebenso wie ein Wiederanziehen der Investitionen und Konsumausgaben –

im Jahr 2003 zu einer moderaten Erholung des Wachstums in Lateinamerika beitragen werden. Wenn eine unterstützende Wirtschaftspolitik und der Konjunkturaufschwung wieder ausländische Direktinvestitionen anziehen vermögen, werden die Investitionen und der Konsum 2003 Auftrieb erhalten.

Wachstum gestützt durch bessere außenwirtschaftliche Bedingungen

Tragfähigkeit der Verschuldung und fiskalpolitische Anpassungen

Die Schlüsselfrage in vielen Volkswirtschaften Lateinamerikas lautet, ob die gegenwärtigen fiskalpolitischen Anpassungen ausreichen werden, um das Vertrauen wiederherzustellen. Dies hängt teilweise davon ab, inwieweit das jeweilige Land in den globalen Kapitalmarkt eingebunden ist und wie hoch seine Auslandsverschuldung ist.

Tragfähigkeit der Staatsverschuldung ...

Eine Volkswirtschaft mit freiem Kapitalverkehr ist, bei sonst gleichen Gegebenheiten, umso anfälliger, je mehr Schulden auf Fremdwährung lauten und je geringer die Exporterlöse sind. Die Höhe der Auslandsverschuldung ist für die Tragfähigkeit der staatlichen Verschuldung von Bedeutung, selbst wenn die Auslandsschulden überwiegend auf den privaten Sektor entfallen. Wenn dieser nämlich Schwierigkeiten hat, seine Auslandsschulden zu bedienen, kann sich das auf den Wechselkurs und die Finanzierungskosten des öffentlichen Sektors auswirken. Darüber hinaus hat der Staat in manchen Fällen – aus verschiedenen Gründen – die Auslandsverbindlichkeiten des privaten Sektors übernommen. In Lateinamerika ist das Verhältnis der Auslandsverschuldung zu den Exporten wesentlich höher als in asiatischen Ländern mit vergleichbaren Staatsschuldenquoten (Tabelle III.4), denn die nationalen Sparquoten und der Öffnungsgrad des Handels sind in Lateinamerika weitaus geringer als in Asien (zur Ersparnisbildung in den verschiedenen Regionen s. Kapitel II).

... teilweise von Auslandsverschuldung abhängig

Die Einschätzung, ob die Verschuldung des öffentlichen Sektors tragbar ist, scheint dadurch beeinflusst zu werden, wie hoch die Verschuldung bzw. die Staatsschuldenquote ist und in welche Richtung sie sich entwickelt. In Mexiko und Chile ist die Staatsschuldenquote seit Mitte der neunziger Jahre insgesamt mehr oder weniger stabil geblieben. In Brasilien, Kolumbien und Peru hingegen ist seit etwa 1996 ein bedeutender Anstieg der Staatsverschuldung zu verzeichnen, die in jedem der drei Länder inzwischen über dem Niveau von Mexiko und Chile liegt. Die Staatsschuldenquote Argentiniens beträgt zur Zeit 146%; ein Vergleich mit anderen Ländern ist jedoch nicht möglich, da das Land im Dezember 2001 seine Schulden nicht mehr bediente.

Einschätzungen durch Höhe der Verschuldung beeinflusst

Die Staatsschuldenquoten sind gestiegen, weil die Primärsalden nicht ausreichen, um die Zinszahlungen im Rahmen des Schuldendienstes zu decken. Eine Kombination von hohen Realzinssätzen und schleppendem Wachstum – zum Teil die Folge von Finanzierungseinschränkungen und der moderaten Entwicklung der Weltwirtschaft – spielte ebenfalls eine Rolle. Ein weiterer Faktor sind die Abwertungen, denn ein Großteil der Staatsschulden lautet auf ausländische Währungen oder ist an diese geknüpft, und die Exporte haben nicht rasch genug zugenommen, um dies auszugleichen.

Höhere Staatsschuldenquoten ...

Langfristig spiegeln die Einflussfaktoren der Staatsschuldenquote die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Fundamentaldaten wider. So ist der Wertverlust der Währung, der in Brasilien seit Mitte der neunziger Jahre zu steigenden Staatsschuldenquoten beigetragen hat, teilweise auf die verhältnis-

... aufgrund von wirtschaftlichen Fundamentaldaten und Einschätzungen

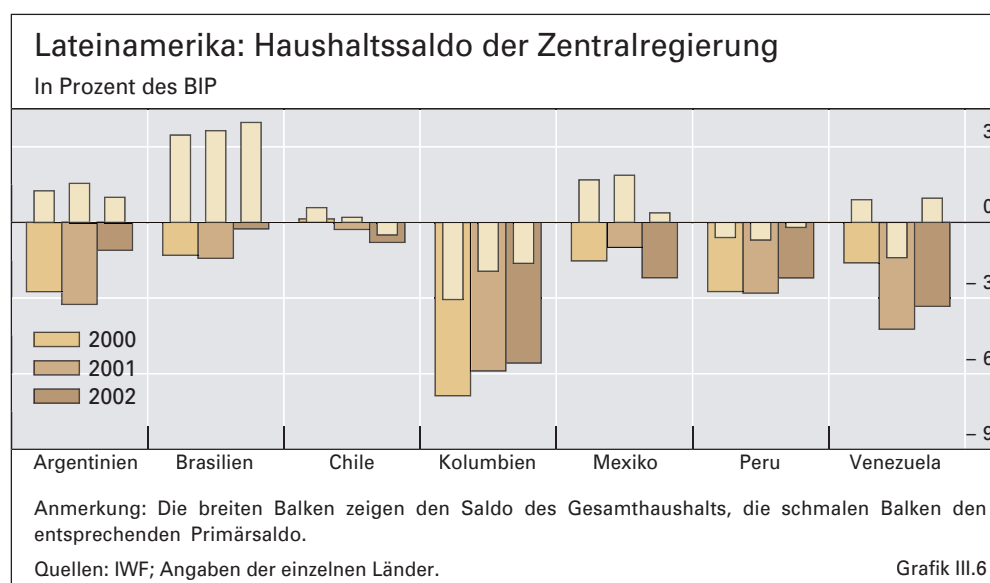
mäßig niedrige Sparquote und die hohe Auslandsverschuldung des Landes zurückzuführen. Kurzfristig jedoch können diese Bestimmungsfaktoren auch Einschätzungen der Tragfähigkeit der staatlichen Verschuldung widerspiegeln, die manchmal dazu führen, dass die erwartete Entwicklung tatsächlich eintritt. Bedenken, ob ein Land imstande oder gewillt ist, seine Schulden zu bedienen, können bewirken, dass die Zinssätze so drastisch steigen oder die Währung so stark an Wert verliert, dass die staatliche Verschuldung nicht mehr tragbar ist. Aus diesem Grund haben die politischen Entscheidungsträger in einer Reihe lateinamerikanischer Länder Maßnahmen ergriffen, um die Anleger davon zu überzeugen, dass sie zur Haushaltskonsolidierung entschlossen sind, was die jüngsten Daten zu den Haushaltssalden teilweise auch belegen. Wie Grafik III.6 zeigt, haben die Haushaltsdefizite in einigen Ländern abgenommen, und der Überschuss des Primärhaushalts in Brasilien ist gestiegen.

Bestreben der Regierungen, die Märkte zu beruhigen

Einige Regierungen waren zudem bestrebt, die Märkte durch zukunftsgerichtete Maßnahmen oder Gesetzesinitiativen zu beruhigen. So erhöhte die neue Regierung in Brasilien ihr Ziel für den primären Haushaltsüberschuss 2003 auf 4,25%, nachdem es 2002 noch 3,75% betragen hatte; der Überschuss lag dann im ersten Quartal 2003 sogar bei über 6%. Das Land bemüht sich auch um eine Reform des Steuer- und des Sozialversicherungssystems, da Letzteres für einen Großteil des Haushaltsdefizits verantwortlich ist. Kolumbien erwartet aufgrund der 2002 beschlossenen Reformen im Bereich Steuern, Renten, soziale Sicherheit und Arbeitsmarkt eine Reduzierung seines Haushaltsdefizits. Vorgesehen sind außerdem ein Gesetz über die fiskalpolitische Verantwortung, das die kolumbianische Staatsverschuldung begrenzen soll, sowie eine Volksabstimmung über Reformen im öffentlichen Sektor, die weitere beträchtliche Einsparungen ermöglichen würden. Auch Peru hat sich im Rahmen seines IWF-Programms zur Verringerung des Haushaltsdefizits in den Jahren 2003 und 2004 verpflichtet.

Auswirkungen der Inflation auf Primärsalden

Ob diese Anpassungsmaßnahmen adäquat sind, ist unter Berücksichtigung von mindestens drei Faktoren zu beurteilen. Erstens hat die Inflation in einigen Volkswirtschaften zum Anstieg des Primärsaldos beigetragen, doch



dieser Effekt wird allmählich nachlassen, wenn die Inflation anhält. So verzeichnete z.B. die Zentralregierung Brasiliens im Januar 2003 einen Anstieg der Steuereinnahmen um etwa 29% im Vorjahresvergleich (bereinigt um einen außerordentlichen Posten im Januar 2002), was in etwa einem allgemein üblichen Maß für die Inflation entspricht. Da die Ausgaben nicht im gleichen Umfang stiegen, nahm der von der Zentralregierung erzielte Primärüberschuss zu und glich den Anstieg des Defizits im Bereich der Sozialversicherung mehr als aus. Wenngleich sich Inflationserwartungen und Lohnforderungen in einigen lateinamerikanischen Ländern durch die lang anhaltende gemäßigte Preisentwicklung bedeutend reduzierten, lassen die Erfahrungen der Vergangenheit darauf schließen, dass im Falle einer anhaltend hohen Inflation die Indexierung wieder verbreitet Anwendung finden könnte.

Zweitens wurden die Einnahmen zum Teil mit bestimmten – teilweise verzerrend wirkenden – Steuern gesteigert, die sogar die langfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigen könnten. Argentinien beispielsweise erzielte mit einer Anfang 2002 eingeführten Exportsteuer 15% seiner öffentlichen Einnahmen. Diese Steuer neutralisiert zwar die unerwarteten Zusatzeinnahmen der landwirtschaftlichen Exporteure nach der starken Abwertung der Währung im Jahr 2002, doch sind Steuern auf internationale Handelsgeschäfte langfristig keine Lösung. Brasilien ist in hohem Maße von einer Steuer auf Finanzgeschäfte abhängig sowie von einem „Kaskadensystem“ indirekter Steuern, bei dem Bruttomehrwertsteuern zusätzlich zu den (nicht abzugsfähigen) Vorsteuern erhoben werden. Letzteres gilt als Hindernis für die Wettbewerbsfähigkeit brasilianischer Unternehmen.

Drittens ist es in vielen Ländern aufgrund des hohen Anteils nicht diskretionärer Ausgaben schwierig, die Gesamtausgaben zu kürzen. In Brasilien machten Zinszahlungen 18% der Gesamtausgaben aus, in Peru und Kolumbien waren es 12–15%. Der Spielraum für Änderungen im öffentlichen Haushalt wird gewöhnlich auch durch vertragliche Verpflichtungen oder feste Regeln für die Verteilung von Mitteln z.B. im Rahmen der Sozialversicherung und des Gesundheitswesens eingeschränkt, die in den Augen vieler effizienter verteilt werden könnten. In einer Reihe von Ländern werden 35–50% der Staatsausgaben nicht von der Zentralregierung, sondern auf regionaler Ebene getätigt, und diese Ausgaben sind besonders schwer zu kontrollieren. Daher ist typischerweise nur ein relativ geringer Anteil der öffentlichen Ausgaben von Kürzungen betroffen. Als Erstes gekürzt wurden in manchen Fällen zudem die Investitionen und Instandhaltungsaufwendungen von Staatsbetrieben, da hier die unmittelbaren Auswirkungen weniger offensichtlich sind. Hierdurch könnte sich das zukünftige Wachstum ebenfalls verringern.

Die Herausforderungen der Inflationseindämmung

2002 hatte eine Anzahl von Ländern mit Schwierigkeiten bei der Auslandsfinanzierung zu kämpfen, die zu einem massiven Wertverlust der Währung und dann zu einer Zunahme der Inflation führten (Grafik III.7). Die Einschätzung der monetären Bedingungen ist in diesem Umfeld besonders schwierig.

Auf der einen Seite hat die Währung in einigen Ländern zwar drastisch abgewertet, doch konnte die Spirale von beschleunigter Inflation und Abwer-

Bestimmte Steuern als mögliches Wachstumshemmnis

Ausgabenkürzungen wegen nicht diskretionärer Ausgaben schwierig

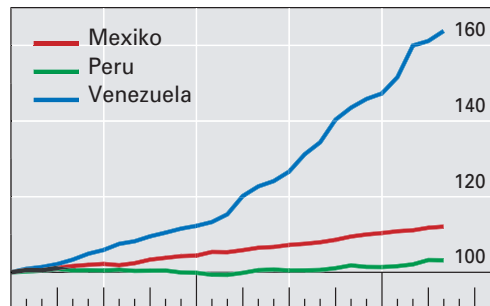
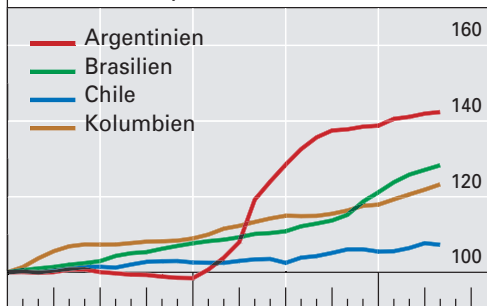
Trotz Schwierigkeiten bei der Auslandsfinanzierung ...

... Wechselkurse stabiler ...

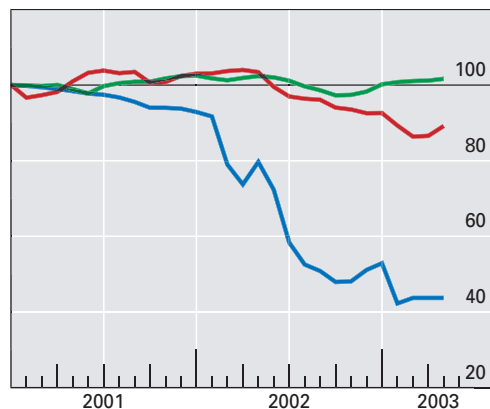
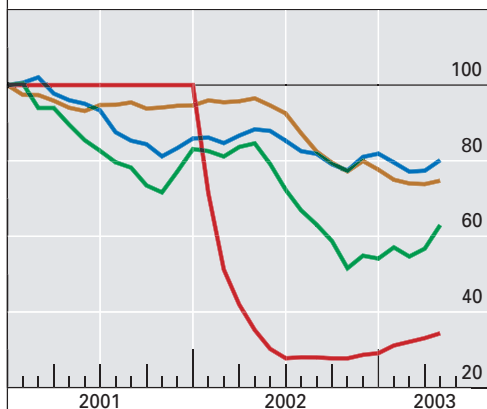
Lateinamerika: Verbraucherpreise und Wechselkurs

Ende 2000 = 100

Verbraucherpreise



Wechselkurs¹



¹ US-Dollar je Einheit Landeswährung; Anstieg = Aufwertung.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik III.7

... doch Inflation besorgniserregend

tion, die in der Vergangenheit in Lateinamerika zu beobachten gewesen war, vermieden werden. Vielmehr haben sich die Währungen insgesamt stabilisiert bzw. aufgewertet, und die Renditenaufschläge auf Staatsschuldtitel sind seit Ende 2002 kleiner geworden. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Märkte dem gegenwärtigen politischen Kurs einiger Länder ein gewisses Maß an Vertrauen entgegenbringen.

Auf der anderen Seite sind die Inflationsraten gestiegen, und in einigen Ländern wurde das explizite Inflationsziel verfehlt. Mit einer Teuerungsrate von 12,5% im Dezember 2002 überschritt Brasilien die Obergrenze seines Inflationsziels (5,5%) bei weitem. Während die brasilianische Zentralbank ihr Inflationsziel für 2003 in Anbetracht der regulierten Preissteigerungen und der Inflationstragheit auf 8,5% anhebte, kletterte die Inflationsrate bis Ende des ersten Quartals 2003 auf nahezu das Doppelte des neuen Ziels. Auch in Kolumbien wurde das Inflationsziel überschritten, obwohl die Zentralbank bei der Festlegung ihrer Ziele weiterhin eine rückläufige Inflationsentwicklung ansteuert. In Venezuela ermöglichten es die ab Januar 2003 eingeführten Preis- und Kapitalverkehrskontrollen den Behörden, ein System fester Wechselkurse einzuführen. Dennoch nahm die Inflation beträchtlich zu. In Mexiko lag die Inflationsrate 2002 über dem Ziel von 4,5%. Trotzdem bekannte sich die Regierung erneut zu ihrem im Juli 2002 für das Jahr 2003 bekannt gegebenen Inflationsziel von 3% mit einem Zielband von 2–4%. In Chile lag die Inflation

2002 dank des mäßigen Kostendrucks infolge der Preissenkungen im Ausland und der günstigen Arbeitskostensituation unter dem Zielwert. Am Ende des ersten Quartals 2003 hatte sie jedoch die obere Grenze des Zielbands von 2–4% überschritten. Neuere Daten lassen darauf schließen, dass der Inflationsdruck in einer Reihe von Ländern nachließ. Besonders ausgeprägt war der Rückgang in Argentinien, wo die Regierung ihre Inflationsprognose für Ende 2003 nach unten korrigierte. Mit 8% liegt diese nun deutlich unter den 35%, von denen im Standby-Abkommen mit dem IWF ursprünglich ausgegangen worden war, und unter der tatsächlichen Inflationsrate von 41% Ende 2002.

Die Währungsbehörden in hoch verschuldeten Ländern sahen sich mehreren erheblichen Zielkonflikten gegenüber. Von vielleicht größter Bedeutung ist dabei, dass es notwendig sein könnte, die Zinssätze so weit anzuheben, dass destabilisierende Spiralen von Abwertung und Inflation vermieden werden. Gleichzeitig aber könnte eine zu starke Anhebung der Zinssätze Zweifel an der Tragfähigkeit der staatlichen Verschuldung nähren und unter Umständen das Finanzsystem zusätzlich schwächen. Dies wiederum könnte den Abwertungsdruck erhöhen, was ebenfalls ungünstige Auswirkungen auf die Inflation hätte.

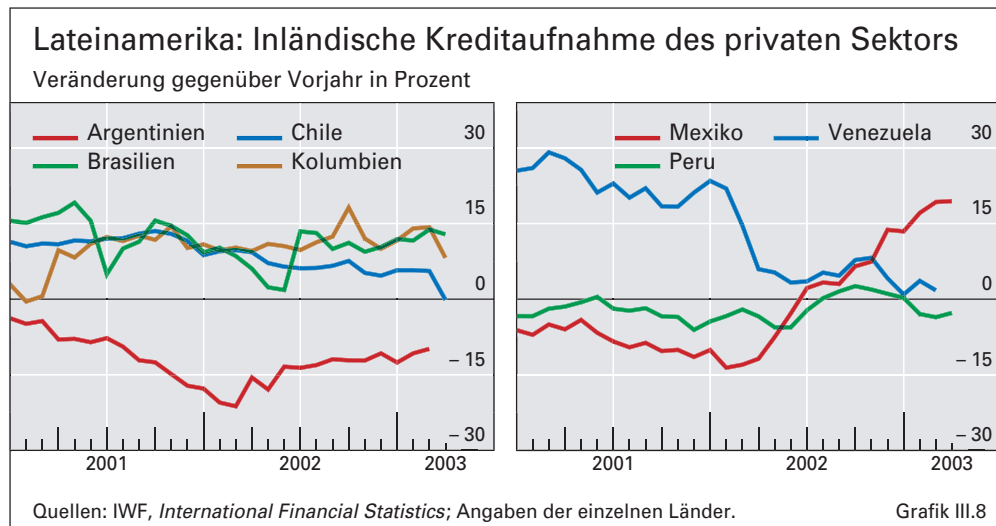
Eine weitere Schwierigkeit für Lateinamerika besteht darin, dass eine nominale Abwertung der Währung kurzfristig kontraktiv wirken kann, da sie die Schuldenlast für Gebietsansässige, die Kredite in Fremdwährung aufnehmen, vergrößert und zudem die Kaufkraft im Inland vermindert. Diese Kräfte sind den herkömmlichen Handelssubstitutionseffekten entgegengesetzt. Mittelfristig hätte die Abwertung eine stimulierende Wirkung auf die Wirtschaft, sofern auch der reale Außenwert der Währung sinkt. Dies war in einigen lateinamerikanischen Volkswirtschaften unlängst der Fall (Tabelle III.6) – eine willkommene Abwechslung von früheren Erfahrungen, als die Inflation stärker anstieg. Der Fall Argentinien verdeutlicht, welche unterschiedlichen Auswirkungen ein Wertverlust der Währung in manchen aufstrebenden Volkswirtschaften haben kann: Auf den Einbruch des argentinischen Peso 2002 folgte zunächst eine drastische Verringerung der Produktion, und erst später erholten sich die Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

Mögliche Gefährdung der Tragfähigkeit der Verschuldung durch hohe Zinssätze ...

... und potenziell kontraktive Wirkung von Abwertungen

Lateinamerika: Zinssätze und Wechselkurs									
	Kurzfristiger Zinssatz ¹			Kurzfristiger Realzinssatz ^{1,2}			Realer effektiver Wechselkurs ³		
	Ende 01	Ende 02	April 03	Ende 01	Ende 02	April 03	Ende 01	Ende 02	April 03
Argentinien	6,1	34,1	22,2	7,8	-4,9	2,3	1,6	-58,6	11,1
Brasilien	19,1	24,9	26,3	10,6	11,0	8,4	-10,1	-31,7	-21,4
Chile	6,2 ⁴	4,4 ⁴	1,9 ⁴	6,2	4,4	1,9	-9,6	-6,4	-15,5
Kolumbien	10,7	7,5	7,6	1,6	-0,6	1,0	5,5	-16,1	-21,8
Mexiko	7,6	7,6	6,7	3,0	1,8	1,4	8,0	-9,5	-14,0
Peru	4,8	3,6	3,3	5,0	2,1	0,7	6,8	-4,2	-6,4
Venezuela	19,7	25,1	16,0	6,6	-4,7	-13,1	5,0	-30,8	-34,4

¹ Am Periodenende in Prozent. ² Deflationiert mit der jährlichen Inflationsrate. ³ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; gemessen an den relativen Verbraucherpreisen. Anstieg = Aufwertung. ⁴ Realzinssatz gebunden an die Unidad de Fomento.
 Quellen: Bloomberg; Datastream; IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.6



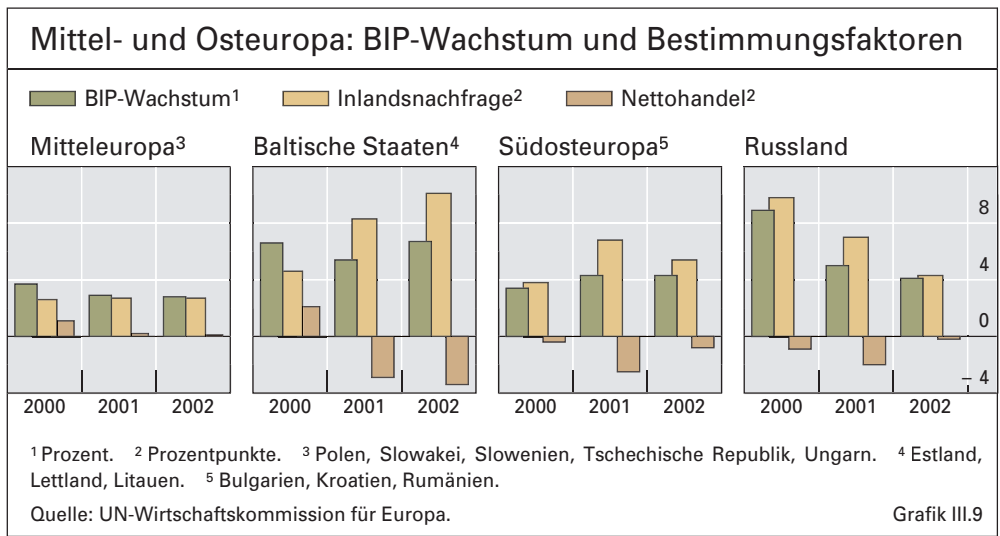
Niedrige Realzinsätze, aber keine Zunahme der Kredite

Unter anderem zur Neutralisierung der oben erwähnten kontraktiven Kräfte begrenzten die Zentralbanken den Anstieg der Nominalzinsen und bewirkten so einen Rückgang der Realzinsen. In Brasilien fiel der Realzinssatz, betrug jedoch im April 2003 immer noch über 8%, während er in einigen anderen Ländern (Argentinien, Kolumbien, Venezuela) für längere Zeit in den negativen Bereich sank. Niedrigere oder negative Realzinssätze waren jedoch nicht immer mit einem schnellen Kreditwachstum verbunden (Grafik III.8). Trotz der hohen Inflation gingen die Kredite an den privaten Sektor in Argentinien 2002 nominal zurück, was den Problemen des Bankensektors zuzuschreiben war. In Venezuela verlangsamte sich das Kreditwachstum fast auf null. In Brasilien wuchsen die Kredite um rund 10%, was allerdings immer noch unter der Inflationsrate lag. In Chile und in Mexiko, wo der Zugang zu Auslandskrediten weniger stark eingeschränkt war, wurde angesichts der schwachen Auslandsnachfrage die Geldpolitik gelockert. In beiden Ländern sanken die Realzinsen; in Mexiko war das Kreditwachstum beträchtlich, in Chile dagegen blieb es moderat.

Mittel- und Osteuropa

Wachstum trotz Abschwächung in Westeuropa widerstandsfähig

Das Wirtschaftswachstum in Mittel- und Osteuropa konnte sich im vergangenen Jahr auffallend gut gegen die Abschwächung in Westeuropa behaupten. Die Verlagerung hin zu einem von der Binnenwirtschaft getragenen Wachstum, das zudem durch die schnelle Zunahme der Verbraucherkredite und eine expansive Fiskalpolitik in mehreren Ländern gestützt wurde, beschleunigte sich im Laufe des Jahres 2002 noch (Grafik III.9). In der Außenwirtschaft führten eine stärkere Diversifizierung der Exportmärkte und Produktivitätssteigerungen zu Exportergebnissen, die über den Erwartungen lagen (Grafik III.1). So erhöhte sich die Produktion in Südosteuropa und in den baltischen Staaten um durchschnittlich 5–5½%; in Mitteleuropa legte sie um etwa 3% zu. Das Wachstum in Russland blieb stabil, und die türkische Wirtschaft erholte sich deutlich, nachdem es 2001 zu einem ausgeprägten Abschwung gekommen war. Diese Trends setzten sich im ersten Quartal 2003 allgemein fort.



Ein weiterer positiver Aspekt der jüngsten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in der Region ist die anhaltende Disinflation. Gegen Ende 2002 lag die durchschnittliche Inflationsrate in den acht EU-Beitrittsländern und in Kroatien knapp über 2,5%; dies war die niedrigste Rate seit Beginn des Übergangs zu einem marktwirtschaftlichen System. In Rumänien, Russland und Serbien und Montenegro sowie in der Türkei blieben die Inflationsraten im zweistelligen Bereich, doch selbst hier schwächte sich der Preisauftrieb im Laufe des Jahres ab. In den meisten Ländern war die niedrigere Inflation allerdings nicht einem mäßigeren Druck von Kosten und Nachfrage im Inland zuzuschreiben, sondern vielmehr guten Ernten und einer Aufwertung der Währung, die zu niedrigeren Preisen für Lebensmittel und importierten Kraftstoff führten. Die Disinflation war denn auch langsamer und kostspieliger als in den vorangegangenen Episoden. Die kumulierte Änderung der Arbeitslosenquote, die erforderlich ist, um die Inflation um 5 Prozentpunkte zu senken (sog. Sacrifice Ratio), betrug 2000–02 durchschnittlich 1,6 Prozentpunkte, nachdem sie 1998/99 bei 0,5 Prozentpunkten gelegen hatte.

Inflation weiter rückläufig ...

Vor diesem Hintergrund deuten verschiedene Faktoren darauf hin, dass die jüngsten niedrigen Inflationsraten schon bald nicht mehr aufrechtzuerhalten sein dürften. Erstens wird der Effekt sinkender Lebensmittelpreise wahrscheinlich nachlassen. Zweitens haben die meisten Länder eine Reihe von einmaligen Anpassungen bei den administrierten Preisen geplant. Drittens begannen sich die steigenden Ölpreise Anfang 2003 auf die Inflation auszuwirken. Viertens schließlich greifen die Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor inzwischen auf den privaten Sektor über. Dass in einigen Ländern das Interesse an einer Einkommenspolitik wiedererwacht, ist teilweise darauf zurückzuführen.

... doch Trend möglicherweise nicht von Dauer

Die Leistungsbilanzdefizite waren 2002 nach wie vor beträchtlich (im Durchschnitt 5,7% des BIP, Russland ausgenommen), sie konnten jedoch problemlos finanziert werden. In der Slowakei, in Slowenien und in der Tschechischen Republik waren die Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen zwei bis fünf Mal größer als die Defizite selbst, während sie in den übrigen Ländern durchschnittlich 60% des Defizits abdeckten. Zudem führten der bevorstehende EU-Beitritt und die Einschätzungen der Anleger bezüglich des relativen Risikos

Hohe Leistungsbilanzdefizite durch Direktinvestitionen finanziert

in aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem Schub bei den kurzfristigen Kapitalzuflüssen. Die Folge war, dass 2002 die meisten Währungen Mitteleuropas gegenüber dem Euro oder auf nominaler effektiver Basis aufwerteten. Eine wichtige Ausnahme war der polnische Zloty, der infolge des schwachen Inlandswachstums und der verzögerten Reaktion auf umfassende Zinssenkungen seit einiger Zeit unter Druck steht. Russland verzeichnete dank steigender Erdölexporte weiterhin einen Leistungsbilanzüberschuss von knapp 10% des BIP. In der Türkei förderte die kräftige Erholung den Import, und bei gleich bleibendem Exportwachstum entstand ein geringfügiges Leistungsbilanzdefizit von 1% des BIP.

Angesichts von Kapitalzuflüssen und Aufwertung ...

In diesem relativ günstigen Umfeld versuchten die Währungsbehörden in Ländern mit Inflationsziel in hohem Maße, die inflationshemmende Wirkung der Währungsaufwertung und die expansive Wirkung der Kapitalzuflüsse auf die inländische Geldmenge in ein Gleichgewicht zu bringen. Gleichzeitig mussten die Zentralbanken den expansiven Kurs der Fiskalpolitik, die mögliche Beeinträchtigung der Exportbranchen durch die Aufwertung und das niedrige Zinsniveau an den globalen Kapitalmärkten berücksichtigen. Angesichts dieser Herausforderungen entschied sich die Mehrheit der Zentralbanken für eine Kombination von Zinssenkungen und Marktinterventionen, um die Kapitalzuflüsse zu bremsen und den Aufwertungsdruck zu mindern.

... Zinssenkungen und Interventionen der Zentralbanken

In der Tschechischen Republik intervenierte die Zentralbank 2002 mehrmals und senkte den wichtigsten Leitzinssatz im Juli so weit, dass er den Leitzins der EZB unterschritt. Die polnische Zentralbank hat den wichtigsten Leitzins seit Anfang 2002 um 5,75 Prozentpunkte zurückgeführt. Damit wurde einerseits eine Dämpfung des Zloty angestrebt, andererseits aber auch eine Senkung der hohen Realzinssätze, die teilweise für das langsame Wachstum 2001/02 verantwortlich gemacht worden waren. Nachdem in die Slowakei in den ersten neun Monaten des Jahres 2002 ausländische Direktinvestitionen in Höhe von 20% des BIP geflossen waren, vereinbarten die Regierung und die Zentralbank, sämtliche mit Privatisierungen verbundenen Kapitalzuflüsse zu sterilisieren und die Erlöse nur für die Tilgung von Staatsschulden und die Rentenreform zu verwenden.

In Ungarn vorübergehende Kontrollen zur Begrenzung kurzfristiger Zuflüsse

In Ungarn war die Lage noch dramatischer: Am 15. und 16. Januar 2003 verzeichnete das Land innerhalb weniger Stunden kurzfristige Kapitalzuflüsse von etwa € 4–5 Mrd., was mehreren Prozent des jährlichen BIP entspricht. Sie waren das Resultat von Spekulationen, dass die Grenze von 15% für die Aufwertung des Forint gegenüber seinem Leitkurs zum Euro aufgehoben würde. Als Reaktion auf diesen Angriff senkte die Zentralbank die Leitzinsen um 200 Basispunkte, führte eine Mengenbeschränkung für kurzfristige Einlagen ein und intervenierte mit großen Beträgen am Devisenmarkt. Diese außerordentlichen Maßnahmen führten dazu, dass das Spekulationsfieber nachließ. Allerdings verschärften die niedrigeren Zinssätze zusammen mit der nachfolgenden Abwertung des Forint den inflationären Druck, sodass die Zentralbank gezwungen war, ihre Inflationsprognose für Ende 2003 nach oben zu korrigieren.

Nachhaltigkeit des jüngsten Wachstums

Positive Entwicklung von Dauer?

Die allgemein günstigen Entwicklungen in Mittel- und Osteuropa im Gegensatz zu den ungewissen Aussichten für Westeuropa werfen eine grundlegende

Frage auf: Werden die Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa ihr jüngstes Wachstum aufrechterhalten können und sich weiterhin schrittweise dem Lebensstandard in der Europäischen Union annähern? Ein kräftiges Wachstum ist auch erforderlich, um den Druck zu mindern, der von der hartnäckig hohen Arbeitslosigkeit ausgeht, die das positive gesamtwirtschaftliche Bild in der Region etwas trübt.

Verschiedene Faktoren scheinen die günstigen Trends der jüngsten Vergangenheit zu gefährden. Erstens haben sich die Aussichten für Westeuropa nicht verbessert, und somit könnte sich das Exportwachstum verlangsamen. Zweitens verhindern die hohen Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite, dass das Wirtschaftswachstum über längere Zeit hauptsächlich von der Inlandsnachfrage getragen wird. Drittens hält die jüngste Expansion bei den Inlandskrediten – die einen wesentlichen Beitrag zur Dynamik der Inlandsnachfrage leistet – möglicherweise nicht mehr lange an.

Bei näherer Betrachtung sind jedoch nicht alle dieser Argumente schlüssig. Im Widerspruch zum ersten Argument, dass die weiterhin unsicheren Aussichten in Westeuropa das Wachstum bremsen werden, lassen die jüngsten Entwicklungen darauf schließen, dass die Länder Mittel- und Osteuropas weniger abhängig von Exporten in die Europäische Union geworden sind. Ein beträchtlicher Teil des Unternehmenssektors in der Region ist inzwischen im Besitz ausländischer Firmen. Diese haben die Produktion häufig nach Mittel- und Osteuropa verlagert, um eine kostengünstigere Exportbasis zu schaffen, und zwar nicht nur für die Europäische Union, sondern auch für andere Märkte (u.a. Mittel- und Osteuropa selbst sowie Asien). Dies zeigt sich in dem steigenden Anteil der Nicht-EU-Märkte an den Gesamtexporten der Region wie auch in der seit 1999 schwächer werdenden Korrelation zwischen den Exporten der Beitrittsländer und der Industrieproduktion im Euro-Raum. Zwar ist nach wie vor unklar, ob die sinkende Korrelation zwischen diesen Indikatoren zyklisch bedingt oder dauerhafter ist, doch ist der Unterschied zu den neunziger Jahren deutlich, als sie fast die ganze Zeit über zunahm. Gleichzeitig entsprachen die Arbeitskosten in Slowenien – die höchsten in der Region – nach wie vor nur 25% der Arbeitskosten in Westdeutschland, die im EU-Vergleich am höchsten sind. Dieser Kostenvorteil wird wahrscheinlich dazu führen, dass sich der Marktanteil außerhalb wie auch innerhalb Westeuropas an den mittel- und osteuropäischen Exporten weiter erhöht, wenn auch in geringerem Maße.

Inwieweit könnten außenwirtschaftliche Ungleichgewichte das Wachstum bremsen, wie es das zweite Argument nahe legt? Mit Ausnahme von Russland und Slowenien verzeichnet die Mehrheit der mittel- und osteuropäischen Länder seit Beginn der Übergangsphase hohe Leistungsbilanzdefizite. Mit solchen Defiziten muss ein Land im Aufholprozess rechnen, da es wahrscheinlich ist, dass die inländischen Investitionen die inländische Ersparnis übersteigen. In der Zeit von 1994 bis 2002 wurden die Leistungsbilanzdefizite im Durchschnitt zu 90% durch ausländische Direktinvestitionen finanziert. Im Allgemeinen blieb der Umfang der Leistungsbilanzdefizite stabil: Das Gesamtleistungsbilanzdefizit (ohne Russland) ist seit 2000 um weniger als ½% des BIP gewachsen. Zudem haben sich frühere Phasen, in denen es zu einem größeren

Diversifizierte
Ausfuhrmärkte und
nach wie vor
wettbewerbsfähige
Exporteure

Leistungsbilanz-
defizite stabil ...

Ausgleich von Leistungsbilanzungleichgewichten kam, mit einigen wenigen Ausnahmen nicht über längere Zeit auf das BIP-Wachstum ausgewirkt. Dennoch bleiben gewisse Bedenken hinsichtlich der Anfälligkeit gegenüber äußeren Einflüssen bestehen. Die jährlichen Zuflüsse an Direktinvestitionen aus dem Ausland sind aufgrund großer Privatisierungsprojekte häufig volatil. In letzter Zeit waren überdies die Länder in Mittel- und Osteuropa kurzfristigen Kapitalzuflüssen stärker ausgesetzt, was sich nach dem EU-Beitritt noch verschärfen könnte (s. weiter unten).

... doch weitere Expansion der Inlandskredite mit Risiken behaftet

Das kurzfristige Wachstum könnte auch durch eine notwendige Drosselung der expandierenden Verbraucherkredite gebremst werden – so das dritte Argument. Die Banken wurden mehrheitlich privatisiert, und der hohe Öffnungsgrad in Bezug auf Besitz und Kontrolle durch ausländische Marktteilnehmer hat viel dazu beigetragen, die Effizienz des Finanzsystems und ein wirksames Risikomanagement zu fördern. In den vergangenen zwei Jahren haben das kräftige Wachstum der privaten Einkommen, die niedrigeren Zinssätze und ein größerer Wettbewerbsdruck die Banken in Bulgarien, Kroatien, Rumänien, der Tschechischen Republik und Ungarn veranlasst, die Kreditvergabe an private Haushalte zwischen 20% und 60% jährlich auszuweiten. Zum Teil hängt diese hohe Zuwachsrate mit dem geringen Anteil der Kredite an private Haushalte am gesamten Kreditgeschäft der Banken zusammen. Sollte dieser Trend jedoch anhalten, könnten die Banken einem beträchtlichen Kreditrisiko ausgesetzt sein, da die Kredite an private Haushalte aufgrund fehlender solider gesetzlicher Grundlagen in den meisten Fällen nicht angemessen besichert sind. Anlass zu Besorgnis gibt außerdem die Tatsache, dass der stärkere Wettbewerb unter den Banken zu einer sichtbaren Verringerung der Geschäftsmargen geführt hat, die längerfristig möglicherweise nicht tragbar ist.

Ernste Zweifel an der Tragfähigkeit der Haushalts-salden

Die größten Bedenken bestehen allerdings im Zusammenhang mit der Tragfähigkeit der Haushaltssalden. In Kroatien, Polen, der Slowakei, der Tschechischen Republik und Ungarn sind die Haushaltsdefizite seit 2000 auf 5% des BIP oder mehr gestiegen. Diese Verschlechterung war überwiegend strukturell bedingt und hing mit Änderungen in der Gesetzgebung zusammen, die zu einer dauerhaften Erhöhung der Sozialleistungen und der Löhne im öffentlichen Sektor führten. Auch der EU-Beitritt wird mit Blick auf eine Einhaltung der EU-Vorschriften z.B. im Umweltschutz zusätzliche Staatsausgaben erfordern. Zudem erweist es sich als problematisch, dass in manchen Ländern bis zu zwei Drittel der Gesamtausgaben durch gesetzliche Regelungen bestimmt werden und nicht für die Haushaltsplanung zur Verfügung stehen. Entsprechend erfolgen diskretionäre Ausgaben häufig mittels quasi-fiskaler Instrumente (Garantien, nicht im Rahmen des Haushalts verfügbare Mittel), die nicht transparent sind und einen erheblichen Unsicherheitsfaktor für die Geldpolitik darstellen können.

Auch Handlungsbedarf bei Schuldenproblemen der Türkei

Die Türkei kämpft mit einer hohen Staatsschuldenquote, die inzwischen bei über 80% des BIP liegt. Das ist mehr als in nahezu allen anderen größeren aufstrebenden Volkswirtschaften (Tabelle III.4). Um bis Ende 2004 eine Quote von unter 70% zu erreichen, haben sich die Behörden verpflichtet, den Primärüberschuss auf 6½% des BIP zu erhöhen (von 4½% im Jahr 2002) und die

Inflation bis Ende 2003 auf 20% zu senken (von 30% im ersten Quartal 2003). Die Tilgungszahlungen sind jedoch beträchtlich, denn die Realzinssätze betragen rund 20%. Obwohl die Schuldtitel größtenteils im Inland emittiert und gehalten werden, sind sie außerdem an kurzfristige Zinssätze oder den Wechselkurs gebunden, und die Tragfähigkeit der Verschuldung ist stark von Veränderungen dieser Variablen abhängig. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass die ehrgeizigen Ziele für Einnahmensteigerungen und Ausgabenkürzungen nicht erreicht werden, wenn die Privatisierungen und die politisch schwer durchzusetzenden Reformen des öffentlichen Dienstes und des Bankensystems nicht planmäßig voranschreiten.

Herausforderungen im Zusammenhang mit dem EU-Beitritt

Nach dem Beitritt zur Europäischen Union im Mai 2004 planen die Beitrittsländer, sich auch dem Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (WKM II) anzuschließen. Nach einem Zeitraum von zwei Jahren der Mitgliedschaft im WKM II und vorbehaltlich der Erfüllung der übrigen Maastricht-Kriterien würde dann die Mitgliedschaft in der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) folgen. Auch wenn es unwahrscheinlich ist, dass die neuen EU-Mitglieder der WWU vor 2007 oder 2008 beitreten, beeinflusst die Aussicht auf die Zugehörigkeit zum Euro-Raum bereits die Markterwartungen, und die Zinssätze für langfristige Anleihen nähern sich dem Niveau im Euro-

Bereits spürbare Auswirkungen der nächsten Integrationsphasen

WWU-Konvergenzkriterien										
	Preisstabilität ¹		Langfristiger Zinssatz ²		Wechselkursstabilität ³		Haushaltsdefizit ⁴		Staatsschuld ⁵	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Referenzwert ⁶	0,5+1,5	1,5+1,5	5,3+2	4,4+2	±15	±15	-3,0	-3,0	60	60
Polen	7,3	2,0	9,7	5,6	2,1	6,8	-2,0	-6,3	43	48
Slowakei	10,5	3,4	...	7,4	1,3	-3,5	-6,4	-5,8	30	34
Slowenien	6,2	7,5	...	8,9	4,6	3,7	-2,2	-1,8	26	31
Tschechische Republik	2,1	1,8	7,0	4,3	-1,0	-2,6	-6,3	-5,8	15	23
Ungarn	10,0	5,3	8,8	6,5	3,2	-5,4	-5,2	-6,7	60	50
Estland	3,3	3,6	...	3,9	-0,1	0,0	-4,6	0,7	7	5
Lettland	2,4	1,9	...	4,4	-3,2	7,6	-3,9	-1,8	11	14
Litauen	0,8	0,3	...	5,9	-8,5	-1,9	-8,5	-1,8	28	28
Bulgarien	2,6	5,9	9,3	5,7	-0,6	0,0	-1,0	-0,6	94	57
Kroatien	4,1	2,2	12,7	6,5	4,0	0,4	-8,2	-5,0	49	52
Rumänien	45,3	22,8	...	...	39,2	22,7	-3,6	-2,9	31	29
<i>Durchschnitt</i> ⁷	<i>8,6</i>	<i>5,1</i>	<i>9,5</i>	<i>5,9</i>	<i>3,7</i>	<i>2,5</i>	<i>-4,7</i>	<i>-3,5</i>	<i>36</i>	<i>34</i>

¹ Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Von 10-jährigen Staatsanleihen in Landeswährung, Jahresendwert; Bulgarien und Lettland: 5-jährige Laufzeit. ³ Abweichung des Wechselkurses (Einheiten Landeswährung je Euro) am Jahresende vom durchschnittlichen Wechselkurs 1998/99 bzw. 2001/02. Anstieg = Abwertung. ⁴ Öffentlicher Gesamthaushalt (Periodenabgrenzung) in Prozent des BIP. OECD-Länder: Daten aus OECD-Schätzungen; übrige Länder: IWF-Daten und Quellen der einzelnen Länder. ⁵ Staatsverschuldung im In- und Ausland (Grundlage: öffentlicher Gesamthaushalt) in Prozent des BIP. ⁶ Referenzwerte für Preisstabilität und Zinssatz gemäß den drei EU- bzw. Euro-Raum-Ländern mit der niedrigsten Inflationsrate; übrige Referenzwerte basierend auf dem Maastricht-Vertrag. ⁷ Ungewichteter Durchschnitt.

Quellen: EZB; Europäische Kommission; IWF; OECD; Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle III.7

Raum an. Auch das politische Umfeld ist davon betroffen, denn die wirtschaftspolitischen Maßnahmen müssen gleichzeitig den Maastricht-Kriterien entsprechen und umfangreiche Kapitalzuflüsse bewältigen.

Haushaltskonsolidierung für reibungslose Konvergenz entscheidend

Inzwischen ist unumstritten, dass das größte Problem im Vorfeld des WWU-Beitritts in den hohen Haushaltsdefiziten und der in einigen Ländern verhältnismäßig hohen Inflation liegt (Tabelle III.7). Wenngleich das mittelfristige Ziel darin besteht, die Haushaltsdefizite innerhalb von zwei Jahren unter die Maastricht-Grenze von 3% zu senken, würde ein Beitritt zum WKM II mit einem Haushaltsdefizit von 5–6% des BIP die Zentralbanken unter Druck setzen, die kurzfristigen Zinssätze über denen des Euro-Raums zu halten. Wie am Beispiel Ungarns beschrieben, würde dieses Gefälle kurzfristige Kapitalzuflüsse anziehen und könnte so durchaus die Wechselkursvolatilität erhöhen. Besorgnis besteht insbesondere über die mögliche Entwicklung im Falle eines Scheiterns der ehrgeizigen Strategien zur Reduzierung des Haushaltsdefizits. Da aufgrund der Aussicht auf eine mittelfristige Tragfähigkeit der Verschuldung zu erwarten ist, dass Gebietsfremde in größerem Umfang neu emittierte Staatstitel kaufen werden, könnte eine solche Haushaltsentwicklung eine plötzliche Umkehr der Portfoliostrome bewirken, was wiederum zu einem rapiden Wertverlust der Währung führen würde.

Kapitalzuflüsse als geldpolitische Herausforderung

Die Kapitalzuflüsse könnten sich als Herausforderung für die Geldpolitik erweisen, selbst in Ländern, die eine angemessene Fiskalpolitik betreiben und eine niedrige Inflation erreicht haben. Unter anderem dürfte nämlich weiterhin ein hoher Aufwertungsdruck bestehen, wenn das intersektorale Produktivitätswachstum in Mittel- und Osteuropa höher ist als im Euro-Raum, und ein solcher Druck zieht mit großer Wahrscheinlichkeit kurzfristige Kapitalzuflüsse an. Außerdem wird die hohe Grenzproduktivität des Kapitals nach wie vor ausländische Direktinvestitionen anziehen. Daher werden die Währungsbehörden in diesen Ländern eine sehr umsichtige Politik betreiben müssen, damit das Niveau der Zinssätze angemessen ist: sind sie zu hoch, öffnet dies Tür und Tor für übermäßige kurzfristige Kapitalzuflüsse; sind sie zu niedrig, sind übermäßige Investitionen und somit Inflation die Folge.

Umsichtige Politik entscheidend für Konvergenz

Um die Risiken möglichst gering zu halten, mag es den Beitrittsländern vorteilhaft erscheinen, sich gleich nach ihrem Beitritt zum WKM II um eine Erfüllung der Maastricht-Kriterien zu bemühen. Die Erfahrungen von Ländern wie Italien und Spanien zu Beginn der neunziger Jahre zeigen allerdings, dass die Konvergenz möglicherweise genau dann am schwersten zu erreichen ist, wenn sie in Reichweite scheint. Eine nominale Konvergenz in den nächsten zwei oder drei Jahren zu erreichen kann daher eine größere Herausforderung für die politischen Entscheidungsträger in Mittel- und Osteuropa sein, als angesichts der aktuellen Daten zu vermuten wäre. Dies zeigt, wie wichtig eine weiterhin umsichtige makroökonomische Politik ist.

Afrika und Naher Osten

Wachstum in Afrika 2002 schwächer

Eine umsichtigere Fiskal- und Geldpolitik sowie eine geringe Abhängigkeit vom Außenhandel trugen dazu bei, dass Afrika die globale Konjunkturflaute im Jahr 2001 gut überstand. Dennoch ließ das Wachstum im vergangenen Jahr

Afrika und Naher Osten: Wirtschaftswachstum und Inflation								
Veränderung in Prozent; Jahresraten								
	Reales BIP				Verbraucherpreise			
	1995–2000	2001	2002	2003 ¹	1995–2000	2001	2002	2003 ¹
Afrika	3,4	3,6	3,4	3,9	18,9	13,0	9,3	10,1
Maghreb ²	3,1	4,1	3,3	4,4	6,4	2,6	2,2	3,3
CFA-Länder	4,1	3,9	3,7	3,4	4,4	4,2	3,4	3,0
Nigeria	3,1	2,8	0,5	6,7	20,4	18,9	12,9	15,3
Südafrika	2,7	2,8	3,0	3,0	7,0	5,7	9,9	8,0
Naher Osten	4,0	2,8	2,7	4,2	9,9	3,8	6,3	7,0
Ägypten	5,2	3,5	2,0	3,0	5,6	2,4	2,5	3,0
Iran	4,4	5,7	4,8	6,5	22,9	11,4	15,0	17,0
Israel	4,6	-0,9	-1,0	0,5	6,9	1,1	5,7	2,8
Saudi-Arabien	1,9	1,2	0,7	3,5	0,6	-0,5	-0,6	1,0

¹ Prognosen. ² Algerien, Marokko, Tunesien.
 Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.8

nach (Tabelle III.8), und zwar aufgrund der anhaltenden Schwäche im Euro-Raum (dem wichtigsten Handelspartner) und einer Reihe lokaler Probleme. Dazu gehörten Schwierigkeiten bei der Kontrolle des Haushaltsdefizits und wachstumshemmende Erdölförderquoten in Nigeria, ein hohes Haushaltsdefizit und die Besetzung von kommerziellen Farmen in Simbabwe, weniger Tourismuseinnahmen als Folge terroristischer Anschläge, schwere Dürren im Norden und Süden des Kontinents sowie zunehmend spürbare Auswirkungen der sich weit ausbreitenden HIV/AIDS-Epidemie. Gleichzeitig lag der Median der Inflationsrate 2002, ähnlich wie in Lateinamerika und Asien, bei lediglich 4½%. Noch niedriger waren die Inflationsraten der Maghreb-Staaten (Algerien, Marokko, Tunesien), die Geldmengenziele verfolgen. Von diesen drei Staaten wird in Algerien für das Jahr 2003 ein höheres Wirtschaftswachstum erwartet, das durch Erdöl- und Erdgasexporte gestützt wird.

In den CFA-Ländern blieb das Wachstum etwas hinter den Prognosen für 2002 zurück, da sich die Krise in Côte d'Ivoire und die ungünstigen Bedingungen an den internationalen Rohstoffmärkten negativ auf einige Volkswirtschaften auswirkten.

In CFA-Ländern niedrigeres Wachstum als erwartet

In Nigeria waren 2001 die öffentlichen Ausgaben stärker gestiegen als die Erdöleinnahmen, was zu einer Verschlechterung des Haushalts- und des Leistungsbilanzsaldos führte. Daraufhin verlor die Währung an Wert, die Preise stiegen, und es kam zu einer Rezession. Im zweiten Halbjahr 2002 sah sich das Land wegen des drastischen Rückgangs der Währungsreserven gezwungen, den Schuldendienst für bilaterale Staatskredite auszusetzen.

In Nigeria Verschlechterung der Salden

In Südafrika half die Zentralbank mit, eine vorangehende Abwertung des Rand größtenteils rückgängig zu machen, indem sie 2002 den Leitzinssatz vorsorglich viermal anhub. Trotz dieser Maßnahmen überschritt die Inflationsrate bei weitem die Zielvorgabe, und die Exporte schwächten sich angesichts der nachlassenden Wettbewerbsfähigkeit ab. Dennoch konnte das BIP 2002 um 3% gesteigert werden, und für dieses Jahr ist eine ähnliche Wachstumsrate zu

Wachstum in Südafrika durch Fiskalpolitik gestützt

erwarten. Teilweise ist diese Entwicklung auf eine wachstumsfördernde Fiskalpolitik zurückzuführen, die durch mehrere Jahre der Konsolidierung und Schuldenkürzung ermöglicht wurde. In Tansania und Uganda trug die Währungsabwertung zum Ausgleich einer beträchtlichen Verschlechterung der Terms of Trade bei, die durch den Preisverfall beim Kaffee und bei anderen traditionellen Exportgütern entstanden war. Zudem förderte die Abwertung in Verbindung mit stabilen Preisen die Diversifizierung in neue Exportbranchen, die durch ausländische Direktinvestitionen noch unterstützt wurde.

In Ägypten
Inflationsanstieg
infolge Abwertung
möglich

Was den Nahen Osten betrifft, so waren für die Konjunkturschwäche in Ägypten u.a. die geringe Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors sowie niedrigere Tourismuseinnahmen und Kapitalzuflüsse verantwortlich. Das rasche Wachstum eines parallelen Devisenmarktes ließ Zweifel an der Tragfähigkeit des festen Wechselkurses aufkommen. Dies veranlasste die Behörden, im Januar 2003 den Wechselkurs freizugeben. Die anschließende Währungsabwertung scheint zwar Ägyptens außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt zu haben, doch ist die weitere Entwicklung ungewiss. In Ermangelung eines neuen nominalen Ankers für die Geldpolitik könnte die Abwertung zu einem deutlichen Anstieg der Inflationsrate führen. Vielleicht müsste auch die Fiskalpolitik gestrafft werden, um so die Ausweitung der Staatsschuld zu stoppen und eine weitere Herabsetzung des Kreditrating des Landes zu vermeiden.

Preise im Iran
höher, in Saudi-
Arabien tiefer

Im Iran nahm das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren zu, und die Leistungsbilanz verbesserte sich. Die hohe Inflationsrate (teilweise verbunden mit einem sich verschlechternden Haushaltssaldo) ist jedoch nach wie vor ein Problem. Im Gegensatz dazu sind die Verbraucherpreise in Saudi-Arabien trotz eines hohen Haushaltsdefizits und einer Schuldenquote von nahezu 100% in Relation zum BIP seit 1998 rückläufig. Obgleich geringere Erdölexporte im Jahr 2002 das BIP-Wachstum dämpften, belief sich der Leistungsbilanzüberschuss noch immer auf fast 5% des BIP. Dies trug zu einem weiteren Anstieg der Währungsreserven bei und ermöglichte es den Währungsbehörden, die Zinssätze auf einem sehr niedrigen Niveau zu halten. Für 2003 wird ein höheres Wachstum erwartet, wenn auch die Entwicklung stark von der Lage am Erdölmarkt abhängig ist.

Israel in
Rezessionsphase

In Israel hat sich die Rezession, die mit dem Platzen der IT-Blase einsetzte, verschärft, und die Arbeitslosenquote überschritt die 10%-Marke. Das Haushaltsungleichgewicht war weiterhin beträchtlich, und das Leistungsbilanzdefizit stieg auf über 2% des BIP. Die Zentralbank erhöhte ihren Kreditzins um mehr als 500 Basispunkte, um der Überschreitung des Inflationsziels und dem plötzlichen Anstieg der Inflationserwartungen infolge der Währungsabwertung entgegenzuwirken. Dies führte schließlich dazu, dass die Währung nicht weiter an Wert verlor und die Inflationsrate sich stabilisierte. Der Tourismus und die Exporterlöse hatten nach wie vor unter der angespannten Sicherheitslage zu leiden. Entsprechend zeigen Unternehmer- und Verbraucherumfragen, dass dieses Jahr bestenfalls mit einer leichten Erholung des BIP zu rechnen ist.

IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Die Geldpolitik war in den Industrieländern im Berichtszeitraum expansiv, zum Teil wegen der schwachen Erholung im Jahr 2002, zum Teil auch wegen der Gefahr eines Konjunkturerinbruchs in einem Umfeld vermehrter Unsicherheit. Besondere Herausforderungen bestanden darin, die Verbraucherausgaben zu stützen, die nachfragedämpfenden Einflüsse aus dem Finanzsektor Ende 2002 zu mildern und inmitten der geopolitischen Risiken Anfang 2003 das Vertrauen zu fördern.

In den USA trübten die Nachwirkungen vergangener Ungleichgewichte weiterhin in hohem Maße die Aussichten auf eine kräftige Erholung. Vor diesem Hintergrund hielt die Federal Reserve ihr Ziel für den Tagesgeldsatz fast die ganze Zeit konstant und senkte es nur ein einziges Mal gegen Ende 2002. Da die Inflation weiterhin Anlass zur Sorge gab, hielt die EZB die Zinssätze zunächst auf unverändert höherem Niveau, dann aber nahm sie sie zurück, als das Wachstum unerwartet schwächer wurde. In Japan war das geldpolitische Umfeld einzigartig. Die Wirtschaft wies zwar Anzeichen einer Stabilisierung auf, aber die Wachstumsaussichten blieben höchst unsicher. Die Bank of Japan hielt daher an ihrer Politik der quantitativen Lockerung fest und intensivierte sie noch. In den übrigen Industrieländern waren die Bedingungen weniger einheitlich; einige Zentralbanken erhöhten die Zinssätze, als Bedenken wegen steigenden Inflationsdrucks wach wurden.

Zwar wird allgemein angenommen, dass sich das Wirtschaftswachstum in einem Umfeld niedriger Inflation erholen wird, doch sind die Volkswirtschaften offenbar immer noch anfällig gegenüber verschiedenen Ungleichgewichten. Damit besteht die Möglichkeit einer längeren Schwächeperiode, und dann könnte sich auch die Deflation über die Grenzen Asiens hinaus ausbreiten. Ein gesonderter Abschnitt am Ende dieses Kapitels widmet sich dem Deflationsrisiko und seiner Bedeutung für die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern.

Entwicklungen im Einzelnen

USA

Die Federal Reserve behielt im Berichtszeitraum ihren sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs bei und kam damit einer Wirtschaft entgegen, die mit einer Konjunkturflaute, wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken sowie einer möglichen Abschwächung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus kämpfte. Als sich jedoch das wirtschaftspolitische Umfeld veränderte,

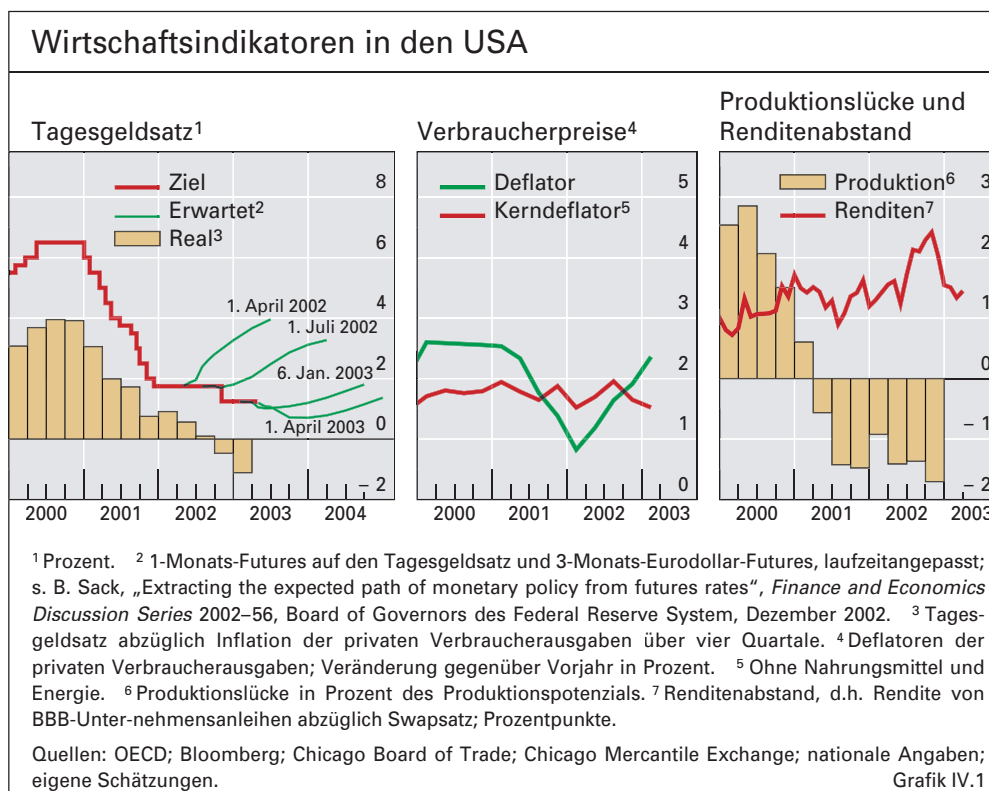
US-Geldpolitik weiterhin sehr akkommodierend

sah sich die Federal Reserve veranlasst, ihren akkommodierenden Kurs auf verschiedene Weise anzupassen.

Anfang 2002 revidierte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) seine Einschätzung der Risiken; Schwerpunkt war nicht mehr die Konjunkturschwäche, sondern eine ausgewogene Bewertung der Aussichten für Wirtschaftswachstum und Inflation. Die Verbraucherausgaben waren robuster als zuvor erwartet, und der Lagerhaltungszyklus entwickelte sich günstiger. Angesichts dieser optimistischeren Perspektive und eines Leitzinssatzes von nur 1,75% rechneten die Märkte mit einer baldigen deutlichen Erhöhung des Tagesgeldzielsatzes (Grafik IV.1). Im August hatte der FOMC jedoch seine Erwartungen hinsichtlich der Konjunkturerholung wie auch des Inflationsdrucks nach unten revidiert, womit sich der Risikoschwerpunkt wieder zu unterdurchschnittlichem Wachstum verschob. Im November hatte sich das Umfeld derart verschlechtert, dass eine etwas deutlichere Leitzinssenkung als erwartet – nämlich um 50 Basispunkte – gerechtfertigt schien. Bei einer Inflationsrate von nahe 2% im Vorjahresvergleich sank der inflationsbereinigte Tagesgeldsatz zum ersten Mal seit Mitte der siebziger Jahre auf rund –1%.

Wachsende Unsicherheit wurde in dem Beschluss vom November als wichtiger Entscheidungsfaktor genannt, da sie dämpfend auf Ausgaben, Produktion und Beschäftigung wirke. Die Besorgnis der Märkte über Unternehmensskandale und Bilanzunregelmäßigkeiten stellte ebenfalls einen ungewöhnlichen Bremsfaktor dar, der sich in schwächeren Aktienmärkten und erhöhten Renditenaufschlägen äußerte (Kapitel VI). Etwas überraschend verband der FOMC die Zinssenkung mit einer ausgewogenen Risikobeurteilung. Diese Kombination löste offenbar am Markt einige Verwirrung darüber

US-Tagesgeldsatz
auf 40-Jahres-Tief



aus, wie der FOMC die unmittelbare Entwicklung des Leitzinssatzes tatsächlich einschätzte.

Anfang 2003 wurde der Leitzinssatz stabil gehalten, obwohl die Unsicherheit über die kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten zunahm. Der FOMC setzte jedoch vorübergehend seine Praxis aus, seine Risikobeurteilung am Ende der regulären Sitzungen zu veröffentlichen. Laut einer Pressemitteilung konnten keine aussagekräftigen Informationen gegeben werden, da die Entwicklung nicht mehr fassbar sei. Im Mai jedoch hatte der FOMC diese Praxis wieder aufgenommen und nannte als Hauptrisiko eine wirtschaftliche Schwächung. Während die Risiken für ein nachhaltiges Wachstum auf kurze Sicht als einigermaßen ausgeglichen gesehen wurden, beurteilte der FOMC die – wenn auch geringe – Wahrscheinlichkeit eines unerwünschten beträchtlichen Inflationsrückgangs als größer als die eines Wiederanstiegs der Teuerungsrate.

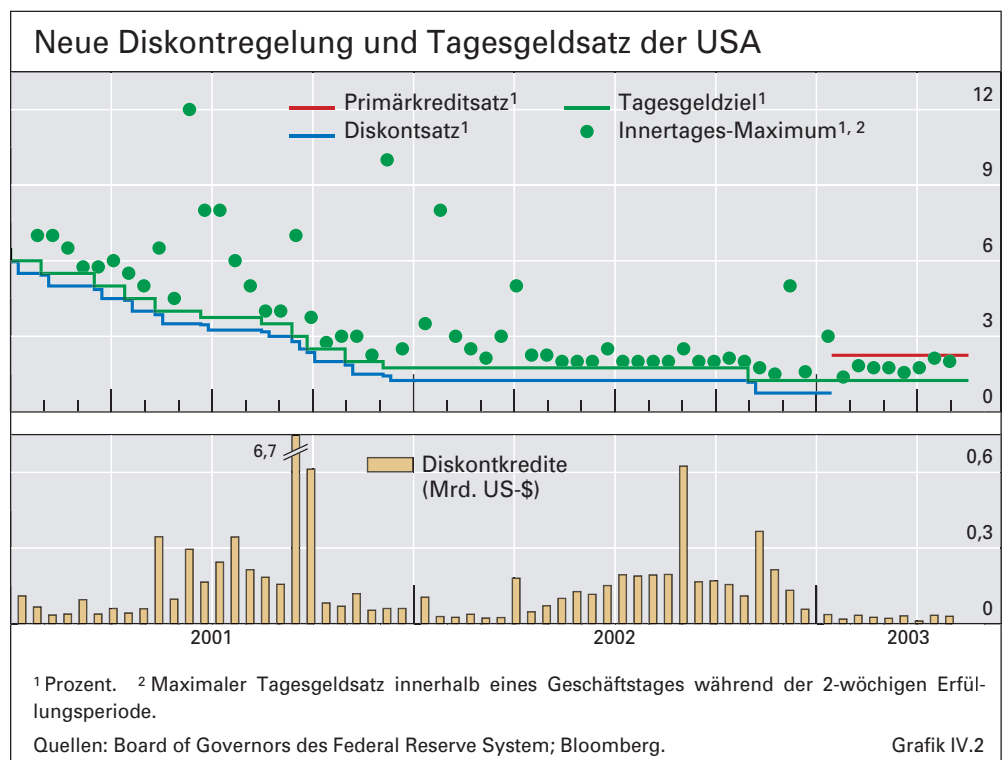
Vermehrte Unsicherheit, vor allem geopolitischer Art

Zwei weitere wichtige geldpolitische Themen fanden im Berichtszeitraum besondere Aufmerksamkeit: die Deflation und die Wirksamkeit der Geldpolitik. Angesichts niedriger Inflation, anhaltender Kapazitätsunterauslastung, potenziell folgenschwerer Ungleichgewichte im Finanzsektor und einer Erholung, die nach wie vor anfällig gegenüber negativen Entwicklungen war, konnte die Möglichkeit einer zukünftigen deflationären Entwicklung im vergangenen Jahr nicht mehr völlig ausgeschlossen werden. Von der Federal Reserve verlautete im Berichtszeitraum, selbst in dem unwahrscheinlichen Fall, dass die Nominalzinssätze gegen null sinken sollten, werde das übrige geldpolitische Instrumentarium als ausreichend zur Bekämpfung der Deflation eingeschätzt (s. weiter unten).

Besorgnis über Deflation ...

Die verhaltene Erholung warf ferner Fragen zur Wirksamkeit der Geldpolitik unter den derzeitigen Umständen auf. Zweifellos war die Wirtschafts-

... und Fragen zur Wirksamkeit der Geldpolitik



aktivität in einigen Bereichen, wie den Investitionsausgaben und dem gewerblichen Immobiliensektor, besonders enttäuschend. Auch das Vertrauen der Unternehmer und Verbraucher wurde durch niedrigere Zinssätze offenbar kaum beeinflusst. Neben der erhöhten Unsicherheit wirkten sich allerdings auch die niedrigeren Aktienkurse und die Notwendigkeit, die Unternehmensbilanzen zu konsolidieren, dämpfend aus. Diese Entwicklungen, wie auch der sinkende Dollarkurs, schienen eine gewisse Flucht in die Qualität auszulösen, die aber nicht außer Kontrolle geriet (Kapitel VI). Alles in allem erforderten diese anhaltenden konjunkturhemmenden Einflüsse tiefere Leitzinssätze als gewöhnlich, um die gewünschten Impulse zu geben. Doch auf mehrere andere zinsreagible Sektoren wirkte sich die Geldpolitik positiv aus, wie z.B. den Markt für Wohneigentum, die damit verbundene Nachfrage sowie langlebige Konsumgüter, insbesondere Pkws (Kapitel II). Gesamtwirtschaftlich scheint somit bisher kaum das Risiko einer Unwirksamkeit der Geldpolitik zu bestehen.

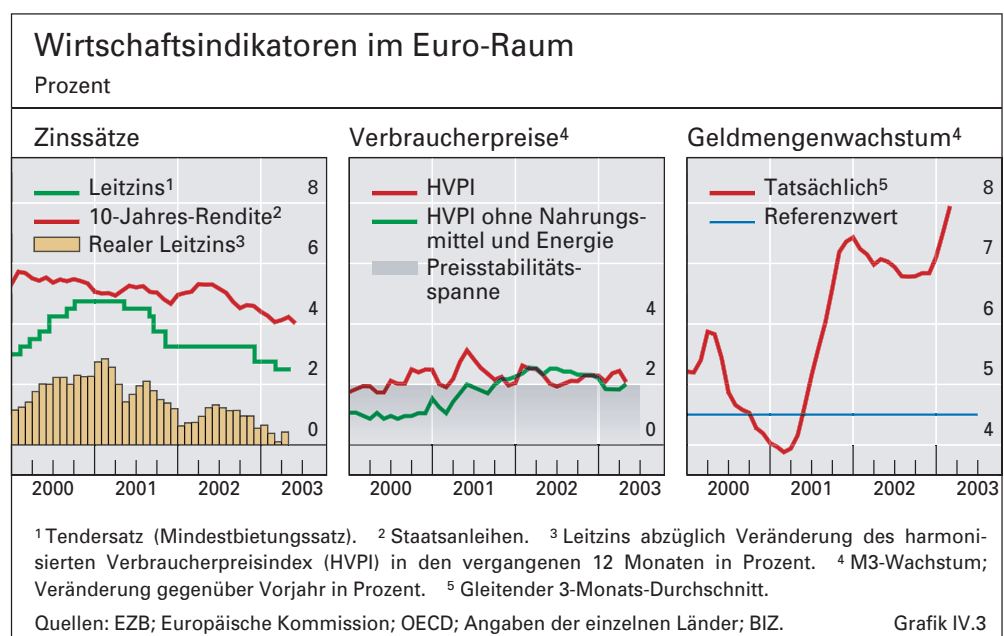
Im Januar 2003 führte die Federal Reserve eine neue institutionelle Struktur für ihr Diskontfenster ein. Sie ersetzte die Anpassungs- und erweiterten Ausleiheprogramme durch eine neue Fazilität, die dem Lombardkredit anderer bedeutender Zentralbanken ähnelt. Das Primärkreditprogramm – jetzt ihr Hauptprogramm – gewährt soliden Einlagen nehmenden Instituten ohne Begründungsanforderungen Kredit zu einem Zinssatz über dem Tagesgeldzielsatz (Grafik IV.2). Damit fällt ein großer Teil des administrativen Aufwands des vorherigen Programms weg. Der Kreditzinssatz dürfte auch als Obergrenze für die Innertagesvolatilität des Tagesgeldsatzes dienen. Diese strukturellen Neuerungen beim Diskontfenster sollten keine Änderung des geldpolitischen Kurses widerspiegeln; dieser wird weiterhin hauptsächlich durch den Tagesgeldzielsatz bestimmt.

Neue lombard-ähnliche Fazilität der Federal Reserve

Euro-Raum

Im Euro-Raum blieben die Leitzinssätze fast das ganze Jahr 2002 unverändert (Grafik IV.3). Das Umfeld der Geldpolitik war geprägt von überraschend schwachem Wachstum sowie einer hartnäckig hohen Inflationsrate, die über

Geldpolitik im Euro-Raum vorsichtig expansiv



der Obergrenze des Preisstabilitätsbands der EZB verharnte. Eine Zeit lang zeigte sich die EZB vor allem besorgt, dass sich die Inflationserwartungen über dieser Obergrenze verfestigen könnten.

Die Einschätzung der EZB hinsichtlich der größten Risiken für die Preisstabilität änderte sich jedoch im Jahresverlauf. Im Sommer 2002 stieg demnach die Inflationsgefahr angesichts des anhaltend kräftigen Geldmengenwachstums, der Lohnentwicklung und des Eindrucks der Öffentlichkeit, dass sich der Übergang zum Euro-Bargeld preissteigernd ausgewirkt habe. Im Frühherbst ging die EZB trotz immer noch ungünstiger Geldmengen- und Lohnrends sowie steigender Ölpreise zu einem neutraleren Standpunkt über. Anfang November wurden die Risiken klar als Abwärtsrisiken eingestuft; es dominierte die große Unsicherheit über die Wachstumsentwicklung.

Inflationsdruck im ersten Halbjahr 2002 Anlass zur Besorgnis ...

Im Dezember senkte die EZB den Hauptrefinanzierungssatz um 50 Basispunkte, da die Inflationsgefahr angesichts des verhaltenen Wachstums als geringer eingeschätzt wurde und die Abwärtsrisiken immer mehr zuzunehmen schienen. Gleichzeitig verharnte das M3-Wachstum deutlich über dem EZB-Referenzwert von 4,5%. Die EZB begründete das hohe Geldmengenwachstum weitgehend mit Portfolioumschichtungen aufgrund der erhöhten Unsicherheit in der gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage, den Anspannungen an den Finanzmärkten und den niedrigeren Zinssätzen. Dennoch warf die anhaltende Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert die Frage auf, wann die Nachfrage nach Geld in weiter Abgrenzung wieder stabil genug sein würde, um als verlässlicher Indikator der Geldpolitik zu dienen.

... aber später Abwärtsrisiken im Vordergrund

Anfang März wurden die Leitzinssätze erneut gesenkt, da erwartet wurde, der Inflationsdruck werde angesichts des anhaltend unterdurchschnittlichen Wachstums und der Aufwertung des Euro noch weiter nachlassen. Wie die Federal Reserve vermerkte auch die EZB, dass es wegen der erheblichen Unsicherheit infolge der geopolitischen Spannungen schwierig sei, die verschiedenen Risiken auf kurze Sicht zu bewerten. Darüber hinaus seien Richtung und potenzielle Wirksamkeit der Geldpolitik auf mittlere Sicht von anderen Maßnahmen im Euro-Raum abhängig, insbesondere von der weiteren Haushaltskonsolidierung und den Fortschritten bei den Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten.

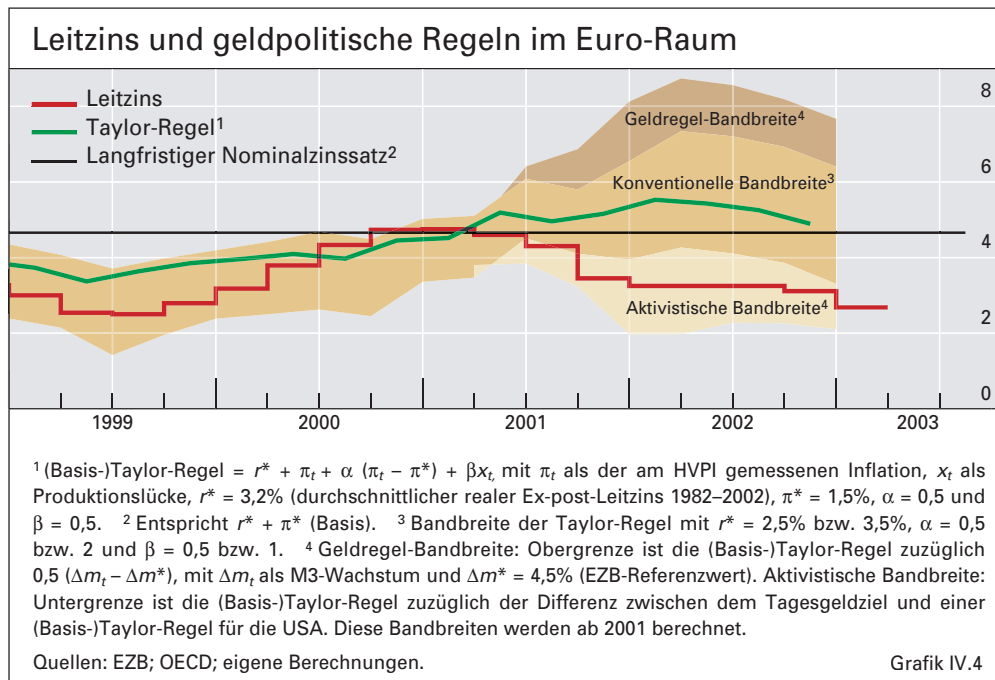
Zinssenkung Anfang 2003

Fast den ganzen Berichtszeitraum über wurde der geldpolitische Kurs der EZB als zu straff kritisiert, vor allem im Vergleich zur Federal Reserve. Möglicherweise wirkten sich hier Unterschiede im geldpolitischen Transmissionsmechanismus und in den Strategien aus, insbesondere die explizitere Ausrichtung der EZB auf Preisstabilität und die stärkere Gewichtung der Geldmengenaggregate. Gleichzeitig dürften die Unterschiede im wirtschaftlichen Umfeld zwischen dem Euro-Raum und den USA die Beibehaltung vergleichsweise höherer Zinssätze in Europa gerechtfertigt haben.

Kurs der EZB als zu straff kritisiert ...

Es gibt denn auch Hinweise darauf, dass – unter Berücksichtigung der Umstände im jeweiligen Wirtschaftsraum – die Geldpolitik der EZB und die der Federal Reserve mehr oder weniger übereinstimmten. Grafik IV.4 zeigt eine Möglichkeit, den geldpolitischen Kurs im Euro-Raum darzustellen. Sie vergleicht den tatsächlichen Leitzinssatz mit Bandbreiten, die sich aus verschiedenen Varianten der Taylor-Regel ergeben. Danach lag nicht nur der

... doch nicht nach konventionellen Benchmarks



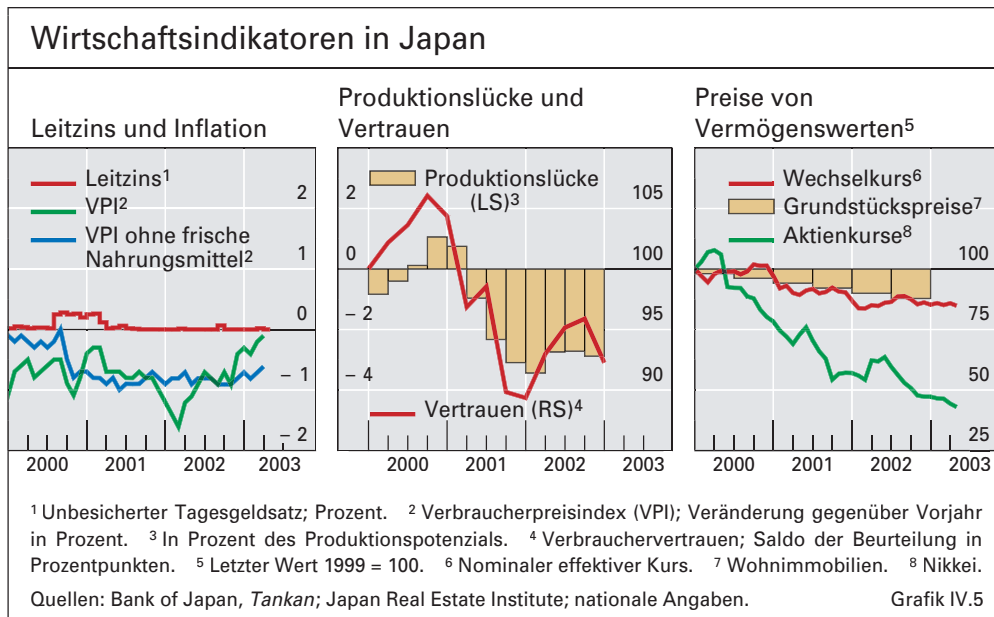
Leitzinssatz unter seinem langfristigen neutralen Niveau, sondern die Geldpolitik der EZB war auch expansiver, als es der Bandbreite der konventionellen Taylor-Regel entsprochen hätte. Noch deutlicher wäre dies, wenn es für angemessen gehalten würde, dass die Geldpolitik nicht nur auf die Inflation und die Produktionslücke, sondern auch direkt auf das M3-Wachstum reagiert. Allerdings könnte der – gemessen an diesen einfachen Referenzregeln – ausgesprochen expansive Kurs der EZB angesichts einer Reihe ungewöhnlicher Umstände als gerechtfertigt bezeichnet werden, ebenso wie in den USA, wo der Tagesgeldsatz ebenfalls tiefer gehalten wurde, als es die Taylor-Regel nahe gelegt hätte. Zu nennen sind u.a. der vorangegangene tiefe Fall der Aktienkurse, die geopolitische Lage und sogar die Möglichkeit, dass die Nullzinsgrenze erreicht werden könnte – alles ungewöhnliche Umstände, die nicht ohne weiteres in konventionelle geldpolitische Regeln zu integrieren sind.

Im Mai 2003 gab die EZB das Ergebnis der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie bekannt. Der EZB-Rat erklärte, die Definition der Preisstabilität werde beibehalten, wobei er es sich zum Ziel gesetzt habe, die Inflationsrate mittelfristig nahe 2% zu halten, und er betonte seine Entschlossenheit zur Abwehr der Deflation. Darüber hinaus bestätigte die EZB ihren Zwei-Säulen-Ansatz, unterstrich aber, dass die beiden Säulen zwei unterschiedlichen geldpolitischen Horizonten zuzuordnen sind. Die Risiken für die Preisstabilität auf kurze bis mittlere Sicht werden auf der Basis einer breiten ökonomischen Analyse beurteilt; besonderes Augenmerk gilt dabei Schocks, die den Euro-Raum betreffen, sowie Prognosen für Schlüsselvariablen. Die monetäre Analyse dient der Überprüfung der mittel- bis langfristigen Inflationstrends.

Japan

Erneute quantitative Lockerung durch die Bank of Japan

In Japan hielt die Deflation im Berichtszeitraum an, wenn auch in moderatem Ausmaß; der Kernindex der Verbraucherpreise ging um knapp 1% zurück



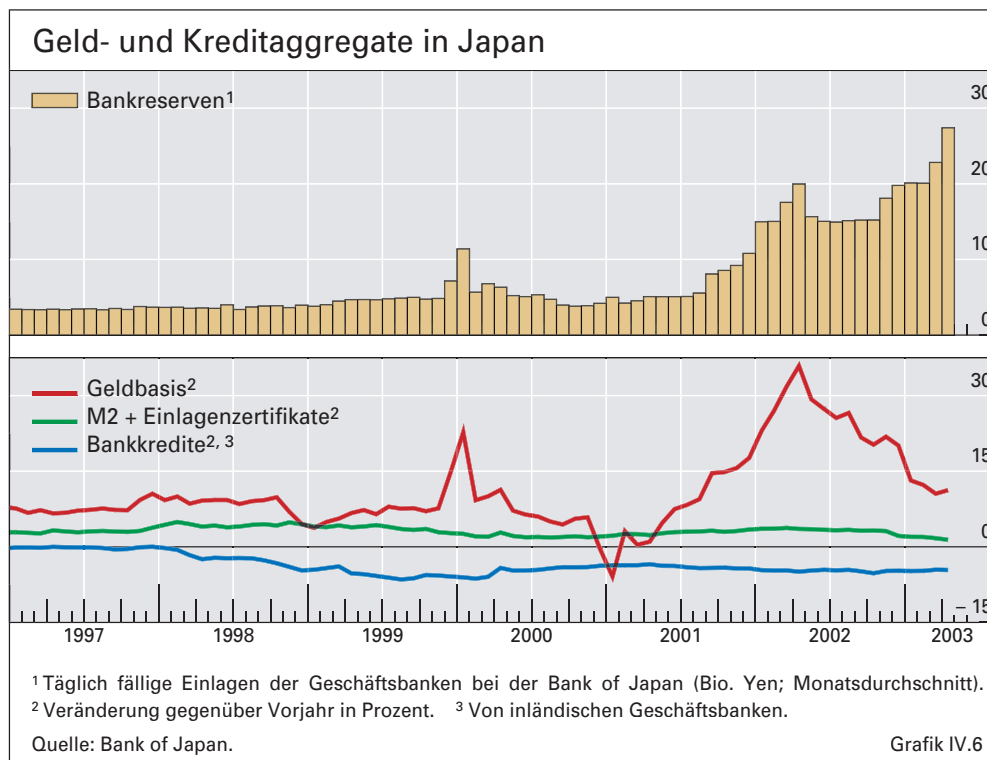
(Grafik IV.5). Gleichzeitig wies die japanische Wirtschaft 2002 dank der Auslandsnachfrage Anzeichen einer Stabilisierung auf. Inmitten dieser Entwicklungen behielt die Bank of Japan ihre Politik der quantitativen Lockerung bei, die dazu beitrug, dass die kurzfristigen Zinssätze praktisch bei null verankert blieben. Die Zielgröße für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken wurde zunächst auf ¥ 10–15 Bio. gehalten, dann aber im Oktober auf ¥ 15–20 Bio. erhöht (Grafik IV.6). Darüber hinaus steigerte die Bank of Japan ihre Ankäufe langfristiger Staatsanleihen um rund 20%. Die monetäre Basis wuchs im zweiten Halbjahr 2002 langsamer; gleichwohl verharrte die Wachstumsrate der weit abgegrenzten Geldmenge (M2 + Einlagenzertifikate) bei rund 3%. Das kommerzielle Kreditgeschäft war weiter rückläufig, was auf die nach wie vor sinkende Tendenz der Anlageinvestitionen, die Bemühungen der Unternehmen um Bilanzkonsolidierung sowie die restriktivere Kreditvergabe der Finanzinstitute zurückzuführen war.

Als Antwort auf die zusätzliche Gefährdung der wirtschaftlichen Erholung durch den Kursanstieg des Yen gegenüber dem Dollar und geopolitische Spannungen wurde die Geldpolitik Anfang 2003 weiter gelockert. Darüber hinaus sanken die Aktienkurse und die Preise für Wohn- und Gewerbeimmobilien weiter. In einer außerordentlichen Verwaltungsratssitzung vom März bekräftigte die Bank of Japan erneut ihre Absicht, der Wirtschaft reichlich Liquidität zur Verfügung zu stellen, selbst über die Zielvorgabe für die täglich fälligen Einlagen hinaus. Außerdem gab sie eine Erhöhung des Limits für den Ankauf von Aktienbeständen der privaten Banken von ¥ 2 Bio. auf ¥ 3 Bio. bekannt und setzte einen Ausschuss ein, der sich mit den möglichen negativen Marktreaktionen auf die Entwicklungen im Irak-Krieg befassen sollte. Die Notenbank setzte die Zielgröße für die täglich fälligen Einlagen dann im April weiter auf ¥ 22–27 Bio. und im Mai auf ¥ 27–30 Bio. herauf.

Da die Deflation anhielt und die japanische Wirtschaft keinerlei unmittelbare Anzeichen einer kräftigen Erholung zeigte, wurde die Wirksamkeit der quantitativen Lockerung infrage gestellt. Neben anderen Maßnahmen, wie

Weitere außerordentliche Maßnahmen

Zweifel an der quantitativen Lockerung ...



einer Herabsetzung der Standards für Sicherheiten, sollte der Ankauf von Aktienbeständen von Banken das Programm der quantitativen Lockerung ergänzen. Damit sollte u.a. den Banken geholfen werden, ihre Bilanzen gegen ein weiteres Sinken der Aktienkurse abzusichern. Darüber hinaus erhoffte man sich davon einen generellen Beitrag zur Wiederherstellung des Vertrauens in den Aktienmarkt. Bisher haben diese Aktienankäufe nur einen relativ kleinen Umfang erreicht. Vor allem verfolgte die Bank of Japan mit ihrem Beschluss, Aktien zu kaufen, wohl die Absicht, die Tragweite der Finanzprobleme Japans zu unterstreichen.

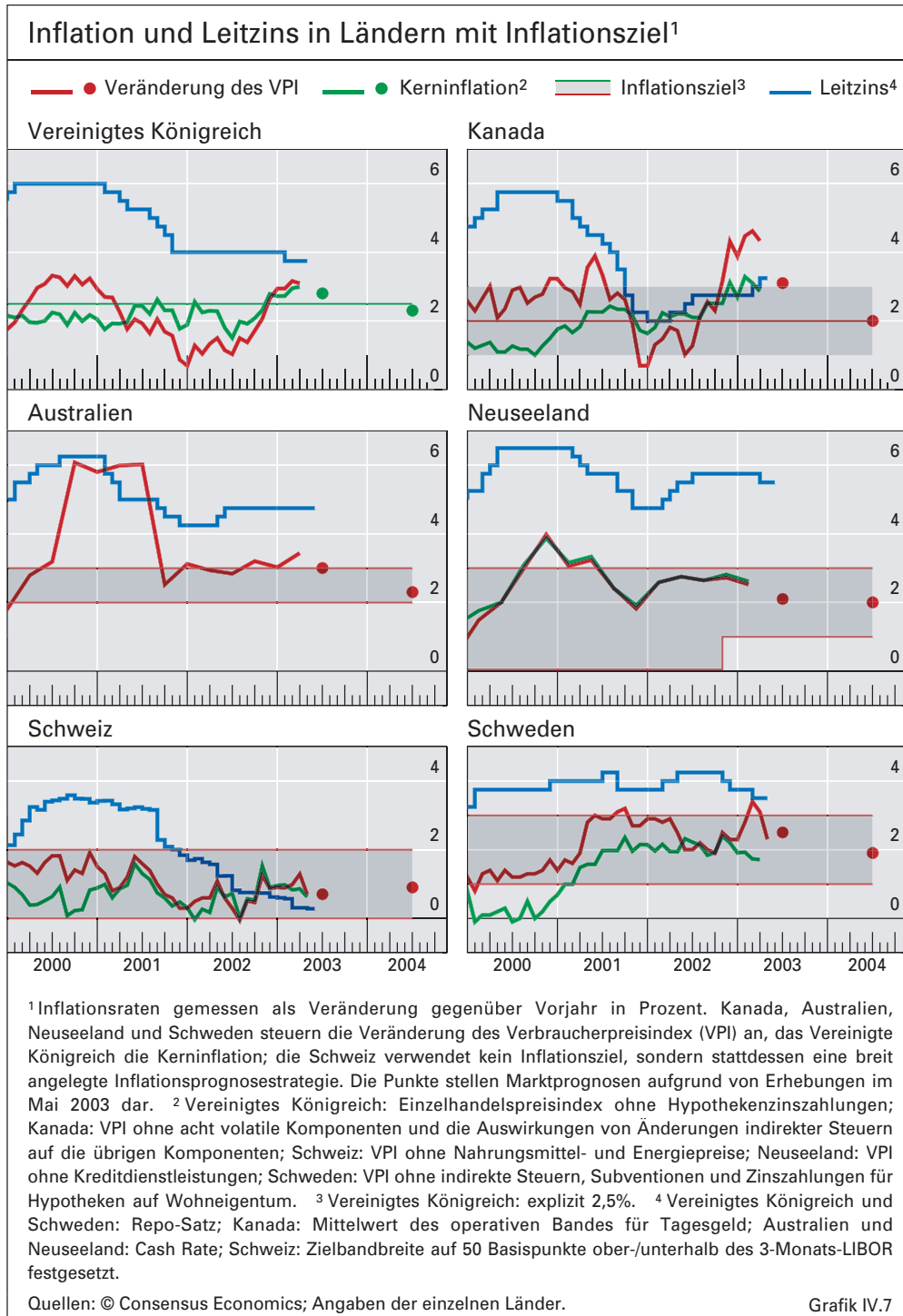
Die Bank of Japan stand außerdem nach wie vor unter dem Druck, weitere, noch radikalere Maßnahmen zur Deflationsbekämpfung zu ergreifen. Breite Unterstützung erhielt beispielsweise der Beschluss, den Ankauf risikobehafteter Aktiva durch die Zentralbank auf forderungsunterlegte Wertpapiere, Immobilientrusts und börsengehandelte Investmentfonds auszuweiten. Im April 2003 gab die Bank of Japan in der Tat ihre Absicht bekannt, mit Krediten und anderen Forderungen unterlegte Wertpapiere zu erwerben, um damit kleinen und mittleren Unternehmen direkt Mittel zuzuführen. Denkbar gewesen wäre auch die Einführung eines Inflationsziels; die Bank of Japan hat allerdings bereits zugesichert, ihre Nullzinspolitik und die quantitative Lockerung beizubehalten, bis der Preisrückgang aufhört. Ein weiterer Vorschlag betraf geldpolitische Maßnahmen, die zu einer Abwertung des Yen führen und die Wechselkurspolitik des Finanzministeriums ergänzen würden. Tatsächlich intervenierten die Währungsbehörden mehrmals an den Devisenmärkten, vor allem Anfang 2003, wobei allerdings die Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar gebremst und nicht eine Abwertung ausgelöst werden sollte.

... und weiterhin
Ruf nach radikaleren
Maßnahmen

Länder mit Inflationsziel

Die Zentralbanken der Länder mit explizitem Inflationsziel behielten im Berichtszeitraum im Allgemeinen einen akkommodierenden Kurs bei. Hinter dieser generellen Stoßrichtung der Geldpolitik lagen mehrere gemeinsame Faktoren, u.a. die weltweit schwächere Nachfrage, geopolitische Unsicherheiten und die Nachwirkungen des vorangegangenen Aktienkursverfalls. Es wurde eine expansive Politik verfolgt, obgleich der kurzfristige Inflationsdruck im Berichtszeitraum generell hoch bzw. steigend war (Grafik IV.7). Bis zu einem gewissen Grad wurde dieser auf höhere Energiepreise und andere negative

Expansive
Geldpolitik die
Regel



Entwicklungen auf der Angebotsseite zurückgeführt. Falls der Inflationsdruck nur vorübergehend ist und seine Auswirkungen über den Prognosehorizont nachlassen, werden die Inflationsraten sinken, vor allem wenn von einer Währungsaufwertung und der Konjunkturschwäche ein Gegengewicht ausgeht.

Leitzinsen im zweiten Halbjahr 2002 meist stabil

Die Entwicklung in den einzelnen Ländern lässt andere zentrale Probleme der Geldpolitik deutlich werden, mit denen die Entscheidungsträger im vergangenen Jahr konfrontiert waren, nicht zuletzt die Frage, wie das Inflationsziel unter Berücksichtigung wesentlicher Unsicherheiten zu formulieren sei, in einigen Fällen z.B. unter Berücksichtigung der Risiken eines rasanten Anstiegs der Preise für Wohneigentum. Die Bank of England ließ ihren Leitzatz fast den ganzen Berichtszeitraum über unverändert, da das Produktionspotenzial nicht ausgeschöpft war und die Inflation um die Zielrate von 2½% schwankte. Aufgrund des Drucks der Inlandsnachfrage und möglicher wachsender Ungleichgewichte im Sektor der privaten Haushalte, insbesondere im Zusammenhang mit dem boomenden Markt für Wohnimmobilien, äußerte die Bank Bedenken, die Zinssätze zu senken. Die Bank of Canada, die Reserve Bank of Australia und die Reserve Bank of New Zealand hatten die Geldpolitik Anfang 2002 gestrafft. Danach ließen sie – trotz kräftigen Wachstums der Binnenwirtschaft und besserer Kapazitätsauslastung – die Zinssätze als Vorsichtsmaßnahme angesichts erheblicher Abwärtsrisiken eine Zeit lang unverändert. Währungsaufwertungen und eine gewisse Eintrübung der Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft trugen dazu bei, dass die Inflation nahe dem oberen Rand der jeweiligen Zielbandbreite blieb. Die Reserve Bank of Australia und – in geringerem Maße – die Reserve Bank of New Zealand widmeten zudem möglichen Problemen infolge rasch steigender Wohneigentumspreise vermehrte Aufmerksamkeit. Die Sveriges Riksbank hielt den schwedischen Leitzinssatz 2002 nahe bei 4%. Besorgnis herrschte während des Jahres insbesondere darüber, ob die Inflation, die am oberen Rand der Zielbandbreite verharrte, sich in höheren Inflationserwartungen festsetzen könnte.

Geopolitische Unsicherheit ein Auslöser für Zinssenkungen

Mehrere Zentralbanken sahen sich 2003 veranlasst, die Geldpolitik zu lockern. Gründe waren zum Teil die sich verschlechternden internationalen Wirtschaftsaussichten und die trübere Stimmung infolge der extremen Unsicherheit unmittelbar vor dem Irak-Krieg. Die Bank of England senkte ihren Leitzinssatz im Februar um 25 Basispunkte auf 3,75%, den tiefsten Stand seit 1955. Als Schutzmaßnahme gegen Abwärtsrisiken nahm die Sveriges Riksbank ihren Repo-Satz Mitte März um 25 Basispunkte zurück. Die Schweizerische Nationalbank reagierte auf die schwächere internationale Konjunktur, indem sie die Unter- und Obergrenze ihrer Zielbandbreite für den 3-Monats-LIBOR auf 0% bzw. 0,75% herabsetzte; der effektive Tagessatz sank bis auf 0,29%. Angesichts eines nur geringen kurzfristigen Handlungsspielraums gaben die geldpolitischen Entscheidungsträger in der Schweiz ferner ihre Absicht bekannt, zur Stützung der Nachfrage nötigenfalls am Devisenmarkt zu intervenieren. Die Reserve Bank of New Zealand senkte ihren Leitzinssatz um 25 Basispunkte, als sie zuversichtlicher mit einem Nachlassen des Inflationsdrucks rechnete. Dagegen sah sich die Bank of Canada wegen anhaltend steigender Inflation veranlasst, ihren Leitzinssatz Anfang 2003 um 50 Basispunkte anzuheben.

Schweiz jetzt nahe Nullzinsgrenze

Selbst wenn die Erholung weltweit Tritt fasst, werden die Währungsbehörden in den Ländern mit Inflationsziel immer noch mit mehreren Herausforderungen konfrontiert sein. Eine Frage ist, ob vorübergehende negative Angebotsentwicklungen im vergangenen Jahr, wie die Preishochs beim Erdöl und – in einigen Ländern – bei den Dienstleistungen, sich in höheren Inflationsraten niederschlagen könnten. In der Praxis dürften diese Entwicklungen, selbst wenn sie andauern, wohl kaum eine so markante Verschlechterung der Inflationslage bewirken wie in den siebziger Jahren. Seit damals haben sich die Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau gefestigt, was zum Teil der hart errungenen Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung zu verdanken ist. Geldpolitische Strategien mit Inflationsziel haben das Vertrauen der Öffentlichkeit gestärkt, dass ein ungebremster Anstieg der Inflation nicht mehr zugelassen wird.

Möglicherweise weitere sektorale Verschiebungen notwendig

Eine weitere Frage ist, ob sich die hohen Preise für Wohneigentum in einigen Ländern halten werden. Wenn sich der Anstieg dieser Preise – wie im Vereinigten Königreich, in Australien und Neuseeland – als dauerhaft erweist, müssen die Zentralbanken ihm keine besondere Beachtung schenken. Erweist er sich hingegen als unhaltbar und die spätere Korrektur als beträchtlich, kommt es womöglich zu einer Anpassungsphase mit potenziell destabilisierenden Auswirkungen. Vor dem Hintergrund anderer Ungleichgewichte im Finanzsektor könnte ein ausreichend starker Ausgabenrückgang sogar eine Deflation auslösen, wenn das Ausgangsniveau des Verbraucherpreisanstiegs tief genug ist.

Besorgnis über Preise für Wohneigentum

Das Deflationsrisiko und seine Auswirkungen

Deflation – ein Rückgang des allgemeinen Preisniveaus – ist ein Begriff, der in der Nachkriegszeit, die vorwiegend von hoher Inflation geprägt war, kaum mehr zu hören war. In letzter Zeit taucht er jedoch wieder häufiger auf. Wegen der erfolgreichen Eindämmung der Inflation ist es jetzt eher denkbar, dass in den meisten fortgeschrittenen Industrieländern eine einzige tiefe Rezession genügen könnte, um eine Deflation auszulösen. Unter Berücksichtigung von Verzerrungen in den Standardmessgrößen für das aggregierte Preisniveau hat

Allgemeine Besorgnis über Deflation

Häufigkeit der effektiven Deflation, 1960 Q1–2002 Q4 ¹						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000/01	2002
Unbereinigte Inflation	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
BIP-Deflator ²	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Kerninflation ³	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Dienstleistungen ohne Wohnbau ⁴	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Gesamtinflation ⁵	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

¹ Die Häufigkeit der effektiven Deflation wird definiert als der prozentuale Anteil der Quartale mit einer jährlichen Inflationsrate von weniger als 1% für den jeweiligen Preisindex in Argentinien, Belgien, Brasilien, Chile, China, Deutschland, Frankreich, Hongkong SVR, Indonesien, Italien, Japan, Kanada, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, den Niederlanden, Peru, Singapur, Schweden, der Schweiz, Taiwan (China), Thailand, den USA, Venezuela und dem Vereinigten Königreich. ² Ohne Argentinien, Chile, China, Kolumbien, Peru, Singapur, Venezuela. ³ Ohne die Länder in Fußnote 2 und ohne Brasilien, Hongkong SVR, Indonesien, Malaysia, Taiwan (China). ⁴ Ohne die Länder in Fußnote 2 und ohne Hongkong SVR, Malaysia, Taiwan (China), Thailand. ⁵ Ohne China und Hongkong SVR.

Tabelle IV.1

sich die Häufigkeit einer „effektiven Deflation“ je Quartal tatsächlich sprunghaft erhöht (Tabelle IV.1; s. auch Kapitel III). Die jüngsten Erfahrungen Japans sowie die Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre zeigen deutlich, dass sich ein scheinbar günstiges, von niedriger Inflation geprägtes Umfeld zu einer folgenschweren Deflation wandeln kann.

Eine besonders große Herausforderung, die sich der Zentralbank in einem deflationären Umfeld stellt, ist das Problem der Nullzinsgrenze. Wie gravierend es ist, hängt letztlich vom Ausmaß der Deflation sowie von der Höhe des natürlichen Realzinses ab. Letzterer korreliert positiv mit der Potenzialwachstumsrate und ist von Land zu Land unterschiedlich. Das Hauptproblem der Zentralbanken ist, dass sie unkonventionelle Mittel zur weiteren Lockerung der Geldpolitik einsetzen müssten, wenn die kurzfristigen nominalen Zinssätze auf null fallen sollten.

Um auf eine Situation vorbereitet zu sein, die hoffentlich nicht eintritt, werden in diesem Abschnitt einige Lehren aus der Geschichte untersucht, wobei die Rolle der Geldpolitik und die Nullzinsgrenze besondere Berücksichtigung finden.

Probleme der Deflation

Deflation
unvereinbar mit
Zielsetzungen der
Zentralbank

Für eine Zentralbank ist eine Deflation unerwünscht, da sie ihrem Ziel widerspricht, die allgemeine Wohlfahrt durch Preisstabilität zu fördern. In der Praxis setzen die meisten Zentralbanken Preisstabilität mit einer niedrigen, aber positiven Inflationsrate gleich. Das Ziel der Preisstabilität trägt den bekannten gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Inflation bzw. einer Deflation Rechnung, wie Verzerrungen der relativen Preise und willkürlichen Vermögensumverteilungen. Eine Deflation ist zudem mit weiteren Kosten verbunden, die stark von den wirtschaftlichen Gegebenheiten in der jeweiligen Deflationsphase abhängen.

Deflationskosten
von Umständen
abhängig

Einerseits kann eine Deflation je nach den Umständen vergleichsweise harmlos sein. In einer Volkswirtschaft mit flexiblen Arbeits- und Gütermärkten dürfte eine mäßige Deflation nicht kostspieliger oder gefährlicher sein als eine vergleichbare Preissteigerung über die von der Zentralbank anvisierte Inflationsrate hinaus. Bei einer solchen Deflation drängen sich daher nicht unbedingt außerordentliche geldpolitische Gegenmaßnahmen auf. Beispielsweise dürften die normalen konjunkturellen Schwankungen aufgrund von nachfrage- oder angebotsseitigen Schocks es mit sich bringen, dass eine Volkswirtschaft mit niedriger durchschnittlicher Inflation von Zeit zu Zeit eine kurze Deflationsphase verzeichnet. Eine unerwartete Nachfrageschwäche kann zu einer Kapazitätsunterauslastung führen, was wiederum die Inflation nach unten drückt, möglicherweise so weit, dass sie in Deflation umschlägt. Ebenso können günstige Entwicklungen auf der Angebotsseite, wie ein rasches Produktivitätswachstum oder ein Rückgang der Preise importierter Zwischenprodukte, einen Deflationsdruck auslösen, da die Güterpreise sinken und die Lohnstückkosten gedämpft bleiben. Eine solche von der Angebotsseite ausgelöste Deflation dürfte am harmlosesten sein, da sie tendenziell von einem raschen Anstieg der Produktion sowie der Preise für Sach- und Finanzanlagen begleitet ist.

Andererseits kann eine Deflation folgenschwerer sein als eine Inflation; der Grund dafür sind verschiedene wirtschaftliche Asymmetrien. Erstens können Arbeitsmarktanpassungen während einer Deflation behindert werden, falls die Nominallohne nach unten besonders rigide sind und nicht sinken können. Die Reallöhne würden sich erhöhen, womit eine Erholung verlangsamt würde oder die kontraktiven Kräfte durch steigende Arbeitslosenquoten und geringeres Einkommenswachstum verstärkt würden. Zweitens kann eine Schuldendeflation – wegen der Deflation erhöht sich der reale Schuldendienstaufwand bei nominalen Kreditverträgen – eine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben. Dieser Effekt selbst wäre allerdings dem einer unerwarteten Disinflation nicht unähnlich. Die resultierende Verschlechterung ihrer Finanzlage könnte die Schuldner veranlassen, ihre Ausgaben einzuschränken, um ihre Vermögensposition zu verbessern; sie könnte die Außenfinanzierung erschweren und im Extremfall zu vermehrten Konkursen und einer erheblichen Beeinträchtigung der Qualität des Forderungsbestands der Finanzinstitute führen. Drittens kann die Deflation die Fähigkeit der Geldpolitik einschränken, die Wirtschaft anzukurbeln, wenn die Nullzinsgrenze erreicht ist, da die realen Zinssätze steigen, wenn eine zunehmende Deflation erwartet wird. Ohne eine expansive Geldpolitik wären die Gefahren einer Wachstumsschwäche größer, und eine Erholung wäre langsamer.

Deflation kann folgenschwerer sein ...

Eine Deflation hätte besonders gravierende Folgen, wenn ihr der Aufbau einer hohen Verschuldung voranginge und sie von einem starken Rückgang der Preise von Vermögenswerten begleitet wäre. Der Abbau finanzieller Ungleichgewichte könnte sogar zu einer Deflationsspirale führen. In einem solchen Extremfall können aufeinander folgende Runden von Schuldendeflation, großen Werteinbußen bei Sicherheiten und Eigenkapitalquoten sowie verfestigten Deflationserwartungen schwerwiegende Auswirkungen auf das Finanzsystem, etwa Konkurse von Finanzinstituten oder Funktionsstörungen an den Finanzmärkten, nach sich ziehen. Das Ergebnis – z.B. ein Rückgang der Produktion und steigende Arbeitslosigkeit – könnte äußerst gravierend sein. Ein sehr gutes Beispiel eines solchen Prozesses ist die Situation in den USA während der Weltwirtschaftskrise, bei der noch wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen hinzukamen.

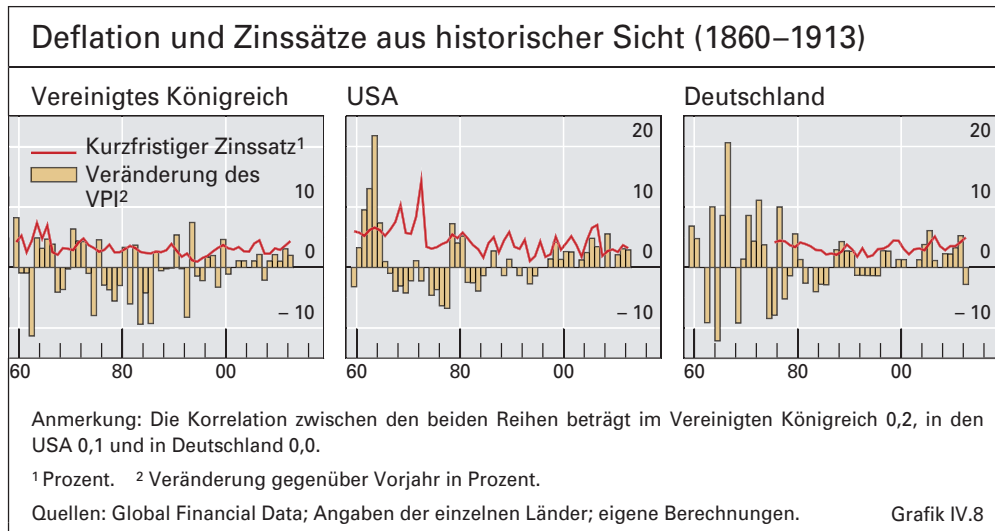
... insbesondere bei Rückgang der Preise von Vermögenswerten

Frühere Erfahrungen

Frühere Erfahrungen mit einer Deflation, vor allem im 19. und frühen 20. Jahrhundert, geben Aufschluss über ihre Eigenheiten und über die Herausforderungen, vor die sie die geldpolitischen Entscheidungsträger stellt. Es zeigen sich mehrere stilisierte Fakten.

Bei der Betrachtung der damaligen Zeit fällt zunächst am meisten auf, dass die Deflation viel häufiger auftrat als in der jüngsten Vergangenheit. Im Zeitraum 1860–1900 beispielsweise war sie im Vereinigten Königreich, in den USA und in Deutschland ebenso häufig wie die Inflation (Grafik IV.8). Das ist zum Teil auf die festen Regeln des damaligen Währungssystems zurückzuführen – den Goldstandard. Unter dem Goldstandard wurde der Goldpreis von der Regierung des jeweiligen Landes in einer festen Parität gehalten, was den Inflationsprozess wirksam in Grenzen hielt. Infolgedessen konnte das Preis-

Deflation nichts Ungewöhnliches



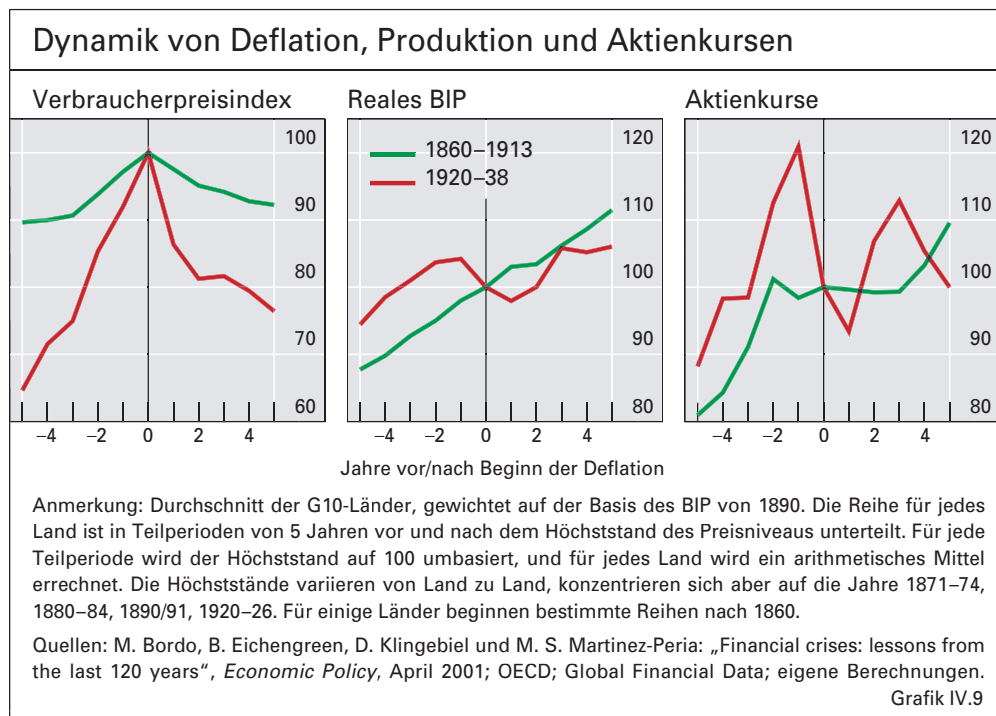
niveau nicht kontinuierlich ansteigen, wie dies in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts der Fall war, sofern nicht die Goldreserven nachhaltig erhöht wurden. Im Laufe der Zeit wechselten sich daher Inflation und Deflation ab, und langfristig gesehen waren die Preise vergleichsweise stabil.

Geringe Deflation vereinbar mit positiver wirtschaftlicher Entwicklung

Historisch interessant ist zweitens auch, dass die Deflation in etlichen Ländern nur selten von einem offensichtlichen Rückgang des realen BIP begleitet war. Sofern die historischen Jahresdaten korrekt sind, stieg die Produktion in der Regel auch dann noch an, wenn das Preisniveau seinen Höhepunkt überschritten hatte (Grafik IV.9). Zu erklären sein könnte dies u.a. mit den recht flexiblen Nominallöhnen, der Beschaffenheit des Währungsregimes und der Entstehung von Preiserwartungen (s. weiter unten) sowie dem im langfristigen Vergleich geringfügigen Schuldenstand. Die Weltwirtschaftskrise bildete eine bemerkenswerte Ausnahme, denn sie war mit einem massiven Produktionseinbruch, einem Kollaps der Preise für Vermögenswerte und erheblichen Anspannungen im Finanzsektor verbunden. Im breiteren historischen Zusammenhang ist die Weltwirtschaftskrise vielleicht am ehesten als einmaliger Sonderfall zu sehen, bei dem viele besonders ungünstige wirtschaftliche und politische Entwicklungen zusammentrafen und den gravierendsten Abschwung der letzten 100 Jahre bewirkten.

Deflation meist unerwartet

Die historischen Daten scheinen drittens darauf hinzudeuten, dass eine – selbst starke – Deflation im 19. Jahrhundert meist weitgehend unerwartet kam. Allgemein schienen sich die Preiserwartungen nur langsam an die wirtschaftliche Entwicklung anzupassen. Zwar sind für die damalige Zeit keine Daten aus Erhebungen verfügbar, doch indirekte, aus den nominalen Zinssätzen abgeleitete Hinweise stützen diese Ansicht. Die kurzfristigen Nominalzinssätze waren bemerkenswert stabil, obwohl die Preise ganz unterschiedlich stark schwankten (Grafik IV.8); die langfristigen Nominalsätze waren sogar noch stabiler. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass frühere Inflationsentwicklungen nur geringe Wirkung auf die Inflationserwartungen hatten, weil im Allgemeinen keine aktuellen Preisinformationen verfügbar waren, die den aggregierten Preisindizes zugrunde liegende Theorie noch in den Kinderschuhen steckte und Theorien über die Bestimmungsfaktoren der nominalen



Zinssätze entweder noch nicht entwickelt oder wenig bekannt waren. Ergänzend kommt vielleicht noch hinzu, dass die Erwartungen einfach die Beschaffenheit des Währungsregimes widerspiegeln. Da die Inflations- und Deflationsphasen unter dem Goldstandard – wie schon erwähnt – kürzer waren, wurden Erwartungen, die auf kurze Sicht falsch waren, wahrscheinlich im Laufe der Zeit korrigiert, sodass im Durchschnitt nur geringe Kosten entstanden.

Ein viertes und eher überraschendes Merkmal der Deflation im 19. und frühen 20. Jahrhundert ist, dass die Nullzinsgrenze kaum je erreicht wurde. Außer in der Zeit zwischen dem Ersten und dem Zweiten Weltkrieg lagen die kurzfristigen Zinssätze nur selten nahe bei null. Zum Teil war dies wohl der Trägheit der Erwartungen zuzuschreiben, aber auch die Beschaffenheit des Währungsregimes spielte eine Rolle. Insbesondere wurde der Leitzinssatz (Diskontsatz) unter dem Goldstandard nahe dem historischen Durchschnitt weitgehend stabil gehalten und nur dann nach oben angepasst, wenn die Goldparität unter Druck geriet.

Nullzinsgrenze irrelevant

Lehren aus der Vergangenheit

Bei richtiger Betrachtung kann die Vergangenheit für die heutigen Entscheidungsträger lehrreich sein. So ist bemerkenswert, dass in den heutigen, auf Papiergeld beruhenden Währungssystemen geldpolitische Maßnahmen mit dem Ziel niedriger und stabiler Inflation trotz der offensichtlichen Unterschiede zwischen den beiden Systemen ganz ähnlich funktionieren wie die impliziten Regeln des Goldstandards. In beiden Fällen führen Abweichungen von der Preisstabilität zu einer Rückkopplungsreaktion, die das Preisverhalten wirksam beeinflusst. Unter dem Goldstandard flossen die internationalen Reserven und Gold automatisch aus Ländern mit relativ hoher Inflation ab; im jetzigen System ergreifen die Zentralbanken Maßnahmen, um die geldpoli-

Währungsregime von Bedeutung

Deflationsphasen 2002					
	Inflation			Wirtschaftswachstum	
	Tat-sächlich ¹	Prognose ^{1,2}	Prognose-fehler ^{2,3}	Tat-sächlich ¹	Prognose-fehler ^{2,3}
Volkswirtschaften mit Deflation ⁴	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
China	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hongkong SVR	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Japan	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 ⁵
Singapur	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, China	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

¹ Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Im Januar 2001 veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. ³ Prozentpunkte. ⁴ Gewichtet auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁵ Wahrscheinlich ist der Prognosefehler teilweise auf Änderungen der Methodik der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zurückzuführen.

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle IV.2

tischen Rahmenbedingungen im Inland zu korrigieren. Ein wichtiger Unterschied: Die heutigen geldpolitischen Strategien lassen im Allgemeinen ein stetiges Höherdriften des Preisniveaus zu, während die Goldreserven über einen langen Zeithorizont einen groben Anker für das Preisniveau darstellten.

Die Geschichte erlaubt aber auch Aussagen darüber, mit welcher Wahrscheinlichkeit es zu einer Deflation kommen und die Nullzinsgrenze erreicht werden wird, sowie darüber, ob die mit einer Deflation verbundenen ökonomischen Probleme heute wohl größer oder kleiner sind als in der Vergangenheit.

Erstens zeigen die jüngsten Erfahrungen, dass trotz präziserer Wirtschaftsanalysen und -prognosen das Risiko, den Beginn einer Deflationsphase nicht vorauszusehen, nicht unterschätzt werden sollte. Die Deflation in Asien beispielsweise kam weitgehend überraschend, als wegen eines unerwartet schwachen Wachstums die positiven Preiserhöhungen ausblieben, mit denen gerechnet worden war (Tabelle IV.2).

Zweitens wäre es problematisch, aus der historischen Erfahrung zu schließen, dass die Nullzinsgrenze kaum relevant sein dürfte (Grafik IV.8). Die Geldpolitik ist heutzutage viel aktiver als früher. Dadurch verringert sich einerseits vielleicht die Gefahr, dass es überhaupt zu einer Deflation kommt, denn die Währungsbehörden reagieren heute eher präventiv auf sich abzeichnende wirtschaftliche Entwicklungen. Andererseits ist die Wahrscheinlichkeit höher, dass die Zentralbank den Leitzinssatz in Zeiten konjunktureller Schwäche gegen null sinken lässt, wenn die Inflation unter die gewünschte Rate zu sinken droht. Beispielsweise hat die Bank of Japan die kurzfristigen Zinssätze bereits praktisch bis zur Nullzinsgrenze gedrückt, und vor kurzem senkte auch die Schweizerische Nationalbank ihren Leitzins fast auf null.

Drittens reagieren die Erwartungen heutzutage offenbar stärker auf wirtschaftliche Entwicklungen, was sich in den weit zurückreichenden Daten in der im Zeitverlauf steigenden Korrelation zwischen Inflation und nominalen Zinssätzen niederschlägt. Soweit dies mit der breiteren Verfügbarkeit von

Unerwartete Deflation nach wie vor Anlass zu berechtigter Sorge

Nullzinsgrenze heute vielleicht wichtiger

Schlüsselrolle der Erwartungsbildung

Informationen zusammenhängt, ist die Gefahr größer, dass sich die Erwartungen weiterer Preissenkungen bei Beginn einer Deflation schneller verfestigen. Es ist somit sehr wichtig, dass die heutigen geldpolitischen Strategien in ihrem Streben nach niedriger und stabiler Inflation glaubwürdig sind, sodass die Erwartungen weniger stark auf unerwünschte kurzfristige Preisbewegungen reagieren. Der Goldstandard spielte vor allem in seiner Blütezeit von 1880 bis 1913 die Rolle eines soliden Ankers der Geldpolitik. Heute stellt sich die zentrale Frage, ob die Glaubwürdigkeit formeller oder informeller Strategien mit Inflationsziel sich als ebenso stabilisierend erweist.

Viertens sind die Nominallöhne heute in stärkerem Maße nach unten starr als früher, da sich die Arbeitsmärkte im Lauf der Jahrhunderte erheblich gewandelt haben. Hierzu gehören ein höherer gewerkschaftlicher Organisationsgrad, eine großzügigere Arbeitslosenunterstützung und ein besserer Schutz der Arbeitnehmerrechte. Diese Faktoren dürften die Rigidität der Nominallöhne tendenziell vergrößern. Darüber hinaus dürften sich die Arbeitnehmer in Erinnerung an die hohe Inflation der siebziger und achtziger Jahre Nominallohnsenkungen eher widersetzen. Die Kombination von Erwartungen, die stärker auf Entwicklungen reagieren, und weniger flexiblen Nominallöhnen legt den Schluss nahe, dass eine mit Nachfrageschwäche verbundene Deflation in mancher Hinsicht zu größeren Störungen führen würde als vor 100 Jahren. Die jüngste Entwicklung in Hongkong hat beispielsweise gezeigt, dass die Nominallöhne bei hartnäckiger Deflation und steigender Arbeitslosigkeit offenbar weniger flexibel sind, als ansonsten zu erwarten wäre.

Fünftens haben sich die Finanzsysteme seit dem späten 19. Jahrhundert natürlich erheblich gewandelt. Dadurch hat sich möglicherweise ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber deflationärem Druck erhöht. Beispielsweise sind die Risikomanagement-Methoden sehr viel ausgereifter, und die Aufsicht hat sich erheblich verbessert (Kapitel VII). Allerdings dürfte der heute im Vergleich zur älteren Vergangenheit höhere Anteil der Fremdfinanzierung die Anfälligkeit gegenüber einer Schuldendeflation erhöht haben.

Umgang mit Deflation

Vor allem wegen der Existenz der Nullzinsgrenze stellt eine Deflation die Geldpolitik vor spezielle Herausforderungen. Wird die Nullzinsgrenze erreicht, muss die Zentralbank andere Instrumente finden, um die Nachfrage zu beleben. Dabei stellen sich drei Fragen. Erstens: Welches ist bei einem Deflationsrisiko das beste geldpolitische Konzept? Zweitens: Wie soll die Zentralbank reagieren, wenn die Deflation eingetreten ist? Drittens, allgemeiner gefragt: Weisen die jüngsten Erfahrungen mit der Deflation, insbesondere in Japan, auf einen Anpassungsbedarf bei den gegenwärtigen geldpolitischen Zielen oder Strategien hin? Diese Fragen werden im Folgenden der Reihe nach behandelt.

Konzepte zur Vermeidung einer Deflation

Da die Nullzinsgrenze zwingend zu einer Asymmetrie bei Zinssatzänderungen führt, wurde vorgeschlagen, die Geldpolitik selbst solle asymmetrisch durchgeführt werden, wenn sich die Inflationsrate auf null zu bewegt. Die Zinssätze würden dabei um einiges stärker und schneller gesenkt werden, als es bei

Deflation heute vielleicht folgenreicher wegen rigiderer Nominallöhne

Finanzsysteme heute möglicherweise widerstandsfähiger

Nullzinsgrenze erfordert energische Lockerung

einem Konjunkturabschwung mit bereits niedriger Inflationsrate normalerweise der Fall wäre. Dadurch würde das Deflationsrisiko von vornherein begrenzt. Außerdem könnten die Leitzinssätze sehr tief gehalten werden, bis klare Anzeichen einer Erholung der Nachfrage und einer wieder steigenden Inflation sichtbar wären. Dies entspricht gewissermaßen dem Verhalten der Federal Reserve, als sie das Ziel für den Tagesgeldsatz 2001 rasch zurücknahm und es bis ins Jahr 2003 hinein tief hielt. Auch andere Länder verfolgten damals eine sehr expansive Geldpolitik.

Bei kräftigen Leitzinssenkungen könnte jedoch die Gefahr bestehen, dass unter bestimmten Umständen das Vertrauen der Öffentlichkeit untergraben wird, beispielsweise wenn die Zinssenkungen als Hinweis auf negative Informationen über die Zukunftsperspektiven interpretiert werden oder Besorgnis auslösen, dass die Zentralbank allmählich keinen Handlungsspielraum mehr hat. In beiden Fällen würden die Aussagen der geldpolitischen Entscheidungsträger die Erwartungen der Öffentlichkeit hinsichtlich ihrer geldpolitischen Absichten und ihrer Einschätzung der wirtschaftlichen Lage erheblich beeinflussen. Die Bekanntgabe dieses Standpunkts könnte Auswirkungen auf die Wirtschaft haben, die über die unmittelbare Wirkung der Zinsänderung selbst hinausgehen.

Je nach dem Umfeld der deflationären Entwicklungen könnte eine zweite Komplikation auftreten. Die historische Erfahrung zeigt insbesondere, dass – ausgehend von einem niedrigen Inflationsniveau – die Behebung von Ungleichgewichten im Finanzsektor eine heimtückische Quelle deflationären Drucks sein kann. Solche Ungleichgewichte konzentrieren sich möglicherweise überwiegend auf bestimmte Sektoren oder Vermögenswerte und könnten in unterschiedlichem Tempo und Ausmaß auf geldpolitische Maßnahmen reagieren. Dann könnte eine Leitzinssenkung zwar einem Sektor helfen, aber zu Ungleichgewichten in einem anderen beitragen. Dies verlangt von der Zentralbank bei ihrem Zinsbeschluss unter Umständen einen subtilen Trade-off auf längere Sicht.

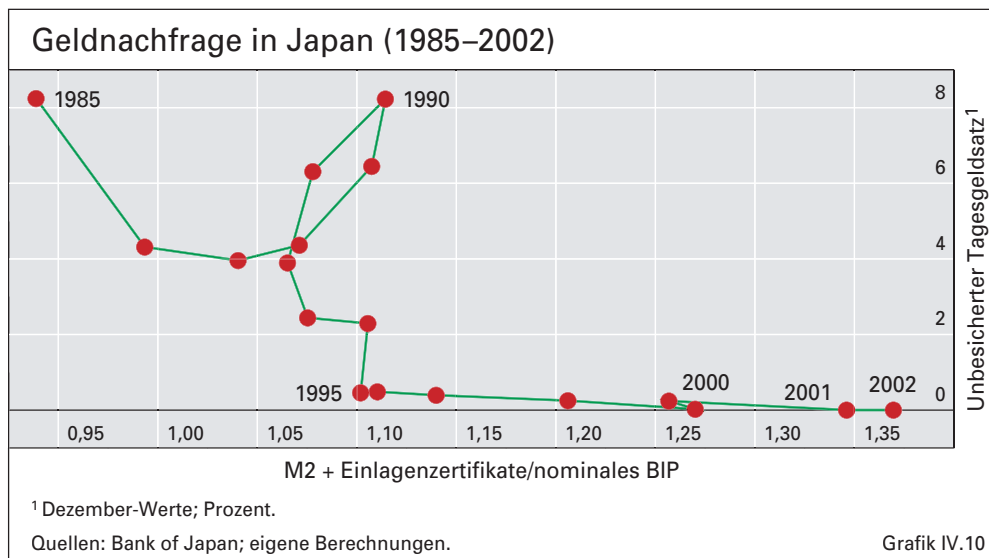
Konzepte zur Bekämpfung der Deflation

Beendigung der Deflation dürfte unkonventionelle Maßnahmen erfordern:

Die Beendigung einer Deflation dürfte andere geldpolitische Ansätze erfordern als ihre Vermeidung. Solange die Nullzinsgrenze nicht erreicht ist, kann die Zentralbank mit herkömmlichen Mitteln die Nachfrage über die üblichen Transmissionskanäle beeinflussen. Sobald die Geldpolitik jedoch an die Nullzinsgrenze stößt, müssen Alternativen gefunden werden, z.B. Bereitstellung reichlicher Liquidität, direktere Einflussnahme auf die relativen Preise bestimmter Vermögenswerte, Beeinflussung der Inflationserwartungen auf andere Weise, Beseitigung von Hemmnissen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie andere makroökonomische Maßnahmen, die die Wirkung der Geldpolitik erhöhen.

– z.B. massive Liquiditätszufuhr

Die Zufuhr von Liquidität ist eine traditionelle monetaristische Antwort. Ist die Nullzinsgrenze erreicht, bedeutet dies, dem Bankensystem weit über das übliche Maß hinaus Reserven zuzuführen, wie es die Bank of Japan mit ihrer quantitativen Lockerung tut. Aber die Bereitschaft der Banken und der Öffentlichkeit, unverzinsten Barreserven zu halten, kann die stimulierende



Wirkung der Liquiditätsausweitung zunichte machen, wie dies offenbar in jüngster Zeit in Japan der Fall war (Grafik IV.10). Die Wirksamkeit dieses Vorgehens kann ferner durch die Zusammensetzung der Schuldinstrumente beeinträchtigt werden, die die Zentralbank erwirbt, um die Liquidität zu erhöhen. Wenn hochliquide Schuldinstrumente ein gutes Geldsubstitut wären, was besonders an der Nullzinsgrenze zutreffen dürfte, würde bei einem Ankauf solcher Instrumente durch die Zentralbank lediglich eine Form von Geld durch eine andere ausgetauscht, mit nur geringer Wirkung auf die Liquidität insgesamt.

Eine weitere Maßnahme wäre, dass die Zentralbank versucht, die Preise von Vermögenswerten direkt zu beeinflussen. Selbst wenn der kurzfristige Leitzinssatz bei null liegt, könnte eine Zielvorgabe für den Ankauf bestimmter Vermögenswerte, wie langfristige risikofreie Anleihen, Unternehmensanleihen, Aktien und Immobilien, einen direkten Nachfrageeffekt auf deren relativen Preis haben. Höhere Preise für Vermögenswerte haben nicht nur einen Vermögenseffekt, sondern steigern auch den Wert von Sicherheiten, was dazu beiträgt, Kreditbeschränkungen aufzuweichen. Im Extremfall könnte es vorteilhaft sein, bestimmte Preise, wie z.B. den Wechselkurs, zu binden. Tatsächlich überwand in der Zeit zwischen dem Ersten und dem Zweiten Weltkrieg zahlreiche Länder die Deflation mittels einer Währungsabwertung. Diese trug zur Milderung der wirtschaftlichen Verwerfungen der Deflation bei, die durch die Wiederherstellung des Goldstandards zu den vor dem Ersten Weltkrieg geltenden Paritäten ausgelöst worden waren. Von einer Wertänderung der Währung sind natürlich auch andere Länder betroffen; ihre Machbarkeit hängt daher nicht zuletzt von den außenwirtschaftlichen Bedingungen ab.

Der Ankauf risikobehafteter Aktiva, ob zum Zweck der Liquiditätszufuhr mit unkonventionellen Mitteln oder zur Anhebung der Preise, stellt staatliche Institutionen vor politökonomische Probleme. Damit solche Ankäufe Wirkung zeigten, müssten sie wohl in großem Umfang erfolgen. Staatliche Institutionen könnten damit Eigentümer eines erheblichen Teils der volkswirtschaftlichen Produktionskapazitäten werden, was unerwünschte Konsequenzen für die Unternehmensführung und -kontrolle und letztlich für die ökonomische Effi-

– Beeinflussung der relativen Preise von Vermögenswerten

zienz haben könnte. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die Zentralbank überhaupt solche Geschäfte tätigen sollte. Insbesondere könnte ihre Unabhängigkeit gefährdet sein, wenn solche Ankäufe zu hohen Verlusten in der Bilanz führten, die eine Rekapitalisierung durch den Staat erforderten.

– Beeinflussung
der Inflations-
erwartungen

Die Zentralbank kann ferner versuchen, die Preiserwartungen zu beeinflussen, was zu einer Milderung des deflationären Drucks beitragen kann. Dies kann auf zweierlei Weise geschehen. Zum einen kann darauf hingewiesen werden, dass reichlich Liquidität zur Verfügung gestellt wird. Zum anderen kann die Zentralbank ihr Ziel einer positiven Inflation bekräftigen und gegebenenfalls ein explizites Inflationsziel einführen. Beispielsweise ist vorgeschlagen worden, dass die Bank of Japan eine formelle Strategie mit Inflationsziel einführen könnte. Es ist jedoch fraglich, ob dies allein die Deflation stoppen würde. Der Hauptvorteil eines Inflationsziels ist sein Einfluss auf die Erwartungen der Öffentlichkeit; ohne zusätzliche Maßnahmen, die diese Änderung unterstützen, dürfte die Strategie jedoch kaum glaubwürdig sein.

– andere makro-
ökonomische
Maßnahmen

Aus all den erwähnten Gründen dürften zur Bekämpfung der Deflation noch weitere unterstützende Maßnahmen von anderen Stellen als der Zentralbank erforderlich sein. Ein Beispiel ist die Beseitigung von Hemmnissen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus. In schwerwiegenden Deflationen der Vergangenheit spielten Faktoren wie überschuldete Unternehmen, Kreditverknappung, höhere Risikoeinschätzungen und verstärkte Risikoscheu ebenfalls eine Rolle. Ihre Bekämpfung ist ein wichtiger Schritt zur Wiederbelebung der Wirtschaft. Ein frühes Beispiel hierfür ist die Beseitigung der Kreditverknappung in den USA während der Weltwirtschaftskrise, die im Wesentlichen durch die Stabilisierung des Bankensektors erreicht wurde. Überdies konnten die Unternehmensbilanzen mittels Aussetzung der Goldindexierungsklauseln in Anleiheverträgen umfassend entlastet werden. In jüngerer Zeit zeigt die relativ rasche Erholung in Korea nach der Asien-Krise von 1997, wie wirksam die Bereinigung von Bankbilanzen um schlechte Aktiva sein kann. Ebenso sind die anhaltend mangelhaften Bank- und Unternehmensbilanzen in Japan ein warnendes Beispiel dafür, wie langwierig unterdurchschnittliches Wachstum und Deflation sein können, wenn solche Probleme nicht gelöst werden. Eine antizyklische Fiskalpolitik kann die Konjunktur ebenfalls wirksam ankurbeln und damit der Deflation entgegenwirken, z.B. durch eine expansive staatliche Ausgaben- und Steuerpolitik (Kapitel II).

Ein koordiniertes Vorgehen staatlicher Stellen dürfte glaubwürdiger wirken und von der Öffentlichkeit stärker beachtet werden. Damit könnte die Währungsbehörde ihren monetären Ressourcen Hebelwirkung verleihen, indem geld- und fiskalpolitische sowie regulatorische Maßnahmen optimal aufeinander abgestimmt werden. Ein solcher Ansatz hätte möglicherweise den Vorteil eines wirkungsvolleren Mix von stimulierenden Maßnahmen und böte die Chance, die weniger attraktiven geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten in Reserve zu halten.

Mögliche Verbesserungen der geldpolitischen Strategie

Aus der vorstehenden Analyse ergibt sich, dass eine Deflation mit beträchtlichen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden sein kann und dass unter Umständen die Wirksamkeit der geldpolitischen Instrumente beeinträchtigt ist.

Ob dies Änderungen an der bestehenden geldpolitischen Strategie rechtfertigen würde, hängt von den jeweiligen Eigenschaften des Währungsregimes und den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab. Bei der Bewertung der einschlägigen geldpolitischen Trade-offs spielen ferner auch allgemeinere Faktoren eine Rolle, nicht zuletzt das Mandat der betreffenden Zentralbank. Dennoch können mehrere Möglichkeiten in Betracht gezogen werden.

Eine Möglichkeit wäre die Institutionalisierung einer Politik, die eine etwas schnellere und weiter reichende Lockerung als üblich vorsieht, wenn das Risiko einer Deflation wächst. Beispielsweise könnte eine Zentralbank, die mit einem Inflationsziel arbeitet, ein asymmetrisches Zielband einführen. Die ansonsten unveränderte Inflationszielrate läge dabei näher an der Untergrenze des Bandes als an der Obergrenze. Wenn dann die Inflation unter die Zielrate sinkt, wäre die Reaktion stärker als bei einem ähnlich großen Anstieg über die Zielrate hinaus, um zu verhindern, dass die Untergrenze schneller erreicht wird.

Asymmetrische
Inflationszielbänder

Eine zweite Möglichkeit bestünde darin, die Zielrate der Inflation zu erhöhen. Natürlich müsste die Zentralbank einen Trade-off zwischen den Kosten einer etwas höheren durchschnittlichen Inflation und denen einer häufigeren Deflation bei niedrigerer Zielvorgabe vornehmen. Zudem wären Erstere von Dauer, während Letztere lediglich von Zeit zu Zeit anfielen.

Inflationsziele

Eine tiefer greifende Änderung bestehender geldpolitischer Strategien wäre die Einführung eines Preisniveauziels, möglicherweise mit einem Aufwärtstrend. Fällt dabei das Preisniveau unter die Zielgröße, müsste die Währungsbehörde genau wie bei einer Strategie mit Inflationsziel die Geldpolitik lockern. Der wichtigste Vorzug dieser Variante ist, dass eine umso aktivere Geldpolitik erwartet wird, je mehr sich der Abstand zwischen dem tatsächlichen Preisniveau und der Zielvorgabe vergrößert. Anders als bei einer Inflationszielstrategie wäre die Zentralbank bereit, vorübergehend eine höhere Inflationsrate zu tolerieren, wenn das Preisniveau sich wieder in Richtung der Zielgröße bewegt. Unter solchen Rahmenbedingungen ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass – wenigstens auf kurze Sicht – Deflationserwartungen in Inflationserwartungen umschlagen. Dieses System würde zusätzlich einen Preisniveau-Anker mit gewissen Ähnlichkeiten zum Goldstandard enthalten. Ein Preisniveauziel klingt zwar nach einer radikalen Änderung der derzeitigen Praxis, ist aber einfach eine Zielvorgabe für eine durchschnittliche Inflationsrate über einen langen Zeithorizont, die frühere Abweichungen der Inflation von der Zielgröße berücksichtigt. Demgegenüber werden in der derzeitigen Praxis solche früheren Abweichungen weitgehend ignoriert. Es dürfte allerdings nicht leicht sein, der Öffentlichkeit die Unterschiede zwischen diesem System und bestehenden Strategien zu erklären.

Flexibles Ziel für
das Preisniveau

Eine weitere Möglichkeit wäre vielleicht eine Änderung der bestehenden Strategien unter stärkerer Betonung der Stabilität des Finanzsystems. Die Geschichte – sowohl die jüngere als auch die ältere – zeigt, dass eine starke Deflation in der Regel mit großen Anspannungen im Finanzsystem einhergeht. Wachsamkeit gegenüber finanziellen Ungleichgewichten bei ihrer Entstehung in guten Zeiten könnte dazu beitragen, dass es später mit geringerer Wahrscheinlichkeit zu einer einschneidenden Korrektur kommt und diese weniger

Stärkere Betonung
der Finanzstabilität

folgeschwer ausfällt. Dies wiederum könnte die Gefahr von Finanzkrisen und Deflation mindern helfen. In der Praxis muss eine solche Änderung keine Neudefinierung der Ziele der Geldpolitik bedingen; vielmehr wären lediglich einige Feinabstimmungen bei der Umsetzung nötig. Erstens könnte die Zentralbank einen längeren Zeithorizont für die Geldpolitik festlegen (d.h. über die üblichen ein bis zwei Jahre hinaus), da die entsprechenden Prozesse zumeist langwierig sind. Zweitens könnte bei der Risikoabwägung mehr Gewicht auf die Vermeidung des ungünstigsten Falles, wie z.B. einer lang anhaltenden Deflation, gelegt werden.

Grenzen der
Geldpolitik

Zu bedenken ist jedoch immer, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik Grenzen hat. Insbesondere die Erfahrung in Japan hat eine möglicherweise erhebliche Wechselwirkung zwischen der Geldpolitik, der Fiskalpolitik und der Aufsicht unterstrichen. Daher dürfte es für eine Zentralbank wünschenswert sein, gemeinsam mit den Fiskal- und Aufsichtsbehörden die bestehenden Handlungsmöglichkeiten, den deflationären Tendenzen schon weit im Vorfeld Rechnung zu tragen, systematisch auszuloten. Eine solche Koordination zwischen verschiedenen Stellen könnte Fragen zur Unabhängigkeit der Zentralbank aufwerfen. Es mag sich jedoch lohnen, dieses Risiko einzugehen, wenn die Erkundung solcher Optionen dazu beitrüge, das Vertrauen zu stärken, dass die Zentralbank – und die politischen Entscheidungsträger insgesamt – die Deflation bekämpfen können.

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Das auffallendste Merkmal an den wichtigsten Devisenmärkten im Jahr 2002 und Anfang 2003 war die Abschwächung des US-Dollars. Der Dollar wertete insbesondere gegenüber dem Euro und – in geringerem Ausmaß – gegenüber dem Yen ab, verlor mit der Zeit aber auch gegenüber immer mehr anderen Währungen an Boden. Vor dem Hintergrund enttäuschender Wachstumsaussichten und der anhaltend rückläufigen Aktienkurse schienen Zinsdifferenzen als Bestimmungsfaktor von Wechselkursbewegungen wieder an Bedeutung zu gewinnen. Auch das steigende Leistungsbilanzdefizit der USA und Veränderungen in seiner Finanzierung rückten ins Rampenlicht, was offenbar einen Anstieg der Risikoprämien für US-Anlagen zur Folge hatte.

Eine empirische Analyse der wichtigsten Leistungsbilanzkorrekturen zahlreicher Industrieländer seit 1973 zeigt, dass diese Anpassungen jeweils mit einer Eintrübung der Binnenkonjunktur, aber nur relativ geringen Abwertungen verbunden waren. Eine Analyse des Anpassungsprozesses, der sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre in den USA vollzog, kommt dagegen zu dem Ergebnis, dass die damalige Abwertung des US-Dollars wesentlich stärker zur Korrektur beitrug. Allerdings bestehen zwischen der derzeitigen weltwirtschaftlichen Lage und jener der achtziger Jahre erhebliche Unterschiede. Dies legt den Schluss nahe, dass eine beträchtliche Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte noch immer wahrscheinlich sein dürfte, ein ähnliches Muster bei der Anpassung des US-Dollars hingegen nicht mit Gewissheit zu erwarten ist.

Mehrere europäische Währungen außerhalb der WWU, der australische und der kanadische Dollar sowie der Neuseeland-Dollar profitierten von ihren Zinsdifferenzen gegenüber in US-Dollar oder Euro denominierten Vermögenswerten. Ihre Aufwertung entsprach auch der relativ günstigen Wirtschaftsentwicklung des jeweiligen Landes. Eine bemerkenswerte Ausnahme von diesem Zusammenhang zwischen Währungsstärke und Zinsvorteilen war der Schweizer Franken, dessen Aufwertung von Januar 2002 bis März 2003 in erster Linie seine Rolle als „sicherer Hafen“ widerspiegelt.

Das Renditestreben internationaler Anleger kam während des Berichtszeitraums auch den Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften zugute, doch die weltwirtschaftlichen Aussichten und verschiedene inländische Faktoren waren ebenfalls von großer Bedeutung.

Dollar, Euro und Yen

Während des Berichtszeitraums verlor der US-Dollar deutlich gegenüber dem Euro und in geringerem Ausmaß gegenüber dem Yen. Auch auf effektiver

Basis wertete er erheblich ab. Die Hauptursachen für die Schwäche des US-Dollars waren wohl die Neuausrichtung der Kapitalflüsse zu sichereren festverzinslichen Anlagen und die damit einhergehende Wiederkehr der Zinsdifferenzen als Bestimmungsfaktor internationaler Kapitalbewegungen. Eine zusätzliche Belastung des US-Dollars war die Besorgnis über das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit. Im Gegensatz zu früheren Phasen erhöhter Unsicherheit, aber ähnlich wie in der Zeit um den letzten Golfkrieg, spielte der US-Dollar bei Anlegern, die einen „sicheren Hafen“ suchten, keine Rolle.

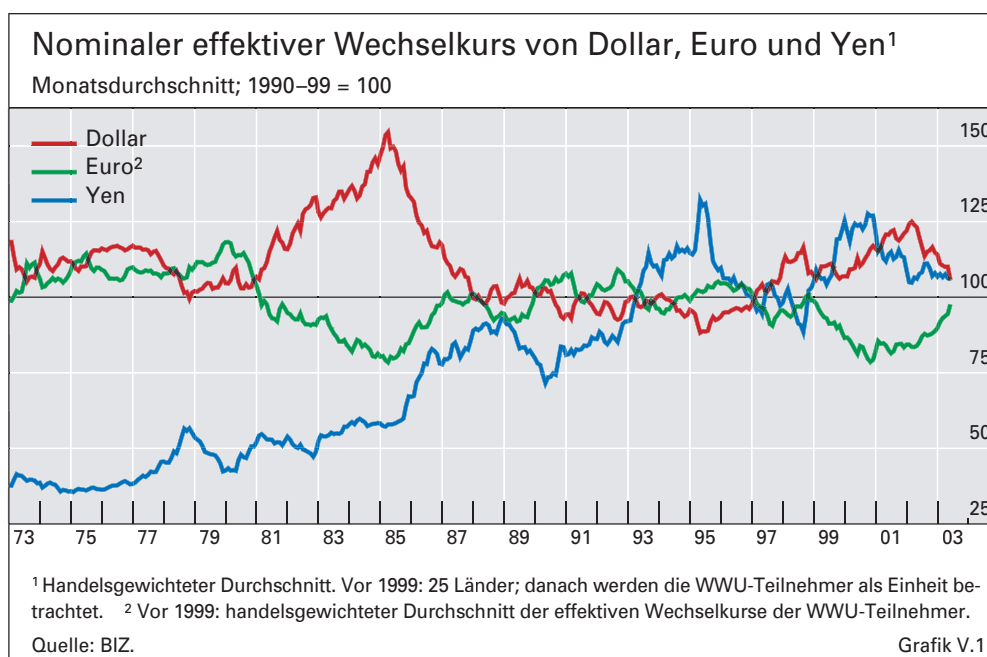
Wesentliche Entwicklungen

Nach einer langen Periode des Wachstums auf breiter Basis erreichte der US-Dollar gegen Ende Januar 2002 seinen Höchststand. Ab April begann er dann – zeitgleich mit einem allgemeinen Stimmungsabschwung an den US-Finanzmärkten (Kapitel VI) – gegenüber vielen Währungen nachzugeben. Auf nominaler effektiver Basis verlor der US-Dollar von Januar 2002 bis zu seinem Tiefstand Mitte Mai 2003 rund 16% (Grafik V.1).

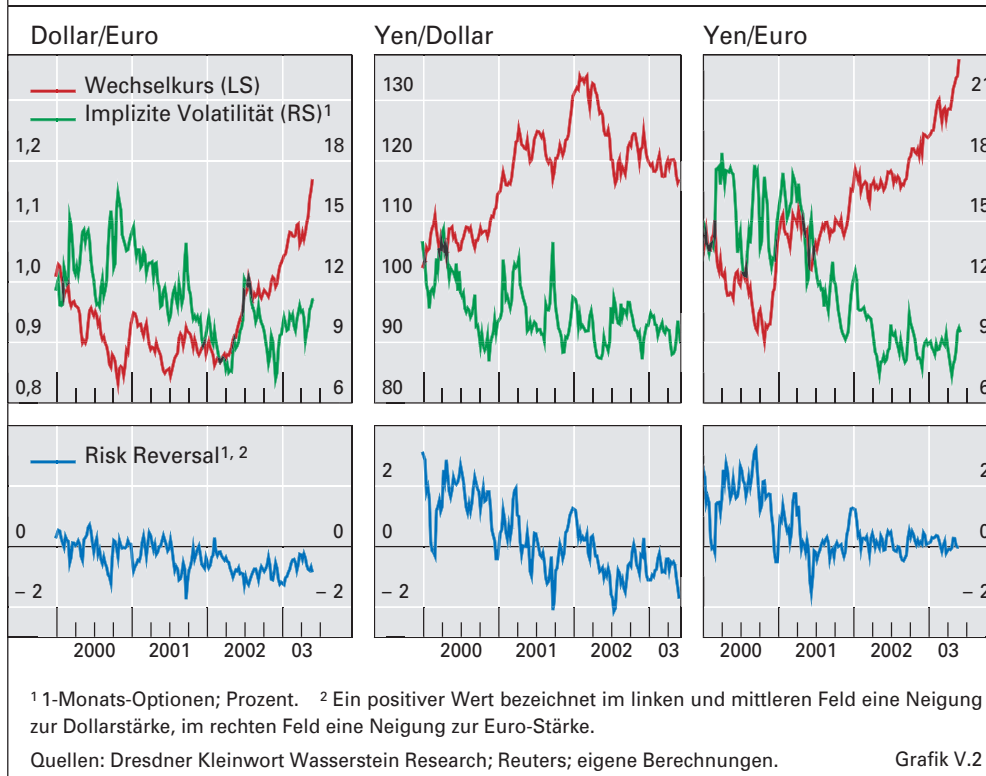
Besonders ausgeprägt war die Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro, der um rund 30% stieg – von US-\$ 0,86–0,89 Anfang 2002 auf über US-\$ 1,15 Mitte Mai 2003, seinen Höchststand seit vier Jahren (Grafik V.2). In diesem Zeitraum gewann der Euro auf nominaler effektiver Basis rund 15%, womit er sich von seinem Abwertungstrend 1999 und 2000 deutlich erholte.

Auch gegenüber dem Yen gab der US-Dollar nach, allerdings in geringerem Umfang: von über ¥ 134 Anfang 2002 auf unter ¥ 117 im Mai 2003. Auf die Aufwertung des Yen reagierten die japanischen Währungsbehörden mehrfach mit Devisenmarktinterventionen. Dagegen verlor der Yen gegenüber dem Euro im gleichen Zeitraum weiter an Wert – von ¥ 115–119 auf ¥ 135 Mitte Mai. Auf nominaler effektiver Basis blieb der Yen im Berichtszeitraum insgesamt stabil. Im langfristigen Vergleich war er immer noch stark, lag am

US-Dollar durchweg schwächer



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

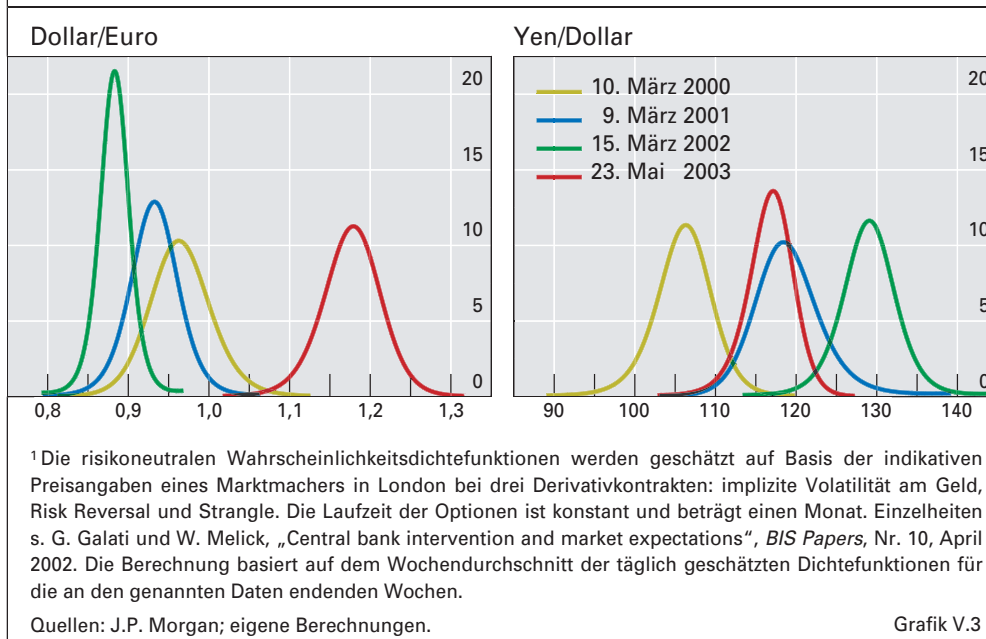


Ende des Berichtszeitraums jedoch um 19% unterhalb seines jüngsten Höchststandes von Ende 2000.

Die Abwertung des US-Dollars ging mit einem deutlichen Stimmungsumschwung an den Märkten einher (Grafik V.3). Seit Anfang 2002 hat sich die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Risikogleichgewichts

Merklicher Stimmungsumschwung an den Märkten

Wahrscheinlichkeitsverteilung des Dollars gegenüber Euro und Yen¹



zwischen einem viel stärkeren und einem viel schwächeren US-Dollar, gemessen an der Schiefe der geschätzten risikoneutralen Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen, zugunsten des schwächeren US-Dollars verschoben. Ökonometrische Tests zeigen, dass – selbst wenn die Auswirkungen vergangener Wechselkursentwicklungen berücksichtigt werden – in den letzten zwei Jahren auf eine Stimmungsverschlechterung hinsichtlich des US-Dollars in der Regel nach vier Wochen ein tatsächlicher Rückgang des Wechselkurses folgte.

Bemerkenswert war, dass die kurzfristige Volatilität der wichtigsten Devisenmärkte im Berichtszeitraum trotz der erheblichen Schwankungen der G3-Währungen im Vergleich zu früheren Jahren relativ gering war. Dies stand im Gegensatz zu der Unsicherheit an anderen Finanzmärkten (Kapitel VI).

Bestimmungsfaktoren

Wandel bei Bestimmungsfaktoren

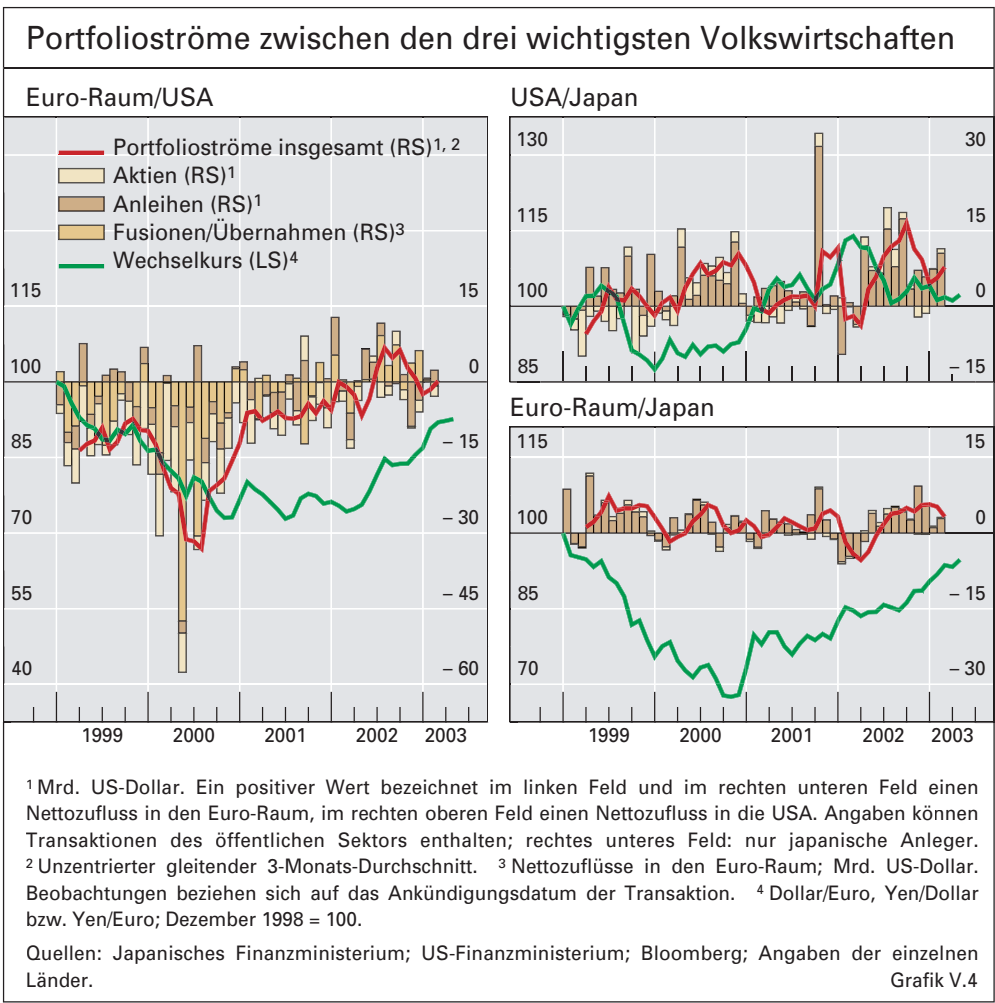
Im Berichtszeitraum veränderten sich die Einflussfaktoren für die Entwicklung der wichtigsten Wechselkurse im Vergleich zu den Vorjahren beträchtlich. Zum besseren Verständnis der US-Dollar-Abwertung im Jahr 2002 ist ein Rückblick auf die Faktoren nützlich, die zur Stärke des US-Dollars von Mitte der neunziger Jahre bis 2001 beigetragen hatten.

Bis 2001 hohes US-Produktivitätswachstum, starke Kapitalströme und US-Dollar-Aufwertung

Damals hatten hohe tatsächliche und erwartete Produktivitätszuwächse in den USA eine rasante Zunahme der Investitionen und einen außergewöhnlichen Anstieg der US-Aktienkurse gestützt. Die Aussichten auf höhere Renditen in den USA hatten dazu beigetragen, sowohl hohe Portfolioinvestitionen – insbesondere in Aktien und Unternehmensanleihen – als auch Direktinvestitionen anzuziehen. Diese Kapitalzuflüsse hatten zu einer deutlichen Aufwertung des US-Dollars geführt (Grafik V.4), die ihrerseits die Leistungsbilanz geschwächt hatte. Allerdings war dieser Investitionsboom im Laufe des Jahres 2001 allmählich zum Stillstand gekommen, als die Gewinne einbrachen und die Konjunktur in den USA an Schwung verlor. Auch die US-Märkte für Aktien und risikoreiche Unternehmensanleihen hatten zu schrumpfen begonnen, als die Anleger sich von Aktien abwandten und wieder sicherere Titel wie höherwertige Unternehmensanleihen, Schuldtitel staatsnaher Körperschaften („Agencies“) und Staatsanleihen bevorzugten (Kapitel VI). Der Bruttokapitalzufluss in die USA war schwächer geworden. Dennoch waren die privaten Portfolio- und Direktinvestitionsströme aus dem Euro-Raum netto betrachtet positiv geblieben, da die Wachstumsaussichten in den USA weiterhin als besser eingeschätzt wurden als im Euro-Raum. Infolgedessen hatte der US-Dollar weiter zugelegt.

2002 Kapitalverlagerung zu sichereren Anlagen bei anhaltendem Stimmungsabschwung

Im Gegensatz dazu änderten sich im ersten Halbjahr 2002 aufgrund des weiter schwindenden Vertrauens in die US-Finanzmärkte sowohl die Richtung als auch die Zusammensetzung der Kapitalströme erheblich. Die Auslöser des Stimmungsabschwungs waren in erster Linie die gegenüber den Erwartungen weniger robuste Erholung der Konjunktur und die Enthüllung einer Reihe von Bilanzunregelmäßigkeiten bei Unternehmen, die die Besorgnis der Anleger hinsichtlich der Verlässlichkeit der Finanzausweise von Unternehmen sowie hinsichtlich der Höhe ihres Risikos schürten. Darüber hinaus interpretierten die Märkte die restriktivere US-Außenhandelspolitik als Anzeichen für erhöhte Bedenken der US-Regierung wegen des US-Leistungsbilanzdefizits.

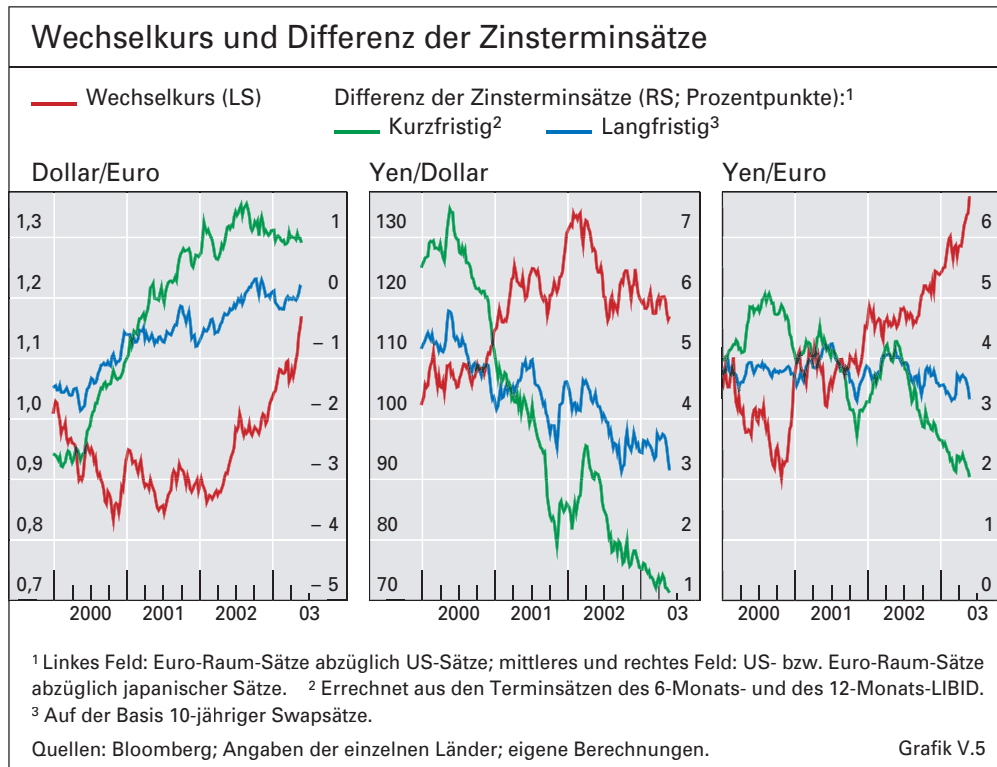


Die privaten Portfolio- und Direktinvestitionsströme vom Euro-Raum in die USA wurden netto betrachtet negativ. Zudem verlagerten die internationalen Anleger ihr Interesse noch weiter von Portfolioinvestitionen in Aktien und Direktinvestitionen zu sichereren Instrumenten.

Die erwarteten Wachstumsdifferenzen, die lange die Kapitalströme in die USA und auch die Stärke des US-Dollars gestützt hatten, spielten in dieser Hinsicht keine Rolle mehr, als das Renditepotenzial risikoreicher US-Aktien nicht länger als entscheidend bewertet wurde. Stattdessen rückten die Zinsdifferenzen als wichtiger Bestimmungsfaktor für die Kapitalbewegungen und folglich die Wechselkurse wieder in den Mittelpunkt. Ganz anders als in den Vorjahren war bei einer erheblichen Zahl von Währungspaaren eine signifikant positive Korrelation zwischen den Zinsdifferenzen im kurzfristigen Bereich und den Wechselkursbewegungen zu beobachten.

Zinsdifferenzen zunehmend wichtig

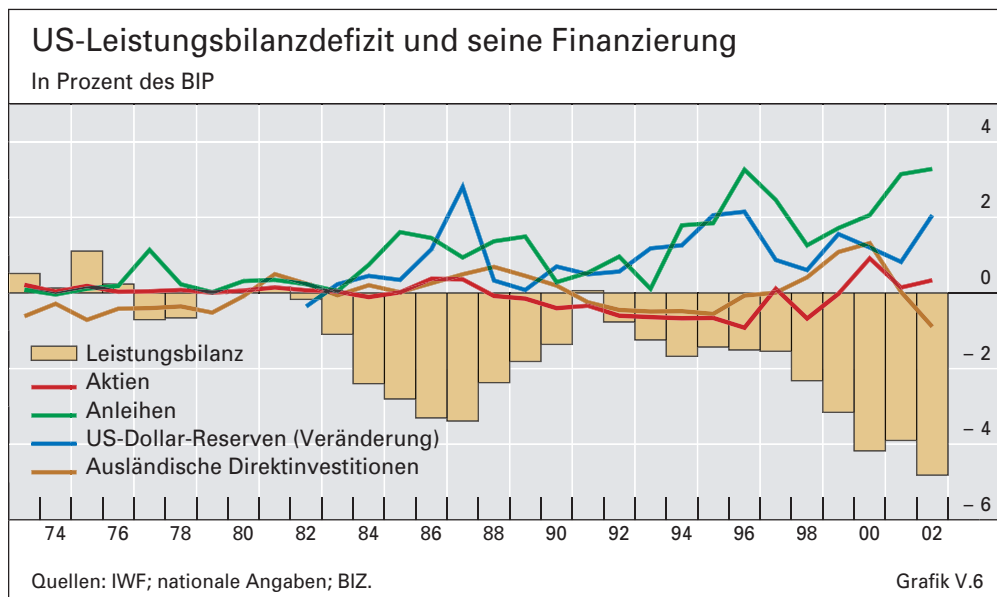
Mit den höchsten Zinssätzen unter den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen profitierte der Euro-Raum am meisten von dieser renditebedingten Verschiebung der Kapitalströme, was die Aufwertung des Euro begünstigte (Grafik V.5). Die positive Korrelation im Jahr 2002 zwischen dem US-Dollar/Euro-Kurs und der entsprechenden Differenz bei den kurzfristigen Zinsen erreichte den höchsten Wert seit der Einführung der Einheitswährung. Die relative Robustheit des Yen gegenüber dem US-Dollar stand ebenfalls in Ein-



klang mit der Verringerung der negativen Zinsdifferenzen Japans gegenüber den USA.

US-Leistungsbilanzdefizit wieder im Rampenlicht

Der oben erwähnte Rückgang der privaten Kapitalzuflüsse in die USA und die Veränderung ihrer Zusammensetzung belasteten den US-Dollar angesichts des weiter steigenden US-Leistungsbilanzdefizits noch mehr. Im Jahr 2002 erreichte das Defizit 5% des BIP der USA (Grafik V.6), und die Nettoauslandsverbindlichkeiten überschritten erstmals 20% des BIP (S. 97, Grafik V.7). Diese Entwicklungen erhielten aus mehreren Gründen größeres Gewicht: Erstens sank der durch ausländische Direktinvestitionen finanzierte Anteil des US-Defizits beträchtlich, während der Anteil staatlicher US-Dollar-Reserven – die



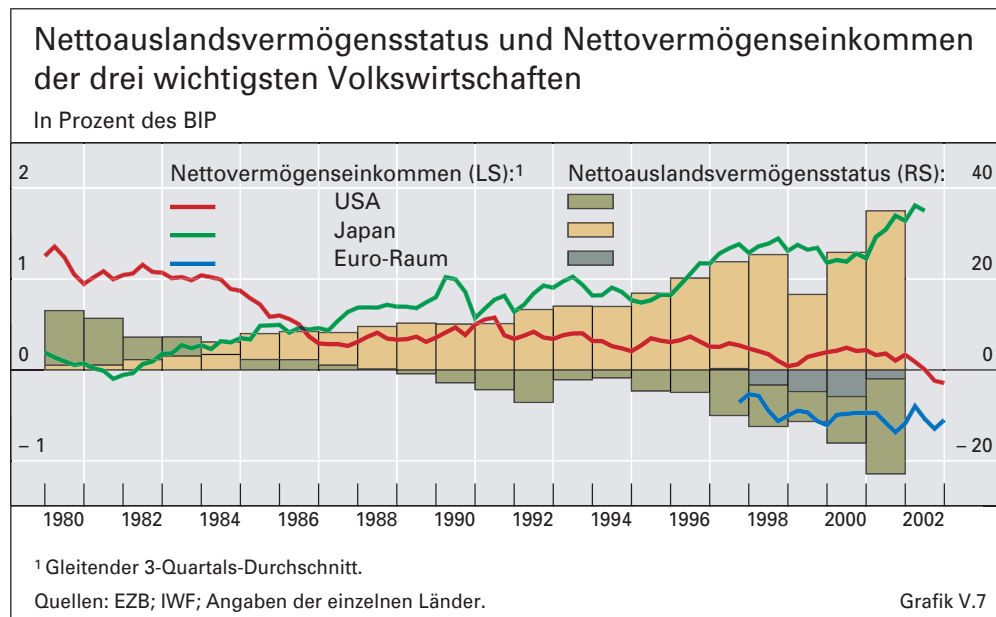
Jährliche Veränderung der offiziellen Währungsreserven							
Mrd. US-Dollar							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Nachrichtlich: Stand Ende 2002
	Zu jeweiligen Wechselkursen						
Insgesamt	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2 392,3
Industrieländer	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
USA	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Euro-Raum	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Japan	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asien	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
China	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Hongkong SVR	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
Indien	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonesien	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Korea	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Malaysia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Philippinen	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Singapur	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Taiwan, China	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
Thailand	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
Lateinamerika ¹	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentinien	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brasilien	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Chile	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
Mexiko	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
Mittel- und Osteuropa ²	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Übrige Länder	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	Zu konstanten Wechselkursen ³						
Insgesamt	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2 395,2
Reserven in US-Dollar	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1 751,4
Reserven in anderer Währung	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

¹ Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Peru und Venezuela. ² Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ³ Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Periodenende.

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

Tabelle V.1

sich vorwiegend auf asiatische Länder konzentrieren – erheblich zunahm (Tabelle V.1). Dies war ein Anzeichen für die schwindende Bereitschaft des privaten Sektors, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, wodurch der US-Dollar anfälliger gegenüber Stimmungsschwankungen wurde. Zweitens schien es wahrscheinlich, dass das Leistungsbilanzdefizit künftig noch weiter steigen würde, da die US-Konjunktur Anfang 2003 nach wie vor lebhafter war als die der meisten Handelspartner der USA. Drittens wurde die Veränderung in der Zusammensetzung der US-Ausgaben von den Marktteilnehmern nicht positiv bewertet. Während die Ausgaben der privaten Haushalte konstant hoch blieben, ließ die Investitionstätigkeit der Unternehmen nach. In dem Maße, wie dadurch die US-Inlandsnachfrage fiel, füllte ein steigendes Haushaltsdefizit die Lücke. Dies gab wiederum Anlass zu der Besorgnis, es entstehe ein „Zwillings-



defizit“ (Kapitel II) – ein Problem, das Erinnerungen an die achtziger Jahre weckte.

Dass das US-Leistungsbilanzdefizit aufmerksamer beobachtet wurde, bewies der Stimmungsumschwung bei den Anlegern zulasten des US-Dollars Anfang 2002, der zeitgleich mit der Einführung neuer Importschranken für Stahl und landwirtschaftliche Erzeugnisse durch die US-Regierung erfolgte. Die Marktteilnehmer sahen darin ein Anzeichen dafür, dass die Regierung Anspannungen in den Wirtschaftszweigen handelbarer Güter in den USA fürchtete. Das Thema der Tragbarkeit des US-Leistungsbilanzdefizits wird im letzten Abschnitt aufgegriffen, wo basierend auf einer langfristigen Analyse von Leistungsbilanzanpassungen in einer Reihe von Industrieländern einige vorläufige Schlüsse gezogen werden.

Entwicklungen an anderen Devisenmärkten

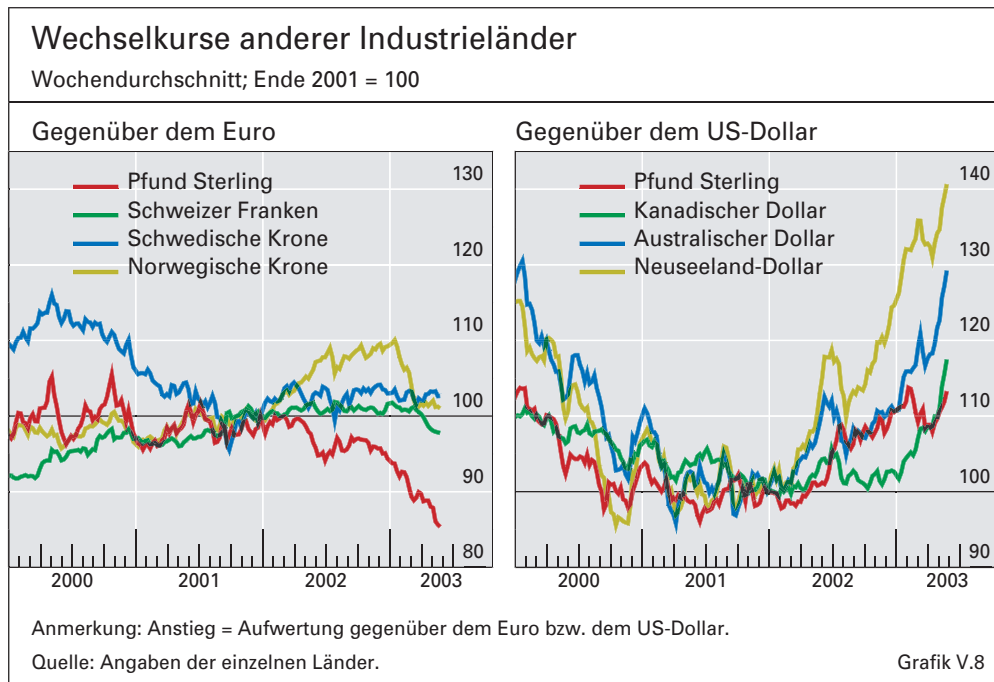
Währungen der Industrieländer

Renditedifferenzen und Wirtschaftswachstum auch relevant für:

Auch die Entwicklung der Währungen mehrerer anderer Industrieländer spiegelt das Streben der internationalen Anleger nach Renditen mit geringem Risiko wider. Die Korrelationen ihrer Wechselkurse mit den entsprechenden Zinsdifferenzen wurden im Jahr 2002 eindeutig positiv, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Die Wirtschaftsleistung der betreffenden Volkswirtschaften stützte den Zinsvorteil ihrer Währungen. Enger wurde die Beziehung zwischen Zinsdifferenzen und Wechselkursentwicklung auch infolge der Rückkehr von mit geliehenen Mitteln spekulierenden Akteuren an die Devisenmärkte. Insbesondere Makro-Hedge-Fonds suchten eine Alternative zu den wenig lebhaften Aktienmärkten.

– Pfund Sterling

Unter den europäischen Währungen außerhalb der WWU boten das Pfund Sterling und die schwedische Krone zwei Beispiele für den Einfluss von Renditedifferenzen. Getragen von vergleichsweise hohen Zinssätzen und dem



starken Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich stieg das Pfund Sterling von US-\$ 1,43 im Januar 2002 auf über US-\$ 1,65 Anfang Februar 2003 und gewann damit 15% gegenüber dem US-Dollar (Grafik V.8). Gegenüber dem Euro verlor das Pfund aufgrund seines geringeren Zinsvorteils und des Aufwärtstrends der Einheitswährung etwas an Boden. Nach der weitgehend unerwarteten Zinssenkung durch die Bank of England im Februar 2003 gab das Pfund durchweg nach, was den Renditevorteil schmälerte und die Marktteilnehmer veranlasste, die binnenwirtschaftlichen Bedingungen neu zu bewerten. Im April und Mai stieg das Pfund wieder auf US-\$ 1,62, wertete jedoch gegenüber dem Euro weiter ab. In Schweden stiegen die kurzfristigen Zinssätze dank der robusten konjunkturellen Entwicklung und der geldpolitischen Straffung im ersten Halbjahr 2002 sogar noch höher als im Vereinigten Königreich. Vor diesem Hintergrund erholte sich die Krone um durchschnittlich 8% von ihren Tiefständen um 10 Kronen je Euro im Jahr 2001 und stabilisierte sich bei 9,0–9,4 Kronen. Die sich konkretisierenden Aussichten auf den Beitritt zur WWU beeinflussten die Krone im Berichtszeitraum ebenfalls.

– schwedische Krone

Die eindrucksvolle Erholung des australischen und des kanadischen Dollars sowie des Neuseeland-Dollars veranschaulichte in ähnlicher Weise, dass Differenzen bei den Nominalrenditen als Bestimmungsfaktor der Wechselkursentwicklung an Bedeutung gewonnen haben. Bei lebhafter Konjunktur und einem erheblichen, weiter wachsenden Zinsvorteil gegenüber dem US-Dollar gewann der australische Dollar von Januar 2002 bis Mitte Mai 2003 mehr als 25% und übertraf den Höchstwert von US-\$ 0,65, den er zuletzt Anfang 2000 erreicht hatte. Der Neuseeland-Dollar erholte sich im selben Zeitraum bei noch höheren Renditen in noch größerem Maße und stieg um 35% auf über US-\$ 0,57 – einen Wert, der zuletzt Anfang 1998 verzeichnet worden war. Der Aufschwung des kanadischen Dollars setzte offenbar später ein und war auf absoluter Basis moderater, was dem relativ schmalen, doch ebenfalls zu-

– australischen und kanadischen Dollar sowie Neuseeland-Dollar

nehmenden Renditevorteil entsprach. Dennoch hatte die Währung im März 2003 die seit Ende 2000 erlittenen Verluste gänzlich ausgeglichen. Zusätzlich gestützt wurde diese Erholung möglicherweise durch den rasanten Anstieg der Rohstoffpreise: Erstmals seit Jahren war die traditionelle positive Korrelation mit den Rohstoffpreisen wieder bei allen drei Währungen zu beobachten.

Carry Trades
durch Zinsniveau
begünstigt

In den Bereich Renditevorteil gehörte auch die Strategie der Zinsdifferenzgeschäfte (Carry Trades), die durch die niedrigen Zinsen in den drei wichtigsten Volkswirtschaften und der Schweiz während des Berichtszeitraums attraktiv wurden. Ein besonders anschauliches Beispiel für den Einsatz dieser Strategie war die norwegische Krone, deren kurzfristige Zinssätze im Vergleich zu anderen Industrieländern und sogar einigen aufstrebenden Volkswirtschaften hoch waren. Kommentaren von Marktbeobachtern zufolge nahmen Hedge-Fonds und andere internationale Anleger Fremdmittel in Euro auf und legten sie in kurzfristigen norwegischen Titeln an. Vor diesem Hintergrund wertete die Krone während des ganzen Jahres 2002 gegenüber dem Euro erheblich auf (11%), gegenüber dem US-Dollar sogar noch mehr (29%). Doch im Januar 2003 erreichte sie ihren Höchststand, und im März hatte sie einen Großteil ihrer Kursgewinne bereits wieder eingebüßt, da die Carry Trades nach dem Zinssenkungsbeschluss der norwegischen Zentralbank rasch wieder aufgelöst wurden. Carry Trades wurde überdies eine Katalysatorwirkung bei der rasanten Erholung des australischen Dollars und des Neuseeland-Dollars sowie, etwas später, des kanadischen Dollars zugeschrieben.

Schweizer Franken
als Ausnahme, vor
allem wegen Rolle
als „sicherer
Hafen“

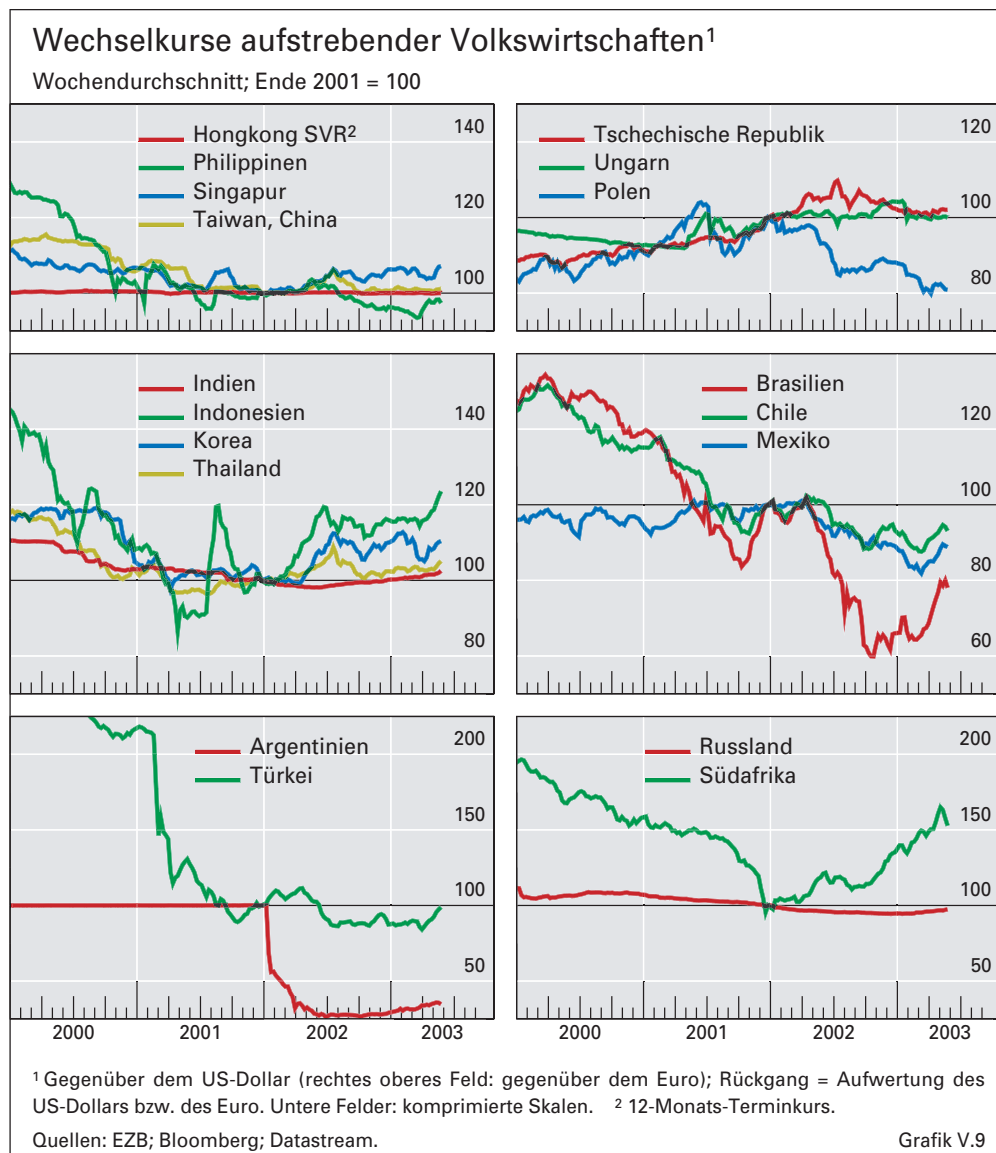
Der Schweizer Franken bildete bis März 2003 eine bemerkenswerte Ausnahme von diesem Zusammenhang zwischen Währungsstärke und Zinsvorteilen. Trotz niedriger und noch sinkender Renditen sowie einer relativ schwachen Konjunktur blieb der Franken gegenüber dem Euro robust und legte gegenüber dem US-Dollar erheblich zu. Die Aufwertungsschübe gegenüber dem Euro während des gesamten Jahres 2002 geschahen zeitgleich mit wirtschaftlichen und geopolitischen Ereignissen, die zu einem Stimmungsschwung gegenüber dem US-Dollar und auf den Finanzmärkten allgemein führten. Die Verstärkung der Korrelation zwischen dem Franken und der Goldpreisentwicklung im Jahr 2002 lässt ebenfalls vermuten, dass die Währung als „sicherer Hafen“ gesehen wurde. Auf nominaler effektiver Basis notierte der Franken rund 15% über seinem jüngsten Tiefstand vom Jahr 2000 – angesichts der Konjunkturflaute eine Herausforderung für die Geldpolitik (Kapitel IV). Dies stand in scharfem Gegensatz zu dem Szenario vor drei Jahren, als der schwache Franken und seine Inflationstendenzen die Hauptsorge der Geldpolitik gewesen waren. Der geldpolitische Kurs der Schweizerischen Nationalbank wurde jedoch als Ausgleich zum Aufwärtsdruck auf den Franken gesehen. Nach einer Senkung des Leitzinssatzes im März 2003 gab der Franken im April und Mai um 3% gegenüber dem Euro nach.

Währungen aufstrebender Volkswirtschaften

Die weltwirtschaftlichen Aussichten und verschiedene inländische Sonderfaktoren hatten im Berichtszeitraum erheblichen Einfluss auf die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften. In manchen Fällen spielte auch das Renditestreben internationaler Anleger eine Rolle.

In Lateinamerika, wo mehrere Währungen vor dem Hintergrund wirtschaftlicher und/oder politischer Unruhen deutlich abwerteten, dominierten inländische Faktoren (Grafik V.9). Die Abwertung des brasilianischen Real beschleunigte sich in den Monaten vor den Präsidentschaftswahlen im Oktober 2002 – ein Zeichen der damals herrschenden Zweifel im Hinblick auf die künftige Wirtschaftspolitik. In Venezuela wurde der Bolívar, dessen Wechselkurs Anfang 2002 freigegeben worden war, im Laufe des Jahres durch verstärkte politische Unruhen und einen Ölstreik weiter geschwächt, was schließlich die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zur Folge hatte. Nach der Abwertung in Argentinien ließen auch die Währungsbehörden Uruguays infolge finanzieller Anspannungen eine Abwertung ihrer Währung zu. Neben regionalen Faktoren spielten auch die unsicheren Aussichten für die US- und die globale Konjunktur eine Rolle. Der mexikanische Peso beispielsweise fiel von seinem hohen Niveau Anfang 2002 bis auf einen historischen Tiefstand im März 2003, weil negative Auswirkungen einer verspäteten Erholung in den USA auf die Exporte und die Konjunktur Mexikos befürchtet wurden. Zweifel hinsichtlich der weltweiten Aussichten belasteten auch den chilenischen Peso.

Lateinamerikanische Währungen 2002 deutlich schwächer



Wechselkursvolatilität ¹						
	Bilateral ²			Effektiv ³		
	1995/96	1999–2001	Jan. 2002– Mai 2003	1995/96	1999–2001	Jan. 2002– Mai 2003
China	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Hongkong SVR	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
Indien	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	5,4
Indonesien	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Korea	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Philippinen	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Singapur	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Thailand	3,6	7,6	5,0	...	...	...

¹ Berechnet als Standardabweichung über die aufgeführten Zeiträume der auf Jahresbasis umgerechneten täglichen Veränderung in Prozent. ² Gegenüber dem US-Dollar. ³ Handelsgewichtet.
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle V.2

Asiatische
Währungen
generell stärker
oder stabil

Die Währungen Asiens hingegen festigten sich generell gegenüber dem US-Dollar bzw. blieben weitgehend stabil, was zum Teil auf die relativ starke Wirtschaft der Region zurückzuführen war. Die Entwicklung des Yen/US-Dollar-Wechselkurses spielte ebenfalls eine Rolle. Einige Währungen – insbesondere der Renminbi und in etwas geringerem Ausmaß die indische Rupie – vollzogen die Kursbewegungen des US-Dollars sehr eng nach (Tabelle V.2). Die erhebliche Akkumulation von Währungsreserven in China und Indien entsprach offenbar dem Bestreben der Geldpolitik, großen Aufwertungen entgegenzuwirken. Vor diesem Hintergrund gab die effektive Schwächung des Renminbi parallel zum US-Dollar in einigen Volkswirtschaften, die mit China um Exporte konkurrieren, Anlass zur Sorge. Andere Währungen, insbesondere der Won, folgten dem US-Dollar hingegen weniger eng als in früheren Jahren. Insgesamt schienen die Währungen Asiens im Berichtszeitraum auf nominaler effektiver Basis etwas weniger volatil zu sein. Die Beobachtung, dass einige asiatische Währungen den US-Dollar-Rückgang in geringerem Maße absorbierten als der Yen, könnte für die zu erwartende Dynamik der US-Leistungsbilanz durchaus von Bedeutung sein (s. weiter unten). Neben wirtschaftlichen Faktoren übten auch Bedenken in Bezug auf die Sicherheit in der Region einen gewissen Einfluss auf Währungen wie den Won, die Rupiah oder den philippinischen Peso aus.

Hohe Renditen und
Carry Trades

Gleichzeitig waren bei einigen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften auch Renditedifferenzen und Carry Trades von Bedeutung. Beispielsweise glich der Rand, der gegen Ende 2001 und Anfang 2002 drastisch abgewertet hatte, bis März 2003 alle Verluste aus, gestützt durch seinen hohen Zinsvorteil gegenüber den meisten wichtigen Währungen sowie den steigenden Goldpreis. Nach seinem vorangegangenen Abstieg profitierte offenbar auch der brasilianische Real von dem Renditestreben der Anleger im Jahr 2003, als sich die Unsicherheit im Hinblick auf die Wirtschaftspolitik der neuen Regierung legte. Im März 2003 gewann die Aufwertung des Real merklich an Tempo.

Einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften in Europa wurden aufgrund ihrer relativ hohen Zinssätze und des allgemeinen Optimismus

hinsichtlich des EU-Beitritts ebenfalls bevorzugt. Die daraus resultierende rasante Aufwertung hatte allerdings geldpolitische Reaktionen zur Folge (Kapitel III). Die ungarischen Währungsbehörden etwa intervenierten und senkten die Zinssätze, als sich der Forint im Januar 2003 der Obergrenze seiner Bandbreite näherte. Der jahrelange Aufwertungsstrend der tschechischen Krone mäßigte sich in der zweiten Jahreshälfte 2002 nach dem Unterschreiten des Inflationsziels und mehreren Senkungen der Leitzinsen, die das Zinsgefälle gegenüber dem Euro schließlich aufhoben.

Leistungsbilanzen und Wechselkurse

Im Berichtszeitraum warf die anhaltende Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits und der Nettoauslandsschulden, verbunden mit Veränderungen in der Finanzierung des Defizits, mehrere Fragen auf. Ist das US-Leistungsbilanzdefizit tragfähig? Falls nicht, wie könnten sich die notwendigen Korrekturen vollziehen? Und welche Währungen wären wohl am meisten betroffen, wenn der effektive Wechselkurs des US-Dollars zurückgehen muss?

Korrekturen von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern seit 1973

Bei der Beantwortung dieser Fragen kann ein Rückblick auf die Erfahrung mit Leistungsbilanzkorrekturen in Industrieländern als erste Orientierung dienen. Für diese Analyse wurden nur Phasen mit einer wesentlichen und dauerhaften Korrektur der Leistungsbilanz betrachtet (Einzelheiten s. Grafik V.10). Seit 1973 gab es 28 solche Phasen.

Frühere
Korrekturen von
Leistungsbilanzen

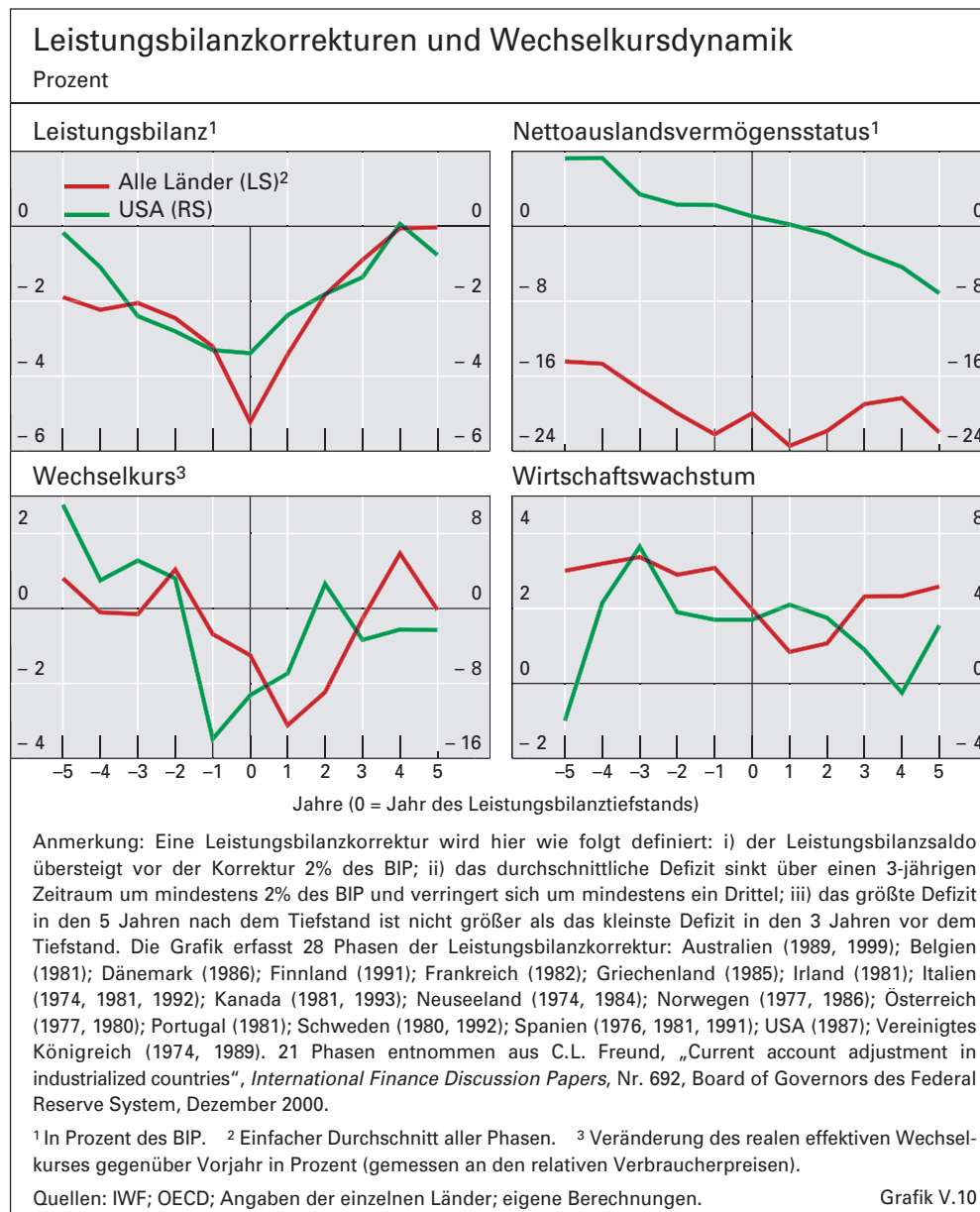
Die Analyse dieser Phasen offenbart drei wesentliche gemeinsame Muster. Erstens scheint es einen Schwellenwert für das Leistungsbilanzdefizit als Prozentsatz des Inlandsprodukts zu geben. Im Durchschnitt kehrte sich das Defizit um, wenn es Werte um 4–5% des jeweiligen BIP erreichte. Dagegen ist es schwierig, eindeutige Belege für einen Schwellenwert beim Verhältnis zwischen Nettoauslandsvermögensstatus und BIP zu finden. Im Durchschnitt kam es zu Korrekturen des Defizits, wenn dieses Verhältnis etwa 20% betrug, aber die einzelnen Phasen unterschieden sich beträchtlich.

Schwellenwerte für
Leistungsbilanz-
defizit und Aus-
landsvermögens-
status

Zweitens beruhte der Anpassungsprozess, durch den ein Leistungsbilanzdefizit korrigiert wurde, im Allgemeinen sowohl auf einer Abwertung der Landeswährung als auch auf einer Abschwächung des binnenwirtschaftlichen Wachstums. Während dieser Phasen verlor die Währung auf realer effektiver Basis durchschnittlich etwa 4%, was den Schluss nahe legt, dass der Beitrag des realen Wechselkurses zur Leistungsbilanzkorrektur tendenziell klein war. Allerdings variierte der Umfang der Wechselkurskorrektur zwischen den einzelnen Phasen erheblich, und in einigen Fällen wertete die Landeswährung drastisch ab. Die Abwertung begann in der Regel zwei Jahre, bevor die Leistungsbilanz ihren Tiefstand erreichte, und hielt für ein weiteres Jahr an. Dies entspricht einem klassischen J-Kurven-Effekt: Zunächst verschlechterte sich die Handelsbilanz, wenn die Währung nachzugeben begann, um sich dann nach etwa drei Jahren wieder zu verbessern.

Anpassungsprozess
beruht weniger auf
Abwertung ...

Drittens waren Leistungsbilanzkorrekturen generell von einem spürbaren Rückgang des binnenwirtschaftlichen Wachstums in dem 2-jährigen Zeitraum

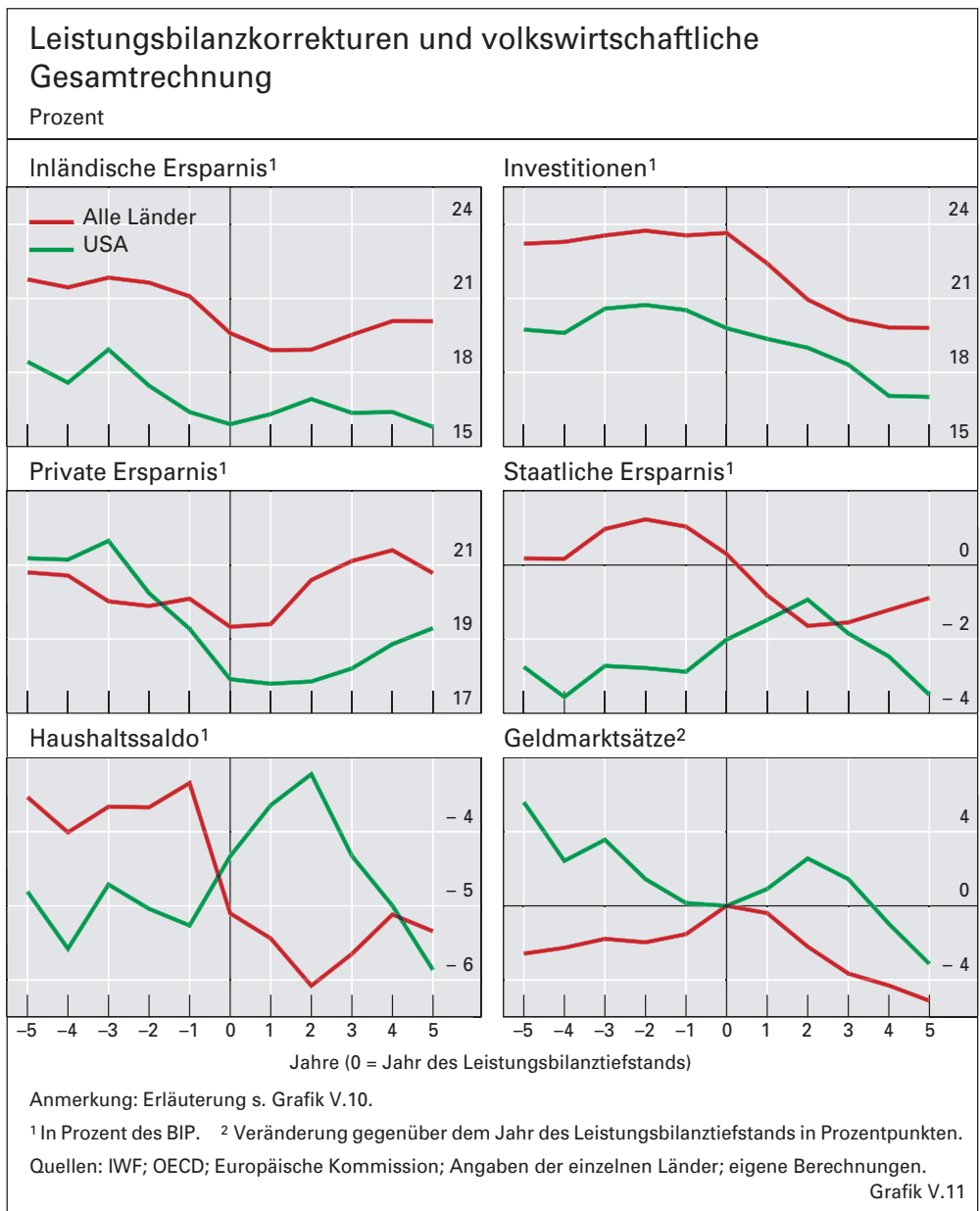


... als auf
Wachstums-
abschwächung

um den Tiefstand der Leistungsbilanz geprägt. Im Durchschnitt sank das BIP-Wachstum um 2 Prozentpunkte. Dies ging zumeist mit einer Verringerung der Investitionstätigkeit einher, die zur Zeit des Leistungsbilanztieftands einsetzte und während der drei darauf folgenden Jahre anhält. Bestimmend für die Entwicklung der inländischen Ersparnis war meist die öffentliche Ersparnis, die im Verhältnis zum BIP durchschnittlich abnahm (Grafik V.11). Es gibt somit keine Belege dafür, dass die Verbesserung der Leistungsbilanz mit einer Verbesserung der Haushaltslage einhergegangen wäre. Die kurzfristigen Zinssätze folgten insgesamt anscheinend einer buckelförmigen Kurve – ein Anzeichen dafür, dass der Rückgang des Wachstums und der Investitionstätigkeit mit einer geldpolitischen Straffung verbunden war.

Zwei entscheidende
Unterschiede
zwischen USA und
anderen Ländern

Die Analyse dieser Leistungsbilanzkorrekturen in Industrieländern ist an sich aufschlussreich, könnte aber als Orientierung für mögliche künftige Entwicklungen in den USA an ihre Grenzen stoßen. Die USA unterscheiden sich nämlich in zwei wesentlichen Aspekten von anderen Ländern: Erstens ist



zu bedenken, dass der US-Dollar die vorherrschende internationale Reservewährung ist und dass folglich US-Dollar-Anlagen bei Gebietsansässigen in Ländern, die Devisenreserven akkumulieren, einen erheblichen Teil des Portfolios ausmachen. Zweitens profitierten die USA von einem anhaltenden Renditegefälle zwischen ihren internationalen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten. Infolgedessen erzielten sie bis in die jüngste Vergangenheit positive Nettoerträge, obwohl ihre Auslandsverschuldung anstieg (Grafik V.7). Dies mag bedeuten, dass die USA ein Leistungsbilanzdefizit leichter finanzieren könnten als andere Länder und dass sich der Anpassungsprozess anders darstellt.

Diese beiden Aspekte lassen es somit sinnvoll erscheinen, die Entstehung des US-Leistungsbilanzdefizits in den achtziger Jahren mit seiner anschließenden Umkehr getrennt zu untersuchen. Ergänzend wird erörtert, wie sich die derzeitigen Bedingungen von denen des Jahres 1987 unterscheiden und was dies für den Anpassungsprozess bedeuten könnte.

Die Umkehr des US-Leistungsbilanzdefizits 1987

US-Erfahrung in den achtziger Jahren

Ab 1983 wiesen die USA immer höhere Leistungsbilanzdefizite aus, und 1987 hatte das Defizit 3,5% des BIP erreicht. Die Hauptursache war das rasche Wachstum der Inlandsnachfrage – gefördert u.a. durch ein zunehmendes Haushaltsdefizit und den steilen Anstieg des US-Dollars, der von 1980 bis 1985 auf nominaler effektiver Basis um über 50% aufwertete (Grafik V.1). Der bemerkenswerten Stärke des US-Dollars lagen die tatsächliche und die erwartete Position im Konjunkturzyklus zugrunde, die die USA gegenüber Japan und Deutschland begünstigten. Das hatte zur Folge, dass in den USA eine straffere und in den beiden anderen Ländern eine unveränderte oder lockerere Geldpolitik erwartet wurde. Darüber hinaus trugen auch zunehmende ausländische Investitionen in den USA dazu bei, den US-Dollarkurs und das US-Leistungsbilanzdefizit in die Höhe zu treiben.

Zwei Parallelen ...

Der Mechanismus, durch den das US-Leistungsbilanzdefizit von 1987 bis 1991 abgebaut wurde, entsprach in zwei wichtigen Punkten weitgehend dem vergleichbarer Phasen in anderen Ländern (Grafik V.10). Eine Parallele ist, dass sich das US-Defizit zu verringern begann, als es den typischen Schwellenwert für das Verhältnis Leistungsbilanz/BIP erreichte. Eine zweite Parallele ist, dass die Umkehr mit einer Abwertung der Landeswährung und einer gewissen Abschwächung des Wachstums verbunden war.

... aber mit anders zusammengesetztem Anpassungsmechanismus

Es gibt aber auch bedeutende Abweichungen. Vor allem ist die Zusammensetzung der Anpassungsmechanismen unterschiedlich. Im Falle der USA ging die Korrektur hauptsächlich zulasten des US-Dollars, der weit stärker abwertete als die Währungen der meisten anderen Länder in einer Korrekturphase. Von 1985 bis 1987 fiel der US-Dollar auf nominaler wie auch realer effektiver Basis steil ab (–35% bzw. –27%), und zwar insbesondere gegenüber dem Yen, der gegen den US-Dollar um 65% aufwertete, sowie gegenüber der D-Mark, die fast 60% gewann. Dem rasanten Anstieg des Yen entsprach das

Reales Wachstum, Abwertung und US-Handelsbilanz								
	Wachstumsrate			Wechselkurs ¹			US-Handelsbilanz nach Land ²	
	1985–87 ³	1988–90 ³	2002	1985–87	1988–90	März 2003 ⁴	1987	2002
China	12,2	6,4	8,0	–38,3	–22,1	–0,0	1,8	23,7
Euro-Raum	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Deutschland	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Japan	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asien ⁵	4,8	8,0	4,1	–4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Kanada	3,8	2,6	3,4	–2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
OPEC-Länder	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Saudi-Arabien	0,0	6,3	0,7	–5,9	0,0	–0,1	0,7	1,9
Vereinigtes Königreich	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
USA	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

¹ Kumulierte Veränderungen in Prozent; Anstieg = Aufwertung gegenüber dem US-Dollar. ² Prozent. ³ Durchschnitt der jährlichen Wachstumsraten in den aufgeführten Zeiträumen. ⁴ Gegenüber Januar 2002. ⁵ Einfacher Durchschnitt von Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen, Singapur und Thailand.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.3

sehr robuste Wachstum in Japan (Tabelle V.3). Das Wachstum in Deutschland im Zeitraum 1988–1990 war nicht ganz so stark, aber dennoch stärker als in den USA.

Zu dem beträchtlichen Umfang der US-Dollar-Abwertung trugen drei Faktoren bei: Erstens hatte der ungewöhnlich kräftige Anstieg des US-Dollars in der ersten Hälfte der achtziger Jahre zu einer Überbewertung geführt, die reichlich Spielraum für eine spätere Korrektur bot. Intensiviert wurde die Anpassung des US-Dollars zweitens durch die koordinierte Intervention von Zentralbanken Anfang 1985 sowie das Plaza-Abkommen vom September 1985, das weitere geordnete Aufwertungen der wichtigsten anderen Währungen gegenüber dem US-Dollar in gewissem Rahmen als wünschenswert erkennen ließ. Die Währungsbehörden der G5 erklärten darüber hinaus ihre Bereitschaft zu engerer Zusammenarbeit, um dies zu unterstützen. Drittens trugen der Börsenkrach im Oktober 1987 und die darauf folgende Lockerung der US-Geldpolitik zu einer weiteren Schwächung der US-Währung bei.

Drei Bestimmungs-
faktoren für
deutliche
US-Dollar-Korrektur

Parallel dazu spielte das BIP-Wachstum 1987 beim beginnenden Anpassungsprozess in den USA eine weniger wichtige Rolle als in den anderen betrachteten Fällen. Obwohl das BIP-Wachstum in den USA im Laufe des Jahres 1985 eingebrochen war, blieb es während der Folgejahre weitgehend konstant. Allerdings ging das Wachstum dann im Zeitraum 1989–1991 von 3,5% auf –0,5% zurück, während das Leistungsbilanzdefizit weiter schrumpfte. Dieses Muster steht im Gegensatz zu anderen Phasen der Anpassung, bei denen die Umkehr zeitlich meist mit einem Rückgang des BIP zusammenfiel.

Wirtschaftswachstum
im Anpassungs-
mechanismus
weniger relevant

Eine weitere wichtige Besonderheit der Umkehr der US-Leistungsbilanz im Jahr 1987 betrifft das Verhältnis zwischen Nettoauslandsvermögensstatus und BIP. Dieses blieb in den USA viel kleiner als in vergleichbaren Phasen anderer Länder; der US-Dollar verlor allerdings trotzdem stark an Wert.

Verhältnis
Nettoauslands-
vermögensstatus/
BIP ebenfalls
unterschiedlich

Die derzeitige Lage in den USA

Zwischen der heutigen Situation und der Korrekturphase in den achtziger Jahren gibt es mehrere Unterschiede. Insgesamt lassen sie darauf schließen, dass die Auswirkungen einer Leistungsbilanzkorrektur auf das Wachstum in den USA heute größer, auf den US-Dollar aber geringer sein könnten als damals. Allerdings lassen sich praktisch alle vorgebrachten Argumente auf die eine oder andere Weise relativieren – ein Zeichen dafür, dass eindeutige Schlussfolgerungen schwer zu treffen sind.

Drei Unterschiede
zwischen der
derzeitigen Lage
und 1987

Ein erster, grundlegender Unterschied gegenüber den frühen achtziger Jahren ist, dass der Mangel an Ersparnis des privaten Sektors (insbesondere der privaten Haushalte) mehr zum derzeitigen Leistungsbilanzdefizit beigetragen haben dürfte als der des öffentlichen Sektors (Kapitel II). Wenn Abweichungen dieser Größenordnung als untragbar beurteilt werden, würde ihre Korrektur zwar die Leistungsbilanz verbessern, aber gleichzeitig könnte sie sehr leicht das reale Wachstum bremsen. Je nachdem ob die Schuldner- oder die Gläubigerseite die Anpassung in Gang setzt, könnte der Prozess jedoch unterschiedlich aussehen. Wenn die privaten Haushalte in den USA beschließen würden, ihre Sparquote zu erhöhen, würden ihre Ausgaben zurückgehen und die Zinsen tendenziell fallen. Sollten hingegen die Gläubiger die Anpassung

Rolle der privaten
Ersparnis ...

einleiten, indem sie die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits zunehmend ablehnten, würde zuerst der US-Dollar fallen, und dies möglicherweise auch steiler. In beiden Fällen würde der US-Dollar vermutlich weniger abwerten als in den achtziger Jahren, da sein Ausgangsniveau weniger stark überbewertet ist.

Ob die Schuldner- oder die Gläubigerseite das Muster der Ersparnisbildung in den USA als untragbar beurteilt, wird davon abhängen, wie hoch das Vermögensniveau insgesamt ist. Dieses wird heute in erster Linie durch die Einschätzung des künftigen Potenzialwachstums bestimmt, das wiederum von den Erwartungen hinsichtlich des Produktivitätswachstums abhängt. Die Produktivitäts- und die Potenzialwachstumsrate in den USA scheinen jetzt höher zu sein als in den achtziger Jahren, was dazu beitragen dürfte, das Wirtschaftswachstum und den US-Dollar zu stützen. Im Hinblick auf die inländischen Sparer dürfte ein höheres Vermögensniveau den gegenwärtig niedrigen Sparquoten größere Tragfähigkeit geben und somit die Inlandsnachfrage stützen. Allerdings bleibt offen, ob das Potenzialwachstum wohl ausreichend zugenommen hat, um mit einer privaten Sparquote im Einklang zu stehen, die längerfristig auf dem derzeitigen niedrigen Niveau bliebe. Gebietsfremde Anleger haben bereits begonnen, Bedenken im Hinblick auf die künftig erwarteten Renditen von US-Dollar-Anlagen und die mit ihnen verbundenen Risiken zu äußern.

Die Tragfähigkeit der inländischen Ersparnisbildung wird darüber hinaus davon abhängen, wie die Ansprüche auf künftige Ertragssteigerungen

US-Leistungsbilanzdefizit und Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar		
	US-Handelsbilanz nach Land ¹	Wechselkursreagibilität ²
China	23,7	0,00
Euro-Raum	18,9	.
Japan	16,1	.
Asien	11,6	0,17
Hongkong SVR	-0,8	0,00
Indien	1,8	0,01
Indonesien	1,6	0,14
Korea	3,0	0,34
Malaysia	3,1	0,00
Philippinen	0,9	0,09
Singapur	-0,3	0,31
Thailand	2,3	0,30
Kanada	11,4	0,14
Mexiko	8,5	-0,24
OPEC-Länder	7,9	.
Saudi-Arabien	1,9	0,00
Vereinigtes Königreich	1,8	0,30

¹ 2002; Prozent. ² Berechnet als Koeffizient in einer Regression der Veränderungen des Wechselkurses (Landeswährung/US-Dollar) auf eine Konstante und auf den Yen/US-Dollar-Kurs von Januar 2002 bis Mai 2003. Ein Koeffizient nahe 0 bzw. 1 bedeutet, dass die Währung dieses Landes dem US-Dollar bzw. dem Yen eng folgt.

Quellen: IWF; nationale Angaben; eigene Berechnungen. Tabelle V.4

zwischen dem In- und Ausland verteilt sind. Die Schuldendienstverpflichtungen der USA gegenüber dem Ausland sind seit Mitte der achtziger Jahre erheblich gestiegen und dürften in Zukunft noch drastischer steigen. Dass ein wachsender Anteil des US-Kapitalstocks heute im Besitz von Gebietsfremden ist, legt nahe, dass das nationale Vermögensniveau möglicherweise nur dann wiederhergestellt werden kann, wenn die Sparneigung im Inland zunimmt.

Ein zweiter Unterschied zwischen der derzeitigen Situation und den achtziger Jahren betrifft die wirtschaftliche Lage in anderen wichtigen Volkswirtschaften. In den späten achtziger Jahren war das Wachstum in Europa wie auch in Japan sehr stark und konnte das Schrumpfen des US-Leistungsbilanzdefizits relativ leicht absorbieren; heute jedoch ist dies nicht der Fall. Das bedeutet, dass jegliche Korrektur eine größere Anpassung aufseiten der USA erfordern würde. Eine damit verbundene Schwierigkeit liegt darin, dass rund die Hälfte des heutigen US-Leistungsbilanzdefizits in Ländern konzentriert ist, deren Währungen dem US-Dollar eng gefolgt sind (Tabelle V.4). Dadurch könnten Währungen, die derzeit freier schwanken (insbesondere der Yen und der Euro), unter erheblichen Aufwertungsdruck geraten. Da europäische und japanische Anleger sehr große Bestände an in US-Dollar denominierten Aktiva in den USA halten, könnte eine merkliche Abwertung des US-Dollars sie darüber hinaus negativen Vermögenseffekten aussetzen. Dies könnte auch das Wachstum dämpfen und damit das Problem der Absorption weiter komplizieren.

... wirtschaftliche Lage in anderen wichtigen Volkswirtschaften ...

Natürlich würden diese Komplikationen gemindert, wenn mehr Länder bereit wären, ihre Währung parallel zum Abstieg des US-Dollars aufwerten zu lassen. Außerdem wären Maßnahmen zur Anregung des Nachfragewachstums außerhalb der USA besonders hilfreich, da sie nicht nur die Absorption steigern, sondern auch die Nebenwirkungen einer Aufwertung mildern würden. In einem Umfeld, das disinflationärer ist als in den achtziger Jahren, sollten die Gläubiger auf jeden Fall einen größeren Teil der Last der Anpassung tragen. Sollte sich ferner herausstellen, dass das Bruttoengagement Gebietsfremder in US-Dollar tatsächlich auf verschiedene Arten abgesichert ist, so wären Währungsaufwertungen für die Gläubiger ebenfalls weniger gravierend.

Ein dritter Unterschied gegenüber den achtziger Jahren besteht darin, dass der US-Dollar nicht mehr die einzige Reservewährung ist. Angesichts der hohen Liquidität der Finanzmärkte können Reserven nun ebenso gut in Euro gehalten werden. Mit Blick auf traditionelle Präferenzen und die fortdauernde Verwendung des US-Dollars als Recheneinheit für den internationalen Handel dürfte es allerdings noch recht lange dauern, bis sich der Euro tatsächlich als Reservewährung etabliert hat.

... und Euro als Reservewährung

Insgesamt ist die Ansicht wohl begründet, dass derzeit mehr Abwärtsrisiken für das Wachstum in den USA und den US-Dollar bestehen als in den achtziger Jahren. Dennoch gibt es auch positivere Faktoren, nicht zuletzt die Möglichkeit, dass die Produktivität in den USA deutlich schneller wächst als in anderen Ländern. Auch die erheblichen Überkapazitäten im Bereich der handelbaren Güter in den USA lassen vermuten, dass eine relativ geringe Wechselkursänderung einen umfangreichen Ressourcentransfer bewirken könnte.

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

Die globalen Finanzmärkte waren im Jahr 2002 vor allem durch einen anhaltenden Vertrauensverlust bei den Anlegern geprägt. Nachdem die Märkte bereits durch die Aufdeckung von Unregelmäßigkeiten in Unternehmensbilanzen und durch einen gewissen Wachstumspessimismus geschwächt worden waren, wurden sie durch eine Reihe von Ereignissen weiter verunsichert. Deren prominentestes war die Korrektur des Ertragsausweises von WorldCom, einem großen US-Telekommunikationsunternehmen. Über erhöhte Risikoprämien an den Aktienmärkten trugen diese Ernüchterungen nicht nur dazu bei, dass der deutliche Rückgang an den weltweiten Aktienmärkten nun bereits das dritte Jahr andauerte, sondern sie hatten auch zur Folge, dass die Kurseinbußen höher waren als in den beiden letzten Jahren. Die Anleger konnten allerdings einen Teil ihrer Verluste wettmachen, als sich die Aktienmärkte im Frühjahr 2003 erholten.

Einen Vertrauensschwund gab es eine gewisse Zeit lang auch am Markt für Unternehmensanleihen. Mitte 2002 schnellten die Renditenaufschläge auf das höchste Niveau seit über zehn Jahren. Die ungünstigen Kreditmarktbedingungen trugen dazu bei, dass Unternehmen in der zweiten Jahreshälfte deutlich weniger Mittel aufnahmen. Die Emissionstätigkeit wurde darüber hinaus dadurch gedämpft, dass die Unternehmen bemüht waren, ihre Bilanzen zu sanieren und Übersteigerungen, die während des Booms an den Aktienmärkten entstanden waren, abzubauen. Diese Bemühungen unterstützten die Wiederherstellung des Vertrauens an den Kreditmärkten zu einer Zeit, in der die Anleger sich nach höheren Renditen umsahen, als sie an den Märkten für Staatsanleihen geboten wurden. Gegen Ende 2002 setzte infolgedessen am Markt für Unternehmensanleihen eine kräftige Erholung ein, die weit bis ins erste Halbjahr 2003 hinein anhielt.

Im Berichtszeitraum übertrug sich die Volatilität an den großen Finanzmärkten auf die aufstrebenden Volkswirtschaften. Dabei waren zwar auch lokale politische Ereignisse von Bedeutung, doch ausschlaggebend für die Entwicklung war zeitweise wohl eher die sich ändernde Risikobereitschaft der globalen Anleger. Hoch verschuldete Länder verloren Mitte 2002 den Zugang zu den internationalen Schuldtitelmärkten, und selbst für Schuldner höherer Bonität wurden die Renditenaufschläge größer. Die Abwanderung der Anleger aus Titeln geringerer Qualität ließ zu Beginn des Jahres 2003 deutlich nach, als die Investoren nach höherer Rendite strebten. Die Finanzierungsbedingungen blieben nach wie vor anfällig gegenüber Rückschlägen bei der Umsetzung angekündigter politischer Maßnahmen.

Die Märkte für Wohneigentum schienen von diesen globalen Entwicklungen unbeeinflusst. Drei Jahre nach dem Höchststand der Aktienkurse zeigten sich die Preise vielfach überraschend fest, während sie in der Vergangenheit in der Regel etwa zwei Jahre nach einem Aktienhöchststand zurückgegangen waren. In diesen früheren Fällen hatten die Währungsbehörden jedoch oft die Zinsen erhöht, um die Inflation einzudämmen. Da die Inflation in der jüngsten Zeit dagegen weniger Anlass zur Sorge gab, nahmen die Zentralbanken ihre Leitzinsen deutlich zurück, was sich auf die Preise für Wohneigentum positiv auswirkte.

Renditenstrukturkurven und die gesamtwirtschaftliche Lage

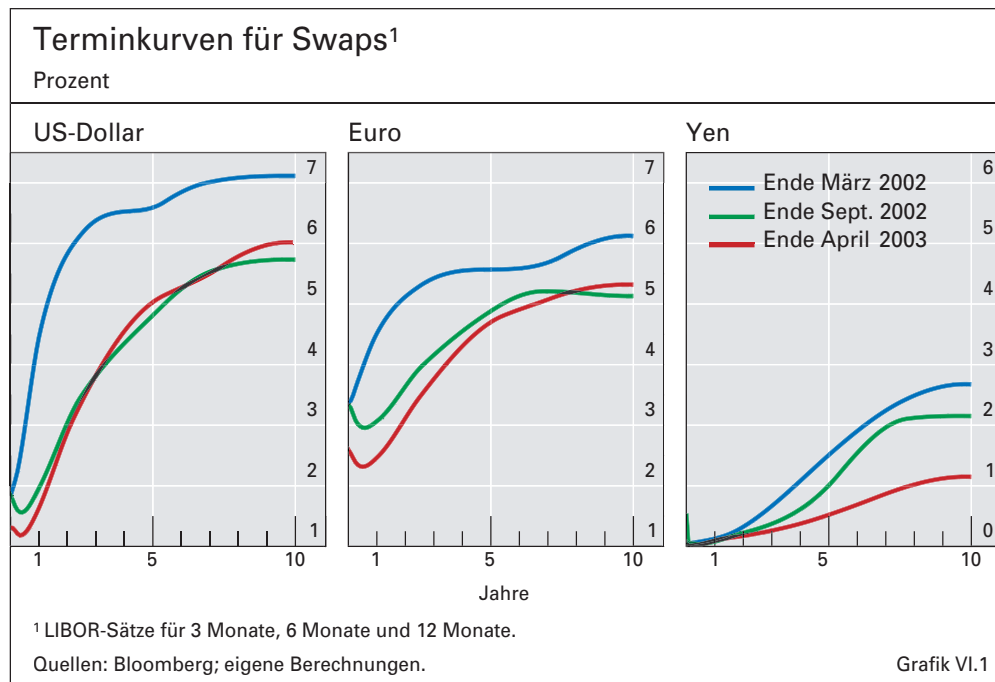
Im Vergleich zu den Anlegern an den Aktienmärkten messen Anleger an den Märkten für festverzinsliche Titel den gesamtwirtschaftlichen Daten tendenziell mehr Bedeutung bei. Jede Veröffentlichung wichtiger Wirtschaftsdaten veranlasst sie, ihre Einschätzung der Situation zu überdenken, nicht nur in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Lage, sondern auch mit Blick auf mögliche Reaktionen der Zentralbanken. Da die Anleger hinsichtlich nicht genau beobachtbarer gesamtwirtschaftlicher Daten manchmal optimistisch, manchmal pessimistisch sind, können Bewegungen am Markt in gewisser Weise einen eigenständigen Einfluss auf die Wirtschaft haben. An den Märkten für festverzinsliche Instrumente lassen sich diese sich ändernden Wahrnehmungen am besten an der Entwicklung der Renditen und Terminkurven für Swaps ablesen, die in den größten Volkswirtschaften zunehmend die Märkte für Benchmark-Zinssätze geworden sind.

Swapkurven
als wirtschaftliches
Stimmungs-
barometer

Stimmungsänderungen

Im Berichtszeitraum flossen in die Kurse am Markt für festverzinsliche Instrumente die deutlichen Abwärtskorrekturen der Erwartungen zum Wirtschaftswachstum ein. Während des gesamten Jahres 2001 und Anfang 2002 waren die Terminkurven der Swapsätze kontinuierlich steiler geworden, was die optimistische Einschätzung anzeigte, dass ein weltweiter Wirtschaftsaufschwung unmittelbar bevorstehe. Im April 2002 jedoch begannen sich diese Kurven an den US-Dollar- und Euro-Märkten abzuflachen; dies bedeutete einen Wendepunkt in der Einschätzung der Erholung durch die Anleger. In den folgenden sechs Monaten flachten diese Kurven weiter ab (Grafik VI.1), was den schwindenden Optimismus hinsichtlich der Aussichten für die Weltwirtschaft widerspiegelte. Dieser Stimmungsumschwung überraschte, weil sich die Wirtschaft zu diesem Zeitpunkt wieder robuster zeigte. Die Kurven für die Märkte in den USA und Europa bewegten sich dann von Oktober 2002 bis Februar 2003 innerhalb eines engen Rahmens. Im Gegensatz dazu verschob sich die Swapkurve für Japan im gesamten Berichtszeitraum deutlich nach unten, u.a. weil angesichts von Verzögerungen der Reformen im Finanzsektor eine baldige Erholung der Wirtschaft weniger wahrscheinlich schien. Im März sah es dann so aus, als habe der Einbruch der Ölpreise zu Beginn des Irak-Kriegs zu einem gewissen Optimismus an den Festzinismärkten geführt, was die Terminkurven steiler werden ließ.

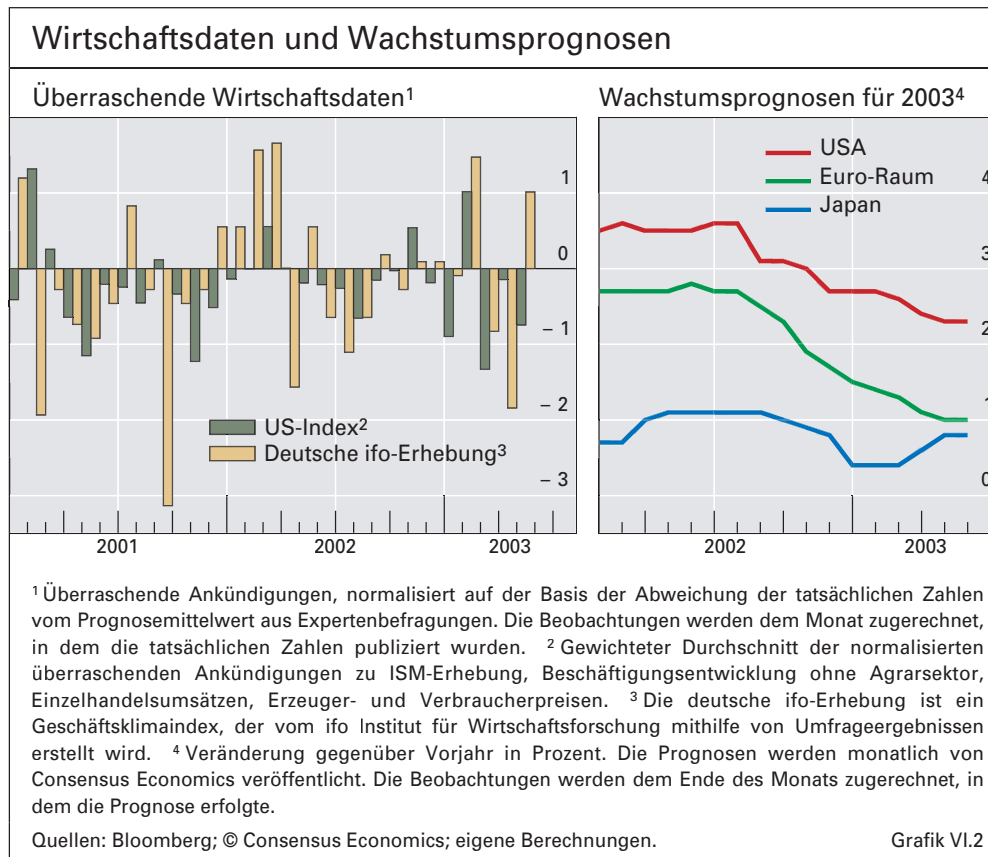
In der ersten
Hälfte des
Berichtszeitraums
schwindender
Optimismus



Stimmungs-
umschwung
offenbar durch
eine einzige Zahl
ausgelöst

Diese Entwicklung zeigt, wie leicht die Stimmung der Anleger umschlagen kann, auch wenn sich ein Markt so stark an Wirtschaftsdaten orientiert wie der Markt für festverzinsliche Instrumente. Am US-Markt löste offenbar eine am 24. April 2002 veröffentlichte enttäuschende Zahl zu den Auftragseingängen für langlebige Güter den ursprünglichen Stimmungsumschwung aus. Diese Statistik ist normalerweise für die Festzinsmärkte nicht von allzu großer Bedeutung, doch hielten die Anleger zu diesem Zeitpunkt Ausschau nach Anzeichen für eine Erholung der Unternehmensinvestitionen, die einen wesentlichen Faktor für einen Wirtschaftsaufschwung darstellen. Bei den in der Folgezeit veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten schenken die Marktteilnehmer positiven Nachrichten offenbar weniger Beachtung als negativen. Die meisten Anleger an den Euro-Märkten verfolgten die Informationen aus den USA fast genauso aufmerksam wie die US-Anleger; ein zusätzlicher wichtiger Faktor für die Stimmung an den europäischen Märkten war offensichtlich aber ein Streik der deutschen Gewerkschaft IG Metall Anfang Mai. In den Monaten Juni und Juli bestätigten die meistbeachteten gesamtwirtschaftlichen Daten einen weltweiten Wirtschaftsabschwung. Erst zu diesem Zeitpunkt begannen die Ökonomen ihre Wachstumsprognosen nach unten zu korrigieren (Grafik VI.2). Während die Anleger ihre Erwartungen bis September 2002 zu einem Großteil bereits angepasst hatten, wurden die Wachstumsprognosen für die US- und die europäische Wirtschaft noch bis zum März 2003 nach unten revidiert.

Ein weiterer für die Erwartungen der Anleger bedeutsamer Faktor war die Reaktion der Währungsbehörden. Die wichtigsten Zentralbanken hatten ihre Leitzinssätze 2001 deutlich zurückgenommen (Kapitel IV), und die Auffassung, dass die Geldpolitik ausreichend expansiv sei, war wohl der Hauptgrund für den Optimismus der Anleger gewesen. Wie aus den im kurzfristigen Bereich relativ steil verlaufenden Terminkurven hervorging, bestand Anfang 2002 die

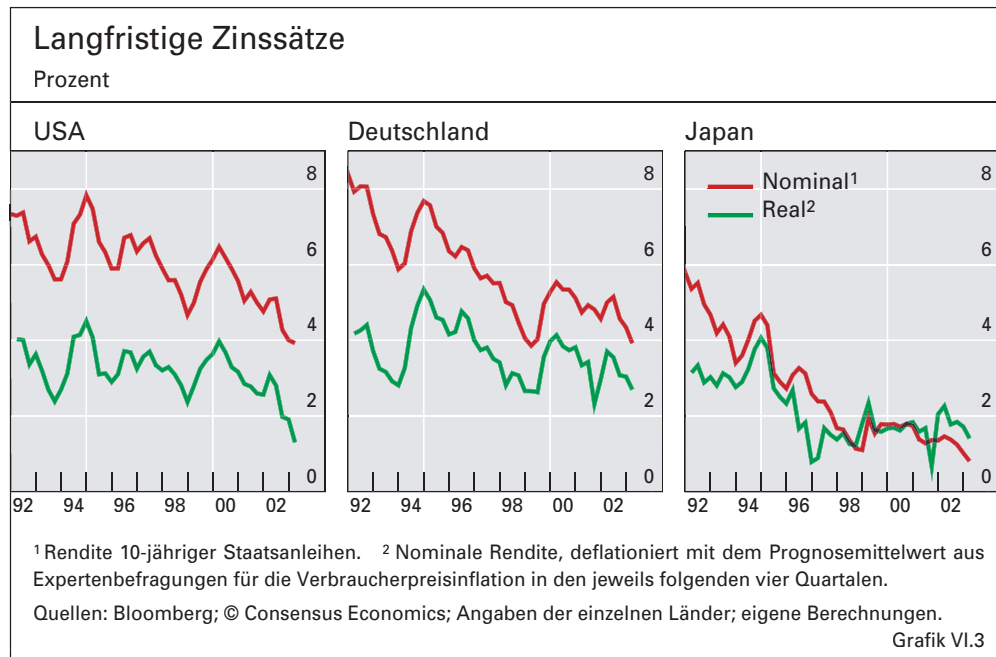


Erwartung, dass die Währungsbehörden im Verlauf des Jahres die Sätze wieder erhöhen würden. Als der Optimismus jedoch nachließ, wurde die Steigung der Kurven im kurzfristigen Bereich immer flacher, was darauf hindeutete, dass weitere geldpolitische Lockerungen erwartet wurden. Doch erst in den Monaten November und Dezember bzw. Januar senkten die Federal Reserve, die EZB und die Bank of England jeweils nacheinander die Leitzinsen. Die überraschend deutliche Zinssenkung der Federal Reserve im November war ein äußerst klares Zeichen dafür, dass die Zentralbank bereit war, weitere Maßnahmen zu ergreifen, um ihre Ziele auch mit einem so niedrigen Zielsatz von 1,75% zu erreichen.

Starkes Signal der Federal Reserve im November

Bedenken wegen niedriger Renditen

Der entsprechende Rückgang der Anleiherenditen auf langfristig gesehen sehr niedrige Niveaus sorgte bei den Anlegern für eine ungewöhnliche Stimmung. Als die Renditen langfristiger Papiere Anfang Oktober ein 40-Jahres-Tief erreichten, kam bei einigen Anlegern plötzlich die Sorge auf, dass am Anleihemarkt eine Blase entstehen könnte. Zu diesem Zeitpunkt stand die Rendite der 10-jährigen US-Schatzanweisung bei 3,56%, und die Renditen entsprechender japanischer Staatsanleihen waren noch niedriger (Grafik VI.3). Dennoch waren die langfristigen Renditen im Vergleich zu den kurzfristigen, an die Leitzinsen gekoppelten Sätze durchaus vertretbar, da sie immer noch einen wahrscheinlichen Anstieg der kurzfristigen Sätze einzurechnen schienen. Die durch die US-Renditen implizierte Terminkurve war z.B. vereinbar mit einem Anstieg der kurzfristigen Sätze um rund 100 Basispunkte innerhalb von zwei Jahren.



Dennoch trug eine kurze Verkaufsphase nervös gewordener Anleger im Oktober zu einem Anstieg der Renditen bei, der nicht mit den gesamtwirtschaftlichen Daten in Zusammenhang stand.

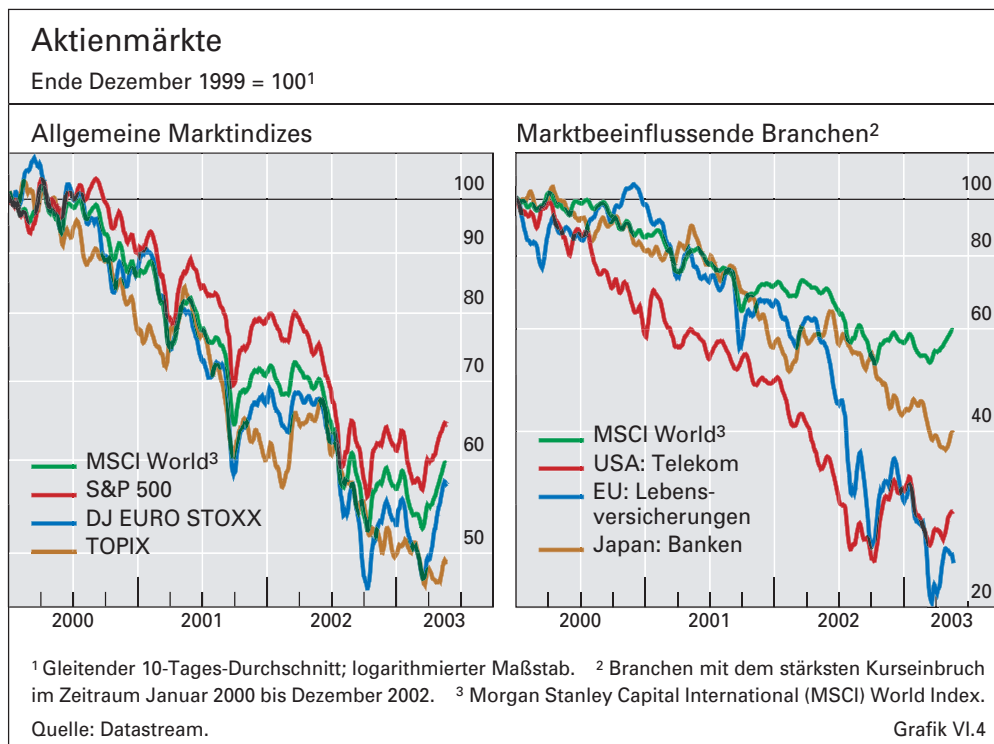
Weltweites Rendite-
streben aufgrund
niedriger Zinsen

Die niedrigen Renditen führten auch bei sonst vorsichtigen Anlegern zu einem ganz neuen Verhalten: Um höhere Renditen zu erzielen, zeigten diese zunehmend Interesse an risikoreicheren Anleihen. Mit Positionen hoch eingestufte Staats- oder „Agency“-Titel bei rückläufigen Zinssätzen hatten sie außergewöhnlich hohe Erträge erzielt. Doch die Anleiherenditen waren sowohl nominal als auch real so stark gesunken, dass ein weiterer Rückgang unwahrscheinlich schien. Daraus wurde der Schluss gezogen, dass hoch eingestufte Instrumente keine derart hohen Erträge mehr einbrachten. Insbesondere gegen Ende des Berichtszeitraums wurden daher risikoreichere und höher rentierende Schuldtitel für die Anleger attraktiv. Die erhöhte Risikobereitschaft trug dazu bei, dass die Zinsaufschläge an den Kreditmärkten noch enger wurden, wodurch sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften verbesserten (s. weiter unten).

Indem sie zu noch niedrigeren langfristigen Zinssätzen führte, könnte die pessimistische Stimmung an den Märkten für festverzinsliche Instrumente im Jahr 2002 sogar wachstumsstimulierend gewirkt haben. Diese Wirkung entstand einerseits durch das Streben nach hohen Renditen, das Unternehmen und Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften zugute kam, andererseits durch den Einfluss der Zinssätze auf die Preise für Wohneigentum (s. weiter unten).

Aktienmärkte

Im Berichtszeitraum waren die Aktienanleger noch immer darum bemüht, die Nachwirkungen der Übersteigerungen aus den zurückliegenden zehn Jahren in



den Griff zu bekommen. Es waren offenbar weniger die Meldungen über die Ertragssituation einzelner Unternehmen, die zu Neueinschätzungen führten, als vielmehr bestimmte Ereignisse, die das Vertrauen der Anleger in die weitere Entwicklung des Unternehmenssektors insgesamt erschütterten. Besonders stark wurden die Märkte durch Ereignisse beeinflusst, die die Informationen der Unternehmen an die Anleger in Frage stellten. Noch nie war in den letzten Jahren die Qualität von Rechnungslegungs- und Berichtsverfahren so stark angezweifelt worden. Andere Ereignisse wiederum trugen zur Unsicherheit über die Wirtschaft insgesamt bei. Der daraus weltweit resultierende Vertrauensverlust im Berichtszeitraum war außergewöhnlich groß und spiegelte sich in den stark gestiegenen Risikoprämien für Aktien und einem gleichzeitigen Einbruch der Aktienkurse wider.

Der Rückgang der Aktienkurse brachte den Anlegern im dritten Jahr hintereinander schwere Verluste. In der Zeit von April 2002 bis März 2003 rutschte der MSCI-World-Index um 23% nach unten, nachdem er bereits in den beiden Jahren davor um 31% zurückgegangen war (Grafik VI.4). Mit den Verlusten seit März 2000 wurden weltweit rund \$ 13 Bio. an Marktkapitalisierung vernichtet. In denselben drei Jahren verlor der S&P-500-Index 45% seines Wertes; das Vermögen der Aktionäre schrumpfte um einen Betrag, der rund der Hälfte des BSP der USA im Jahr 2000 entsprach. In Europa und Japan brachen die Aktienkurse sogar noch stärker ein. Der Dow Jones EURO STOXX büßte 52% ein, der TOPIX 50%. In Erwartung eines kurzen Irak-Kriegs zogen die Aktienkurse im März 2003 dann aber weltweit an, und positive Meldungen über Unternehmensgewinne verlängerten den Anstieg den April hindurch und bis in den Mai hinein, sodass die Anleger einen Teil ihrer Verluste wettzumachen vermochten.

Weltweit außergewöhnlich starker Vertrauensverlust

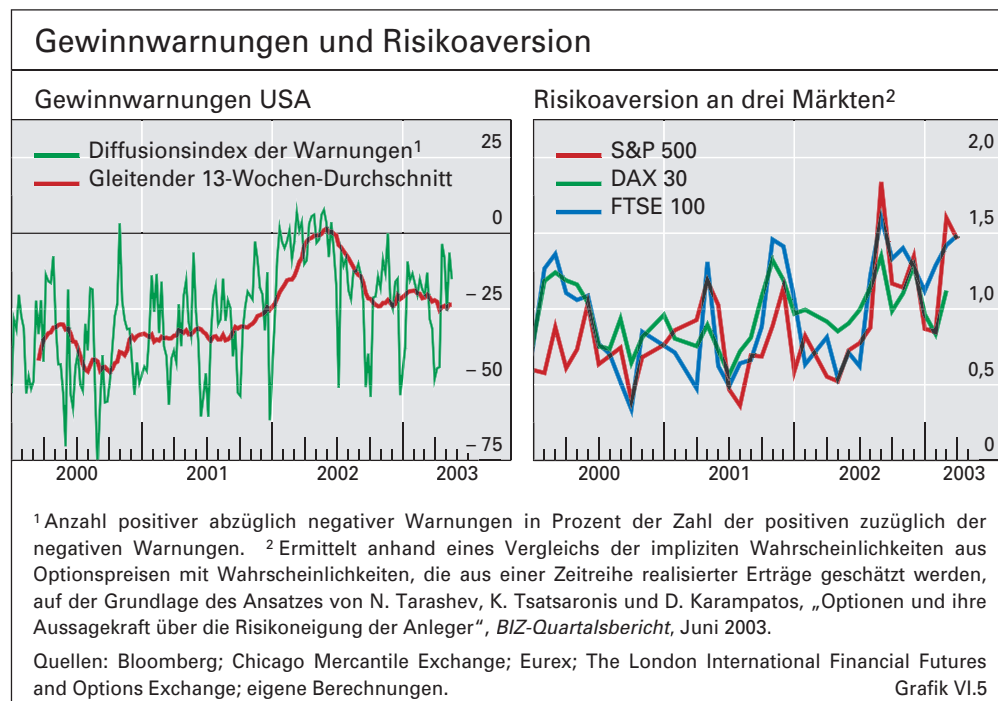
Informationen und Risikoaversion

Die finanzwirtschaftliche Forschung belegt, dass die Aktienkurse tendenziell von Veränderungen der Risikoaversion der Anleger beeinflusst werden. Dies galt im Besonderen für den Berichtszeitraum, denn die Aktienanleger reagierten stärker auf Ereignisse, die ihre Risikoscheu noch erhöhten, als auf Informationen über die Ertragssituation von Unternehmen. Ab Ende Mai 2002 bewegten sich die Aktienkurse weltweit erneut nach unten, obwohl die viel beachteten Meldungen über revidierte Gewinnprognosen eine Verbesserung der Gewinnsituation signalisierten (Grafik VI.5 links). Diese Konstellation erklärt sich dadurch, dass die Risikoaversion der Anleger, die von den Preisen von Aktienindexoptionen impliziert wird (Grafik VI.5 rechts), damals wieder zuzunehmen begann. Wie aus einem Vergleich der Grafiken VI.4 und VI.5 hervorgeht, gingen Zeiten mit stark fallenden Aktienkursen generell mit hohen Werten dieser Messgröße für die Risikoaversion einher.

Im Berichtszeitraum gab es viele Ereignisse, die die Risikoaversion der Anleger beeinflussten. Kaum hatten die Marktteilnehmer die Enthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Konkurs im Dezember 2001 verkräftet, wurde ihr Vertrauen durch eine Reihe weiterer Ereignisse erschüttert. Ende Mai und Anfang Juni 2002 führten Warnungen vor weiteren Terroranschlägen und zunehmende politische Spannungen zwischen Indien und Pakistan zu einer Verkaufswelle an den Aktienmärkten. Doch das für den Berichtszeitraum maßgebende Ereignis war die Korrektur des Finanzausweises des großen US-Telekommunikationsunternehmens WorldCom um \$ 3,8 Mrd. am 25. Juni. Die unmittelbare Marktreaktion fiel zwar nicht besonders spektakulär aus, doch schien das Ereignis die Reaktionen auf nachfolgende Ereignisse zu bestimmen. Wenige Tage später musste auch der US-Kopiergerätehersteller Xerox seinen Finanzausweis korrigieren, und eine französische

Trotz stärkerer
Gewinnsignale
fallende
Aktienkurse

WorldCom-
Bilanzkorrektur als
maßgebendes
Ereignis



Zeitung meldete, dass das Medienunternehmen Vivendi Universal seine Gewinne aufgebläht habe. Diese Entwicklungen verursachten den größten Kursrutsch innerhalb von zwei Monaten seit dem September 2001. Im Zeitraum vom 21. Mai bis 23. Juli 2002 sank der MSCI-World-Index um 26% und fiel damit auf den Stand von 1997 zurück. Ab Mitte Januar 2003 belasteten auch die Ereignisse im Zusammenhang mit dem Irak die Märkte. In den fünf darauf folgenden Wochen verlor der US-Markt 12% und der Markt in Europa 14% seines Wertes.

Versicherungen und Banken

An den europäischen Aktienmärkten wurden die Anleger am stärksten von den Verlusten der Versicherungsgesellschaften getroffen. Diese Verluste scheinen der Hauptgrund dafür gewesen zu sein, dass die weit gefassten Marktindizes für Europa stärker zurückgingen als die entsprechenden US-Indizes. Im Gegensatz zu den US-Versicherungsunternehmen hatten die europäischen Gesellschaften große Teile ihres Vermögens in Aktien angelegt und auf Hebeleffekte am Markt gesetzt. Deshalb wirkte sich die allgemeine Marktschwäche im Berichtszeitraum überproportional auf die Kurse der Aktien dieser Versicherungsgesellschaften aus. Als die Verluste aus den Aktienpositionen wuchsen, waren zudem die Versicherungen aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorschriften oft zu Aktienverkäufen gezwungen. Die Unsicherheit über die abzugebenden Volumina und über den Zeitpunkt der Verkäufe beschleunigte in der Tendenz noch die Kursrückgänge am Gesamtmarkt. Geschäfte, die im Wesentlichen nur aufgrund eines Liquiditätsbedarfs erfolgten – und nicht aufgrund von Informationen –, führten angesichts ungewisser Verkaufsvolumina zu unverhältnismäßigen Kursreaktionen. Dies erinnerte an den Einbruch des Aktienmarktes vom Oktober 1987 wie auch an den Fall des Hedge-Fonds Long-Term Capital Management im Jahr 1998 und seine Auswirkungen auf die Märkte für festverzinsliche Instrumente.

Überproportionale
Kurseinbrüche
wegen ungewisser
Verkaufsvolumina

Das Vertrauen am Tokioter Aktienmarkt wurde durch wechselnde Erwartungen bezüglich der überfälligen Reform des Finanzsektors beeinträchtigt. Insbesondere im September und Oktober 2002 schwankten die Anleger zwischen zwei möglichen Szenarien mit jeweils ganz unterschiedlichen Auswirkungen auf die Aktienkurse. Nach dem von den bestehenden Anlegern bevorzugten Szenario würde die Regierung den in Schwierigkeiten geratenen Banken Kapital zuführen, indem sie von diesen Banken gehaltene Aktien aufkaufte. Beim anderen Szenario – der „harten Landung“ – würde die Kapitalzufuhr mittels stringenterer Maßnahmen erfolgen, die letztlich auf eine Übernahme der Bankleitung durch den Staat hinauslaufen würden. Das erste Szenario schien das wahrscheinlichere, als die Bank of Japan am 18. September ihre Absicht bekannt gab, von den Banken gehaltene Unternehmensaktien zu erwerben. Der Nikkei 225 legte an diesem Tag 2% zu. Doch am 30. September, als ein Befürworter durchgreifender Reformen zum Leiter der Financial Services Agency berufen wurde, verlagerten sich die Erwartungen überwiegend auf das zweite Szenario, und der Nikkei 225 sank in den folgenden zehn Tagen um 11%.

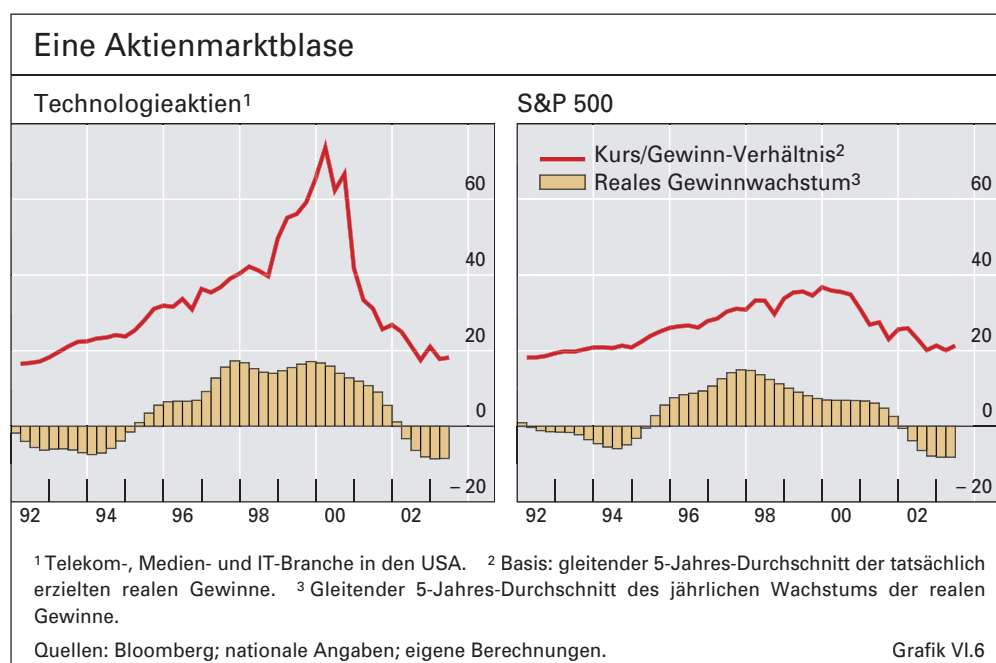
Programm der
Bank of Japan für
Aktienankäufe
angekündigt

Aktienbewertungen und das Platzen einer Blase in Zeitlupe

Sich hinziehender Zusammenbruch aufgrund mangelnder Informationen

Der anhaltende Rückgang der Aktienkurse in den letzten drei Jahren lässt sich mit dem Platzen einer Blase in Zeitlupe vergleichen. Das langsame Tempo dieses Zusammenbruchs legt die Vermutung nahe, dass die Anleger nicht über genügend Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten verfügten, die sie zu einem entschlosseneren Handeln veranlasst hätten. Wie bereits ausgeführt, spielte die Anlegerstimmung eine große Rolle. Es kam zu verschiedenen Zeiten in unterschiedlichen Marktsegmenten zu Vertrauensverlusten, die oft von unerwarteten Ereignissen ausgelöst wurden. Zuerst glaubten die Anleger nicht mehr daran, dass der Technologiesektor hohe Gewinnwachstumsraten auf Dauer halten könne (Grafik VI.6), sodass die Aktienkurse einbrachen. Mitte 2002 hatte die Korrektur des Finanzausweises von WorldCom einen ähnlichen Effekt auf die Telekommunikationsbranche, was die Kurse am Markt insgesamt sinken ließ. Da die Anleger dazu neigten, ihre Annahmen jeweils nur für einen Wirtschaftsbereich zu revidieren, war nicht sofort der gesamte Markt zusammengebrochen.

Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse liefern einen Anhaltspunkt dafür, wie lange dieser Rückgang noch andauern könnte. Die weltweite Erholung der Märkte im März 2003 ließ die Aktienbewertungen noch weiter über die historische Norm steigen. Ausgehend von einem gleitenden 5-Jahres-Durchschnitt der Gewinne erreichte das Kurs/Gewinn-Verhältnis des S&P 500 im März fast einen Wert von 22, d.h. es lag deutlich über dem Durchschnitt von 17 in den Jahren 1961–95. Da bei dieser Berechnung davon ausgegangen wird, dass die Gewinne wieder zum 5-Jahres-Durchschnitt zurückkehren, würde sie die derzeitigen Bewertungen überzeichnen, falls die Gewinne in einer sich von einer Rezession erholenden Wirtschaft stärker ansteigen. Die Analysten gehen in der Tat von einem kräftigen Gewinnwachstum aus, und gemäß einer auf dieser Prognose basierenden Berechnung würde das Kurs/Gewinn-Verhältnis

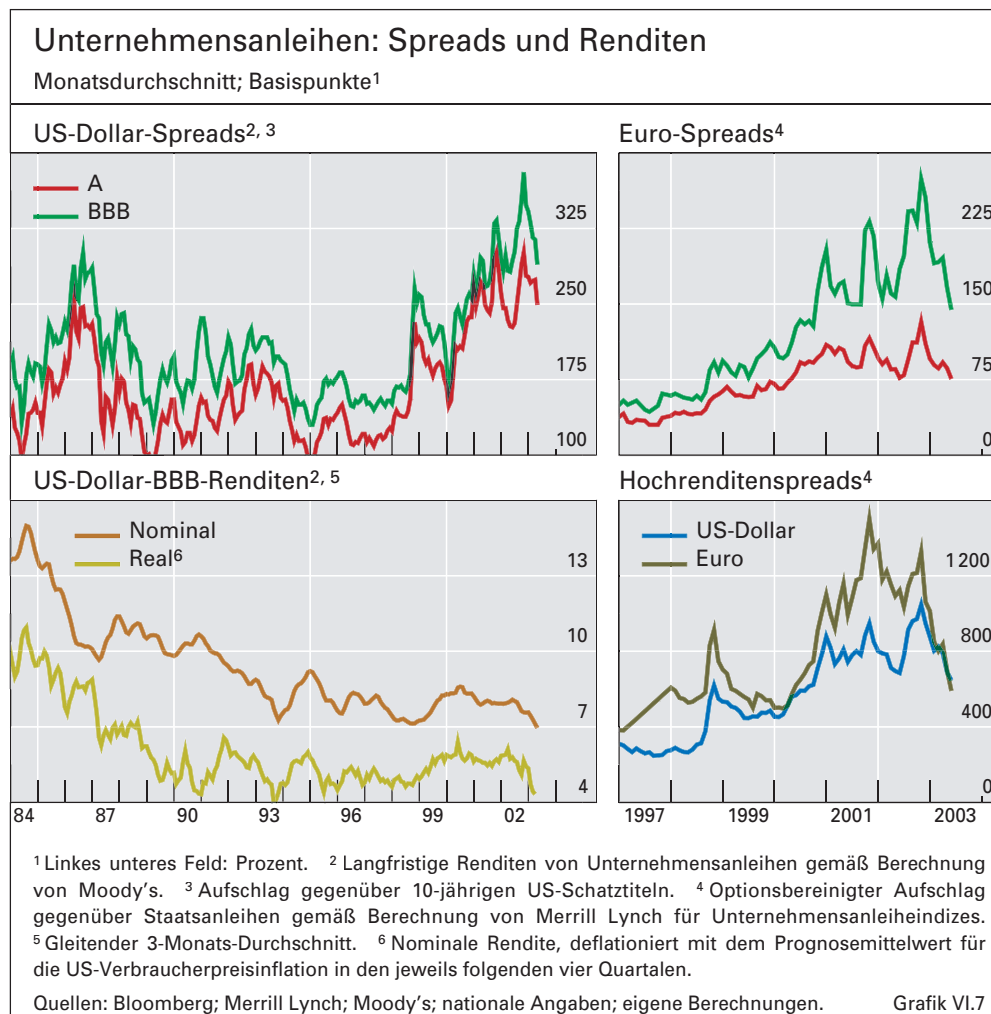


dann wieder auf 16 sinken. Allerdings haben sich solche Gewinnprognosen bisher noch jedes Mal als zu optimistisch erwiesen.

Kreditmärkte

Mitte 2002 erfasste der Vertrauensverlust auch den bis dahin stabilen Markt für Unternehmensanleihen. Nahezu während des ganzen Jahres 2001 und Anfang 2002 war der Kreditmarkt im globalen Finanzsystem ein Lichtblick gewesen. Obwohl die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen mit Anlagequalität („investment grade“) beträchtlich gewesen waren, hatten sie sich auch dann kaum verändert, als die Aktienmärkte einbrachen. In der Zeit von Ende Juni bis Mitte Oktober 2002 kam es jedoch an den Märkten für Unternehmensanleihen in den USA und Europa zu schwerwiegenden Erschütterungen. Schuldner mit niedrigerer Bonität hatten praktisch keinen Zugang mehr zum Anleihemarkt. Der gewichtete Durchschnitt der Renditenaufschläge von 7- bis 10-jährigen US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating gegenüber entsprechenden US-Schatztiteln nahm in diesem Zeitraum um 130 Basispunkte zu und erreichte einen Spitzenwert von rund 400 Basispunkten. In Europa verlief die Entwicklung der Renditenaufschläge ähnlich (Grafik VI.7). Seit der weltweiten Krise der Finanzmärkte im Jahr 1998 hatten sich die Renditenabstände nicht mehr so

Vertrauensverlust
auch am Markt für
Unternehmens-
anleihen ...



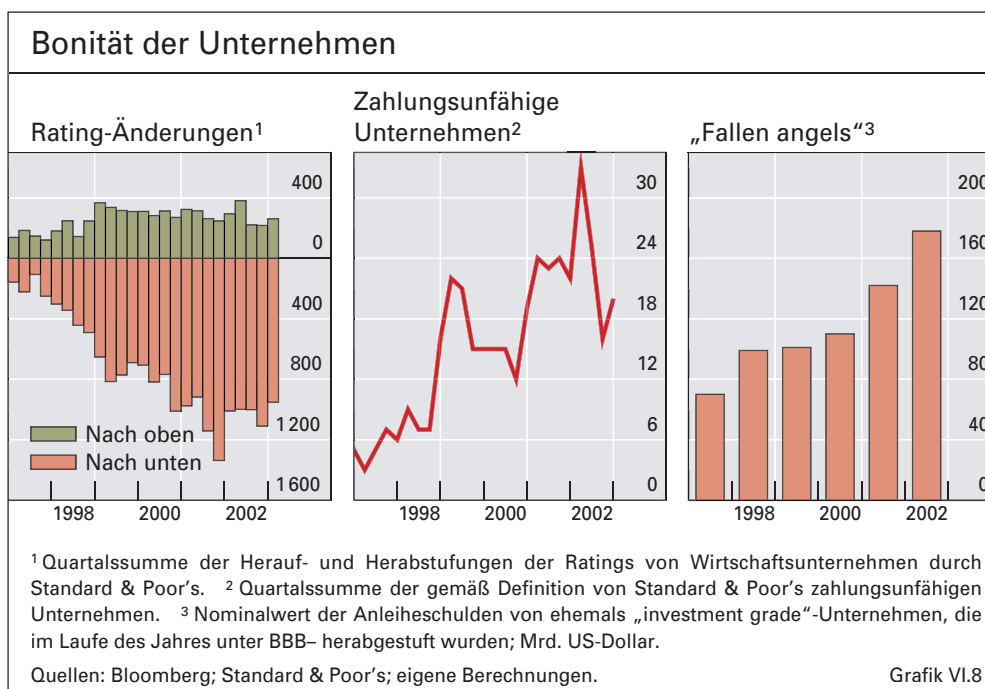
stark und so schnell vergrößert, und nie in den letzten 50 Jahren waren die Aufschläge für BBB-Anleihen so hoch gestiegen. Die darauf folgende Erholung an den Kreditmärkten war ebenso spektakulär.

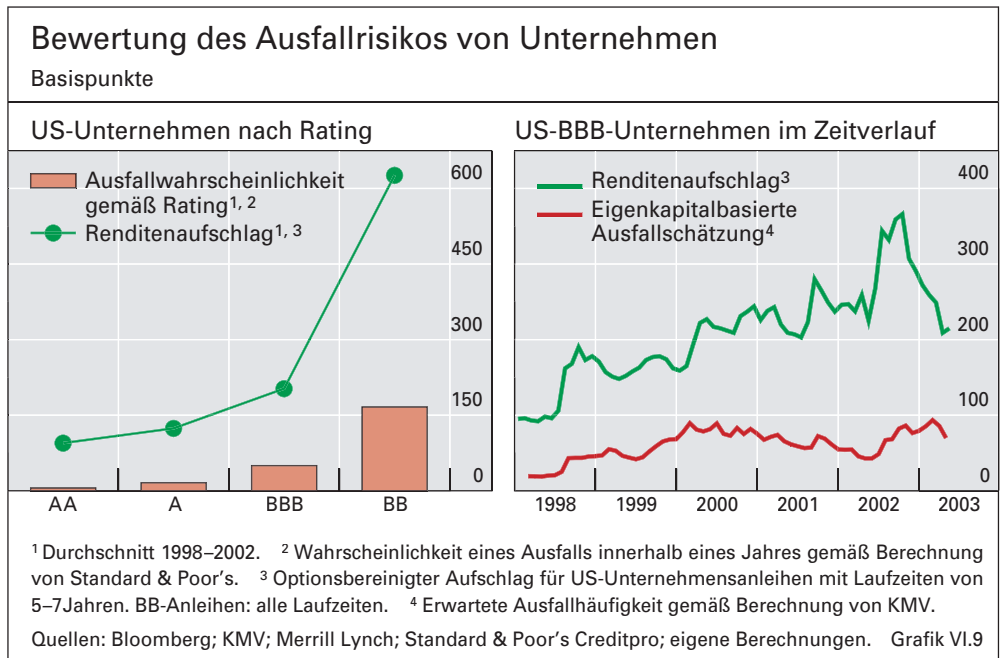
Ein Sommer der Erschütterungen

... trotz Anzeichen von Verbesserung der Fundamentaldaten

Ironischerweise fiel die Verkaufswelle am Markt für Unternehmensanleihen in eine Zeit, in der sich die Bonität der Wirtschaftsunternehmen stabilisierte oder sogar verbesserte. Die Zahl der Bonitätsherabstufungen hatte Ende 2001 einen Spitzenwert erreicht und begann 2002 wieder zu sinken (Grafik VI.8). Auch die Häufigkeit der Ausfälle von Schuldnern mit Rating nahm ab. Die Gewinnspannen stiegen in den USA und im Vereinigten Königreich leicht an und erhöhten sich – wenngleich schwächer – auch im Euro-Raum und in Japan (Kapitel II). Darüber hinaus begannen die Unternehmen ihre Bilanzen zu sanieren (s. weiter unten). Die Fundamentaldaten allein scheinen also die Ausweitung der Renditenaufschläge Mitte 2002 nicht zu erklären.

Der Zusammenhang zwischen Renditenaufschlag und Fundamentaldaten – insbesondere den erwarteten Ausfallverlusten – ist in der Tat immer recht schwach. Im Allgemeinen sind die Aufschläge ein Mehrfaches größer, als durch die erwarteten Ausfallverluste impliziert würde (Grafik VI.9). Bei einer niedrigen Frequenz der Beobachtungen, z.B. in Jahresabständen, bewegen sich die Renditenaufschläge tendenziell durchaus in dieselbe Richtung wie die zugrunde liegenden Ausfallwahrscheinlichkeiten. Bei Daten mit höherer Frequenz hingegen erweisen sich Renditenaufschläge als viel volatil als die geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten, unabhängig davon, ob die Schätzungen auf den nicht volatilen Ratings oder auf den volatilen Aktienkursen beruhen. Bezogen auf alle Unternehmen sind zudem die Bewegungen der Renditenaufschläge einheitlicher als diejenigen der Ausfallwahrscheinlichkeit.





Ein wichtiger Faktor zur Erklärung der größeren Varianz und Korrelation der Renditenabstände ist die veränderte Risikoeinstellung der Anleger. Offensichtlich verlangen die Anleger als Risikoprämie einen Aufschlag auf die erwarteten Ausfallverluste, vielleicht als Entschädigung für die Schwierigkeit, Risiken mit niedrigen Eintrittswahrscheinlichkeiten und hohen Verlusten zu diversifizieren. In der Praxis führt dies zu Unsicherheit bezüglich des Zeitpunkts des Ausfalls und der Höhe der Ausfallverluste. Die Höhe dieses Aufschlags kann unabhängig von Änderungen der Fundamentaldaten schwanken. Beispielsweise können sich die Risikopräferenzen der Anleger im Zeitverlauf ändern. Aber auch eine Änderung des Kreises der Marktteilnehmer kann sich auf die jeweilige Risikoeinstellung der Anleger auswirken. Schließlich können Risikomanagement-Systeme zu einem Marktverhalten führen, das faktisch dem bei hoher Risikoaversion ähnelt.

Schwacher Zusammenhang zwischen Renditenaufschlägen und Ausfallwahrscheinlichkeit

Wie an den Aktienmärkten schien die von den Anlegern an den Kreditmärkten veranschlagte Risikoprämie Mitte 2002 hochzuschnellen. Die Neubewertung des Kreditrisikos betraf vor allem Unternehmen wie WorldCom und den französischen Hersteller von Telekommunikationseinrichtungen Alcatel, deren Schuldtitel früher „investment grade“ besessen hatten, die aber seither unter BBB- herabgestuft worden waren („fallen angels“). Große Unternehmensschuldner, denen dasselbe drohte, wie Ford und das Konglomerat Tyco mit Sitz auf den Bermudas, waren ebenfalls betroffen. Diese Unternehmen sahen sich zeitweise mit einer Aufwärtsspirale ihrer Renditenaufschläge konfrontiert, als die Anleger zu Wertpapieren wechselten, bei denen die Gefahr einer Bonitätsherabstufung als geringer angesehen wurde.

Die Risikoneubewertung erfolgte unter dem Einfluss unerwartet hoher Verluste aus herabgestuften Anleihen. Insbesondere die Erfahrungen mit WorldCom hatten die Anleger misstrauisch werden lassen und sie davon abgehalten, größere Mengen von Schuldtiteln tatsächlicher oder potenzieller „fallen angels“ zu erwerben. Auf hoch rentierende Papiere spezialisierte

Neubewertung des Risikos nach großen Verlusten mit „fallen angels“

Anleger, die nach der Herabstufung von WorldCom auf BB im Mai Anleihen gekauft hatten und die dann große Verluste hinnehmen mussten, als das Unternehmen im Juni seinen Finanzausweis berichtigte, hielten sich mit dem Kauf von Anleihen anderer unter BBB- herabgestufter Unternehmen zurück. Gleichzeitig reduzierten institutionelle Anleger, deren Vorschriften es vielfach nicht zulassen, Schuldtitel ohne „investment grade“ zu halten, ihre Bestände an Schuldtiteln von Unternehmen, bei denen das Risiko einer Bonitäts-herabstufung bestand.

Das schiere Volumen der im Jahr 2002 herabgestuften Schuldtitel verstärkte das Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage bei Schuldtiteln niedrigerer Qualität. Zu den größten Emittenten an den Märkten für Unternehmensanleihen in den USA und Europa zählten mehrere tatsächliche und potenzielle „fallen angels“. Die Schulden von WorldCom allein beliefen sich auf \$ 30 Mrd. Insgesamt wurden Schuldtitel im Wert von beinahe \$ 180 Mrd., die ursprünglich Anlagequalität besessen hatten, auf den Status „hoch rentierend“ oder „notleidend“ zurückgestuft. Dies entspricht einem Viertel der Ende 2002 umlaufenden spekulativen Titel (Grafik VI.8).

Eine weitere Ursache für Erschütterungen an den Kreditmärkten Mitte 2002 war die Besorgnis über die Unterdeckung von Betriebsrentenplänen. Der Rückgang der Aktienkurse, der im Jahr 2000 eingesetzt hatte, bescherte den Pensionssystemen mit im Voraus festgelegten Leistungen, die große Teile ihrer Portfolios in Aktien investiert hatten, schwere Verluste (Kapitel VII). Im Oktober 2002 stuft Standard & Poor's das Rating mehrerer US-Unternehmen u.a. wegen der Größe der Deckungslücke in ihren Betriebsrentenplänen herab und Anfang 2003 das Rating einiger europäischer Firmen mit ähnlichen Deckungslücken.

Beginnende Bilanzsanierungen bei Unternehmensschuldern

Ab Oktober 2002
steiler Kursanstieg
an den
Kreditmärkten ...

Ab Mitte Oktober 2002 war eine allgemeine Verbesserung der Kreditkonditionen festzustellen. Auch als in den ersten Monaten des Jahres 2003 die Aktienkurse fielen, stiegen die Kurse für „investment grade“- und Hochzinsanleihen weiter. Die Renditenaufschläge auf US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating verringerten sich von Anfang Oktober 2002 bis zum Jahresende um 130 Basispunkte und in den ersten vier Monaten 2003 um weitere 70 Basispunkte.

Ebenso wie die Ausweitung der Renditenaufschläge größtenteils auf höhere Risikoprämien der Anleger an den Kreditmärkten zurückzuführen gewesen war, sorgte zunächst vor allem ein Rückgang der Risikoprämien dafür, dass sich die Renditenaufschläge verringerten. Die Rallye an den Kreditmärkten wurde von denselben „fallen angels“ angeführt, deren Renditenaufschläge zuvor in die Höhe geschossen waren. Von den niedrigen Preisen angelockt, kauften die Anleger die Anleihen von Unternehmen, die entweder über verwertbare Aktiva oder viel versprechende Sanierungspläne verfügten. Das Gebot von HSBC im November 2002 für Household International – einen großen US-Anbieter von Verbraucherkrediten, dessen Zugang zu den Kapitalmärkten zu dem Zeitpunkt erschwert war – trug dazu bei, dass die Anleger auch die Aussichten anderer Firmen mit Finanzierungsschwierigkeiten positiver beurteilten.



Dass die Unternehmen Fortschritte bei der Sanierung ihrer Bilanzen machten, verlängerte die Rallye an den Kreditmärkten bis ins Jahr 2003. Bereits 2001 hatten die Unternehmen mit der Stärkung ihrer Bilanzen begonnen. Diese Bemühungen waren jedoch mehrheitlich von einer Neuprofilierung und nicht von einer Rückführung der Verbindlichkeiten gekennzeichnet gewesen. Die Unternehmen hatten die Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten verlängert, um ihr Liquiditätsrisiko zu verringern. Außerdem hatten Kürzungen der Investitionsausgaben in den USA und Europa nach mehreren Jahren deutlich zunehmender Kreditaufnahmen dazu beigetragen, die Verschuldung der Unternehmen zu stabilisieren (Grafik VI.10). Ferner war es in den USA nach einem Höhepunkt Ende der neunziger Jahre wieder seltener zu einem Rückkauf eigener Aktien gekommen.

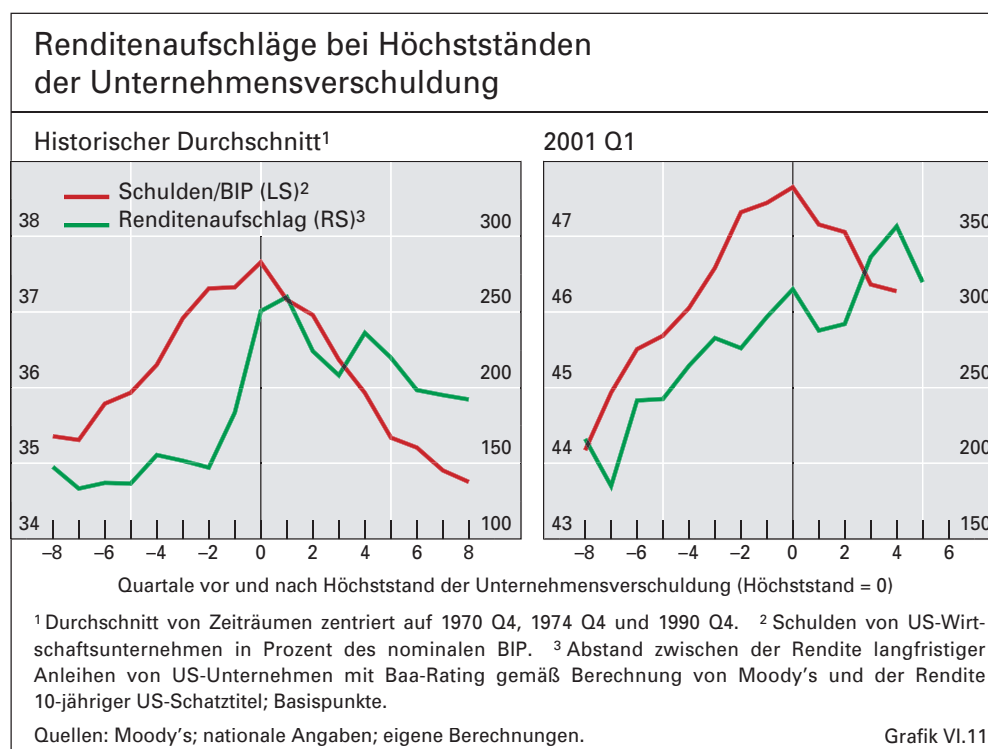
Im Jahr 2002 gab es bei den Bilanzsanierungen im Unternehmenssektor Anzeichen einer Beschleunigung. Unternehmen, die in der Hochkonjunktur ihre Mittelaufnahme verstärkt hatten – entweder um Aktiva zu erwerben, deren Wert inzwischen erheblich gesunken war, oder um eigene Aktien zu überhöhten Kursen zurückzukaufen –, verstärkten ihre Anstrengungen, ihre Bilanzen zu sanieren. Die bedeutenderen „fallen angels“ gingen dabei am weitesten, weil sie angesichts der erheblich verringerten Aufnahmebereitschaft der Märkte für ihre Schuldtitel Schwierigkeiten hatten, ihre fällig werdenden

... aufgrund der Sanierung der Unternehmensbilanzen

Verbindlichkeiten zu refinanzieren. Wegen der geringeren Nachfrage nach Finanzierungen und der praktisch vollständig zum Erliegen gekommenen Aktivität am Markt für Unternehmensanleihen Mitte 2002 fiel die Nettoneuverschuldung der US-Unternehmen im Jahr 2002 auf das niedrigste Niveau in nahezu einem Jahrzehnt, wenn sie auch weiterhin positiv war. Die Kreditnachfrage europäischer Unternehmen ging ebenfalls zurück. Japanische Unternehmen fuhren fort, ihre Schulden zu reduzieren, ein Prozess, der schon zehn Jahre zuvor eingesetzt hatte.

Unternehmen, die ihre Bilanzen bereinigen müssen, emittieren normalerweise neue Aktien. Angesichts des lang anhaltenden Rückgangs der Aktienkurse war dies jedoch wenig attraktiv, und im Gegensatz zum Beginn der neunziger Jahre, als ebenfalls kreditfinanzierte Positionen aufgelöst worden waren, blieb das Nettovolumen der Aktienemissionen 2002 gering (Grafik VI.10). Dennoch wandten sich einige Unternehmen an die Aktienmärkte. Eine Reihe von europäischen Versicherungsgesellschaften gab Optionscheine aus, wodurch ihre bisherigen Aktionäre das Recht erhielten, neue Aktien mit hohen Abschlägen zu erwerben. Japanische Banken gaben Anfang 2003 – zum Teil an verbundene Unternehmen – neue Stamm- und Vorzugsaktien aus (Kapitel VII). Dazu zählten auch die bisher umfangreichste Emission von Stammaktien durch ein Privatunternehmen in Japan und die erste Emission einer japanischen Bank seit den achtziger Jahren. Wieder andere Unternehmen begaben Wandelanleihen, die nur in Aktien eingelöst werden können.

Die Bemühungen der Unternehmen um die Auflösung fremdfinanzierter Positionen wurden von den Anlegern anfänglich nur wenig honoriert. Ganz im Gegensatz zu früheren Phasen der Bilanzsanierung im Unternehmenssektor stiegen die Zinsaufschläge im Jahr 2002 selbst dann noch weiter an, als der



Aufwärtstrend der Schuldenquote gebrochen war (Grafik VI.11). Erst fast ein Jahr, nachdem die Schuldenquote der US-Unternehmen ihren Höhepunkt überschritten hatte, fingen die Anleger an, das Ausfallrisiko neu zu bewerten und ihre Verlufterwartungen zurückzuschrauben.

Als die Renditen von Staatsanleihen und anderen erstklassigen Wertpapieren Ende 2002 und Anfang 2003 auf ein Rekordtief fielen, schienen die Anleger bereit, ein höheres Kreditrisiko in Kauf zu nehmen, um bessere Renditen zu erzielen. Die Erwartung einer weiteren Steigerung der Kreditwürdigkeit der Unternehmen stützte diese Bereitschaft. Sollte sich diese Erwartung als zu optimistisch herausstellen, könnte sich die Rallye an den Kreditmärkten als vorübergehend erweisen. Das durch die Aktienkurse implizierte Ausfallrisiko ist bei den Wirtschaftsunternehmen in den USA und Europa weiterhin hoch, was darauf hindeutet, dass die Bilanzen hier noch wenig solide sind (Grafik VI.9 und VII.2). Auch ist die Verschuldung des Unternehmenssektors in den USA und besonders in Europa im Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft nach wie vor hoch. Unter anderem dank der außergewöhnlich geringen Nominalrenditen hält sich der Schuldendienstaufwand allerdings im Rahmen. Die inflationsbereinigten Renditen liegen jedoch nicht viel tiefer als im Durchschnitt der Jahre 1990–2000 (Grafik VI.7). Für Unternehmen, deren Güterpreise rückläufig sind, wie beispielsweise in der verarbeitenden Industrie, sind die realen Renditen sogar noch höher. Längerfristig könnte daher die aktuelle Verschuldung einigen Unternehmen Schwierigkeiten bereiten.

Gesamtverschuldung der Unternehmen immer noch hoch

Kreditderivate und Marktintegration

Neben den erwähnten zyklischen Faktoren war die Entwicklung an den Kreditmärkten im Berichtszeitraum auch durch strukturelle Veränderungen gekennzeichnet. Die Kredit- und Aktienmärkte sind heute stärker integriert als in der Vergangenheit, und das Gleiche gilt für die einzelnen Segmente innerhalb der Kreditmärkte. Die Integration fördert zwar den Preisfindungsprozess, indem sie die Anpassung der Preise auf verschiedenen Finanzmärkten an neue Informationen erleichtert, aber sie kann auch zu neuen Schwächen führen.

Die zunehmende Verwendung von Kreditrisikomodellen trägt dazu bei, die Kreditkosten und die Aktienkurse stärker zu verknüpfen. Entsprechend den quantitativen Modellen im Zinsrisikomanagement von Finanzinstituten werden gegenwärtig Modelle für das Kreditrisiko entwickelt. Das meistbeachtete Modell folgt dem erstmals von Robert Merton 1974 vorgeschlagenen strukturellen Ansatz. Dabei wird angenommen, dass es zu einem Ausfall kommt, wenn der Wert der Aktiva eines Unternehmens unter den Nominalwert seiner Schulden sinkt. In einem solchen Modell hängt der zum Ausfall führende Prozess explizit vom Umfang der Verbindlichkeiten des Unternehmens sowie vom Marktwert und von der Volatilität seiner Vermögenswerte ab. Die Marktteilnehmer ziehen die Volatilität des Aktienkurses typischerweise als wichtigsten Maßstab für die Volatilität der Vermögenswerte heran, was einen weiteren Rückkopplungskanal von den Aktien- zu den Kreditmärkten eröffnet.

Verknüpfung von Kredit- und Aktienmärkten durch neue Modelle ...

Solche Rückkopplungseffekte waren Mitte 2002 besonders ausgeprägt, weil an den Kreditmärkten zunehmend Hedge-Fonds aktiv wurden. Während institutionelle Anleger sich vermehrt auf Schuldtitel kreditwürdigerer

Emittenten konzentrierten, wuchs der Einfluss der Anlagestrategien und Risikomanagement-Praktiken der Hedge-Fonds in den frei gewordenen Marktsegmenten. Anders als institutionelle Anleger verlassen sich Hedge-Fonds bei der Bestimmung der Kreditwürdigkeit weniger auf Bonitätseinstufungen als vielmehr auf Preisfindungsmodelle für das Kreditrisiko.

Die Verknüpfung der beiden Märkte wurde zusätzlich gestärkt durch die Entwicklung von Märkten für die Übertragung von Kreditrisiken, insbesondere Märkten für Kreditderivate. Vor der Einführung der Kreditderivate gehörten die Kreditmärkte zu den am wenigsten liquiden Finanzmärkten. Die Emissionsvolumina von Unternehmensanleihen sind oft gering. Viele sind mit Optionen oder anderen besonderen Eigenschaften ausgestattet, die eine Kursbildung erschweren. Sie sind schwierig zu leihen und können daher in Erwartung höherer Zinsaufschläge auch nicht ohne weiteres leer verkauft werden. Und schließlich ist das Handelsvolumen tendenziell sehr klein, sobald sich die Papiere in den Portfolios institutioneller Anleger befinden. Infolgedessen wurden Veränderungen der Kurse von Unternehmensanleihen in der Vergangenheit oft durch vorübergehende oder einzel-fallspezifische Faktoren bestimmt. Hierdurch stiegen die Kosten für die Spekulation mit Unternehmensanleihen, aber auch für deren Nutzung im Rahmen des Risikomanagements.

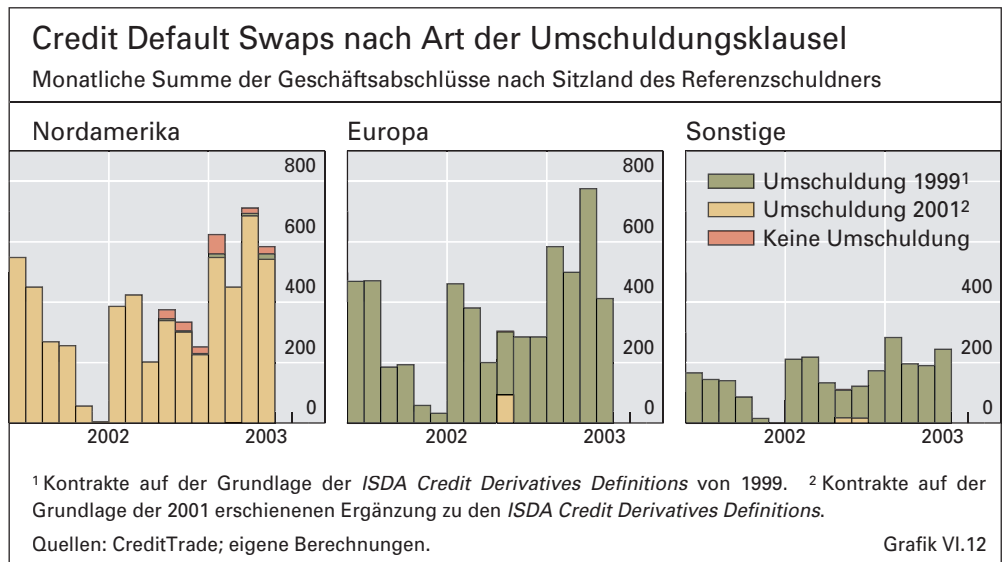
... und leichtere
Preisfindung durch
Kreditderivate

Durch die Entwicklung der Märkte für Kreditderivate – insbesondere des Marktes für Credit Default Swaps (CDS) – gingen diese Kosten zurück. CDS ermöglichen es, das Kreditrisiko von den anderen Risiken eines Finanzinstruments abzukoppeln und separat zu handeln. Der Käufer einer Kreditabsicherung zahlt an den Verkäufer periodisch eine Prämie, ähnlich der Zinsspanne zwischen der Rendite eines mit einem Ausfallrisiko behafteten Wertpapiers und dem risikofreien Zinssatz. Wenn der Emittent des zugrunde liegenden Schuldtitels (der Referenzschuldner) zahlungsunfähig wird, überträgt der Käufer normalerweise dem Verkäufer den Schuldtitel im Austausch für eine Barabfindung in Höhe des Nennwerts des Titels. Im Kern ist ein CDS ein Versicherungsvertrag zum Schutz gegen Ausfallverluste.

Der CDS-Markt ist in den letzten Jahren sehr gewachsen (Grafik VI.12 und Kapitel VII). Außerdem haben die Marktteilnehmer gemeinsame Anstrengungen unternommen, seine Liquidität zu verbessern, indem sie die Vertragsbedingungen standardisierten. Infolgedessen erscheint der CDS-Markt inzwischen vielen Marktteilnehmern liquider als der Markt für die Unternehmensanleihen selbst. Insbesondere Short-Positionen lassen sich leichter eingehen, indem Absicherungen am CDS-Markt erworben werden. Entsprechend sind Transaktionen zu Spekulations- oder Absicherungszwecken an den Kreditmärkten bzw. zwischen den Aktien- und den Kreditmärkten weniger kostspielig geworden.

Kontroversen über
Behandlung von
Umschuldungen
bei Credit Default
Swaps ...

Wenn auch bisher die große Mehrheit der gegen zahlungsunfähige Unternehmen abgeschlossenen CDS problemlos abgewickelt wurden, könnten Kontroversen darüber, bei welchen Ereignissen die Zahlungsunfähigkeit als eingetreten gilt – insbesondere im Falle von Umschuldungen –, letztlich doch die Liquidität des CDS-Marktes gefährden. Schon heute ist der Markt regional gespalten. Kontrakte auf der Grundlage der ursprünglichen Dokumentation der



International Swaps and Derivatives Association (ISDA) aus dem Jahr 1999 beherrschen den Handel am europäischen Markt. Im Gegensatz dazu dominieren in den USA die Kontrakte auf der Grundlage der 2001 erschienenen, restriktiveren Ergänzung zur ISDA-Dokumentation (Grafik VI.12). Zu einer weiteren Fragmentierung des Marktes kam es Mitte 2002 als Ergebnis der Abwicklung der CDS gegen Xerox. Aufgrund der Erfahrungen im Falle Xerox sahen sich einige der größten Anbieter von Kreditabsicherungen, insbesondere bürgende Finanzinstitute und andere Versicherungsgesellschaften, veranlasst, keine Kontrakte mehr anzubieten, in denen Umschuldungen irgendeiner Art als Ausfallereignis galten. Ihre Argumentation lautete, dass die Umschuldung, die den Zahlungsaustausch der auf Xerox begebenen CDS auslöste, nicht auf eine Verschlechterung der finanziellen Situation des Unternehmens zurückzuführen war und daher auch nicht als Ausfall einzustufen gewesen wäre. Besonders beunruhigend für die Anbieter von Kreditabsicherungen war die Möglichkeit, dass die Mitglieder eines Gläubigerkonsortiums gezielt eine Umschuldung aushandeln könnten, um den Ausfalltatbestand herbeizuführen, der es ihnen erlauben würde, ihre Rechte aus den CDS auszuüben.

Im Mai 2003 wurde der Handel mit Kontrakten mit einer nochmals geänderten Umschuldungsklausel aufgenommen, doch bleibt unklar, ob die revidierte Umschuldungsdefinition zu einer Konvergenz der Märkte führen wird. In Europa ziehen die Käufer von Kreditabsicherungen, insbesondere Banken, Kontrakte vor, in denen der Begriff der Umschuldung möglichst umfassend definiert ist, weil dort Zahlungsschwierigkeiten in der Regel durch informelle Verhandlungen zwischen Gläubigern und Schuldern gelöst werden. Ein formeller Konkurs wird tendenziell mit endgültiger Insolvenz gleichgesetzt, und dieser Weg wird daher selten gewählt. In den USA dagegen sind die Käufer von Kreditabsicherungen bereit, engere Umschuldungsdefinitionen zu akzeptieren, weil ein gemäß dem so genannten Chapter 11 Konkurs anmeldendes Unternehmen eine Umschuldung vornehmen kann, bevor es für insolvent erklärt wird. Außerdem hat auch die vorgeschlagene

... könnten Liquidität untergraben

Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung einen Einfluss auf die Behandlung der Umschuldung. Sie sieht vor, dass bei CDS, die die Eigenkapitalanforderungen einer Bank verringern sollen, Umschuldungen, die zu Kreditausfällen führen, als Eintritt der Zahlungsunfähigkeit gelten, sofern die Bank nicht selbst darüber entscheidet, ob eine Umschuldung vorgenommen wird oder nicht.

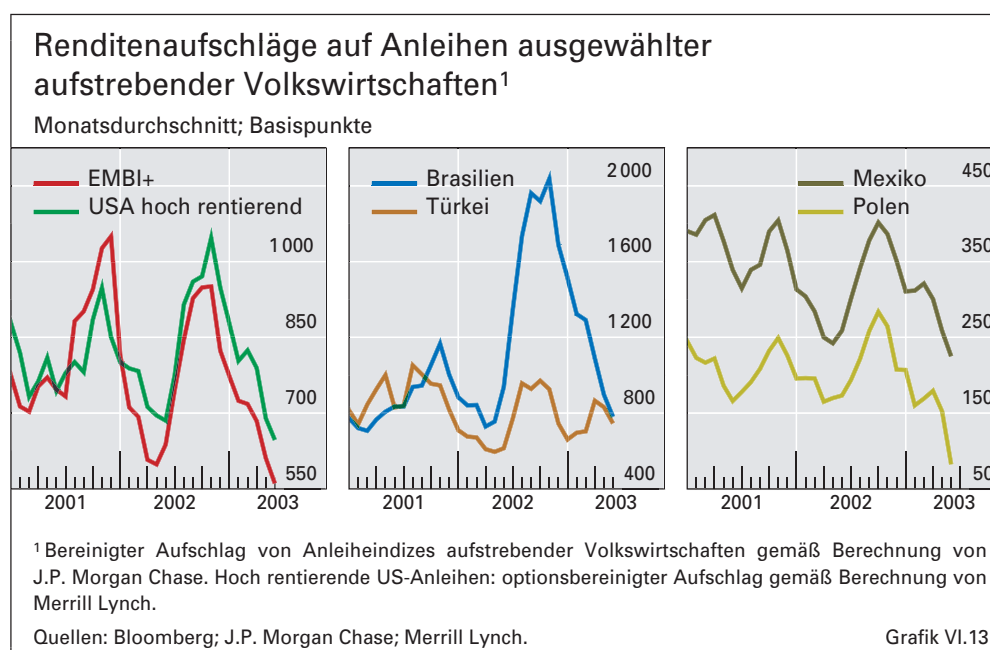
Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

Die Konditionen am internationalen Markt für Schuldtitel spiegelten die Verhältnisse an den Unternehmenskreditmärkten wider. Hoch verschuldete Länder verloren Mitte 2002 den Marktzugang, doch ihre Zinsaufschläge verringerten sich dann ab Mitte Oktober kontinuierlich. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften zogen politische Entwicklungen die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich: In Brasilien, der Türkei und Ecuador waren dies Regierungswechsel, in Venezuela und Nigeria innere Unruhen, in Kolumbien und Indonesien terroristische Anschläge, in Korea die Gefährdung der inneren Sicherheit und in Mittel- und Osteuropa der Abschluss der Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union. Dennoch schien die sich wandelnde Risikobereitschaft der globalen Anleger zeitweise mehr ins Gewicht zu fallen als der Einfluss lokaler Ereignisse.

Ansteckungseffekte

Brasilien und die Türkei erlebten im Berichtszeitraum die bisher stärkste Einschränkung ihres Zugangs zum internationalen Markt für Schuldtitel. Die Anleger begannen im Mai 2002, brasilianische Vermögenswerte abzustoßen, als im Vorfeld der nationalen Wahlen ein Präsidentschaftskandidat an Boden gewann, der nach Ansicht der Anleger eine marktfeindliche Politik verfolgen würde (Grafik VI.13). Die Besorgnis über den Gesundheitszustand des türkischen Premierministers und der plötzliche Rücktritt mehrerer Minister

Markturbulenzen
in Brasilien und der
Türkei



führten ab Juni zu einer Flucht aus türkischen Vermögenswerten. Ende Juli hatte sich der um Besicherungen bereinigte Aufschlag auf brasilianische Staatsanleihen mehr als verdreifacht und lag bei 2 400 Basispunkten, während sich der Aufschlag auf türkische Staatsanleihen fast verdoppelt hatte und 1 000 Basispunkte betrug.

Die Interventionen des IWF Anfang August – ein neues Kreditabkommen mit Brasilien über \$ 30 Mrd. und die Auszahlung zugesagter Gelder an die Türkei – halfen die Schuldtitel- und Devisenmärkte zu stabilisieren. Zusicherungen führender Politiker hinsichtlich ihres Engagements für Haushaltsdisziplin und Strukturreformen stellten schließlich das Vertrauen bis zu einem gewissen Grad wieder her, und die Märkte in Brasilien wie in der Türkei zeigten sich in den letzten Monaten des Jahres 2002 und Anfang 2003 äußerst dynamisch.

Obwohl die Marktturbulenzen in Brasilien und der Türkei gravierend gewesen waren, hatten die Ereignisse in diesen Ländern kaum direkte Auswirkungen auf andere aufstrebende Volkswirtschaften. Während der Verkaufswelle in Brasilien und der Türkei differenzierten die Anleger etwas weniger stark nach der Bonität der Schuldner, doch schienen die Renditenaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften 2002 weniger eng korreliert zu sein als in früheren Finanzkrisen.

Der bedeutendste Kanal für die Übertragung von Ansteckungseffekten war im Berichtszeitraum die sich wandelnde Risikobereitschaft der globalen Anleger. Die Neubewertung des Kreditrisikos nach der Bilanzkorrektur von WorldCom im Juni 2002 führte dazu, dass sich die Zinsaufschläge für viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften ausweiteten. Erstaunlicherweise haben sich die Risikoprämien in den aufstrebenden Volkswirtschaften während der letzten Jahre sogar überall in enger Anlehnung an die Zinsaufschläge auf hoch rentierende US-Schuldtitel entwickelt, obwohl die wirtschaftlichen Fundamentaldaten ganz andere waren (Grafik VI.13).

Stark verschuldete Länder verloren Mitte 2002 effektiv den Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel, aber selbst Schuldner mit „investment grade“ wie Mexiko und Polen verzeichneten höhere Renditenaufschläge auf ihre Staatsanleihen. Dennoch blieben für diese Kreditnehmer die Konditionen für die Mittelaufnahme relativ günstig, da die höheren Aufschläge durch niedrigere US-Dollar- und Euro-Renditen ausgeglichen wurden. Auf „investment grade“-Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften entfielen 2002 59% der Bruttokreditaufnahme an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten, verglichen mit 47% im Jahr 2001.

Die allgemeine Verbesserung der Kreditbedingungen Ende 2002 und Anfang 2003 verschaffte den Schuldnern mit niedrigerem Rating wieder Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel. Die geringen Renditen von sicheren und liquiden US-Dollar-Instrumenten machten Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften für die Anleger sogar besonders attraktiv. Die Anlagen bei auf Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften spezialisierten Investmentfonds erreichten Anfang 2003 neue Rekorde, und mehrere stark verschuldete Länder erlebten einen Ansturm von Anlegern auf der Suche nach höheren Renditen. Diese Länder hatten schwierig umzusetzende Maßnahmen

Lokale
Entwicklungen im
Schatten globaler
Risikoscheu

Zaghafte
Verbesserung des
Marktzugangs
Anfang 2003

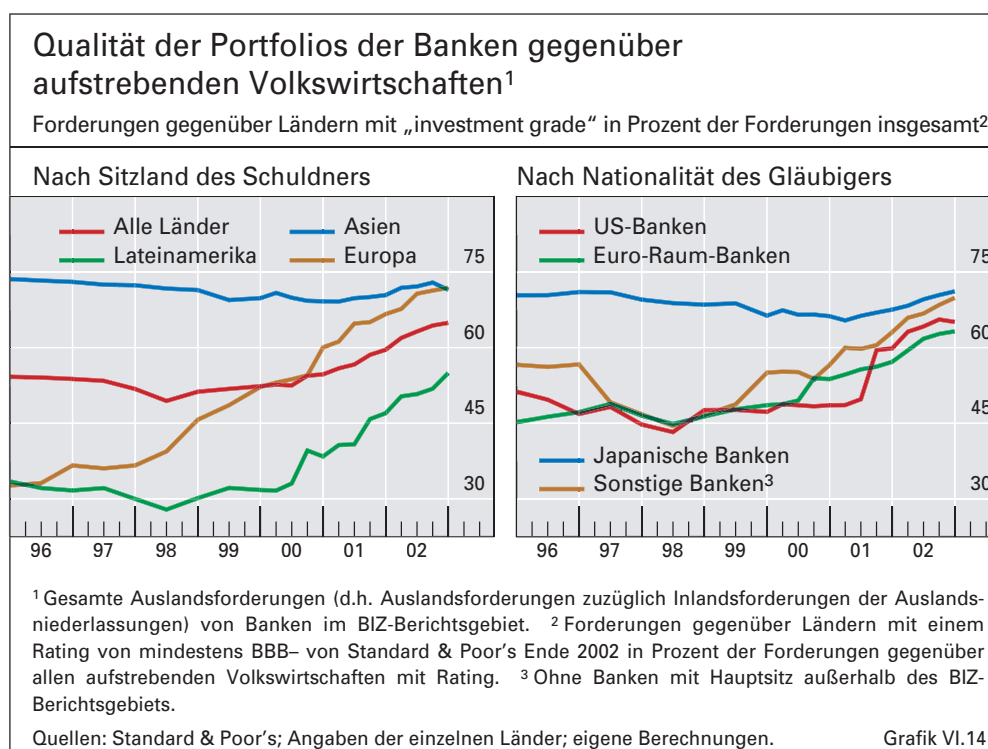
ergriffen, um ihre außenwirtschaftliche Position zu verbessern. Ihr Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten blieb jedoch unsicher und war vor allem auch abhängig von laufenden Verbesserungen in der Wirtschaftspolitik, stabilen makroökonomischen Rahmenbedingungen und der Auszahlung zugesagter Mittel.

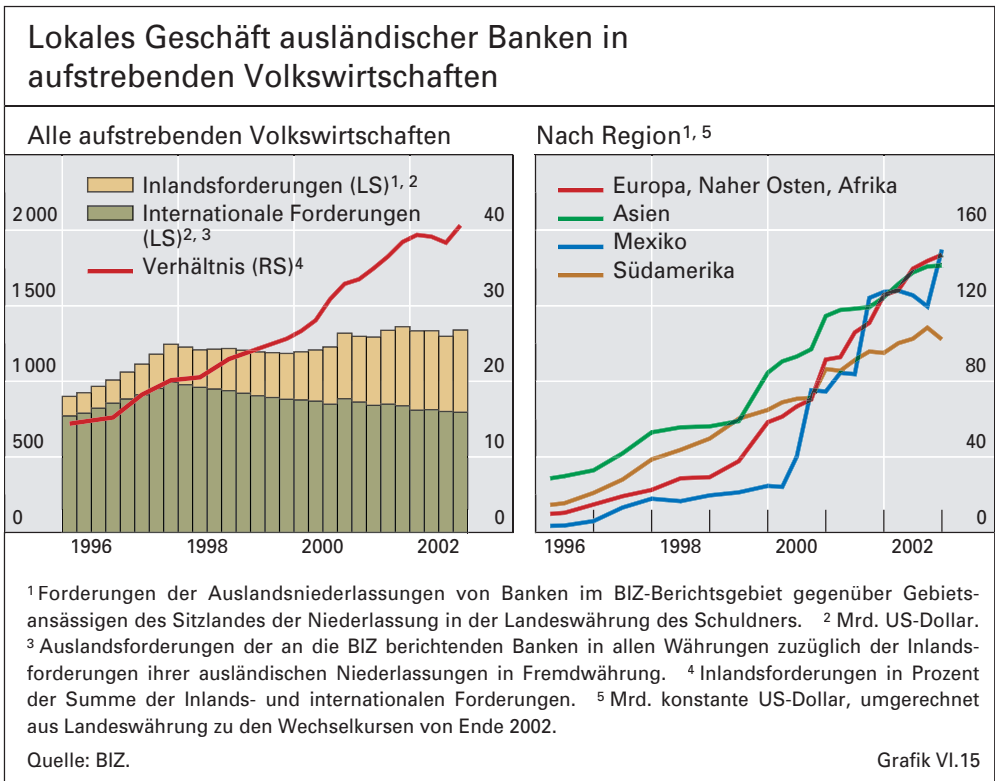
Banken wenden sich Kreditnehmern höherer Bonität zu

Die Verschiebungen innerhalb der Bankportfolios gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften veranschaulichen, in welchem Ausmaß Schuldner geringerer Bonität 2002 den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verloren. Forderungen gegenüber Ländern mit „investment grade“ hatten Ende 2001 noch 60% der gesamten Auslandsforderungen der Banken an aufstrebende Volkswirtschaften ausgemacht; Ende 2002 waren es 65% (Grafik VI.14). Hauptverantwortlich für diesen Anstieg war die reduzierte Vergabe von Krediten an Brasilien und andere südamerikanische Länder. Auch in den übrigen Regionen gab es zum Teil eine Verlagerung zugunsten von Schuldnern mit höherem Rating, und sie zog sich quer durch die unterschiedlichen Bankensysteme. Asiatische, europäische und nordamerikanische Banken reduzierten allesamt ihre Kredite an Schuldner ohne „investment grade“.

Diesem Rückgang internationaler Bankkredite an Schuldner geringerer Bonität stand keine Ausweitung der Kreditvergabe an kreditwürdigere Schuldner gegenüber. Insgesamt gingen die Auslandsforderungen der Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften bereits im fünften Jahr in Folge zurück. Allerdings profitierten einige Regionen doch von neuen Auslandskrediten, insbesondere die EU-B Beitrittsländer. In anderen Regionen – vor allem in Asien – blieb die Nachfrage nach ausländischen Krediten schwach.

Weniger internationale Bankkredite an Schuldner mit niedrigerem Rating ...





Gleichzeitig verstärkten die Banken ihre Präsenz vor Ort weiter. Die Erfahrungen in Argentinien hatten Fragen nach den zukünftigen Aktivitäten ausländischer Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften aufgeworfen, u.a. nach ihrer Bereitschaft zu lokal refinanzierten Geschäften. Ab Mitte der neunziger Jahre hatten die ausländischen Banken ihre Aktivitäten vor Ort erheblich ausgebaut, und Ende 2001 machten die lokalen Forderungen in Landeswährung 38% der Gesamtforderungen von Banken an aufstrebende Volkswirtschaften aus (Grafik VI.15). Nach der Argentinien-Krise reduzierten einige Banken zwar ihre Geschäfte in Südamerika, was jedoch durch die Zunahme der lokalen Aktivitäten in Mexiko, Mittel- und Osteuropa sowie Ostasien mehr als ausgeglichen wurde. Entsprechend erhöhten sich die lokalen Forderungen weiter und machten Ende 2002 41% der gesamten Bankforderungen gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften aus.

... aber weiterer Ausbau des lokalen Kreditgeschäfts

Ungewöhnliche Entwicklung der Preise für Wohneigentum

Die Aktienmärkte liefern wichtige Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Preise für Wohneigentum. Aktienbestände und Wohneigentum sind in den entwickelten Ländern die beiden wichtigsten Bestandteile des Vermögens der privaten Haushalte, und über lange Zeiträume entwickeln sich die entsprechenden Preise zumeist ähnlich. Eine der auffälligsten Gesetzmäßigkeiten in den vergangenen 30 Jahren war denn auch, dass auf einen Höchststand an den Aktienmärkten in vielen entwickelten Ländern tendenziell ein Höchststand am Markt für Wohnimmobilien folgte. Da im aktuellen Konjunkturzyklus kein Inflationsdruck bestand und die Zinssätze nach den jüngsten Höchstständen an den Aktienmärkten entsprechend zurückgingen, hat sich diese

Beziehung zwischen Aktienkursen und Preisen für Wohneigentum offenbar verändert.

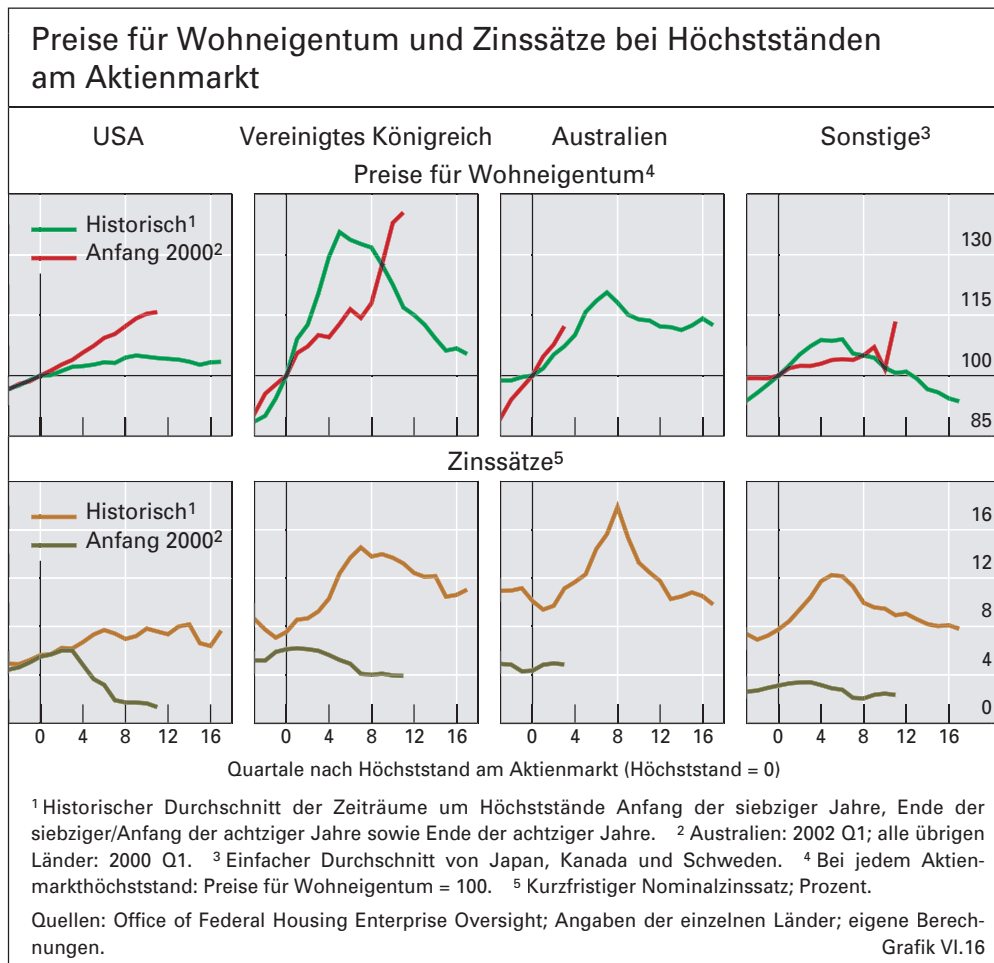
Anstieg der Preise für Wohneigentum trotz Einbruch der Aktienmärkte ...

Drei Jahre nach dem Beginn des Einbruchs der Aktienmärkte stiegen die Preise für Wohneigentum in vielen Ländern noch immer. In den fünf Jahren bis Ende 2002 erhöhten sie sich im Vereinigten Königreich, in Australien, Spanien, den Niederlanden und Irland um mindestens 50% und in den USA, Belgien und den nordischen Ländern um mehr als 20%. Ende 2002 betrug der inflationsbereinigte Anstieg der Preise für Wohneigentum gegenüber dem Vorjahr im Vereinigten Königreich 23%, in Australien 16% und in den USA 5%. Auch in Kanada, Dänemark, Italien, Schweden und Spanien legten die Preise weiter zu. Gleichzeitig wuchs die Verschuldung der privaten Haushalte im Allgemeinen rasch (Kapitel II).

Ende 2002 und Anfang 2003 gab es erste Anzeichen dafür, dass der Markt für Wohnimmobilien an Dynamik verlor und vielleicht in einigen Ländern sogar den Höhepunkt des Booms erreicht hatte. In Australien war die Wachstumsrate der Zahl der versteigerten und verkauften Häuser und Wohnungen in Sydney seit Juni 2002 rückläufig. Zudem pendelte sich die vierteljährliche Wachstumsrate der Preise für Wohneigentum in den letzten drei Quartalen 2002 bei etwa 3–4% ein, nachdem sie im dritten Quartal 2001 mit 5% einen Höchstwert erreicht hatte. Ende 2002 verlangsamte sich der Anstieg der Preise für Wohneigentum auch in Spanien; in den Niederlanden sanken die Preise sogar. Im Vereinigten Königreich überschritten die Verkäufe von Wohnimmobilien im dritten Quartal 2002 ihren Höhepunkt, und die vierteljährliche Wachstumsrate der Preise für Wohneigentum fiel von 8,2% im dritten auf knapp 2% im vierten Quartal 2002. Auch im teureren Segment des Immobilienmarktes im Vereinigten Königreich gingen die Preise im Laufe des letzten Jahres deutlich zurück. In den USA war die Entwicklung weniger eindeutig. Im vierten Quartal 2002 war der geringste vierteljährliche Anstieg der Preise für Wohneigentum seit 1997 zu verzeichnen, und die Zahl der neu erteilten Baugenehmigungen für Privathäuser und -wohnungen sank zwischen Februar und März 2003 um 7%. Die Verkaufszahlen für neue Häuser und Wohnungen stiegen jedoch im März 2003 nach einem Rückgang in den beiden Vormonaten erneut, und die Hypothekenzinsen blieben nahezu auf dem niedrigsten Stand seit 40 Jahren.

... als möglicher Hinweis auf überdurchschnittlich lange Zeitspanne zwischen zwei Höchstständen

Selbst wenn die Preise für Wohneigentum demnächst tatsächlich ihren Höhepunkt erreichen, wäre die Zeitspanne zwischen einem Höchststand am Aktienmarkt und einem Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum historisch gesehen überdurchschnittlich lang. Wie Grafik VI.16 zeigt, folgen Höchststände bei den Preisen für Wohneigentum im langfristigen Vergleich mit einer Verzögerung von etwa 2½ Jahren auf Höchststände am Aktienmarkt. In einer Stichprobe von 11 entwickelten Ländern (Australien, Dänemark, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich) gab es von 1970 bis Ende 2002 35 Höchststände am Aktienmarkt und 28 Höchststände bei den Preisen für Wohneigentum. Von 1972 bis 1976 verzeichneten alle 11 Länder mindestens einen Höchststand am Aktienmarkt und 9 Länder außerdem einen Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum. Von 1986 bis 1990 gab es wiederum in 9 Ländern einen



Höchststand am Aktienmarkt, auf den in 8 Ländern kurz darauf ein Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum folgte. Statistisch lag die Wahrscheinlichkeit, dass in einem beliebigen Jahr des Stichprobenzeitraums ein Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum eintreten würde, bei 8%. Diese Wahrscheinlichkeit erhöhte sich jedoch auf 30% im Jahr nach einem Höchststand am Aktienmarkt und auf 70% in den drei Jahren nach dem Höchststand.

Die anhaltend hohen Preise für Wohneigentum scheinen mit dem Rückgang der Zinssätze zusammenzuhängen. Der Inflationsdruck war im jüngsten Zyklus insgesamt weniger bedeutend als in den vorangegangenen Zyklen. Dies verschaffte den Währungsbehörden zusätzlichen Spielraum, und sie konnten die Leitzinsen senken (Kapitel IV). Wie Grafik VI.16 zeigt, waren die kurzfristigen Zinssätze in den früheren Zyklen innerhalb von zwei Jahren nach einem Höchststand der Aktienkurse im Allgemeinen gestiegen, weil die Währungsbehörden auf den Inflationsdruck reagierten. Im gegenwärtigen Zyklus dagegen gingen sie nach dem Einbruch der Aktienmärkte im Jahr 2000 in vielen Ländern deutlich zurück. In den USA beispielsweise fielen die nominalen kurzfristigen Zinssätze im Zeitraum von Mitte 2000 bis Mitte 2002 von 5,6% auf 1,7%, im Vereinigten Königreich von 6,1% auf 4,1% und in Kanada von 5,9% auf 2,6%. Häuser und Wohnungen sind langlebige Vermögenswerte, und daher trugen diese niedrigeren Zinssätze ungeachtet

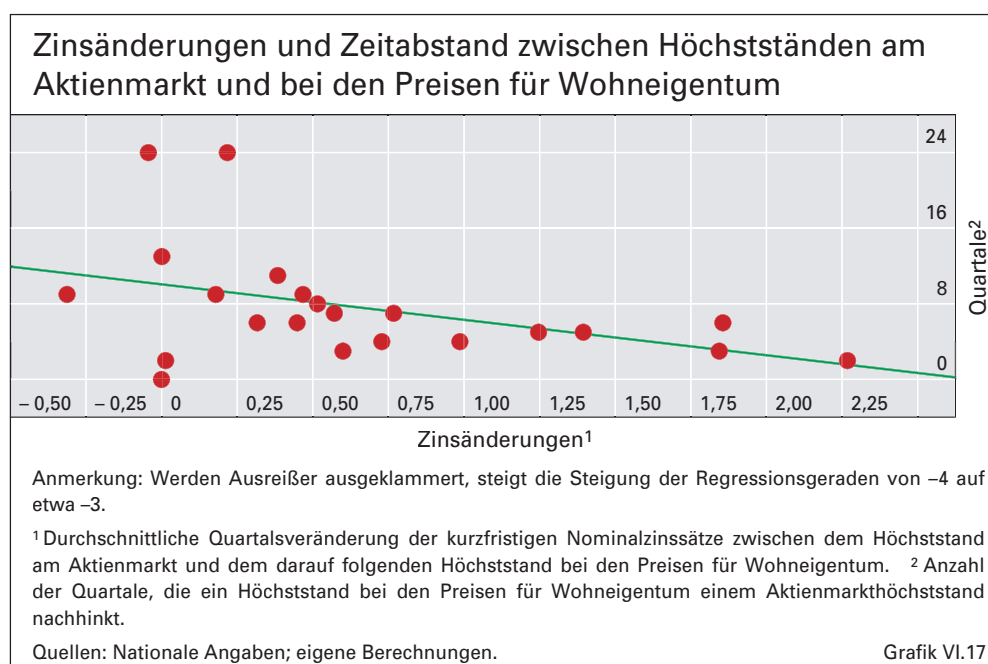
Längere Zeitspanne zwischen zwei Höchstständen im gegenwärtigen Zyklus ...

des Einbruchs der Aktienkurse zur Stützung der Preise für Wohneigentum bei.

... vor allem
aufgrund fallender
nominaler
Zinssätze

Daten aus den vorangegangenen Zyklen unterstützen diese These. Eine ökonometrische Analyse der historischen Erfahrungen zeigt, dass Zinsänderungen einen signifikanten Einfluss darauf haben, mit welchem zeitlichen Abstand ein Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum auf einen Höchststand am Aktienmarkt folgt. In einer Stichprobe von 22 Paaren von Höchstständen am Aktienmarkt bzw. bei den Preisen für Wohneigentum im Zeitraum 1970–1999 betrug dieser zeitliche Abstand im Durchschnitt etwa neun Quartale. Ein durchschnittlicher vierteljährlicher Rückgang der kurzfristigen Zinssätze um 25 Basispunkte nach einem Höchststand am Aktienmarkt hätte jedoch den darauf folgenden Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum um etwa ein Quartal verzögert (Grafik VI.17). Auf dieser Basis hätte die von Mitte 2000 bis Mitte 2002 erfolgte Rücknahme der Leitzinsen in den USA um 475 Basispunkte den zeitlichen Abstand zwischen dem Höchststand am Aktienmarkt und dem Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum durchschnittlich also um gut zwei Quartale verlängert.

Institutionelle Faktoren dürften den Einfluss der Zinssätze auf die Preise für Wohneigentum in den einzelnen Ländern mitbestimmt haben. Zum Beispiel ist der für Hypothekenkredite maßgebliche Zinssatz von Land zu Land verschieden. Insbesondere im Vereinigten Königreich und in Australien basieren die Hypothekenkredite hauptsächlich auf den 3-Monats-Zinssätzen und in Kanada auf den Zinsen für Kredite von einem Jahr oder darunter. Daher reagieren die Preise für Wohneigentum in diesen Ländern im Allgemeinen stärker auf Veränderungen der kurzfristigen Zinsen. In Deutschland, Japan, Schweden, den USA und insbesondere den Niederlanden sind die Hypothekenkredite dagegen mehrheitlich an die langfristigen Zinsen gebunden. Für die Hypothekenkredite in den USA gilt außerdem die Besonderheit, dass sie gegen einen geringen Aufschlag refinanziert werden können, was den



Hypothekarschuldnern eine wertvolle Option verschafft und die Preise für Wohneigentum sowohl auf die Volatilität als auch auf das Niveau der langfristigen Zinssätze reagieren lässt; die Refinanzierung an sich ist dank technischer Innovationen bei der Bearbeitung von Hypothekenkrediten, die kürzlich von den US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften Fannie Mae und Freddie Mac eingeführt wurden, einfacher und kostengünstiger geworden. Unter ansonsten gleichen Bedingungen hätte der drastische Rückgang der kurzfristigen Zinsen im Jahr 2001 in Ländern, in denen die Hypothekenkredite an kurzfristige Zinsen gebunden sind, vergleichsweise stärkere Auswirkungen auf die Preise für Wohneigentum gehabt. Dagegen hätte die Abflachung der Renditenstrukturkurve im Jahr 2002 in Ländern, in denen die langfristigen Zinsen für die Hypothekenkredite maßgeblich sind, einen größeren Einfluss gehabt.

VII. Finanzsektor

Schwerpunkte

In den meisten Industrieländern geriet das Finanzsystem im Berichtszeitraum weiter unter Druck. Erwartungen einer baldigen wirtschaftlichen Erholung erwiesen sich als verfrüht, und die Aktienkurse fielen weiter. Die Finanzinstitute schienen jedoch den Konjunkturabschwung im Allgemeinen gut zu überstehen, und in den meisten Ländern verringerte sich trotz des Drucks auf den Finanzsektor das Kreditangebot nicht. Das japanische Finanzsystem hatte allerdings noch immer mit gravierenden Schwierigkeiten zu kämpfen, und in Deutschland stand die Rentabilität der Finanzinstitute infolge chronischer Strukturschwächen und konjunktureller Einflüsse zusätzlich unter Druck. In den meisten anderen Volkswirtschaften blieben die Banken rentabler, was zum Teil früheren Anstrengungen bei der Restrukturierung ihrer Kostenfaktoren zu verdanken war. Im Vergleich zum vorhergehenden Konjunkturabschwung hatten auf einer verschlechterten Kreditqualität beruhende Verluste nur begrenzte Wirkung auf die Gewinnlage, und die Eigenkapitalausstattung blieb solide. Die Versicherungsgesellschaften kamen wegen erheblicher Verluste bei ihren Aktien- und Anleihebeständen generell weniger glimpflich davon.

Grund für die beachtliche Widerstandsfähigkeit des Bankensektors, die im Gegensatz zu den deutlichen Verschlechterungen im Nichtfinanzsektor stand, waren sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren. Für einen Konjunkturabschwung atypische Aspekte, u.a. der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs, der anhaltende Anstieg bei den Ausgaben der privaten Haushalte und das Ausbleiben eines Preisverfalls im Immobiliensektor, hielten den Anstieg der Kreditausfälle im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen in Grenzen und ließen die Erträge aus dem Kreditgeschäft mit privaten Haushalten sprunghaft ansteigen. Strukturelle Entwicklungen milderten die Auswirkungen des Abschwungs, vor allem der vermehrte Einsatz von herkömmlichen handelbaren Schuldtiteln und von Konsortialkrediten zur besseren Verteilung des Kreditrisikos auf das gesamte Finanzsystem. Des Weiteren hat die Entwicklung neuer Mechanismen zur Übertragung von Kreditrisiken das Risikomanagement der Institute gestärkt. Zudem war die Eigenkapitalausstattung im Bankensektor zu Beginn des gegenwärtigen Konjunkturabschwungs höher als in der Vergangenheit, was auf die vorangegangene lange Expansionsphase und strengere Aufsichtsstandards zurückzuführen war.

Für die Zukunft weisen ausgerechnet die für die bisherige Widerstandsfähigkeit maßgeblichen Faktoren auf die wichtigsten Quellen potenzieller Schwachstellen hin. Eine längere Konjunkturschwäche ist zwar unwahrscheinlich, würde aber gegebenenfalls die Fähigkeit der Finanzinstitute und Märkte, Verluste zu absorbieren, von Neuem auf die Probe stellen. Ein weiterer Verfall

der Aktienkurse könnte die Solvenz der Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds untergraben, während ein Rückgang der Immobilienpreise sowohl die privaten Haushalte als auch den Gewerbeimmobiliensektor treffen und damit die Kreditgeber zusätzlich belasten würde.

Die jüngste Widerstandsfähigkeit kann als Anzeichen dafür verstanden werden, dass Finanzsysteme, in denen sich – sowohl bei der marktbasierteren als auch bei der bilanzwirksamen Intermediation der Finanzinstitute – alternative Finanzierungsformen etabliert haben, flexibler auf ungünstige wirtschaftliche Entwicklungen reagieren dürften. Vielfältige Finanzierungsmöglichkeiten stellen die Aufsicht jedoch vor neue Aufgaben, da die einzelnen Institute komplexer und die Verflechtungen zwischen den Instituten und den Märkten enger geworden sind.

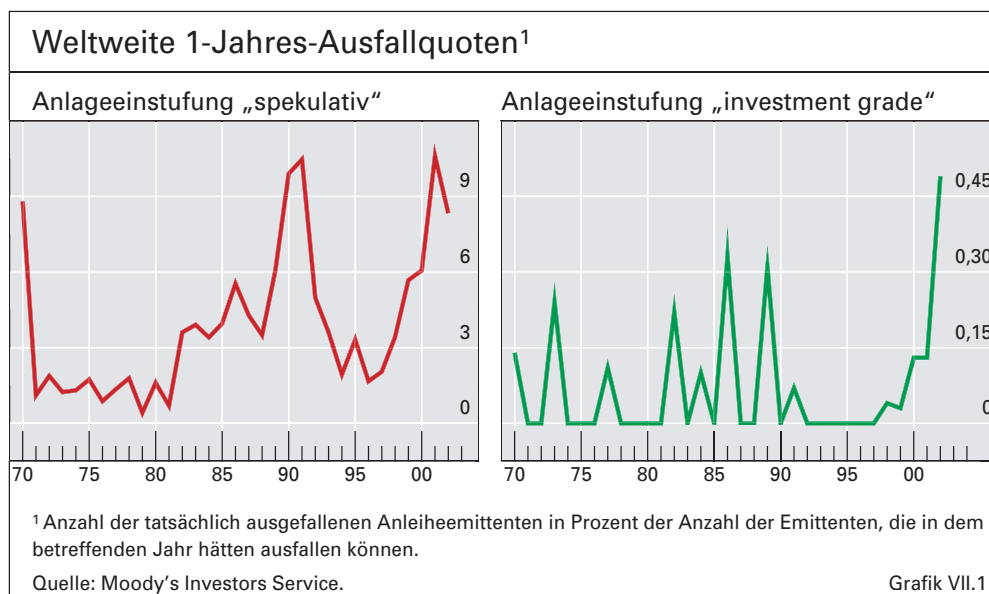
Gesamtwirtschaft und Ertragslage der Finanzinstitute

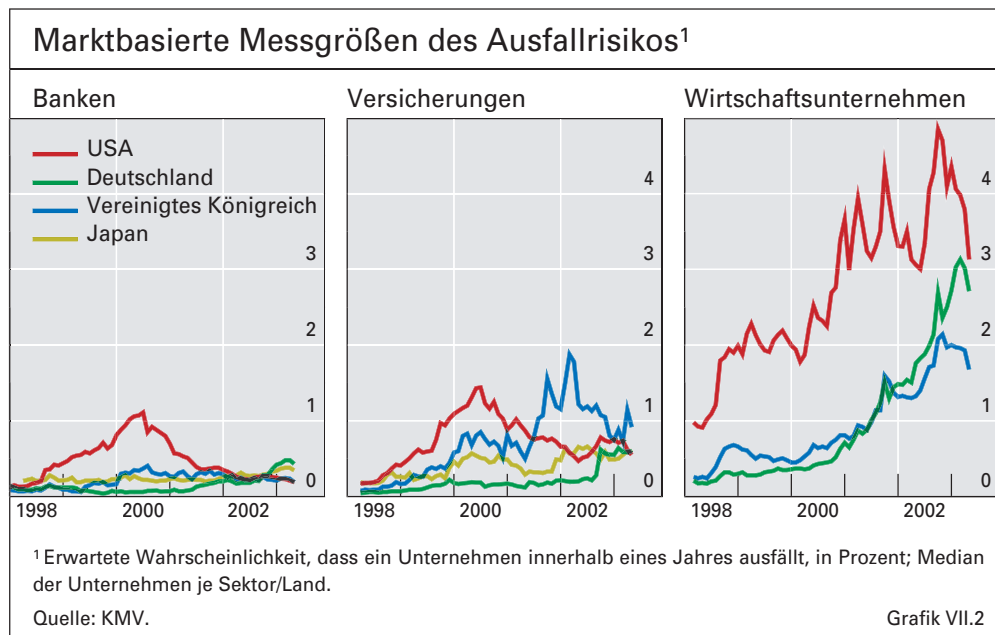
Der deutliche Konjunkturunbruch und die schleppende Erholung der Weltwirtschaft stellten eine erhebliche Belastung für die Bilanzen von Wirtschaftsunternehmen dar (Kapitel II und VI). Sowohl die Ausfälle bei Unternehmensanleihen als auch die ausfallbedingten Verluste haben in den letzten Jahren drastisch zugenommen, wobei die in den frühen neunziger Jahren verzeichneten Höchststände der Ausfälle eingestellt bzw. noch übertroffen wurden (Grafik VII.1). Dass in mehreren Ländern die marktbasierteren Risikomessgrößen für den Nichtfinanzsektor, die in den letzten Jahren steil anstiegen, heute immer noch hoch sind, deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer für die nahe Zukunft mit einem weiterhin ungünstigen Kreditumfeld rechnen (Grafik VII.2).

Wirtschaftsunternehmen durch Konjunkturschwäche belastet ...

Im Gegensatz zu den erheblichen Schwierigkeiten, mit denen Wirtschaftsunternehmen zu kämpfen hatten, blieb der Finanzsektor in den meisten Ländern vergleichsweise solide. Die Rentabilität der Banken sank geringfügig, war jedoch angesichts der schlechten gesamtwirtschaftlichen Lage im Allgemeinen immer noch angemessen. Bei den Versicherungsgesellschaften

... Finanzinstitute jedoch weniger ...





gab es hingegen stärkere Anzeichen von Anspannungen, wobei Portfolioverluste in einigen Fällen eine große Belastung darstellten. Dennoch blieben die marktbasieren Risikomessgrößen für den Bankensektor wie für die Versicherungsbranche im Vergleich zum Nichtfinanzsektor auf einem niedrigen Stand, auch wenn die Ausfallrisiken in der Versicherungsbranche im letzten Jahr zugenommen haben. In Japan dürften die niedrigen Risikomessgrößen für die Finanzinstitute angesichts der allgemein bekannten Schwierigkeiten dieses Sektors darauf hindeuten, dass mit staatlichen Maßnahmen gerechnet wird.

... auch im Vergleich zu früheren Zyklen

Die jüngste Widerstandsfähigkeit der Banken hebt sich positiv von ihrem Ergebnis in früheren Konjunkturabschwüngen ab, als Qualitätsverschlechterungen bei den Aktiva zuweilen weit reichende Schwierigkeiten verursacht hatten. In einigen Fällen waren namhafte Finanzinstitute in Konkurs gegangen, und selbst wenn es zu keinen bedeutenden Bankenkonkursen gekommen war, hatten die erforderlichen Anpassungen beim Kreditvergabe- und Anlageverhalten die wirtschaftlichen Aussichten zeitweise getrübt. Probleme im Finanzsektor hatten z.B. Anfang der neunziger Jahre die Wirtschaftstätigkeit in den USA, im Vereinigten Königreich und in Australien gebremst.

Geschäftsbanken

Unterschiedliche Ergebnisse der Banken nach Ländern ...

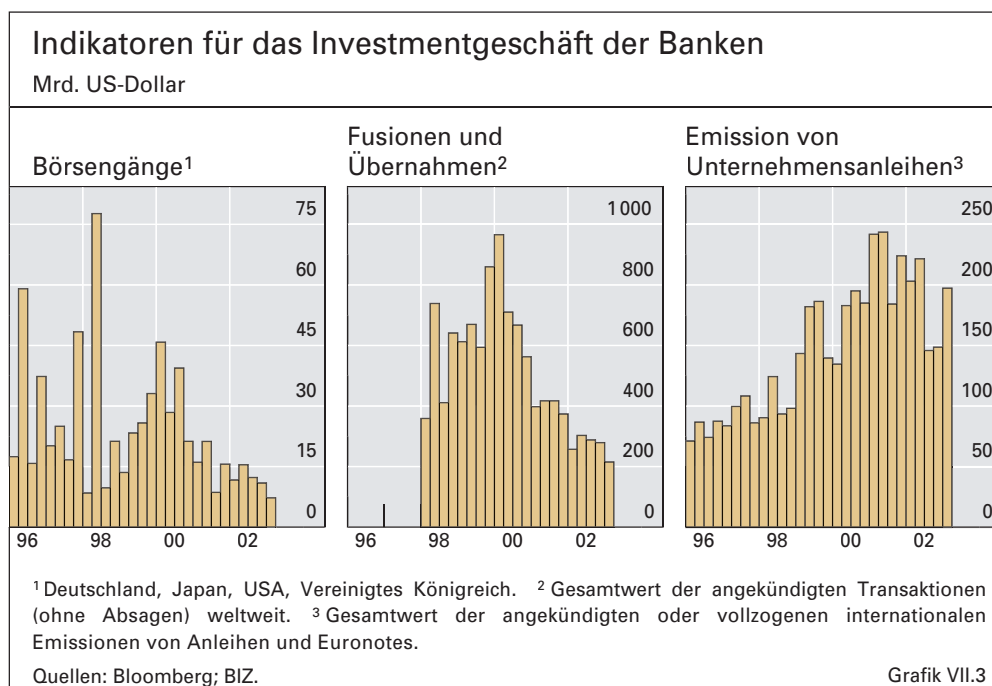
Auch wenn sich die Banken im Berichtszeitraum insgesamt gut behauptet haben, wiesen sie je nach Land und Geschäftsbereich erhebliche Unterschiede auf (Tabelle VII.1). Trotz beträchtlicher Anstrengungen bei der Abschreibung notleidender Kredite und der Begebung neuen Eigenkapitals waren die japanischen Banken weiterhin in ernsten Schwierigkeiten. In Deutschland erhöhte eine vergleichsweise schwache Konjunktur den Druck auf die Geschäftsbanken; aufgrund der strukturell bedingten Beeinträchtigung der Rentabilität des Privatkundengeschäfts stellte dieser Geschäftsbereich, im Gegensatz zu einigen anderen Ländern, zudem keinen Ausgleich dar. Die bedeutenderen, im Großkundengeschäft tätigen Institute verzeichneten überall geringere Erträge

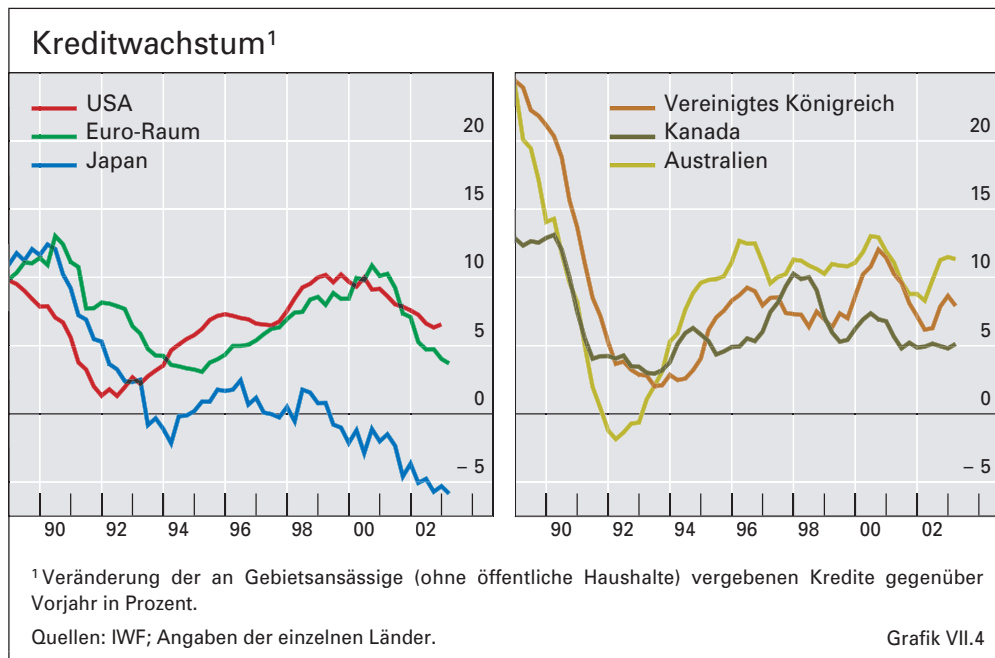
Rentabilität großer Banken ¹												
In Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
USA (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Japan ² (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Deutschland (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Vereinigtes Königreich (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
Frankreich (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italien (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Kanada (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
Spanien (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Australien (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Schweiz (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47
Schweden (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44

¹ Anzahl der einbezogenen Banken in Klammern. Japan: 13 Banken bis zu einer Fusion 2002. ² Fiskaljahre; 2002: Zwischenstand vom September.
Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.1

aus dem Kapitalmarktgeschäft. Niedrige Aktienkurse, geringe Investitionsausgaben und Bemühungen einiger Wirtschaftsunternehmen um die Konsolidierung ihrer Bilanzen verlangsamten das Tempo bei den Fusionen, Übernahmen und Börsengängen (Grafik VII.3). Positiv zu vermerken ist, dass die Kreditaufnahme der privaten Haushalte in vielen Ländern vergleichsweise hoch blieb, wodurch das Kreditwachstum insgesamt und die Gewinne aus dem Kreditgeschäft mit privaten Haushalten gestützt wurden (Grafik VII.4). Anhaltende Bemühungen der Banken um mehr Effizienz und niedrigere Kosten trugen ebenfalls zur Stärkung der Erträge bei.

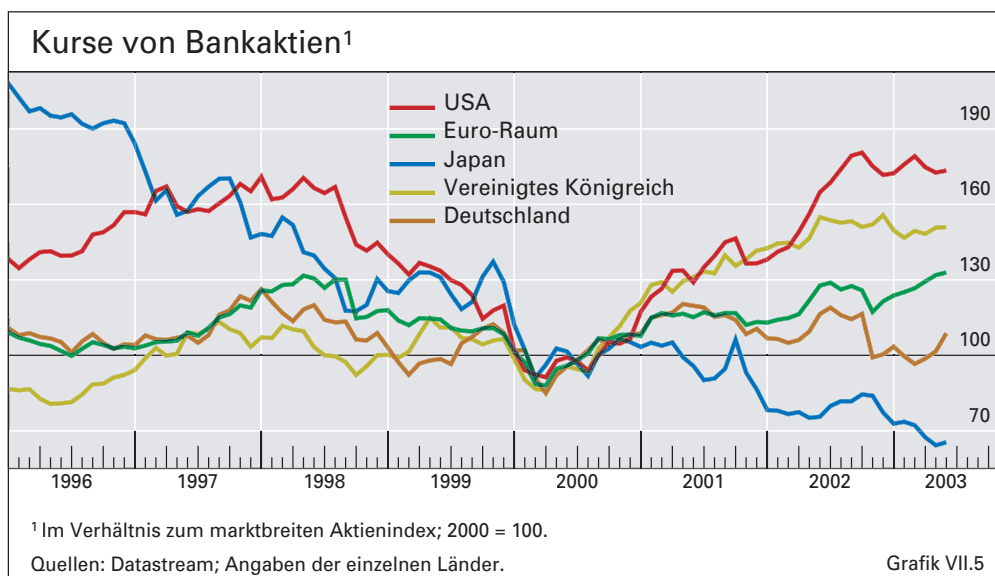
... und nach
Geschäftsbereichen

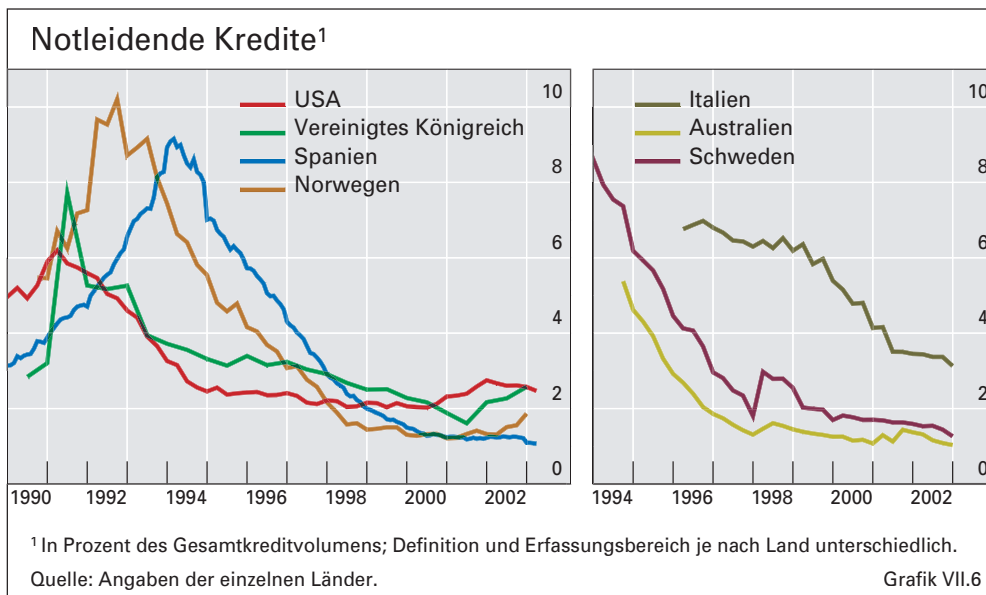




US-Banken
erfolgreich ...

In den USA erzielten die Geschäftsbanken trotz des schwierigen Umfelds ausgezeichnete Ergebnisse, was den Kurs ihrer Aktien im Vergleich zum Markt insgesamt in die Höhe trieb (Grafik VII.5). Da die Wirtschaft in den USA etwas schneller wuchs als in Europa und Japan, blieben die Kreditausfälle gegenüber 2001 praktisch unverändert, und die allgemeinen Messgrößen für die Kreditqualität verbesserten sich sogar geringfügig (Grafik VII.6). Kräftige Ausgaben der privaten Haushalte für Konsumgüter, insbesondere für Pkws, stützten die Vergabe von Verbraucherkrediten, und die anhaltende Stärke des Marktes für Wohneigentum begünstigte die Expansion der Hypothekendarlehen. Zudem verbesserte sich die Rentabilität des Hypothekenkreditgeschäfts durch Provisionseinnahmen aus dem florierenden Hypothekenrefinanzierungsgeschäft. Ein von niedrigen Renditen geprägtes Umfeld und ein höheres Risikobewusstsein führten zu vermehrten Einlagenzuflüssen, sodass die





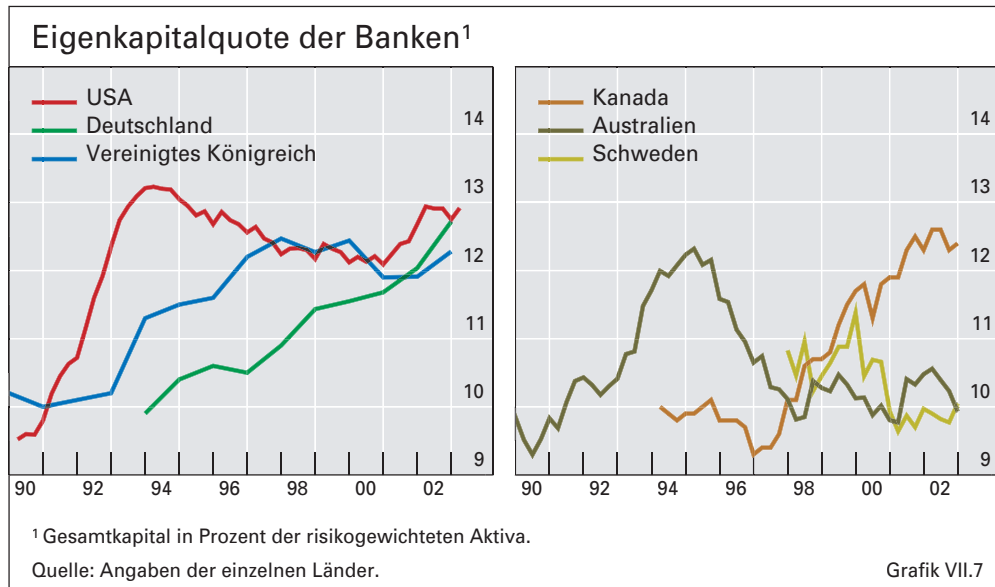
Refinanzierungskosten niedrig blieben und die Nettozinsmargen gestützt wurden. Schließlich sank im letzten Jahr auch der zinsfremde Aufwand gemessen an den Aktiva ganz erheblich. Dies ist wahrscheinlich auf Bemühungen um Kosteneinsparungen, teilweise aber auch auf die veränderten Rechnungslegungsvorschriften in Bezug auf den Firmenwert zurückzuführen.

Obwohl die europäischen Banken generell weniger gut abschnitten als die US-Banken, hielten sich die Zins- und sonstigen Erträge auf recht hohem Niveau, und die Risikovorsorge für Kreditausfälle stieg nur geringfügig. Etablierte Privat- und Firmenkunden im Inland ermöglichten eine kostengünstige Refinanzierung und steigerten die zinsunabhängigen Provisionseinnahmen. In einigen Fällen stiegen die Bankgewinne dank Fortschritten bei der Kostensenkung durch Technologieinvestitionen, Restrukturierungen und Rationalisierungen der betrieblichen Abläufe nach den Konsolidierungen in den späten neunziger Jahren. Mit der Neubewertung und Umschichtung ihrer Produktportfolios konnten viele Banken im Verhältnis zu den Kosten nachhaltig wachsende Einnahmen erzielen, wozu auch der Einnahmewachstum aus einem Spektrum neuer Produkte für die privaten Haushalte beitrug.

Die wichtigste Ausnahme war der deutsche Bankensektor, bei dem das Zusammentreffen konjunktureller und institutioneller Faktoren die seit langem bekannten Strukturprobleme in den Vordergrund rückte. Konjunkturelle Faktoren trafen die deutschen Banken, weil der Abschwung auf dem Inlandsmarkt besonders ausgeprägt war. Die chronisch niedrigen Margen infolge der Fragmentierung des Bankensystems und des intensiven Wettbewerbs vonseiten der staatlich unterstützten Landesbanken konnten die Kreditausfälle zudem nicht ausgleichen, sodass die in den neunziger Jahren geschaffenen Eigenkapitalpolster gefährdet waren. Im derzeitigen Umfeld dürfte es für einige Banken schwierig werden, die Erträge zu erzielen, die nötig wären, um eine erneute deutliche Verschlechterung der Qualität ihrer Aktiva zu bewältigen. Dennoch ist die Eigenkapitalausstattung des deutschen Bankgewerbes insgesamt nach wie vor angemessen (Grafik VII.7). Teilweise wegen der unter Druck stehenden Bankgewinne, aber auch im Rahmen von Bemühungen um eine

... wie auch Banken fast überall in Europa

Deutsche Banken vor größeren Herausforderungen



angemessene Risikobewertung bei Krediten an kleine und mittlere Unternehmen, haben deutsche Banken offenbar ihre Margen auf solche Kredite erhöht – mit möglicherweise negativen Konsequenzen für die betroffenen Unternehmen. Die für 2005 erwartete Beendigung der expliziten Staatsgarantien für Landesbanken und Sparkassen dürfte auf längere Sicht dazu beitragen, den Druck auf die Margen der deutschen Banken zu verringern.

Japanische Banken
noch immer in
Schwierigkeiten

In Japan blieb die Lage für das Bankgeschäft schwierig, da die Wirtschaftsschwäche und der weitere Preisrückgang die Banken zusätzlich belasteten. Unter dem Druck neuer aufsichtsrechtlicher Vorschriften für die Bewertung von Krediten an in Schwierigkeiten geratene Unternehmen widmeten sich die japanischen Banken dem großen Problem notleidender Kredite mit mehr Nachdruck. Im Fiskaljahr 2002 erlitten die größten japanischen Banken in ihren Aktienportfolios Verluste von über 3 Bio. Yen und bildeten Rückstellungen für Kreditausfälle in Höhe von über 5 Bio. Yen. Die tatsächlichen Verluste für das Jahr betragen mehr als 4 Bio. Yen. Zur Stützung ihrer Eigenkapitalausstattung begaben diese Banken Eigenkapitalinstrumente im Wert von etwa 2 Bio. Yen, darunter Stammaktien, Vorzugsaktien und Wandelschuldverschreibungen mit Pflichtwandlung (Kapitel VI). In einigen Fällen wurden diese Instrumente jedoch an verbundene Parteien oder an Kunden der Emissionsbank verkauft, weshalb das neue Kapital nicht unbedingt auf das Vertrauen außenstehender Anleger schließen lässt. Ungeachtet dieser Neuemissionen ging die Eigenkapitalquote bei mehreren der größten japanischen Banken erheblich zurück, sodass sie am Ende des Fiskaljahres in einigen Fällen trotz vorangegangener staatlicher Kapitalinjektionen deutlich unter 10% lag. Ihre tatsächliche Eigenkapitalausstattung könnte zudem wesentlich schwächer sein, als es den Anschein hat, da ein beträchtlicher Teil des Kapitals vorgetragene Steuerrückerstattungen sind, die nur dann vereinnahmt werden können, wenn die Banken in naher Zukunft erhebliche Gewinne erwirtschaften. Als Reaktion auf die Zweifel der Rechnungsprüfer an den Schätzungen für künftige Erträge senkte eine große Bank sogar den ausgewiesenen Betrag ihrer vorgetragenen Steuerrückerstattungen so weit, dass es zu einer staatlichen Intervention kam.

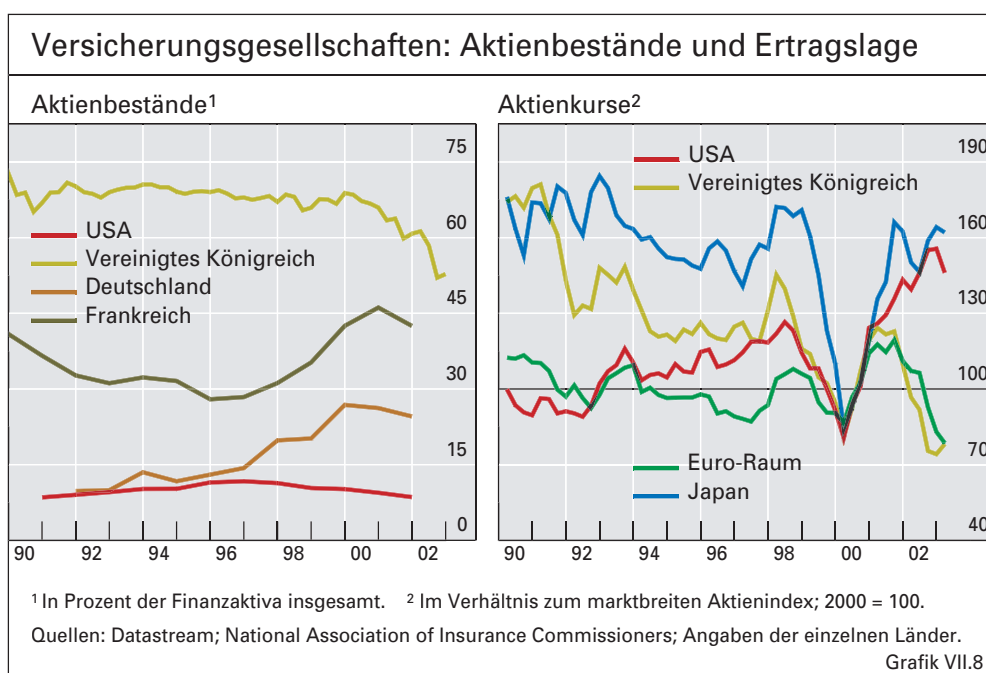
Versicherungsgesellschaften

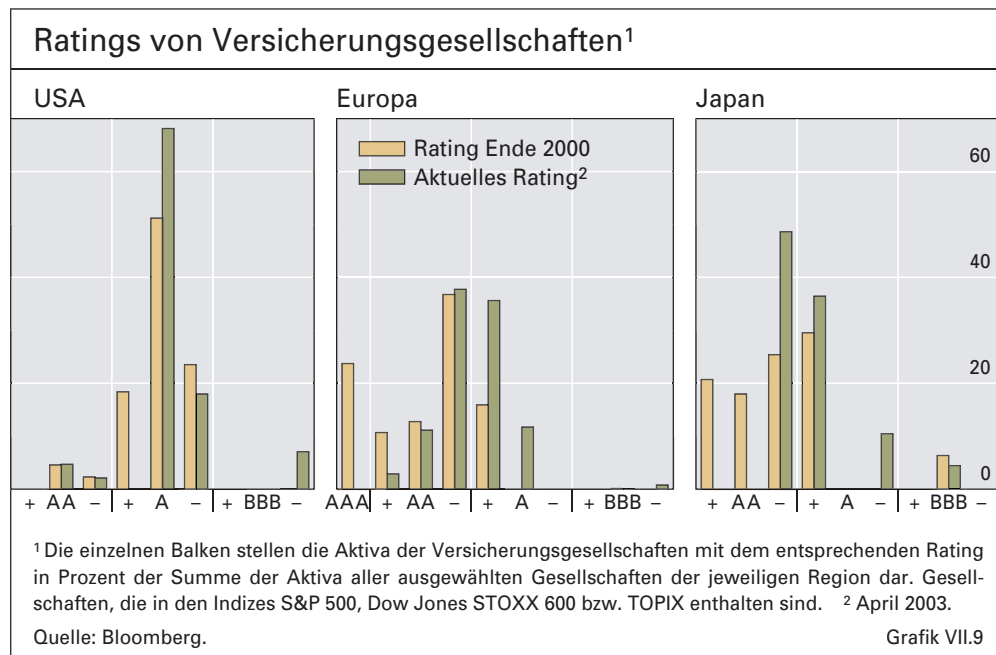
Die Versicherungsbranche erzielte im letzten Jahr wesentlich schwächere Ergebnisse als der Bankensektor. Diese Schwäche war größtenteils eine Folge der geringen Renditen auf Vermögensanlagen, die dazu führten, dass die Gewinne sanken oder sogar Verluste entstanden. Im Lebensversicherungsbereich wurden die Gewinne durch hohe garantierte Renditen auf Versicherungsverträge zusätzlich gedrückt. Im Sachversicherungsbereich, einschließlich Rückversicherungen, wurden die niedrigen Anlagerenditen teilweise durch Gewinne beim Betriebsergebnis ausgeglichen. Das Beitragsaufkommen stieg, und die Ansprüche, die sich 2001 aufgrund der Terroranschläge in den USA und mehrerer Naturkatastrophen sprunghaft erhöht hatten, gingen auf ein üblicheres Niveau zurück.

Die niedrigen Renditen auf Anlagen der Versicherungsgesellschaften beruhten auf zwei Faktoren. Erstens gingen die Renditen neuer festverzinslicher Instrumente infolge der deutlichen Lockerung der Geldpolitik erheblich zurück. Wichtiger ist jedoch zweitens, dass die Talfahrt der Kurse von Unternehmensaktien und -anleihen den Wert der Bestände der Versicherungsgesellschaften verringerte. Dabei wurden nach den in vielen Ländern geltenden Grundsätzen der Rechnungslegung für Versicherungsgesellschaften vermutlich noch nicht einmal alle diese Verluste in den Bilanzen ausgewiesen. Ein Vergleich der Regionen ergibt einen wahrscheinlichen Zusammenhang zwischen höheren Aktienengagements und einer unterdurchschnittlichen Kursentwicklung von Versicherungsaktien (Grafik VII.8). Ein Beispiel hierfür ist die unterschiedliche Wertentwicklung der Aktien der Versicherungsbranche im Vereinigten Königreich und in den USA. Die britischen Versicherungsgesellschaften halten traditionell große Aktienportfolios und haben unter der derzeitigen Marktlage am stärksten gelitten, während das Engagement der meisten US-Gesellschaften am Aktienmarkt durch regulatorische Vorschriften beschränkt wurde.

Versicherungen schwächer als Banken ...

... infolge von Anlageverlusten





Bonitätseinstufung von Versicherungen schlechter

Verluste im Anlagebestand und ein schwaches Betriebsergebnis setzten 2002 die Bonitätseinstufung mehrerer Versicherungsgesellschaften unter Druck. Zur Verbesserung ihrer Bilanz reagierten die Gesellschaften in einigen Fällen mit Dividendenkürzungen oder der Emission von neuem Eigenkapital. In anderen Fällen wurden Gesellschaften herabgestuft (Grafik VII.9), und einige kleinere Versicherungen gingen in Konkurs. In Europa und in Japan waren Herabstufungen häufiger als in den USA. Dennoch blieb die durchschnittliche Bonitätseinstufung der Versicherungsgesellschaften in Europa höher als in den USA.

Ursachen der Widerstandsfähigkeit

Konjunkturelle und strukturelle Faktoren verantwortlich für Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors

Zur jüngsten Widerstandsfähigkeit der Banken in den meisten Industrieländern haben sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren beigetragen. Zu den konjunkturellen zählte, dass der kürzliche Abschwung atypisch war und Kreditausfälle in der Größenordnung vergangener Phasen deshalb ausblieben, auch wenn viele Wirtschaftsunternehmen mit erheblichen Problemen konfrontiert waren. Strukturelle Faktoren waren das in den letzten Jahren zweifellos wesentlich verbesserte Risikomanagement der Banken und die Tatsache, dass die Streuung der Kreditrisiken über den gesamten Finanzsektor durch die Weiterentwicklung der Finanzmärkte erleichtert worden ist.

Konjunkturelle Faktoren

Letzter Zyklus atypisch

Zwei atypische Merkmale des jüngsten Konjunkturabschwungs haben dazu beigetragen, die Auswirkungen auf die Intermediäre, und insbesondere auf die Banken, zu mildern. Erstens war der Abschwung, wie in Kapitel II erörtert, vor allem auf das plötzliche Ende eines investitionsgetriebenen Aufschwungs zurückzuführen, der von überhöhten Aktienbewertungen begleitet war, und nicht auf die Auswirkungen einer geldpolitischen Straffung infolge steigenden

Inflationsdrucks. Somit wurde die Geldpolitik deutlich gelockert, als sich die Konjunktur abschwächte. Niedrigere Zinssätze waren u.a. der Grund für das zweite atypische Merkmal des Konjunkturabschwungs: die relative Stärke der Immobilienpreise. Die Preise für Wohneigentum stiegen weiter, in einigen Ländern sogar sprunghaft (Kapitel VI). Die Preise für Gewerbeimmobilien schwächten sich ab, fielen im Allgemeinen jedoch nicht in dem Maße wie in vielen früheren Abschwüngen.

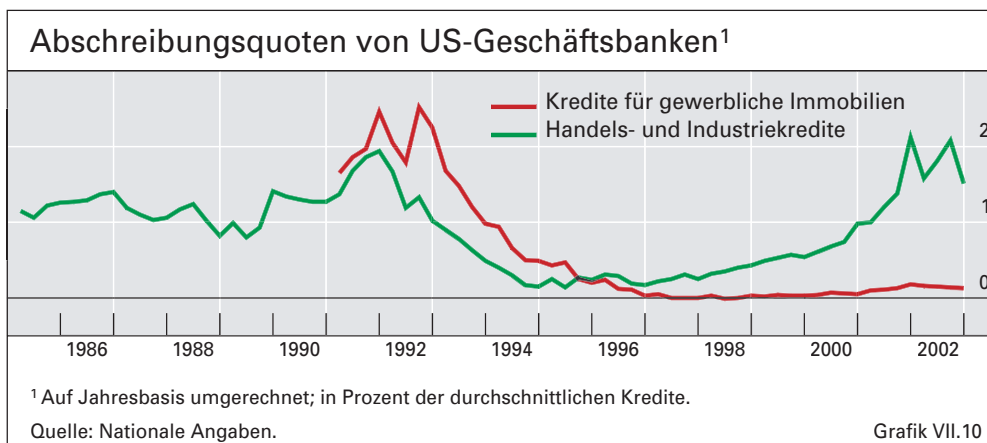
Da niedrigere Zinsen den Schuldendienstaufwand verringerten und hohe Immobilienpreise die Bilanzen stützten, verschlechterte sich die Kreditqualität weitaus weniger als in vergangenen Konjunkturabschwüngen. Die Schwäche der Wirtschaft und die Rückführung von Übersteigerungen in mehreren Branchen, insbesondere Telekommunikation und IT, verursachten zwar erheblich höhere Verluste bei Handels- und Industriekrediten (Grafik VII.10), doch bei Immobiliendarlehen, insbesondere gewerblichen Hypotheken, blieben sie gering. Anleger mit größeren Aktienengagements und festem Aufwand für Verbindlichkeiten, vor allem Versicherungsgesellschaften, verzeichneten im jüngsten Konjunkturabschwung dagegen größere Verluste. Diese waren dem massiven Rückgang der Aktienkurse und den stark rückläufigen langfristigen Zinssätzen zuzuschreiben.

Die vergleichsweise geringfügige Verschlechterung des Gewerbeimmobiliensektors in vielen Ländern war größtenteils auf das Ausbleiben eines Booms in diesem Sektor während des vorangegangenen Aufschwungs zurückzuführen. Im Gegensatz zu den Preisen für Wohneigentum blieben die Preise von Gewerbeimmobilien deutlich unter den früheren Höchstständen (Tabelle VII.2). In den meisten Ländern war zudem die Bautätigkeit nach wie vor mäßig. Folglich waren der Anstieg der Leerstandsquoten und der Rückgang von Pachten und Preisen während der Konjunkturschwäche moderat, und die Kreditnehmer gerieten weniger unter Druck. Gewiss mag der ausgewiesene Anstieg der Leerstandsquoten den ungenutzten Raum unterzeichnen, weil derzeitige Pächter vielleicht versuchen, den nicht mehr benötigten Raum unterzuvermieten. Die Eigentümer erzielten in diesen Fällen jedoch weiterhin Pachteinahmen, mit denen sie ihre Schulden bedienen können.

Angesichts eines geringeren Überangebots an Neubauten als in der Vergangenheit hing die Wertentwicklung von gewerblichem Immobilien-

Kreditqualität
weniger
gesunken als in
früheren Zyklen ...

... insbesondere bei
Immobilienkrediten



Immobilienpreise								
	Gewerbliche Immobilien ¹			Wohneigentum			<i>Nachrichtlich: Verschuldung der privaten Haushalte²</i>	
	1995–2002	2002	2002	1995–2002	2002	2002	1995–2002	2002
	Nominale Veränderung ³		Niveau ⁴	Nominale Veränderung ³		Niveau ⁴	Nominale Veränderung ³	
USA	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Japan ⁵	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Deutschland	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Vereinigtes Königreich	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
Frankreich	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Italien	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Kanada	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Spanien	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Niederlande	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Australien	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Schweiz	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3
Belgien	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Schweden	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Norwegen	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Dänemark	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
Finnland	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Irland	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100	...	...

¹ Australien, Belgien, Italien, Spanien: erstklassige Lage in den größten Städten. ² Falls verfügbar, breit abgegrenztes Aggregat aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, sonst Bankkredite; teilweise geschätzt. ³ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ⁴ Im Verhältnis zu der Hochphase der realen Preise für gewerbliche Immobilien/Wohneigentum. ⁵ Grundstückspreise.

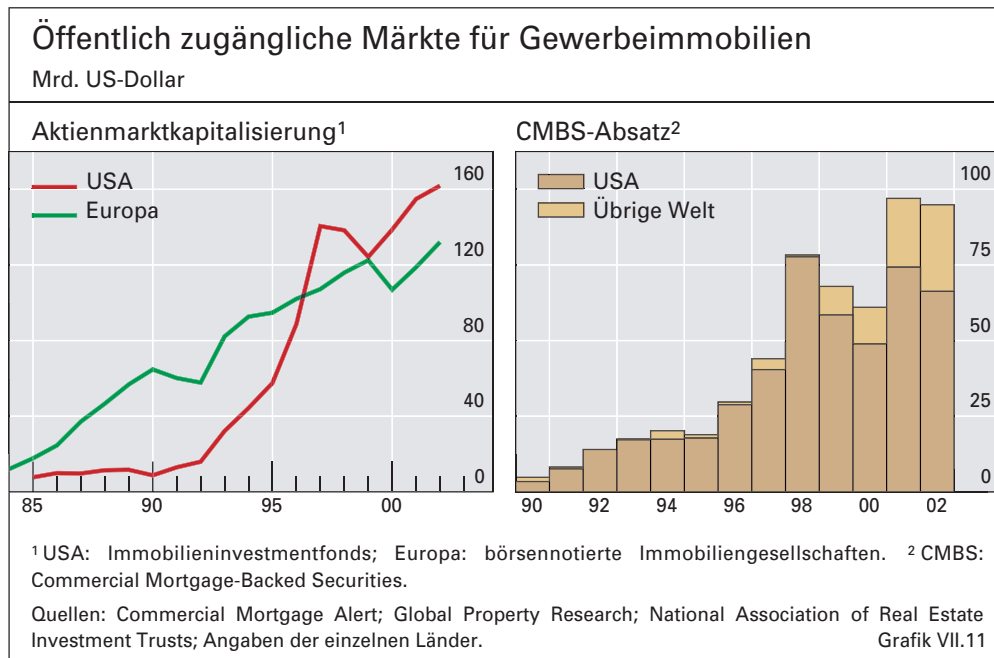
Quellen: Catella Property Consultants; Frank Russell Canada Ltd.; Investment Property Databank Ltd.; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle VII.2

Wertentwicklung
von Gewerbe-
immobilien
nachfragebedingt

vermögen von der Nachfrage nach Gewerberaum ab. Das anhaltende Wachstum der Verbraucherausgaben belebte in vielen Ländern die Nachfrage nach Einzelhandelsflächen. Dagegen wurden Büro- oder Industrieimmobilien vor allem dort besonders hart getroffen, wo die Konjunktur schwach war – sei es wegen der schleppenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, wie in Deutschland, oder wegen branchenspezifischer Probleme, wie im Silicon Valley in den USA. In einigen Finanzzentren hatte auch der Rückgang des Investmentgeschäfts einen dämpfenden Einfluss. In Städten mit stärker diversifiziertem Gewerbe entwickelte sich das Immobiliengeschäft offenbar besser.

Keine Über-
steigerungen
infolge Erfahrung
mit früheren
Verlusten ...

Dass im jüngsten Konjunkturzyklus Übersteigerungen am Gewerbeimmobilienmarkt praktisch ausblieben, ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Erinnerungen an die Verluste beim Zusammenbruch des Gewerbeimmobilienmarktes Anfang der neunziger Jahre mahnten Anleger und Kreditgeber sicherlich zur Vorsicht und zur eingehenderen Prüfung von Projekten. Zudem bremste der schleppende Abbau der im damaligen Bauboom entstandenen Überkapazitäten wahrscheinlich weitere Investitionen. Die zunehmende Bedeutung marktbasierter Finanzierungsquellen, u.a. Immobilieninvestmentfonds, börsennotierter Immobiliengesellschaften und durch Gewerbeimmobilien



besicherter Wertpapiere, dürfte ebenfalls zur relativen Stabilität dieses Bereichs beigetragen haben (Grafik VII.11). Die Weiterentwicklung dieser öffentlich zugänglichen Refinanzierungsquellen erhöhte sicherlich die Markttransparenz und -disziplin. Außerdem ließ sie eine breitere Risikostreuung zu, sodass sich für den Kreditgeber das Risiko aus einem einzelnen Projekt verringerte. Schließlich erleichterten diese Instrumente neuen Anlegern den Zugang zum Gewerbeimmobilienmarkt, wodurch Projekte im Falle von Schwierigkeiten bei herkömmlichen Refinanzierungsquellen potenziell aus einem größeren Pool schöpfen konnten.

... und strengerer Marktüberwachung

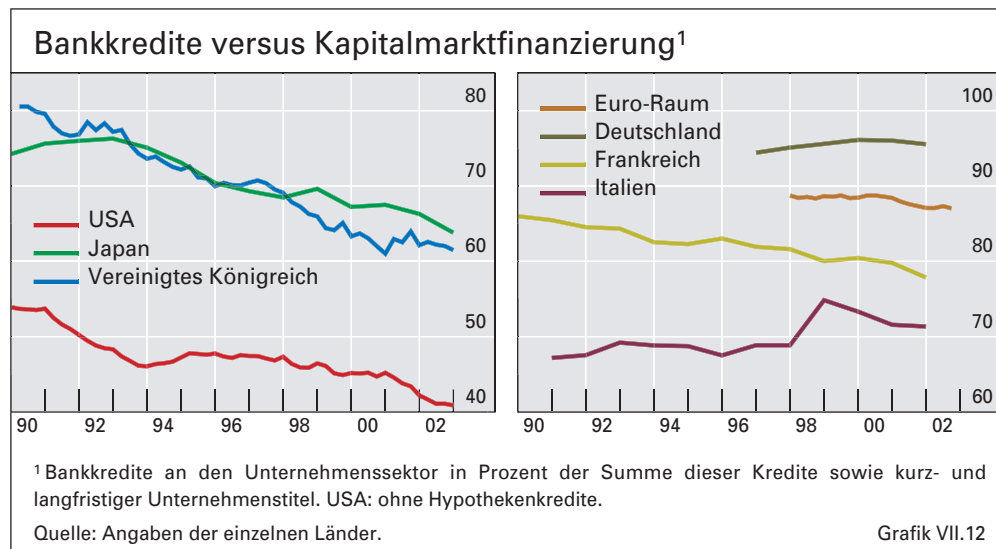
Strukturelle Faktoren

Neben den Besonderheiten des letzten Abschwungs trugen zwei weitere Faktoren dazu bei, dass die Folgen für die Finanzinstitute, insbesondere die Banken, begrenzt blieben. Erstens hat sich die Mittelbeschaffung der Unternehmen in den vergangenen Jahren in vielen Volkswirtschaften generell von Bankkrediten zu Kapitalmarktfinanzierungen verlagert (Grafik VII.12). Folglich wurden Verluste, die in früheren Abschwüngen womöglich allein von den Banken aufgefangen worden wären, teilweise auf Portfolioanleger verteilt. Zweitens waren die Risiken auch innerhalb des Bankensektors breiter gestreut, sodass Risikokonzentrationen im Allgemeinen wirksamer vermieden werden konnten als früher.

Bessere Kreditrisikostreuung durch ...

Fortschritte bei der Messung und Handhabung von Kreditrisiken aufseiten der Banken förderten diese Entwicklung. Die Banken profitierten insbesondere vom Einsatz verbesserter IT-Systeme, die die Beurteilung und Bewertung des Kreditrisikos von Schuldern erleichtern und die Überwachung potenzieller Risikokonzentrationen unterstützen. Das erhöhte Risikobewusstsein der Banken war gleichzeitig eine Reaktion auf den Druck der Finanzmärkte wie auch der Aufsichtsinstanzen, die Risikobewertung zu verbessern, die Eigenkapitalausstattung anzuheben und die Effizienz des Eigenkapitaleinsatzes zu erhöhen.

... besseres Kreditrisikomanagement ...



... und liquidere Märkte für Instrumente zur Risikoübertragung:

Erleichtert wurde die breitere Risikostreuung überdies durch die Weiterentwicklung bestehender und das Entstehen neuer Finanzmärkte, insbesondere der Märkte für Unternehmensanleihen, Konsortialkredite, forderungsunterlegte Wertpapiere und Kreditderivate.

Dass sich die Mittelbeschaffung in den letzten Jahren von den Banken zum Anleihemarkt verlagerte, ist sowohl auf Nachfrage- als auch auf Angebotsfaktoren zurückzuführen. Die Ausweitung des Marktes für hoch rentierende Wertpapiere, insbesondere in den USA, und auch die Entwicklung des europäischen Anleihemarktes nach der Einführung des Euro im Jahr 1999 senkten die Kosten und erhöhten die Verfügbarkeit von Anleihefinanzierungen. Angesichts des nahezu historischen Tiefstands der Anleiherenditen entschieden sich zudem viele Unternehmen offenbar für die Fixierung niedriger Finanzierungskosten und die Vermeidung von Verlängerungsrisiken, indem sie kurzfristige Kredite, darunter auch Bankdarlehen, durch Anleihen ersetzen (Kapitel VI). Gefördert wurde diese Verlagerung zu längerfristigen Finanzierungen auch durch die geringere Bereitschaft der Banken, Auffangkreditlinien für Commercial-Paper-Emissionen bereitzustellen – eine Entwicklung, die mit den Fortschritten bei der Risikobeurteilung zusammenhing.

– Konsortialkredite

Am Markt für syndizierte Unternehmenskredite verlagerten die Banken einen erheblichen Teil der Kreditrisiken auf Nichtbankanleger, z.B. Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds, Pensionsfonds, Hedge-Fonds und Verbriefungsgesellschaften. In den letzten Jahren entfiel etwa ein Zehntel des Volumens von US-Konsortialkrediten auf diese Anleger, und das eingegangene Kreditrisiko war dabei weitaus höher als bei den Banken (Tabelle VII.3). Hinter der wesentlich geringeren Qualität dieser Kredite standen vermutlich die größere Risikobereitschaft von Nichtbankanlegern und der Verkauf notleidender Kredite durch Banken, die die Verschlechterung der eigenen Kreditbestände begrenzen wollten. Der Anteil der Transaktionen mit notleidenden Krediten am Gesamtgeschäft des Sekundärmarktes für Konsortialkredite ist in den letzten Jahren tatsächlich deutlich gestiegen.

US-Konsortialkredite ¹								
	Anteil am Gesamtkreditvolumen (%) ²			Nachrichtlich: Gesamtkreditvolumen (Mrd. \$)	Problemkredite (%) ³			
	US-Banken	Ausländische Bank-institute	Nicht-banken		US-Banken	Ausländische Bank-institute	Nicht-banken	Gesamtkreditvolumen
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,5	7,3	22,6	8,4

¹ Ausstehende Kredite und nicht beanspruchte Zusagen. ² Kreditvolumen in Dollar je Institutsgruppe in Prozent des Gesamtkreditvolumens in Dollar. ³ Von Inspektoren als „nicht voll werthaltig“, „zweifelhaft“ oder „uneinbringlich“ eingestuftes Kreditvolumen in Dollar, in Prozent des Gesamtkreditvolumens in Dollar.

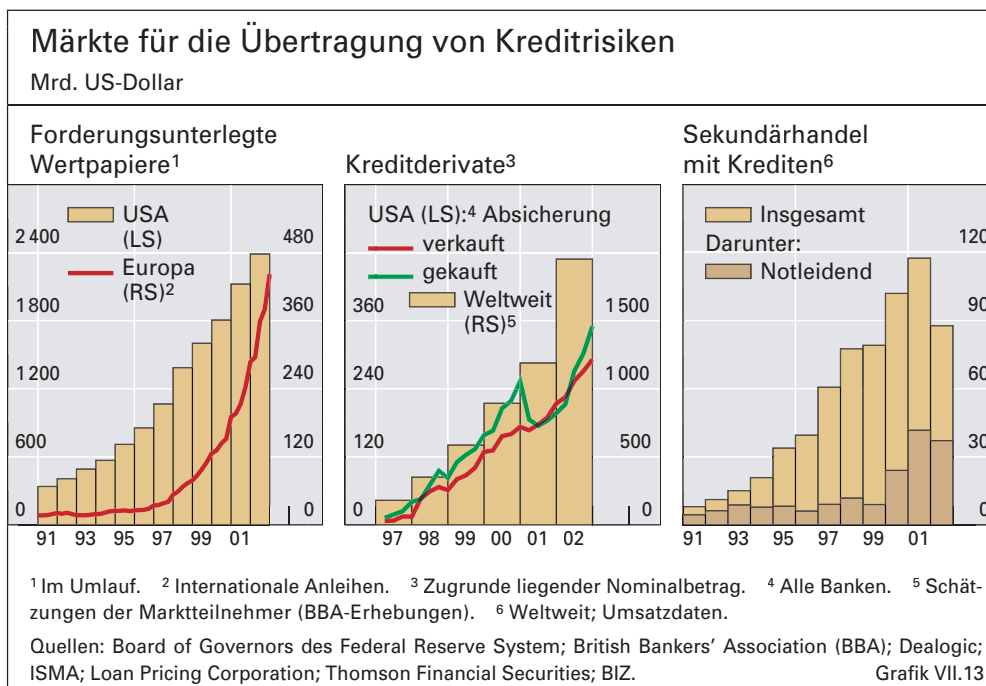
Quelle: Board of Governors des Federal Reserve System. Tabelle VII.3

Intermediäre wandten sich auch zunehmend an den Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere, um bei einem breiten Spektrum von Krediten ihr Risikoengagement zu verringern. In den vergangenen Jahren erhöhte sich das Volumen der umlaufenden forderungsunterlegten Wertpapiere in den USA sprunghaft, noch stärker aber in Europa, wo es jährlich um mehr als 50% zunahm (Grafik VII.13). In den USA – dem größten Markt für diese Instrumente – werden Emissionen am häufigsten mit Hypotheken für Wohneigentum unterlegt, in erheblichem Umfang aber auch mit Verbraucherkrediten, Unternehmenskrediten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. In Europa ergibt sich ein weitgehend ähnliches Bild.

– forderungsunterlegte Wertpapiere

Der Markt für Kreditderivate – u.a. Credit Default Swaps (CDS), Credit-Linked Notes, Total Return Swaps und ähnliche Derivate – expandierte in den letzten Jahren äußerst rasch. Der zugrunde liegende Nominalbetrag dieser Kontrakte erhöhte sich seit Ende der neunziger Jahre sprunghaft um etwa das Zehnfache auf rund \$ 2 Bio. im Jahr 2002. Zum Teil beruht dieser hohe Wert

– Kreditderivate



jedoch nicht auf Nettositionen für die Absicherung gegen oder Übernahme von Kreditrisiken, sondern auf Handels- und Marktmachergeschäften. Zum Beispiel waren US-Banken seit 1997 am Kreditderivativmarkt als Sicherungsnehmer etwa gleich aktiv wie als Sicherungsgeber, wobei die Engagements von einem vernachlässigbaren Niveau 1997 auf rund \$ 300–350 Mrd. Ende 2002 stiegen. Im Zeitverlauf variierten die Nettositionen im Verhältnis zu den Bruttositionen erheblich, wobei die US-Banken gelegentlich Nettosicherungsgeber waren. Dennoch waren sie Ende 2002 Nettosicherungsnehmer in der Größenordnung von \$ 60 Mrd., was etwa 8% ihrer Handels- und Industriekredite entspricht.

Banken als Netto-
käufer von Kredit-
absicherungen ...

Eine Erhebung von Fitch Ratings bei zahlreichen großen Finanzinstituten in den USA und Europa liefert weitere Angaben zur Größe und Struktur des

Kreditderivate ¹							
Ende September 2002; Mrd. US-Dollar							
	Credit Default Swaps	Portfolioinstrumente	Credit-Linked Notes	Total Return Swaps	Sonstige	Insgesamt ²	Nachrichtlich: CDO ³
	Brutto ⁴						
Insgesamt	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1 184,4	117,4
USA	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Banken	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Versicherungsgesellschaften	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Bürgende Finanzinstitute	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europa	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Banken	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Versicherungsgesellschaften	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
	Netto ⁴						
Insgesamt	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
USA	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Banken	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Versicherungsgesellschaften	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Bürgende Finanzinstitute	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europa	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Banken	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Versicherungsgesellschaften	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...

¹ Diese Daten fassen Resultate einer Erhebung bei rund 150 Teilnehmern am Kreditderivativmarkt zusammen, wobei Sicherungsgeber stärker berücksichtigt wurden. ² Werte für die übrigen Regionen: \$ 13,9 Mrd. (brutto) bzw. \$ 8,7 Mrd. (netto). ³ Collateralised Debt Obligations: Das Gesamtvolumen für die übrigen Regionen beträgt \$ 0,6 Mrd. ⁴ Die Bruttositionen umfassen die aggregierten Bruttoverkäufe von Kreditabsicherungen. Sie stellen ein Messinstrument für den maximalen Verlust bei einem Ausfall sämtlicher Referenzschuldner dar. Im Gegensatz dazu spiegeln die Nettositionen die aggregierten Nettoverkäufe von Kreditabsicherungen wider; dabei werden aufrechenbare Positionen gegenüber demselben Referenzschuldner berücksichtigt. Die spezifischen Definitionen des Brutto- und Nettorisikoengagements unterscheiden sich teilweise je nach dem internen Berichtssystem der Erhebungsteilnehmer.

Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.4

Kreditderivativmarktes im Herbst 2002 (Tabelle VII.4). Die Bruttositionen, die die befragten Firmen am Kreditderivativmarkt eingegangen waren, hatten einen zugrunde liegenden Nominalbetrag von insgesamt \$ 1,2 Bio., wobei sich Collateralized Debt Obligations auf weitere \$ 117 Mrd. beliefen. Der größte Teil dieser Bruttositionen entfiel auf Banken, doch auch Versicherungsgesellschaften und bürgende Finanzinstitute wiesen beträchtliche Engagements auf. Bei allen befragten Instituten waren die Nettositionen wesentlich kleiner als die Bruttositionen. Zum Zeitpunkt der Erhebung waren sowohl US- als auch europäische Banken Nettosicherungsnehmer, während Versicherungsgesellschaften und natürlich bürgende Finanzinstitute wichtige Nettosicherungsgeber waren. In Europa hatten größere Banken Kreditabsicherungen von kleineren regionalen Banken gekauft, die attraktivere Renditen anstrebten und ihre Kreditrisiken zu diversifizieren suchten.

... Versicherungsgesellschaften als Nettoverkäufer

Finanzinstitute nutzten diese Märkte in unterschiedlichem Maße, um ihre Risiken auf andere Länder oder Sektoren zu übertragen. Die grenzüberschreitende Risikoübertragung war offensichtlich bei Konsortialkrediten und Unternehmensanleihen am häufigsten. Am Markt für Konsortialkredite entfielen etwa 30% der Kredite, die in den letzten Jahren für US-Schuldner arrangiert wurden, auf europäische und japanische Banken (Tabelle VII.5). Umgekehrt stellten US- und japanische Banken etwa 20% der Konsortialkredite für Unternehmen in Europa bereit. Bei den forderungsunterlegten Wertpapieren sind

Auch grenzüberschreitende Risikoübertragung möglich

Weltweite Konsortialkredite an Nichtfinanzschuldner						
Prozent						
Nationalität der Schuldner ¹	Nationalität der Mittelgeber					Nachrichtlich: Verhältnis zu Bankkredit ³
	USA	Euro-Raum	Vereinigtes Königreich	Japan	Sonstige ²	
USA						
1993–95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996–99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000–02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Euro-Raum						
1993–95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996–99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 ⁴
2000–02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Vereinigtes Königreich						
1993–95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996–99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000–02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Japan						
1997–99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000–02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

¹ Sitzland des Schuldners. ² Enthält Kredite nicht aufgliederbarer Herkunft. ³ Durchschnitt der im jeweiligen Zeitraum neu vereinbarten Konsortialkredite, einschl. in Anspruch genommener und nicht in Anspruch genommener Anteile, in Prozent des durchschnittlichen ausstehenden Gesamtkreditvolumens der Banken gegenüber Wirtschaftsunternehmen. ⁴ 1997–99.

Quellen: Dealogic Loanware; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle VII.5

ähnliche Daten zwar nicht verfügbar, doch haben die ausländischen Bestände an US-Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen und erreichten Ende 2002 rund \$ 1,3 Bio., über 20% aller ausstehenden US-Unternehmensanleihen.

Dagegen lassen die nur begrenzt verfügbaren Daten bei den Kreditderivaten nicht erkennen, dass ihr Einsatz zu großen grenzüberschreitenden Nettoübertragungen von Kreditrisiken geführt hätte. Die oben erwähnte Erhebung von Fitch Ratings zeigte auf aggregierter Basis keine Nettokäufe bzw. -verkäufe von Kreditabsicherungen in einzelnen Regionen. Hinsichtlich etwaiger Unterschiede zwischen den Instituten ergab eine neuere Erhebung bei großen US-Banken, dass diese ihre CDS – die gebräuchlichste Form von Kreditderivaten – weit überwiegend mit anderen US-Banken abschlossen.

Schwachstellen

Im Allgemeinen haben die Finanzinstitute den letzten Abschwung zwar vergleichsweise gut überstanden, doch bleiben Risiken bestehen, die ihre künftige Finanzkraft gefährden. Die Hauptrisiken ergeben sich aus der Ungewissheit über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Sollte die Konjunkturschwäche entgegen den Erwartungen anhalten, könnte dies den Wert der Vermögenswerte zweifellos weiter verringern und den Druck auf die Bilanzen verstärken. Zusätzlich zu diesen konjunkturbedingten Risiken sind einige Finanzinstitute auch mit Rechts- und Reputationsrisiken konfrontiert, die aus ihrem Verhalten im Boom Ende der neunziger Jahre herrühren. Auch die mögliche Krisenanfälligkeit der neuen Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken könnte für die Marktteilnehmer eine Gefahr darstellen.

Konjunkturbedingte Risiken

Der grundlegende Bestimmungsfaktor einer Reihe potenzieller Risiken für die Finanzinstitute ist die Entwicklung der Weltwirtschaft. Aufgrund der allgemeinen Erwartung einer allmählichen Erholung bis hin zur Erreichung des Produktionspotenzials wäre damit zu rechnen, dass sich die Qualität der Vermögenswerte und damit die Erträge der Finanzinstitute mit der Zeit verbessern. Dagegen könnte eine Phase anhaltender wirtschaftlicher Schwäche oder gar ein neuerlicher Abschwung die Eigenkapitalpolster, die bislang die Widerstandsfähigkeit der Institute gesichert haben, aufzehren und somit die Institute in Schwierigkeiten bringen.

In derartigen Szenarien würden schwache Preise von Vermögenswerten wahrscheinlich eine Schlüsselrolle spielen. Zum Zeitpunkt der Drucklegung sind die Bewertungen an den Aktienmärkten trotz lang anhaltender Talfahrt nach wie vor vergleichsweise hoch, weil auf kurze Sicht eine deutliche Erholung der Erträge erwartet wird (Kapitel VI). Außerdem tendieren Aktienkurse erfahrungsgemäß gegen Ende umfangreicher Korrekturen zum Überschießen und könnten somit weiter zurückgehen, wenn der Konjunkturaufschwung lange genug auf sich warten ließe. Auch die Immobilienpreise zeigten in den letzten Monaten rückläufige Tendenzen (Kapitel VI). Eine anhaltende wirtschaftliche Schwäche könnte sehr wohl zu

Anhaltende wirtschaftliche Schwäche als Hauptrisiko

Schlüsselrolle der Preise von Vermögenswerten

ausgeprägten Preisrückgängen führen, zumindest an den Märkten, die in den letzten Jahren am stärksten zugelegt haben. Überdies könnte sich die zunehmende Abhängigkeit des Gewerbeimmobiliensektors von der Marktfinanzierung als zweischneidig erweisen. Das Bedürfnis der Anleger nach Sicherheit und Liquidität könnte durchaus stärker werden, wenn sich die Bedingungen an den Finanzmärkten verschlechtern sollten, und dies würde – wie im Herbst 1998 – die Preise von mit Gewerbeimmobilien unterlegten Wertpapieren nach unten drücken.

Versicherungsgesellschaften sind angesichts der Struktur ihrer Portfoliobestände, insbesondere unter Niedrigzinsbedingungen, dem Risiko eines weiteren Verfalls der Preise dieser Vermögenswerte am unmittelbarsten ausgesetzt. Ernsthaft geschwächte Eigenkapitalpositionen lassen nur begrenzte Handlungsmöglichkeiten zu, und eine Verschlechterung der Marktbedingungen könnte Bemühungen um eine Eigenkapitalerhöhung erschweren. Weitere Notverkäufe von Aktien durch Versicherungsgesellschaften würden zudem den Rückgang der Aktienkurse beschleunigen.

Versicherungsgesellschaften am stärksten exponiert

Der Wert der Vermögensbestände von Betriebsrentenplänen ist in den letzten Jahren aufgrund von niedrigeren Aktienkursen, Unternehmenskonkursen und steigenden Kreditzinsaufschlägen drastisch zurückgegangen. Pensionsfonds wurden auch durch die niedrigen Zinssätze belastet, die den versicherungsmathematischen Wert ihrer Verbindlichkeiten erhöhten. Angesichts der abnehmenden Deckung dieser Verbindlichkeiten mussten viele Arbeitgeber, in der Regel große Industrieunternehmen mit vielen älteren Beschäftigten, die Beiträge zu ihren Betriebsrentenplänen zu einer Zeit erhöhen, als ihre Gewinne bereits rückläufig waren. Zudem werden höhere Pensionsaufwendungen die ausgewiesenen Erträge von Unternehmen mit großen leistungsorientierten Betriebsrentenplänen aufgrund der in vielen Ländern derzeit üblichen Rechnungslegungspraxis voraussichtlich weiterhin belasten. Dies wiederum verzögert die Auswirkungen einer wirtschaftlichen Erholung auf die Bewertung ihrer Aktien. In mehreren Fällen lösten Bedenken darüber, welche Folgen unzureichend gedeckte Pensionsverbindlichkeiten für die Kapitalstruktur der Unternehmen haben könnten, Bonitätsrückstufungen aus und führten so zu höheren Finanzierungskosten (Kapitel VI).

Ein weiteres Sinken der Preise von Vermögenswerten würde die finanzielle Lage der leistungsorientierten Pensionskassen und der hinter ihnen stehenden Unternehmen zusätzlich belasten. Da die Marktteilnehmer sich der möglichen Auswirkungen von Pensionsverbindlichkeiten auf die Unternehmensbilanzen deutlicher bewusst sind, könnte die Reagibilität der Aktien- und Anleihekurse auf die Finanzierung der Betriebsrentenpläne weiter zunehmen. Überdies sind in vielen Ländern Änderungen in den Regeln und Verfahren für die buchhalterische Behandlung dieser Bilanzposten und ihren Bezug zur Gewinn- und Verlustrechnung vor kurzem eingeführt worden oder zu erwarten. Diese Änderungen werden den Handlungsspielraum der Unternehmen im Falle von Wertverlusten bei Vermögenswerten wohl einschränken, weil sie zumeist die bisherige Flexibilität der Unternehmen verringern, die Auswirkungen von Deckungslücken bei den Betriebsrentenplänen auf die Erträge über einen längeren Zeitraum auszugleichen.

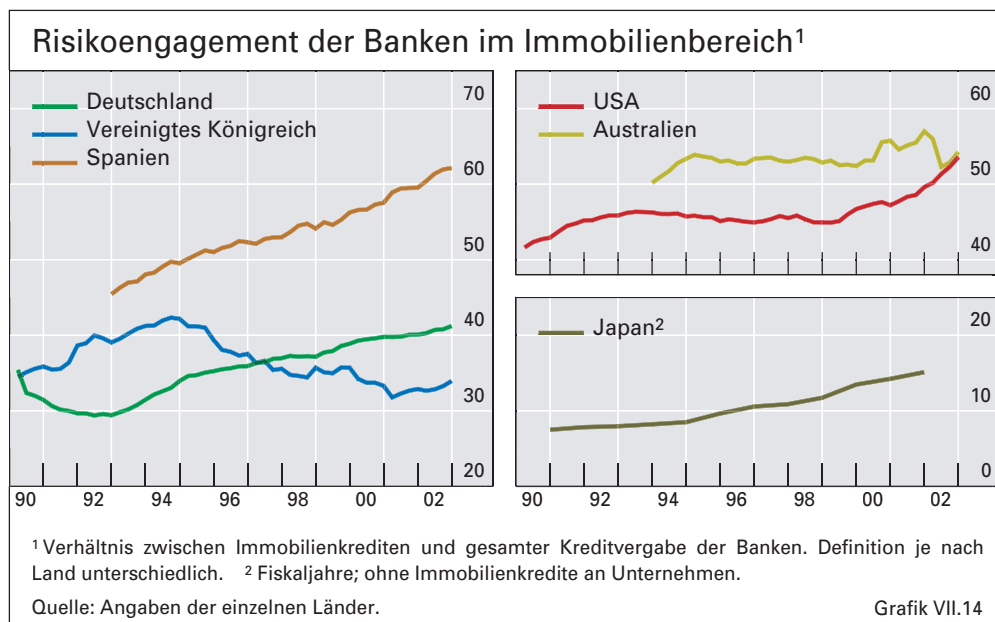
Auch Betriebsrentenpläne könnten unter Druck geraten

Negative Auswirkungen auf Banken womöglich erst später sichtbar

Eine lang anhaltende wirtschaftliche Schwächephase würde zusammen mit niedrigeren Preisen von Vermögenswerten auch die Finanzlage der Banken belasten, obgleich es länger dauern dürfte, bis diese Auswirkungen zutage treten. Trotz der jüngsten Maßnahmen zur Sanierung der Bilanzen bleibt die Schuldenlast der Unternehmen in vielen Ländern hoch, und ein anhaltendes unterdurchschnittliches Wachstum könnte infolge der geringeren Unternehmenseinnahmen und -gewinne die Verluste der Banken aus Unternehmenskrediten in die Höhe treiben. Insbesondere weisen die Banken weiterhin ein erhebliches Risikoengagement gegenüber Unternehmen in schwachen Branchen auf, z.B. der Informationstechnologie, den Medien, der Telekommunikation und der Reisebranche. Niedrigere Immobilienpreise könnten die Banken ebenfalls belasten, weil der Anteil der mit Immobilien unterlegten Darlehen in vielen Ländern sehr hoch ist und sich vor kurzem teilweise noch erhöht hat (Grafik VII.14). Wenn Einkommens- und Beschäftigungswachstum schwach bleiben und nachgebende Preise für Wohneigentum dafür sorgen, dass die privaten Haushalte sich keine liquiden Mittel mehr über Wertzuwächse beim Wohneigentum beschaffen können und dadurch weniger flexibel sind, könnte durchaus auch die Qualität guter Kredite an private Haushalte sinken. Die als „nicht erstklassig“ eingestuften Kredite stehen ohnehin bereits unter erheblichem Druck. Eine anhaltende wirtschaftliche Schwäche und Rückgänge der Immobilienpreise würden auch die Gewerbeimmobilienkredite belasten und damit einen Bereich schwächen, der im jüngsten Abschwung zur Widerstandsfähigkeit der Banken und Versicherungsgesellschaften beigetragen hat.

Einige Institute möglicherweise anfällig gegenüber höheren Zinsen

Eine andauernde Schwächephase könnte zu höheren langfristigen Zinssätzen führen, entweder weil die Staatsfinanzen ausgehöhlt werden oder weil – als Reaktion auf die vermehrte Ungewissheit – eine Flucht zu liquiden Mitteln stattfindet. Eine solche Entwicklung würde diejenigen Finanzinstitute gefährden, die äußerst anfällig gegenüber Zinsänderungen sind. Während einige Marktteilnehmer in Erwartung stabiler oder sinkender Zinssätze vielleicht



bewusst solche Risikoengagements eingehen, könnten sie bei anderen – z.B. den japanischen Banken – das Fehlen attraktiver Alternativen widerspiegeln. Außerdem dürften manche Institute Schwierigkeiten haben, ihre komplexen Zinspositionen abzusichern. Das könnte etwa bei den staatlich unterstützten US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften der Fall sein, die dem Risiko vorzeitiger Hypothekenrückzahlungen ausgesetzt sind. Sobald ein Zinsanstieg einsetzt, könnte er zudem verstärkt werden, falls einige Marktteilnehmer aufgrund der steigenden Zinsen nicht mehr als Händler oder Marktmacher auftreten würden und sich die Marktliquidität entsprechend verringerte. Ein Beispiel dafür ist der Zinsanstieg Anfang 1994. Natürlich würde eine unerwartet rasche wirtschaftliche Erholung die Zinssätze ebenfalls in die Höhe treiben. In diesem Fall würden indes höhere Einkommen und Preise von Vermögenswerten sicherlich zur Risikominderung bei den Finanzinstituten beitragen.

Sonstige Risiken

Selbst wenn sich der Wert von Vermögenspositionen bei einer weiteren stetigen Erholung der Weltwirtschaft festigt, könnten einige Finanzinstitute noch mit anderen Schwierigkeiten konfrontiert werden, die zum Teil eine Spätfolge des Finanzmarktbooms der späten neunziger Jahre sind. Zu diesen potenziellen Schwachstellen gehören zum einen Rechts- und Reputationsrisiken aufgrund des damaligen Verhaltens der Institute und zum anderen mögliche Probleme in der Funktionsfähigkeit der neuen Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken. Diese Schwachstellen sind schwieriger zu beurteilen und wohl weniger verbreitet als diejenigen, die mit der wirtschaftlichen Schwäche und den niedrigeren Preisen von Vermögenswerten zusammenhängen. Dennoch könnten sie große Finanzinstitute in Schwierigkeiten bringen und unter Umständen weiter reichende Auswirkungen haben.

Das Ausmaß der Rechts- und Reputationsrisiken, denen führende Investmentbanken als Folge ihrer Geschäftspraktiken in den späten neunziger Jahren ausgesetzt sein könnten, ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwer abzuschätzen. Mehrere große Finanzinstitute in den USA erzielten vor kurzem mit den Behörden auf nationaler und bundesstaatlicher Ebene eine Einigung in Fragen bezüglich des Geschäftsbereichs Investment Research und der Durchführung von Börsengängen. Diese Einigung legte der Branche erhebliche, aber tragbare Kosten auf. Sie verhindert jedoch weder, dass die Behörden fragwürdigen Geschäften mit Enron oder anderen in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen nachgehen, noch schließt sie eine rechtliche Auseinandersetzung mit privaten Anlegern aus.

Zwei große US-Banken bildeten Ende 2002 Rückstellungen für etwaige Kosten im Zusammenhang mit solchen Ermittlungen und Gerichtsverfahren. Angesichts der mit solchen Rechtsangelegenheiten verbundenen Ungewissheit, der großen Zahl möglicher Kläger und der potenziellen Größenordnung der Schadenersatzforderungen ist es nicht leicht, die angemessene Höhe solcher Rückstellungen zu ermitteln. So könnten die tatsächlich anfallenden Kosten beträchtlich höher sein als die bislang gebildeten Rückstellungen. Folglich hätten einzelne Institute im Extremfall mit einer Herabsetzung ihres Rating und verstärkten Liquiditätsengpässen zu rechnen.

Rechts- und
Reputationsrisiken
für die größten
Institute

An neuen Märkten für Übertragung von Kreditrisiken Bedenken wegen mangelnder Transparenz ...

Dass einige Finanzinstitute in ihrem Kreditrisikomanagement von den Märkten für die Risikoübertragung abhängig sind, gibt Anlass zu gewissen Bedenken. Zunächst einmal können künftige Schwierigkeiten nicht ausgeschlossen werden, auch wenn diese Märkte mehrere größere Unternehmenskonkurse erfolgreich bewältigten, denn die Märkte sind vergleichsweise jung und daher noch nicht in Zeiten erheblicher Anspannungen auf die Probe gestellt worden. Ein besonderes Problem ist ihre mangelnde Transparenz in Bezug auf die letztendliche Verteilung der Kreditrisiken, sodass einige Marktteilnehmer womöglich mehr Risiken übernehmen, als anderen Marktteilnehmern oder den Finanzbehörden bewusst ist. Zudem können die zentrale Rolle einer Handvoll großer Finanzinstitute und die sich zwischen ihnen ergebenden Verbindungen zur Folge haben, dass Probleme auf andere Institute übergreifen, auch wenn sich die Marktteilnehmer um Risikobegrenzung bemühen. Sollten solche Spillover-Effekte die Liquidität und Kapazität des Marktes beeinträchtigen, könnte es für andere Marktteilnehmer schwierig werden, ihr Kreditrisiko zu steuern. Mögliche Folgen wären eine geringere Verfügbarkeit von Krediten und entsprechend höhere Kreditkosten.

... Konzentrationsrisiko ...

... und Interessenkonflikten

Bedenken bestehen auch in Bezug auf ein grundlegendes strukturelles Problem. Viele Finanzinstitute, die Kreditderivate zur Steuerung ihrer Kreditrisiken einsetzen, haben über ihr Kredit- oder Emissionsgeschäft Beziehungen zu den Unternehmen, deren Risiken sie handeln. Folglich dürften diese Institute zeitweise Zugang zu nicht öffentlichen Informationen haben, die ihnen gegenüber schlechter informierten Marktteilnehmern einen unlauteren Vorteil verschaffen. Geschäfte auf der Basis solcher Insider-Informationen sind rechtswidrig und könnten potenzielle Kontrahenten abschrecken. Finanzinstitute haben interne Mechanismen, um grundsätzlich sicherzustellen, dass Händler keinen Zugang zu nicht öffentlichen Informationen haben bzw. nicht auf deren Basis handeln können. Solche Mechanismen können jedoch dazu führen, dass Institute Kreditderivate nur begrenzt oder gar nicht für ihr Kreditrisikomanagement einsetzen können.

Vielfalt an Finanzierungsmöglichkeiten und Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors

Bilanzwirksame und marktbasierter Finanzierung ergänzen einander

Der derzeitige Konjunkturzyklus weicht sowohl hinsichtlich der Gründe des Abschwungs als auch hinsichtlich der Entwicklung im Finanzsektor vom typischen Muster ab. Er wirft überdies Fragen zu dem Verhältnis zwischen bilanzwirksamer und marktbasierter Finanzintermediation im Umgang mit finanziellen Anspannungen auf. So zeigt die jüngste Erfahrung, wie wichtig es ist, die Stärken und Schwächen dieser beiden Formen der Finanzintermediation zu verstehen.

Der gesamtwirtschaftliche Wert des Finanzsystems wird daran gemessen, inwieweit es gelingt, die Mittel der Sparer produktiven Verwendern zuzuführen und die Risiken denen zuzuweisen, die am ehesten bereit und fähig sind, sie zu tragen. So gesehen ist ein System dann besser, wenn es diese Funktionen effizient ausübt und gegenüber Verwerfungen und Engpässen weniger anfällig ist.

Der wichtigste Vorteil bilanzwirksamer Finanzintermediation ist, dass sie dank der Überwachung und dank vielschichtigen längerfristigen Beziehungen besser geeignet ist, für einen reibungslosen Informationsfluss und ungehinderte Anreizmechanismen zu sorgen. Da Intermediäre jedoch die daraus folgenden Kreditrisiken in der Regel in ihre Bücher übernehmen, ist der Diversifizierungsspielraum durch das Bilanzvolumen und die Fixkosten für das Eingehen informationsintensiver Beziehungen begrenzt.

Bilanzwirksame Finanzierung kann zur Lösung von Informations- und Anreizproblemen beitragen ...

Marktbasierte Finanzintermediation dagegen lässt eine bessere Risikostreuung über das gesamte System zu, sofern die letztlichen Anleger ihre Portfolios gut diversifizieren. Dazu wiederum bedarf es zum einen öffentlich zugänglicher Informationen, damit alle Anleger die Risiken und Renditen verschiedener Anlagemöglichkeiten bewerten können, und zum anderen niedriger Transaktionskosten, damit die Portfolios bei neuen Informationen über ein Unternehmen leicht angepasst werden können. Folglich sind handelbare Wertpapiere sowie Regeln für die Offenlegung und Handhabung von Informationen die wichtigsten Bausteine eines wirksamen marktbasierten Systems.

... doch marktbasierter Finanzierung kann Diversifizierung verbessern

Die Möglichkeit, ohne weiteres zwischen bilanzwirksamer und marktbasierter Finanzintermediation zu wechseln, ist für Finanzsysteme ein Pluspunkt. Systeme mit einer solchen Flexibilität sind wahrscheinlich robuster als jene, die nur auf eine einzige Intermediationsform zurückgreifen können. So können beide Formen das System als Ganzes in gewisser Weise diversifizieren, weil Störungen in der einen Intermediationsform durch erhöhte Inanspruchnahme der anderen gemildert werden können. Sofern sich Finanzkonglomerate sowohl in der direkten Vergabe von Krediten als auch im Emissions- und Marktmachergeschäft betätigen, dürften sie zudem von einem stabileren Einnahmenezufluss profitieren als stärker spezialisierte Institute.

Nützliche Redundanz bei Anspannungen

Allerdings dürften die offensichtlichen wirtschaftlichen Vorteile alternativer Finanzierungskanäle durch die Konsolidierung großer Finanzinstitute untergraben werden. Aus der Sicht eines einzelnen Instituts sollte der Zugang zu einem breiteren Spektrum von Aktivitäten und Produkten Cross-Marketing und Diversifizierung ermöglichen, was die Rentabilität steigern und die Risiken mindern könnte. Unter dem Gesichtspunkt der Systemstabilität dürften größere Konzerne jedoch neue Risiken schaffen. Da die Institute immer häufiger in beiden Arten des Finanzierungsgeschäfts zugleich tätig sind, beruhen die bilanzwirksame Finanzintermediation, das Investment Banking und das Marktmachergeschäft auf derselben Eigenkapitalbasis (Tabelle VII.6). Folglich könnten Verluste in einem Tätigkeitsbereich das Gesamtunternehmen belasten und dessen Aktivitäten in anderen Bereichen beeinträchtigen.

Konsolidierung dürfte Redundanz verringern ...

Somit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein genügend großer Schock mit seinen Auswirkungen auf ein oder mehrere große, komplexe Finanzinstitute Funktionsstörungen bei beiden Intermediationsformen hervorruft. Das Risiko von Spillover-Effekten dürfte zugenommen haben, weil die Konsolidierung mit einer erheblichen Konzentration von Transaktionen auf die größten Institute einhergegangen ist. Dadurch, dass die einzelnen Finanzkonzerne ihre Geschäftsbereiche stärker diversifizieren, entsteht außerdem das Risiko, dass der Finanzsektor insgesamt weniger stark diversifiziert ist, weil sich die Risikoengagements der größten Institute immer ähnlicher werden.

... da die gleiche Eigenkapitalbasis beide Formen der Intermediation stützt ...

... und Firmen ähnliche Risikoprofile haben dürften

Konzentrationsmaße für verschiedene Kategorien von Finanzinstrumenten				
Prozent				
5 wichtigste Institute bei:	Anteil der Institute an: ¹			
	Internationale Anleiheemissionen	Internationale Aktienemissionen	Konsortialkreditgeschäft	Derivate insgesamt
Emission von Anleihen				
1991–93	36,5	42,2	7,4 ²	...
1994–96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997–99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000–02	42,5	38,9	19,8	24,2
Emission von Aktien				
1991–93	29,8	60,4	7,7 ²	...
1994–96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997–99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000–02	38,3	56,2	12,7	13,5
Konsortialführung				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994–96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997–99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000–02	26,6	14,7	41,9	38,7
Derivatивgeschäft				
1994–96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997–99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000/01	23,8	16,5	39,0	49,7

¹ Anteil der 5 wichtigsten Institute in einem bestimmten Geschäft (Zeilen) in Prozent des Gesamtgeschäfts in einer bestimmten Kategorie (Spalten). Beispielsweise entfielen 1991–93 auf die 5 größten Anleiheemittenten 36,5% des Gesamtvolumens der international emittierten Anleihen und 42,2% des Gesamtvolumens der international emittierten Aktien. ² Nur 1993.

Quellen: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; eigene Berechnungen. Tabelle VII.6

Zwar kann die stärkere Diversifizierung der Institute die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber kleinen oder mittleren Schocks erhöhen, doch bedeutet die mangelnde Vielfalt des Systems, dass ein einziger großer Schock alle größeren Finanzinstitute einer Volkswirtschaft gleichzeitig treffen könnte, was möglicherweise zu gesamtwirtschaftlichen Problemen führt. Die Globalisierung dürfte dieses Risiko wohl insofern mindern, als ausländische Institute an die Stelle von in Schwierigkeiten geratenen inländischen Instituten treten können.

Interessenkonflikte ...

Weitere gesamtwirtschaftliche Kosten, die mit großen, in beiden Intermediationsformen engagierten Finanzkonzernen verbunden sind, ergeben sich aus möglichen Interessenkonflikten. Die Nutzung von Synergien beim gemeinsamen Erbringen von Finanzdienstleistungen kann zur Folge haben, dass bestimmte Dienstleistungen für einige Kunden oder für das Institut selbst von Vorteil sind, während Dritte dadurch benachteiligt werden. Ein Beispiel für solche Interessenkonflikte ist die Emission und Platzierung von Wertpapieren für Unternehmen, zu denen der Geschäftsbankenbereich des Finanzinstituts

laufende Kreditbeziehungen unterhält, und die gleichzeitige Analyse von Wertpapieren, die das Institut selbst emittiert. Wie die jüngsten Erfahrungen bestätigen, können Finanzinstitute unter solchen Umständen in einer Weise handeln, die die Fähigkeit des Systems zur Verarbeitung und Analyse von Informationen mindert. Die Folge davon dürften Verzerrungen im Preisfindungsmechanismus sein, wodurch das Finanzsystem seine Allokationsfunktion nicht mehr wirksam ausüben kann.

... dürften Effizienz des Finanzsystems behindern

Komplexe Finanzinstitute, die sowohl bilanzwirksame Intermediation als auch marktbasierter Intermediation betreiben, stellen die Finanzaufsicht in mehrfacher Hinsicht vor neue Herausforderungen. In Bezug auf die einzelnen Institute stellen ihre Aktivitäten den herkömmlichen Rahmen des Risikomanagements – und damit auch der aufsichtsrechtlichen Vorschriften – infrage, der unter der Annahme von spezialisierten Instituten entwickelt wurde. Ein breiterer Mix von Aktivitäten in demselben Institut verlangt einen flexibleren und allgemeineren Rahmen für das Risikomanagement, der das Unternehmen als Ganzes erfasst. Das Engagement der Versicherungsbranche bei der Absicherung von Kreditrisiken durch Kreditderivate ist ein solcher Fall. Diese Instrumente kombinieren das Anlage- und das Emissionsgeschäft – Bereiche, die innerhalb eines Instituts traditionell getrennt geführt werden.

Komplexe Institute stellen die Aufsicht vor Herausforderungen

In Bezug auf das Finanzsystem insgesamt verschärfen große und komplexe Institute die Risiken, die eine übermäßige Konzentration für die Finanzstabilität als Ganzes bergen könnte. Wie bereits erwähnt, können Anspannungen in einem Institut leichter auf dessen Kontrahenten übergreifen, und diese Institute selbst könnten durchaus ähnlichen Risiken ausgesetzt sein, wodurch die Wahrscheinlichkeit zunimmt, dass mehrere Unternehmen gleichzeitig in Schwierigkeiten geraten. Aus diesem Grund müssen die Eigenheiten der Risiken, denen diese großen, komplexen Institute ausgesetzt sind, und die möglichen gesamtwirtschaftlichen Kosten aufgrund von Anspannungen in diesen Instituten im aufsichtsrechtlichen Regelwerk berücksichtigt werden.

Die Tatsache, dass große Schocks mit höherer Wahrscheinlichkeit viele Institute gleichzeitig treffen könnten, beeinflusst die Art und Weise, wie die Entscheidungsträger von öffentlicher Seite auf diese Schocks reagieren. Konzentrieren sich die Anspannungen auf eine kleine Gruppe von Marktteilnehmern, können genau auf diese Gruppe zugeschnittene Maßnahmen wirksam sein. Sind die Anspannungen jedoch weit verbreitet, könnte dieser Weg versperrt sein. Stattdessen müssten allgemeinere und zwangsläufig weniger gezielt operierende Instrumente, wie niedrigere Zinssätze, zum Einsatz kommen.

VIII. Schlussbemerkungen: Kurs auf ein ausgewogeneres globales Wachstum

Die Weltwirtschaft steht vor einem grundlegenden Dilemma, das immer akuter wird. Wie lassen sich die Ungleichgewichte im Wachstum und in den außenwirtschaftlichen Beziehungen zwischen den wichtigsten Wirtschaftsregionen abbauen und gleichzeitig mehr oder weniger stabile weltweite Wachstumsraten aufrechterhalten? Ob in den USA die Investitionen in die Bresche springen werden, falls die Verbraucherausgaben nachlassen sollten, ist in dieser Frage nicht allein ausschlaggebend. Immerhin wird die US-Wirtschaft durch eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie durch die jüngste Abwertung des US-Dollars gestützt. Stärker von Belang ist vielmehr, ob sich die Inlandsnachfrage in anderen Ländern, insbesondere in Kontinentaleuropa und in Japan, nach einer langen Schwächephase beleben wird. Dabei ist ein nachgebender US-Dollar für Länder, deren Währung real tendenziell aufwertet, sowohl eine Herausforderung als auch eine Chance. Wird die Aufwertung lediglich ihr Wachstum bremsen – und vielleicht damit auch das weltweite Wirtschaftswachstum –, oder werden stattdessen die grundlegenden Strukturreformen und expansiveren Maßnahmen zur Steuerung der Nachfrage in Gang kommen, die die Wirtschaftsleistung mit der Zeit beträchtlich steigern könnten?

Die kurzfristigen Wachstumsaussichten werden in hohem Maße durch zwei elementare wirtschaftliche Parameter bestimmt werden: die Spar- und die Risikoneigung. Bei beiden hat es in letzter Zeit wesentliche Änderungen gegeben, die auf erhebliche Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklungen schließen lassen.

Die Sparneigung in den USA ist von besonderer Bedeutung, da das Land seit fast zehn Jahren eine überproportional wichtige Quelle für das weltweite Nachfragewachstum darstellt. Der anhaltende Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in den USA war bemerkenswert und hat – über seine Auswirkungen auf die Leistungsbilanz – die weltweite Nachfrage wesentlich gestützt. Ein ähnlicher Rückgang war in einer Reihe anderer Länder zu beobachten, oft begleitet von einem deutlichen Anstieg der Inlands- und Auslandsverschuldung. Auf die Dauer dürften sich solche großen Ausschläge zumindest teilweise umkehren, wodurch die Inlandsausgaben in diesen Ländern und das Exportpotenzial für andere Volkswirtschaften beschränkt würden. In Asien, wo die Sparquoten ebenfalls gesunken sind, aber generell auf weit höherem Niveau blieben, lag das Schwergewicht zumeist auf exportorientierten Strategien zur Stärkung des Nachfragewachstums. Die Beibehaltung solcher Strategien bei steigenden Sparquoten in anderen Ländern würde auf jeden Fall das weltweite Wirtschaftswachstum insgesamt hemmen. Vor einem

solchen Hintergrund und bei bereits niedrigen Inflationsraten ist nicht auszuschließen, dass auch Probleme im Zusammenhang mit einer allgemeineren Deflation entstehen könnten.

Es ist natürlich denkbar, wenn auch weniger wahrscheinlich, dass die Länder mit niedrigen Sparquoten weiterhin kräftig Ausgaben tätigen und die Kapitalströme von den Ländern mit hohen Sparquoten zu den Ländern mit niedrigen Sparquoten weiter ungehindert fließen oder sogar ansteigen. Die Höhe der Auslandsschulden ist weniger wichtig als das Vorhandensein der zugrunde liegenden Produktionskapazitäten, um sie bedienen zu können. Die künftigen Kapitalströme wären besser gewährleistet, wenn das Produktivitätswachstum relativ hoch wäre und es gelänge, Effizienzsteigerungen in höhere Kapitalrenditen umzumünzen. In erstgenannter Hinsicht haben die USA in den vergangenen Jahren Erhebliches geleistet, in letztgenannter ist die Bilanz jedoch etwas weniger positiv.

Der zweite Faktor, der die kurzfristigen Aussichten prägen wird, ist das Risikoverhalten der Anleger. Einerseits haben Unregelmäßigkeiten in Unternehmensführung und -kontrolle bewirkt, dass Finanzausweise mit großem Misstrauen betrachtet werden. Die Risiken werden heute viel deutlicher wahrgenommen als während des jüngsten langen Konjunkturaufschwungs. Im Lichte vergangener Kapitalverluste werden die Schwachstellen risikofreudiger Finanzinstitute jetzt ernster genommen. Diese sich wandelnde Einstellung dürfte die Risikobereitschaft der Gläubiger wie auch der Schuldner verringern und könnte die Expansion bremsen. Andererseits könnten die jüngste Hausse der Aktienkurse und die beträchtliche Verringerung der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen darauf hinweisen, dass die Risikobereitschaft allgemein wieder steigen wird.

Mit viel größerer Gewissheit lässt sich sagen, dass die längerfristigen Aussichten für ein ausgewogeneres Wachstum teilweise von wirtschaftspolitischen Veränderungen in den Industrieländern mit tief verwurzelten Strukturproblemen abhängen werden. Sowohl Deutschland als auch Japan leiden seit Jahrzehnten unter gravierenden Rigiditäten, die sich nach der Wiedervereinigung bzw. dem Platzen der Preisblase noch verschärften. In beiden Fällen wurden zugrunde liegende angebotsseitige Probleme mit fiskalpolitischen Instrumenten und exportorientierten Wachstumsstrategien überdeckt. Von beiden dürfte bald kein Nutzen mehr zu erwarten sein.

Ein ähnliches Problem betrifft eine viel breitere Palette von Ländern. Die Öffnung der aufstrebenden und der im Übergang befindlichen Volkswirtschaften – mit dem Transfer moderner Produktionsverfahren – hat schon zu erstaunlichen Produktivitätssteigerungen geführt und die Güterpreise gedrückt. Einer Vielzahl von etablierten Produzenten weltweit beginnt dies Unbehagen zu bereiten, vielen anderen verschafft es aber Absatzchancen. Für die Industrieländer bedeutet es, dass sich die allmähliche Verschiebung zugunsten der Dienstleistungen als Schwerpunkt ihrer Volkswirtschaften jetzt beschleunigt vollziehen muss. Sofern nicht Arbeitsplätze in neuen Bereichen geschaffen werden oder sich die Löhne ausreichend anpassen, wird dies einen anhaltenden Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge haben. Doch nicht nur in den Industrieländern besteht Anpassungsbedarf. Die Länder Ostasiens beispiels-

weise müssen sich auf die wachsende Bedeutung Chinas einstellen, und das auf dem Weg der Liberalisierung befindliche Indien wird möglicherweise bald folgen. Zudem belasten auch diese Länder ungelöste finanzielle Probleme aus dem letzten Jahrzehnt, angesichts deren die Kreditgeber zögern könnten, die notwendigen Änderungen zu finanzieren.

Insgesamt betrachtet ist es dringender denn je, flexibel auf sich abzeichnende Entwicklungen zu reagieren – zumal die Alternative ein Rückfall in den Protektionismus sein könnte. Entsprechende Bedenken wurden durch die bislang bescheidenen Fortschritte in der Doha-Verhandlungsrunde über den Welthandel sowie durch verschiedene transatlantische Konflikte verstärkt. Deflationsdruck und die Notwendigkeit einschneidender Anpassungen nach dem Platzen einer Blase würden derartige Abschottungstendenzen noch verschärfen. Für eine solche Reaktion gibt es sogar einen Präzedenzfall, nämlich Anfang der dreißiger Jahre, der alles andere als erbauend war.

Vor diesem historischen Hintergrund sind den öffentlichen Entscheidungsträgern zwei Dinge in Erinnerung zu rufen: Erstens sitzen wir wirtschaftlich gesehen alle im selben Boot, und darum ist sowohl auf nationaler Ebene – zwischen Währungs-, Finanz- und Aufsichtsbehörden – als auch auf internationaler Ebene eine verstärkte Zusammenarbeit nötig. Zweitens verursacht rasches Flickwerk auf längere Sicht fast immer größere Kosten bei schnell abnehmendem Nutzen. Ein wirtschaftspolitisches Umfeld, das die Fähigkeit, flexibel auf kurzfristige Schwierigkeiten zu reagieren, mit mittelfristiger Tragfähigkeit verknüpft, hat darum vieles für sich.

Künftige Chancen und Schwachstellen

Mit dem Ende des Irak-Kriegs dürften sich einige der Unsicherheiten verringern, die die wirtschaftliche Expansion bremsen. Das kommt wahrscheinlich sowohl der Verbrauchernachfrage als auch den privaten Anlageinvestitionen zugute, vor allem in Ländern, wo diese Ausgaben atypisch schwach waren. Darüber hinaus könnte es das Nachfragewachstum fördern, wenn die Unternehmen – nicht zuletzt zur Sicherung der Lieferketten – eine Wiederaufstockung ihrer sehr geringen Lagerbestände anstreben würden. Dennoch ist die künftige Ausgabenneigung auch vor dem Hintergrund des außergewöhnlichen Optimismus Ende der achtziger Jahre in Japan und Ende der neunziger Jahre in den USA zu sehen, der in beiden Fällen hohe Schuldenstände, Überkapazitäten und tiefe Aktienbewertungen hinterließ.

Die Erfahrung Japans lehrt, dass solche Übersteigerungen die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen und sogar eine Deflation nach sich ziehen können. Der US-Aufschwung unterschied sich von dem japanischen jedoch in mindestens drei wichtigen Punkten. Ein erster, willkommener Unterschied ist, dass in den USA kein vergleichbarer Boom am gewerblichen Immobilienmarkt stattfand. Ein zweiter, ebenso willkommener Unterschied besteht darin, dass der japanische Boom fast ausschließlich über das Bankensystem finanziert wurde, die Finanzierungsquellen in den USA aber viel stärker diversifiziert waren. Ein dritter Unterschied hat möglicherweise weniger harmlose Auswirkungen, wenngleich nicht unbedingt zum Nachteil der USA. Während

Japan den Konjunkturaufschwung aus inländischen Quellen finanzierte und sogar gleichzeitig einen erheblichen Leistungsbilanzüberschuss aufwies, wurde die US-Expansion zum großen Teil aus dem Ausland finanziert. Zahlreiche Länder stützten ihr Wachstum auf den Export in die USA, für den sie umfangreiche Finanzierungen über die Kapitalverkehrsbilanz bereitstellten.

Sollte der Dollar aus irgendeinem Grund noch tiefer fallen, so hätten diesmal die Gläubigerländer die doppelte Last der Anpassung zu tragen. Zum einen müssten sie höhere inländische Ausgaben generieren, um die Nachfrage aufrechtzuerhalten und zu verhindern, dass die Arbeitslosigkeit steigt. Zum anderen würde der inländische Wert ihrer in Dollar denominierten Finanzanlagen wegen der niedrigeren Marktpreise und infolge des Kursverlusts des Dollars sinken. In den USA dagegen stärkt die jüngste Kursschwäche des Dollars die Wachstumsaussichten und verringert die Wahrscheinlichkeit einer Deflation.

Ab dem zweiten Halbjahr 2000 wurden die Investitionen in den USA drastisch gekürzt. Der US-Verbrauch, zum Teil begünstigt durch eine massive geldpolitische Lockerung, blieb jedoch stabil. Die wichtigsten Fragen sind jetzt, ob sich die Investitionen tatsächlich erholen werden und ob der Verbrauch nachlassen könnte. Die hohe Varianz der gegenwärtigen Prognosen für die USA hat einen einfachen Grund: Keine dieser beiden entscheidenden Ausgabenkomponenten hat sich in letzter Zeit so verhalten, wie es die Geschichte seit dem Zweiten Weltkrieg hätte erwarten lassen.

In einigen Punkten scheinen sich die Aussichten für die US-Investitionen etwas aufzuhellen. Trotz des anhaltend schwachen Wachstums insgesamt haben sich die Gewinne und die Cashflows der Unternehmen etwas erholt, und die Zinsdeckung ist nach wie vor hoch. Es wäre jedoch wohl verfrüht, eine kräftige Belebung der US-Unternehmensinvestitionen in Aussicht zu stellen, zumal die Kapazitätsauslastung auf dem niedrigsten Stand seit 20 Jahren und die Verschuldung weiterhin hoch ist. Vorsicht wegen anderer möglicher Belastungen künftiger Unternehmensgewinne, nicht zuletzt ungedeckter Pensionsverbindlichkeiten und höherer Kosten für Versicherung und medizinische Versorgung, könnte die Unternehmen veranlassen, ihre Bilanzen noch weiter zu konsolidieren. Möglicherweise ist es gerade das, was die Finanzmärkte erwarten. Obwohl auch andere Interpretationen möglich sind, so steht der jüngste starke Rückgang der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen doch wohl im Einklang mit der an den Märkten teilweise herrschenden Überzeugung, dass die Verantwortlichen in den Unternehmen die notwendigen Maßnahmen ergreifen werden, um Kosten zu senken und die Wahrscheinlichkeit künftiger Ausfälle zu verringern.

Höhere Unternehmensinvestitionen in immer produktiveres Kapital waren eine wichtige Komponente der Episode der „neuen Ära“ in den USA. Diese Investitionen regten nicht nur unmittelbar die Nachfrage an, sondern förderten auch den subjektiven Eindruck eines starken Vermögenswachstums, was die Ausgaben indirekt stimulierte. Gemessen am nominalen BIP sind die Ausgaben der privaten Haushalte seit vielen Jahren einem Wachstumstrend gefolgt und haben in letzter Zeit sogar recht stark zugenommen. In diesem wichtigen Punkt ist der Aufschwung – trotz der Aktienkursverluste – noch nicht

als beendet anzusehen. Niedrigere Hypothekenzinsen, der anhaltende Anstieg der Preise für Wohneigentum sowie Finanzinnovationen, die die Nutzung von Eigenkapital zur Finanzierung zusätzlicher Verbraucherausgaben erleichterten, haben allesamt zu der Stärke der Ausgaben der privaten Haushalte beigetragen.

Dieses Verhalten kommt deutlich darin zum Ausdruck, dass die privaten Haushalte in den USA bereit waren, ihre Verschuldung auf Rekordhöhe zu steigern. Trotz sehr niedriger Zinssätze ist dadurch der Schuldendienstaufwand gestiegen. Die Vermögenspositionen könnten jedoch noch größeren Anlass zur Sorge geben, wenn das Beschäftigungsniveau weiter unter Druck geraten sollte und die Aktienkurse sowie der Wert der Pensionsfondsportfolios weiter sinken sollten. Auf jeden Fall wird der stützende Effekt der Hypothekenrefinanzierungen auf die Ausgaben irgendwann zwangsläufig nachlassen. Die Preise für Wohneigentum steigen weniger rasch, und sofern die Hypothekenzinsen nicht beträchtlich weiter sinken, sind vermutlich die Refinanzierungen, die zu rentablen Bedingungen möglich waren, bereits größtenteils vollzogen.

Angesichts der Unsicherheit, die auf den Aussichten für die US-Konjunktur lastet, wäre es hilfreich, wenn sich eine rasche Erholung der Nachfrage in anderen Ländern abzeichnete. Leider sind andere Wachstumszentren nicht ohne weiteres auszumachen. Ursprünglich war erwartet worden, dass Kontinentaleuropa davon profitieren würde, dass die Finanzierungsungleichgewichte hier geringer sind als in den USA. In Wirklichkeit blieb Europa jedoch noch konsequenter unterhalb der Wachstumsprognosen, und vor dem Hintergrund der jüngsten Enttäuschungen sind die Prognosen drastisch nach unten revidiert worden. Für Deutschland scheinen die Aussichten besonders problematisch zu sein. Sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die privaten Sparquoten steigen hier nach einer Reihe von Jahren stetigen Rückgangs wieder an. Praktisch überall in Kontinentaleuropa ist das Vertrauen abgebröckelt. Dies ist möglicherweise auf Verluste europäischer Anleger zurückzuführen, die sowohl die Expansion in den USA als auch den Boom der Telekommunikation in Europa zu einem großen Teil finanzierten. Auch die höheren Ölpreise und die politischen Unsicherheiten im In- und Ausland leisteten nicht gerade einen positiven Beitrag. Sieht man nach vorne, so scheinen einige dieser Probleme glücklicherweise zu verblassen, vor allem angesichts des jüngsten Ölpreiskrückgangs.

Auch in anderen Teilen der Welt ist der Ausblick recht uneinheitlich. Nach so vielen Jahren niedrigen Wachstums in Japan, das größtenteils auf Kürzungen bei den Investitionen zurückzuführen war, erfordert es einiges an Vorstellungskraft, eine Verbesserung vorauszusehen. Dennoch sollten der bemerkenswerte Abbau der Unternehmensverschuldung und die beträchtliche Verbesserung des Betriebsergebnisses vieler größerer Unternehmen nicht vergessen werden. Irgendwann muss die Wende eintreten, auch wenn der Zeitpunkt nie leicht vorherzusagen ist. In China und Indien wird inzwischen allgemein davon ausgegangen, dass das gegenwärtige stetige, ziemlich rasche Wachstum anhalten wird. In anderen Ländern Asiens wird erwartet, dass die regionale Nachfrage einen zunehmenden Beitrag zu einem robusten Wachstum leistet. Allerdings könnte die SARS-Epidemie die Wirtschaftslage in

China und das Verbrauchervertrauen in anderen Ländern noch erheblich beeinträchtigen. Der Ausblick für die wichtigsten lateinamerikanischen Volkswirtschaften scheint ebenfalls günstiger zu sein, weil eine größere politische Stabilität und das wiederhergestellte Vertrauen an den Finanzmärkten zu einer gewissen Erholung vom vorherigen Abschwung beigetragen haben.

Wie es den einzelnen Regionen im nächsten Jahr ergeht, wird teilweise von der Wechselkursentwicklung – vor allem gegenüber dem Dollar – abhängen. Eigentlich sollten die Gläubigerländer bereit sein, Währungsaufwertungen zuzulassen, damit sich die Schuldnerländer, z.B. die USA, entsprechend anpassen können. Allerdings haben einige Gläubigerländer in Asien vor dem Hintergrund unsicherer Aussichten für das inländische Wachstum bereits begonnen, einer Aufwertung mit einer Vielzahl von herkömmlichen wie auch ungewöhnlichen Mitteln entgegenzuwirken. Einerseits könnte dies als wünschenswert betrachtet werden, wenn es zu niedrigeren Zinsen führt, die die Inlandsnachfrage steigern. Andererseits impliziert dieser Widerstand gegen eine Aufwertung in Asien, dass die Last der Wechselkursanpassung wahrscheinlich in unverhältnismäßigem Umfang von den tatsächlich frei floatenden Währungen, wie dem Euro, zu tragen sein wird. Ein weiterer potenzieller Einflussfaktor für den relativen Wert der wichtigsten Währungen ergäbe sich, wenn die Gläubigerländer nicht mehr im gleichen Ausmaß wie bisher bereit wären, ihre Währungsreserven überwiegend in Dollar zu halten.

Wechselkursbewegungen beeinflussen nicht nur die gesamtwirtschaftliche Produktion, sondern auch das Preisniveau. Der direkte Einfluss von Wechselkursen auf die Preise scheint in den letzten Jahren sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften abgenommen zu haben. Dies ist vermutlich auf bessere Maßnahmen zur Eindämmung der Inflation zurückzuführen, deren Wirkung dadurch verstärkt wurde, dass sich die Inflationserwartungen zunehmend auf einem niedrigen Niveau verfestigten. Infolge der Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Produktion durch Handelssubstitutionseffekte sowie Vermögensbewertungen sind die indirekten Auswirkungen von Wechselkursen auf die inländischen Preise allerdings immer noch erheblich. Daher dürfte eine Aufwertung insbesondere in Ländern wie Japan und China, wo Deflation bereits Realität ist, unerwünscht sein. Aber auch in einer zunehmenden Anzahl von Ländern, in denen die Inflation ebenfalls schon so niedrig ist, dass eine Deflation nicht ausgeschlossen werden kann, könnte eine Aufwertung die Lage erschweren. Die bekannten systematischen Fehler bei der Messung des Verbraucherpreisindex in vielen Ländern, zusammen mit der verbreiteten Tendenz, die zukünftige Inflation zu überschätzen, bestätigen gleichfalls, dass diese Möglichkeit einer Deflation sehr ernst genommen werden muss.

Nun ist eine Deflation nicht notwendigerweise negativ zu beurteilen, falls sie positive Angebotsschocks vor dem Hintergrund einer ohnehin (und zudem wünschenswert) niedrigen Inflationsrate widerspiegelt. Ist jedoch das Umfeld ein anderes, so kann es zu Problemen kommen. Ein Beispiel wäre erstens ein starker Widerstand gegen Kürzungen der Nominallöhne. Falls die Preisrückgänge größer ausfielen als die Produktivitätszuwächse, würden die Lohnstückkosten steigen, und die Beschäftigung würde beeinträchtigt. Zweitens

ergibt sich aus der nominalen Nullzinsgrenze potenziell die gefährliche Dynamik, dass die erwarteten Realzinsen mit einer zunehmenden Deflation ansteigen. Drittens nimmt tendenziell der reale Schuldendienstaufwand zu, wenn die Inflation unter das zum Zeitpunkt der vertraglichen Fixierung von Zinszahlungsverpflichtungen erwartete Niveau fällt. Die Last für den Schuldner ist natürlich umso größer, je höher er verschuldet ist. Die Schwierigkeit zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist, dass viele Voraussetzungen dafür, dass eine Deflation zum Problem wird, offenbar gegeben sind. In vielen Ländern sind die Leitzinssätze bereits niedrig, die Schuldenstände höher als je zuvor und Nominallohnkürzungen wohl unwahrscheinlich.

Ein erfreulicher Aspekt der jüngsten Entwicklungen war die relativ hohe Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems, insbesondere der Banken. Dennoch sind bereits ansatzweise einige Anspannungen sichtbar geworden, die sich wahrscheinlich verschärfen würden, wenn es entgegen den Erwartungen nicht zu einer Expansion käme. Das hätte vermutlich gewisse Auswirkungen auf die Aktienkurse, lassen sich diese doch derzeit, insbesondere in den USA, nur mit der Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung und starker Steigerungen der Unternehmensgewinne rechtfertigen. Sollten die Risikoprämien am Aktienmarkt in diesem veränderten Umfeld steigen, so wären die negativen Auswirkungen noch größer. Auch die Kreditzinsspannen, die zuletzt recht deutlich gesunken sind, könnten beeinflusst werden, denn sie steigen normalerweise, wenn die Aktienkurse sinken. Darüber hinaus könnten auch die Immobilienpreise sinken bzw. – im Falle der Wohnimmobilien – zumindest nicht mehr steigen. In einer Reihe von Ländern liegen die Preise für Wohneigentum weiterhin auf Rekordniveau, während langfristige Vergleichswerte hätten erwarten lassen, dass sie den Aktienkursrückgang mit einer gewissen Verzögerung nachzeichnen. All diese Preiseffekte würden die Unternehmensbilanzen und die Vermögenspositionen der privaten Haushalte zusätzlich belasten und die Ausgaben tendenziell beeinträchtigen.

Selbst wenn ein solches Zusammentreffen von Ereignissen als unwahrscheinlich eingeschätzt werden mag, so wäre es für die öffentlichen Entscheidungsträger gewiss umsichtig, die möglichen Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems zu bedenken. In einer Anzahl von Ländern ist der Anteil der Bankkredite für Immobilien stetig angestiegen, was eine wachsende Anfälligkeit gegenüber Preisrückgängen anzeigt. Weitere Wertverluste bei Finanzvermögenswerten wären vor allem für die Banken in Deutschland und Japan problematisch, da diese derzeit besondere Anstrengungen unternehmen, ihr Betriebsergebnis zu verbessern. Für die Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften, die mit solchen Ereignissen in einem liberalisierten Marktumfeld oftmals weniger Erfahrung haben, wäre eine weitere Phase wirtschaftlicher Schwäche ebenfalls unangenehm. In Asien stehen die meisten Banken in inländischem Eigentum, und in vielen Ländern sind die Probleme mit notleidenden Krediten aus der letzten Krise noch immer nicht gelöst. In Lateinamerika und Osteuropa befinden sich die meisten Banken zwar in ausländischem Eigentum, doch bedeutet dies auch, dass Kürzungen in den Industrieländern die Verfügbarkeit von Krediten in anderen Ländern gefährden könnten.

Weitere Rückgänge der Preise von Finanzvermögenswerten könnten auch Schwierigkeiten für bereits stark angeschlagene Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds mit sich bringen. Wird infrage gestellt, ob diese Institute ihre schon vor langer Zeit eingegangenen Vertragsverpflichtungen erfüllen können, dürfte dies das Verbrauchervertrauen und die Sparneigung beeinflussen. Mittels Instrumenten zur Kreditrisikoübertragung sind Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften außerdem in bisher noch unbekannter Höhe Kreditrisikopositionen eingegangen. Sollten sie aus aufsichtsrechtlichen Überlegungen Maßnahmen zur Verringerung ihrer Engagements ergreifen, könnte dies das Funktionieren des Marktes für Kreditrisikoübertragungen beeinträchtigen und möglicherweise die Bereitschaft der ursprünglichen Kreditgeber zur Mittelvergabe verringern.

Für die Pensionsfonds hätten weitere Verluste ganz andere Konsequenzen. Bei leistungsorientierten Betriebsrentenplänen stellen Verluste zunächst einen Anspruch gegenüber den Gewinnen der Muttergesellschaft dar. Im Extremfall könnten Muttergesellschaften im Rating herabgestuft oder – bei entsprechend hohen Verlusten – sogar in den Konkurs gezwungen werden. Da niedrigere Gewinne auch niedrigere Aktienkurse bedeuten, werden andere Pensionsfonds ähnlich stark in Mitleidenschaft gezogen wie bei direkten Überkreuzbeteiligungen. Zwar scheinen diese Probleme nur eine begrenzte Anzahl etablierter Unternehmen zu betreffen, doch befinden sich darunter einige der weltberühmtesten Markennamen.

Verglichen mit den Schwierigkeiten, die eine weiter anhaltende Wirtschaftsschwäche mit sich bringen würde, scheinen andere Schwachstellen im Finanzsektor im Hinblick auf die Zukunft weniger besorgniserregend. Im Zusammenhang mit der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung ist erstens das operationelle Risiko im Finanzsystem in den Blickpunkt gerückt. Je komplexer, rechtlich anspruchsvoller und technologieabhängiger die Systeme, vor allem für die Risikominderung, umso größer wird natürlich die Wahrscheinlichkeit, dass etwas aus dem Ruder läuft. Zudem kommen am Ende einer Aufschwungphase in der Regel die verschiedensten betrügerischen oder bestenfalls zweifelhaften Verhaltensweisen ans Licht, die zu Rechtsstreitigkeiten und potenziell hohen Kosten für ihre Beilegung führen. Anlass zu gewisser Besorgnis ist zweitens die erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten, gegen die einige Finanzinstitute möglicherweise nicht ausreichend geschützt sind. Ein konkretes Beispiel wäre ein potenzieller drastischer Anstieg der langfristigen Zinssätze mit entsprechend negativen Konsequenzen für Institute, die im Wesentlichen kurzfristige Mittel aufnehmen und langfristige Mittel vergeben. Drittens ist der jüngste Trend zur Konsolidierung an einigen Finanzmärkten nicht ganz unproblematisch. Die großen Institute handeln zunehmend miteinander, was zur Folge haben könnte, dass sich abzeichnende Schwierigkeiten bei einem Kontrahenten sehr rasch auch auf andere übergreifen. Darüber hinaus können bedeutende Marktteilnehmer die Märkte in einer Weise beeinflussen, die sich auf die Kosten und die Verfügbarkeit notwendiger Absicherungen auswirken könnte. So könnten auf bestimmte Bereiche begrenzte Schocks durchaus für das ganze System von Bedeutung werden.

Die bisherige Stabilität des Finanzsystems ist gemeinhin der Tatsache zugeschrieben worden, dass es stärker marktorientiert ist als früher. Insbesondere in den USA ist der Anteil der Bankkredite an der Mittelvergabe insgesamt drastisch geschrumpft. Die Märkte sind insofern vollständiger und anscheinend auch widerstandsfähiger, als sie den Schuldner eine wachsende Bandbreite von Finanzierungsmöglichkeiten bieten. Verluste werden heute breiter über die Finanzmärkte gestreut, wozu in letzter Zeit immer häufiger Instrumente zur Kreditrisikoübertragung eingesetzt werden. Dass Schocks über miteinander verbundene Märkte weitergegeben werden, macht sie möglicherweise auch leichter absorbierbar. Informationen über Werte sind für die Benutzer heute leichter und billiger zu beschaffen und zu beurteilen, was vermutlich das Kontrahentenrisiko reduziert und dazu beiträgt, dass die Märkte auch unter Stress noch funktionieren.

Doch es wäre naiv, anzunehmen, dass dieses System nicht auch Schwachstellen hätte. Da Schuldner eine Vielzahl von Kanälen für die Mittelbeschaffung zur Verfügung steht, könnten sie leicht in Versuchung geraten, sich zu hoch zu verschulden. Das dürfte besonders dann der Fall sein, wenn die ursprünglichen Kreditgeber nicht die gebührende Sorgfalt anwenden, weil sie davon ausgehen, dass selbst schlechte Kredite über Marktmechanismen an jemand anderen weitergegeben werden können. Damit die Widerstandsfähigkeit erreicht werden kann, die eine Risikoverlagerung – insbesondere aus dem Bankensystem heraus – verspricht, müssen die Risiken breiter gestreut werden und letztlich zu den Marktteilnehmern gelangen, die sie am besten tragen können. Im Endeffekt lässt sich weder die stärkere Marktorientierung noch die breitere Risikostreuung als Ursache für die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems handfest belegen. Miteinander verflochtene Märkte mögen einerseits Schocks abfedern, aber andererseits können sie für bereits in Schwierigkeiten geratene Wirtschaftszweige zusätzliche Probleme schaffen, die diese endgültig in die Insolvenz zwingen. Hinzu kommt noch, dass die Bereitstellung zuverlässiger Informationen über Werte sehr aufwändig ist. Wenn effiziente Märkte die Informationslieferanten um ihren Gewinn bringen, könnte die Qualität der gesammelten Informationen sinken, was wiederum Preisverzerrungen an den Märkten und Fehlallokationen von Ressourcen nach sich zöge. Es lässt sich argumentieren, dass genau dies Ende der neunziger Jahre zu beobachten war. Auf den Punkt gebracht bedeutet dies, dass wir uns trotz einer bisher einigermaßen zufrieden stellenden Entwicklung nicht in Sicherheit wiegen und die Finanzstabilität – und im Übrigen auch die Währungsstabilität – als selbstverständlich ansehen dürfen.

Maßnahmen zur Erreichung der Währungs- und Finanzstabilität

Im Nachhinein zeigt das letzte Jahrzehnt ein gewisses Paradoxon. Die Maßnahmen zur Erreichung der Währungsstabilität, definiert als niedriges Inflationsniveau, scheinen in den meisten Industrieländern und in weiten Teilen Asiens sehr erfolgreich gewesen zu sein. Sogar in Lateinamerika, Afrika sowie Mittel- und Osteuropa sind die gemessenen Inflationsraten drastisch gesunken. Darüber hinaus scheinen, wie von den Befürwortern niedrigerer

Inflationsraten erwartet, die Schwankungen des Wirtschaftswachstums in vielen Regionen zurückgegangen zu sein. Zugleich jedoch sind Störungen und sogar Krisen im Finanzsektor offenbar häufiger geworden. Eine Reihe von Ländern litten augenscheinlich unter übermäßigem Optimismus und überhöhter Kreditexpansion, Blasen bei den Preisen von Vermögenswerten und im Ausgabeverhalten sowie Bilanzproblemen, die sich dann wiederum im Finanzsektor niederschlugen. Das Erreichen der Preisstabilität, das sich zweifelsohne ausgezahlt hat, genügte nicht, um Instabilitäten im Finanzsektor mit Sicherheit zu verhindern. Die Möglichkeit einer Deflation, mit allen dazugehörigen potenziellen Abwärtsrisiken, beweist dies ebenfalls.

Es ist unbedingt zu hinterfragen, warum in den letzten Jahren die Instabilität im Finanzsektor gestiegen ist. Womöglich ist dies lediglich ein Nebeneffekt der Deregulierung und Liberalisierung der Finanzsysteme in vielen Ländern. Bei einer pessimistischen Betrachtungsweise wäre ein solches reformiertes System zwar zu jedem gegebenen Zeitpunkt effizienter in der Ressourcenallokation, jedoch im Zeitverlauf stärker prozyklisch und krisenanfälliger. Eine optimistischere Betrachtungsweise würde die Häufung von Finanzkrisen in jüngerer Zeit vielleicht nicht als inhärentes Merkmal des liberalisierten Finanzsystems, sondern als vorübergehenden Nebeneffekt der Deregulierung einstufen. In der Übergangsphase von hohen zu niedrigen Inflationsraten im weltwirtschaftlichen Umfeld dürfte die Wahrscheinlichkeit von Krisen ebenfalls größer sein. Mit rückläufiger Inflation könnten Erwartungen eines stabileren Wachstums und einer geringeren Varianz der prognostizierten Einkommensströme geweckt worden sein. Damit wären eigentlich die Risikoprämien von Anlagen gesunken. Gleichzeitig sind jedoch die nominalen wie auch die realen Zinssätze recht deutlich zurückgegangen, woraufhin die Anleger sie vielleicht als unzureichend ansahen und aktivere Anlagestrategien verfolgten. Mit wachsender Erfahrung und bei weiterhin niedriger Inflation dürften diese Übersteigerungstendenzen im privaten Sektor mit der Zeit nachlassen, während der öffentliche Sektor wohl immer besser in der Lage sein wird, mäßigend einzugreifen.

Unabhängig davon, ob Probleme der Instabilität als dauerhaftes oder nur vorübergehendes Merkmal des Finanzsystems eingeschätzt werden, bleibt es eine wichtige Frage für die öffentlichen Entscheidungsträger, wie die Wahrscheinlichkeit und die Kosten derartiger Störungen gesenkt werden können. Eine viel diskutierte Möglichkeit besteht darin, die Geldpolitik vorbeugend einzusetzen, um die Kreditzyklen zu dämpfen. Eine Straffung zu einem Zeitpunkt, wenn die Verbraucherpreisinflation bereits unter Kontrolle ist, würde wohl bedeuten, dass der Verbraucherpreisindex auf kurze Sicht unterhalb des anvisierten Ziels bleiben würde. Eine solche Geldpolitik ließe sich jedoch damit begründen, dass sie die Gefahr eines noch größeren Zielunterschießens zu einem späteren Zeitpunkt, wenn die Ungleichgewichte im Finanzsektor korrigiert werden, reduziert. Auf diese Weise interpretiert, ließe sich ein solch vorbeugendes Verhalten seitens der Währungsbehörden sogar als kleineres Übel im Rahmen einer Strategie mit Inflationsziel rechtfertigen. Dieser Ansatz wäre aber leider dennoch nicht unproblematisch. Zinserhöhungen, die groß genug sind, um allzu überschwängliche Erwartungen in einigen Wirtschafts-

zweigen zu dämpfen, könnten in anderen massiven Schaden anrichten. Auch wäre es schwierig, die Öffentlichkeit von der Notwendigkeit einer solchen Politik zu überzeugen. Sowohl für die geldpolitische Entscheidungsfindung als auch zur Erklärung vorbeugender geldpolitischer Maßnahmen gegenüber der Öffentlichkeit wären in diesem Zusammenhang zuverlässigere Indikatoren für zu erwartende künftige Krisen außerordentlich nützlich.

Eine andere Möglichkeit wäre es, zusätzliches Gewicht auf den Bereich der Aufsicht und Überwachung zu legen. Selbst wenn die Übersteigerungen minimiert werden können, so wäre es doch ein noch wichtigeres Ziel, das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte auch dann noch sicherzustellen, wenn eine Blase bei den Krediten oder den Preisen von Vermögenswerten geplatzt ist. Wenn ein Großteil des wirtschaftlichen Schadens aus notleidenden Krediten resultiert, die auf das Finanzsystem rückwirken, dann liegen die Vorteile eines solchen aufsichtsbasierten Ansatzes natürlich auf der Hand. Die Umsetzung der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung mit ihrem Grundtenor eines besseren Risikomanagements wäre ein bedeutsamer Schritt in die richtige Richtung. Als künftige Ziele dürften sich auch Änderungen bei der Risikovorsorge oder anderer Verfahren anbieten, um den Aufbau von Eigenkapitalpolstern in guten Zeiten zu fördern. Auch hier ist die Wirksamkeit des Ansatzes jedoch zwangsläufig eingeschränkt. Übersteigerungen bei beaufsichtigten Finanzinstituten sind leichter unter Kontrolle zu bekommen als Mittel, die über die Finanzmärkte vergeben werden, doch gerade diese gewinnen immer mehr an Bedeutung. Außerdem gibt es immer noch sehr wenig Informationen über die Verlagerung von Kreditrisiken innerhalb des Finanzsystems. Auf jeden Fall sollte den Aufsichtsinstanzen im Finanzsektor nahe gelegt werden, sich weniger auf den Schutz des einzelnen Kunden zu konzentrieren, sondern mehr darauf, wo systemweite Risiken liegen und wie diese gemindert werden können. Zudem müsste der Notwendigkeit einer formelleren Interaktion zwischen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden in diesem gemeinsamen Interessensbereich expliziter Rechnung getragen werden.

Dass der institutionelle Unterbau des Finanzsystems weiter gestärkt werden muss, steht außer Frage. In zahlreichen neueren Berichten wurden Vorschläge unterbreitet, die eine ernsthafte Prüfung verdienen. Die noch verbleibenden Risiken bei der grenzüberschreitenden Abwicklung von Wertpapiergeschäften standen im Mittelpunkt eines aufschlussreichen G30-Berichts. Die jüngste Vereinbarung, auf kompatible internationale Rechnungslegungsgrundsätze hinarbeiten, steht vor der Umsetzung. Für Wirtschaftsprüfungsunternehmen müssen nationale Überwachungsinstanzen geschaffen werden, die sich auf international vereinbarte Grundsätze stützen. Darüber hinaus gilt es Interessenkonflikte in der Führung und Kontrolle von Unternehmen allgemein, aber insbesondere von Finanzinstituten, aufzuzeigen und in den Griff zu bekommen. Wenn das Vertrauen in die Integrität des kapitalistischen Systems für sein ordnungsgemäßes Funktionieren entscheidend ist, dann ist es wichtig, dass diejenigen, die dagegen verstoßen, die Konsequenzen sichtbar zu spüren bekommen. Angesichts der eklatanten Auswüchse in den letzten Jahren ist es äußerst fraglich, ob bereits genügend getan worden ist, um das Vertrauen in das System wiederherzustellen.

Bis hierher ging es vor allem um vorbeugende Maßnahmen, um das Entstehen wirtschaftlicher und finanzieller Ungleichgewichte einzudämmen und so zur Aufrechterhaltung der Währungs- und Finanzstabilität beizutragen. In der jetzigen Lage dürfte jedoch auch die Frage angemessen sein, was nach solchen Übersteigerungen vonseiten der öffentlichen Entscheidungsträger zu tun ist, womit sich der Schwerpunkt von der Prävention zur Problemlösung verschiebt. In diesem Zusammenhang – und insbesondere mit Blick auf die Erfahrung Japans – dürfte es auch sinnvoll sein, die Handlungsmöglichkeiten der öffentlichen Instanzen im Falle einer echten Deflation zu erörtern. Manche Instrumente dürften dann ihre Schlagkraft verlieren, während andere vielleicht erst richtig zur Geltung kommen. Die Frage von Komplementärwirkungen und Maßnahmenbündeln rückt ebenfalls in den Blickpunkt.

Währungsbehörden, die sich vor allem am Ziel der Preisstabilität ausrichten, könnten nach einem Boom mit einem Dilemma konfrontiert sein. Während sie beobachten, wie sich die vorangegangenen Ungleichgewichte zuspitzen – oder zunehmend befürchten, dass dies geschehen wird –, werden sie es für notwendig erachten, die Geldpolitik drastisch zu lockern, um sich gegen ein mögliches Unterschließen ihrer Preisziele abzusichern. Im Verhalten der Federal Reserve in den letzten beiden Jahren scheint sich eine derartige Besorgnis widerzuspiegeln. Wenn unmittelbar auch Instabilität im Finanzsektor droht, verstärkt sich die Tendenz zur Lockerung noch; dies scheint in Japan der Fall gewesen zu sein. Das Gleiche gilt, wenn die Einschätzung vorliegt, dass die Transmissionskanäle für eine expansivere Geldpolitik in irgendeiner Weise beeinträchtigt wurden. Beispielsweise standen den erheblich niedrigeren Leitzinsen in den USA im Jahr 2001 und weitgehend auch 2002 höhere Zinssätze für Unternehmensanleihen, niedrigere Aktienkurse und eine weitere Festigung des US-Dollars gegenüber. Dies rechtfertigte die drastische Lockerung der Geldpolitik durch die Federal Reserve umso mehr.

Zum Dilemma kommt es nur dann, wenn eine solche Lockerung bestehende oder neue Ungleichgewichte zu verstärken droht. Das Problem bestehender Ungleichgewichte stellte sich im Berichtszeitraum der Bank of England und einer Reihe anderer Zentralbanken. Während viele Indikatoren nach einer Lockerung zu verlangen schienen, wiesen Bedenken wegen weiterer Preissteigerungen am Markt für Wohneigentum in die entgegengesetzte Richtung. Das Problem neuer Ungleichgewichte lässt sich vielleicht am Beispiel der USA veranschaulichen, wo die geldpolitische Lockerung – zunächst im Anschluss an die LTCM-Krise und dann nach dem Kollaps der Aktienkurse – zu weiteren Preissteigerungen am Markt für Wohneigentum beigetragen haben dürfte. Zwar war der damit verbundene Ausgabenanstieg angesichts der US-Konjunkturlage auf jeden Fall wünschenswert, doch ist es auch denkbar, dass ein späterer Abschwung infolge der in der Zwischenzeit entsprechend gestiegenen Verschuldung gravierender ausfallen wird.

Im Lichte der jüngsten Erfahrung in Japan dürfte auch die Frage angebracht sein, wie die Geldpolitik die Nachfrage stimulieren könnte, wenn die Leitzinssätze an die Nullzinsgrenze gestoßen sind. In einer solchen Situation könnten unkonventionelle Maßnahmen zur Zuführung von Liquidität erforderlich werden. Die Zentralbank könnte die Palette der Vermögenswerte, die

sie zu erwerben bereit ist, erweitern: in erster Linie Finanzvermögenswerte, aber nötigenfalls auch Sachvermögen. Dies würde allerdings einige heikle Fragen aufwerfen, nicht zuletzt hinsichtlich der Zusammenarbeit zwischen den öffentlichen Instanzen sowie hinsichtlich der Unabhängigkeit der Zentralbank.

Zuerst würde die Zentralbank wohl erwägen, in großem Umfang längerfristige Staatsanleihen zu erwerben. Wenn die Zinssätze am langen Ende fallen, hätte dies einen willkommenen stimulierenden Effekt auf die Volkswirtschaft. Sollten sich die langfristigen Zinssätze jedoch schließlich umkehren, könnte sich die Zentralbank mit massiven Verlusten konfrontiert sehen und müsste sich möglicherweise zur Rekapitalisierung an die Regierung wenden. Ankäufe unkonventioneller inländischer Vermögenswerte wären mit ähnlichen Problemen verbunden, denn sie würden bedeuten, dass die Zentralbank Risiken aus dem privaten Sektor absorbiert, was wiederum ein Verlustrisiko mit sich bringt. Da möglicherweise sehr große Käufe getätigt werden müssten, um die Erwartungen der künftigen Preisentwicklung entscheidend zu beeinflussen, könnten die potenziellen Verluste ebenfalls massiv sein.

Bedenken bezüglich der Zusammenarbeit verschiedener öffentlicher Stellen sollten die Handlungsfreiheit des öffentlichen Sektors nicht einschränken. Idealerweise sollte die Regierung über die Höhe des Risikos entscheiden, das sie einzugehen bereit ist, und dann würde beschlossen, wie dieses Risiko zwischen der Regierung und der Zentralbank aufzuteilen ist. Bedenken, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank – auch noch nach Entschärfung der Situation – von politischer Seite eingeschränkt würde, könnten durch die ausdrückliche Einführung einer Inflationszielstrategie gemildert werden. Deren Sinn und Zweck wäre es jedoch nicht, die Deflation zu bekämpfen, sondern sie sollte vielmehr sicherstellen, dass die Inflation unter Kontrolle gehalten würde, wenn die unkonventionellen Methoden der Zuführung monetärer Reserven zu greifen begonnen hätten.

Der Beschluss der Zentralbank oder der Regierung, mit Devisenkäufen an den Märkten zu intervenieren, um die Liquidität im Inland zu steigern, würde ein Problem auf zwischenstaatlicher Ebene mit sich bringen. Ein solches Vorgehen könnte als bewusst herbeigeführte Abwertung interpretiert werden, wie sie bisweilen für den Yen vorgeschlagen wird, oder es könnte ein Weg sein, um eine Aufwertung abzuwenden, wie es manche derzeit für den Euro anregen. In beiden Fällen würden andere Regierungen die Auswirkungen auf ihre Währung möglicherweise nicht begrüßen. Sicher wäre ein Dialog wünschenswert, um Ansätze eines Abwertungswettlaufs zu verhindern, der möglicherweise sogar in Protektionismus münden würde. Im Euro-Raum, wo die Leitzinsen noch deutlich über null liegen, würde auf eine übermäßig disinflationär wirkende Euro-Aufwertung vermutlich nicht mit Interventionen, sondern mit Zinssenkungen reagiert.

Sobald von einer verstärkten Kooperation zwischen den Währungs- und Finanzbehörden bei begrenzter Wirksamkeit der Geldpolitik die Rede ist, stellt sich unmittelbar die Frage nach der Fiskalpolitik. Eine Lockerung der Fiskalpolitik wäre sinnvoll, sofern eine Volkswirtschaft nicht zu offen ist; doch ob sie ratsam ist oder nicht, sollte nicht von der Höhe des Haushaltsdefizits, sondern vom Ausgangsniveau der Verschuldung und der Steuern abhängig

gemacht werden. Aus dieser Perspektive ist der fiskalpolitische Handlungsspielraum in Europa unterschiedlich groß; einige wichtige Länder haben die Fiskalpolitik in besseren Zeiten nicht angemessen gestrafft und werden jetzt mit den schmerzhaften Folgen konfrontiert. In Japan sind die Probleme der wachsenden Staatsverschuldung noch gravierender. In den USA und einer Reihe asiatischer Länder scheint der Spielraum für expansive Maßnahmen größer zu sein. Deren stimulierende Wirkung ließe sich allerdings verstärken, wenn sie in ein glaubwürdiges mittelfristiges Rahmenkonzept zur Sicherung der fiskalpolitischen Tragfähigkeit eingebettet würden. Die jüngsten Änderungen der US-Steuer Gesetze tragen jedoch nicht dazu bei.

Wichtig ist auch, auf welche Weise die Regierung die Wirtschaft stimuliert. Beispielsweise dürften Ausgaben ohne praktischen Nutzen weniger geeignet sein, das Vertrauen zu stärken und die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben zu stützen, als Ausgaben mit einer positiven sozialen Rendite. Entscheidend kann zudem sein, wie ein Anstieg des Defizits finanziert wird. Der „Hubschrauberabwurf“ als Methode zur Erhöhung des Geldangebots, wie er manchmal von Akademikern empfohlen wird, läuft letztlich auf einen fiskalpolitischen Stimulus hinaus, der durch Zentralbankkäufe staatlicher Verbindlichkeiten finanziert wird. Auch hier scheint eine Kooperation zwischen den öffentlichen Instanzen der Schlüssel zum Erfolg zu sein.

War auch das Ausmaß dieser Kooperation in Japan bisher nicht optimal, so lässt sich doch nicht leugnen, dass es massive monetäre und fiskalpolitische Impulse gegeben hat. Dass dadurch kein selbsttragendes Wachstum erzielt werden konnte, deutet auf eine weitere Schwierigkeit hin, die die Entwicklung nach dem Platzen einer Blase beeinflusst. Sie manifestiert sich als Nachfrageschwäche, lässt sich aber vielleicht besser als angebotsseitiges Problem einordnen. Angesichts hoher Überkapazitäten und der damit verbundenen Verschuldung können die Aussichten für die Unternehmensgewinne jahrelang schwach bleiben. In einem solchen Umfeld können sich die Investitionen nicht erholen. Wichtig ist dann, rasch die Unternehmen zu ermitteln, deren Verschuldung unter normalen Umständen nicht tragbar wäre, in manchen Fällen gefolgt von Insolvenz und dem Wegfall von Produktionskapazitäten, in anderen lediglich von einer Vereinbarung mit den Gläubigern über die Abschreibung von Schulden. Da die wirtschaftliche Erholung nicht zuletzt darauf angewiesen ist, dass das Finanzsystem zur Vergabe neuer Kredite bereit ist, hätte eine solche Abschreibung von Unternehmensverlusten im Falle Japans eine Rekapitalisierung des Finanzsystems erfordert, gekoppelt mit Maßnahmen zur Gewährleistung seiner künftigen Rentabilität. In den USA hingegen ist der Unternehmenssektor sehr anpassungsfähig, und der Finanzsektor weist eine beträchtliche Widerstandsfähigkeit auf. Somit wiederholen sich die Probleme Japans in den USA offenbar nicht, was eine große Erleichterung darstellt.

Strukturelle Änderungen, ob wirtschaftlicher oder finanzieller Art, sind politisch immer schwer durchzusetzen. Das ist bedauerlich, denn flexiblere Volkswirtschaften haben höhere Wachstumsraten, weisen niedrigere Arbeitslosenquoten auf und bewältigen Schocks leichter. Würde sich Kontinentaleuropa dies bereits zunutze machen, käme der Vorteil einer größeren Absorp-

tion in diesen Ländern noch hinzu. Damit könnte in den USA gegebenenfalls eine geringere Rückführung der Absorption genügen, um die drohenden Probleme externer Defizite und unzureichender Ersparnis der privaten Haushalte zu lösen. Wenn die Länder in Asien weitere Schritte ergriffen, um die Inlandsnachfrage zu stützen, wäre auch dies hilfreich. In der Tat sollte die Last der Korrektur internationaler Ungleichgewichte stärker von den Gläubigern als Gruppe getragen werden, wenn die Deflation mehr gefürchtet wird als das Wiederaufflammen der Inflation. Jüngste Erklärungen von Regierungen sowohl in Asien als auch in Europa lassen klar erkennen, dass sie sich der Vorteile von Strukturreformen sehr wohl bewusst sind. Sie stoßen jedoch auf vehementen Widerstand von denjenigen, denen die Vision fehlt, um die gemeinsamen Vorteile zu sehen, sowie von denjenigen, die potenzielle persönliche Verluste nur allzu deutlich vor Augen haben. Was jetzt vor allem benötigt wird, ist der politische Mut, die notwendigen Reformen tatsächlich durchzusetzen.

Die Tätigkeit der Bank

In diesem Kapitel wird ein Überblick über die Tätigkeit der Bank und der bei ihr angesiedelten internationalen Gremien im vergangenen Geschäftsjahr gegeben. Schwerpunkte dieser Tätigkeit sind die Förderung der Zusammenarbeit unter Zentralbanken und anderen Instanzen aus dem Finanzbereich sowie die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen für Zentralbankkunden. Das Kapitel gibt ferner einen Überblick über die wichtigsten Entwicklungen in der internen Organisation und der Leitung der Bank. Die hier erwähnten Berichte sowie der größte Teil der Forschungsergebnisse der Bank sind auf der BIZ-Website (www.bis.org) oder auf Anfrage in Papierform erhältlich. Auf der Website finden sich auch nähere Informationen über die Tätigkeit der wichtigsten ständigen Ausschüsse, die bei der BIZ angesiedelt sind.

1. Förderung der internationalen Zusammenarbeit: direkte Beiträge der BIZ

Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen

Die alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen der Präsidenten der BIZ-Mitgliedszentralbanken bilden das Herzstück des Beitrags der Bank zur internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich. Auch im Berichtszeitraum hatten die Präsidenten und hochrangigen Mitarbeiter der Zentralbanken dabei wieder Gelegenheit zum Gedankenaustausch über konjunkturelle Entwicklungen sowie Themen von aktuellem Interesse. Im November 2002 war der Banco de México Gastgeber der Sitzung in Mexiko-Stadt.

Anlässlich dieser Sitzungen finden stets mehrere Treffen mit jeweils unterschiedlichen Teilnehmern statt. Bei der *Weltwirtschaftssitzung* diskutieren die Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften die jüngsten Entwicklungen und die Aussichten der bedeutendsten Volkswirtschaften und Finanzmärkte. Im Berichtsjahr ging es den Zentralbankpräsidenten darum, die Stärke der Weltwirtschaft in einem besonders unsicheren Umfeld abzuschätzen, zu dem vor allem folgende Faktoren beitrugen: der anhaltende Aktienkursrückgang, Besorgnis über die Tragbarkeit der Verschuldung einer Anzahl größerer lateinamerikanischer Volkswirtschaften, die Deflation in mehreren asiatischen Volkswirtschaften, mögliche Anspannungen in verschiedenen Branchen des Finanzsektors sowie – im weiteren Jahresverlauf – geopolitische Spannungen rund um den Irak.

In den *Sitzungen der G10-Zentralbankpräsidenten* wurden bestimmte Aspekte der Konjunkturlage genauer analysiert, wobei oft mögliche geldpolitische Reaktionen auf eine eventuelle deutliche Abschwächung der Weltwirtschaft im Mittelpunkt standen. Die G10-Zentralbankpräsidenten wurden ferner über die Diskussionen der ihnen unterstellten Ausschüsse

unterrichtet und genehmigten die Veröffentlichung bzw. Herausgabe zur Konsultation einer Reihe von Ausschusspapieren (s. weiter unten). Im März 2003 trafen die Zentralbankpräsidenten mit den Leitern der (Nicht-Zentralbank-)Aufsichtsinstanzen der G10-Länder zusammen, um sich über die Fortschritte bei der Erarbeitung der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung (s. weiter unten) zu orientieren und deren künftige Umsetzung zu besprechen.

In der so genannten *Sitzung aller Zentralbankpräsidenten* bei den zwei-monatlichen Treffen wird jeweils ein bestimmtes Thema vertieft, das für die Zentralbanken besonders relevant ist. Im Berichtszeitraum waren dies verschiedenste Themen aus dem Bereich Währungs- und Finanzstabilität, u.a. die Auswirkungen demografischer Veränderungen auf die Gesamtwirtschaft und das Finanzsystem, Rechnungslegungsfragen im Finanzsektor, Krisen im Hinblick auf das Vertrauen und die Tragfähigkeit der Verschuldung, Umgang mit einer Deflation sowie Kommunikation der Zentralbanken mit der Öffentlichkeit.

Die Bank organisierte im Berichtszeitraum erneut drei Treffen zwischen Zentralbankpräsidenten und hochrangigen Vertretern des Finanzsektors. Sie führten zu einem fruchtbaren Gedankenaustausch über die Wechselwirkung zwischen Entwicklungen im Finanzsektor und der Konjunkturlage und über den Umgang mit bestehenden oder potenziellen Schwachstellen der derzeitigen Finanzmarktinfrastruktur.

Außerhalb der zweimonatlichen Sitzungen wurden während des ganzen Jahres Treffen zu Themen von besonderem Interesse für Zentralbanken organisiert, teils unter Mitwirkung einer breiten Palette von Spezialisten des Finanzsektors, die den öffentlichen wie den privaten Bereich vertraten.

Zu diesen Treffen gehören die traditionellen Frühjahrs- und Herbstkonferenzen der Zentralbankvolkswirte. Das *Frühjahrstreffen* war wichtigen Fragen der derzeitigen Konjunkturlage sowie konjunkturellen Aussichten gewidmet. Das *Herbsttreffen*, bei dem der Schwerpunkt auf der Forschung liegt, befasste sich mit neuen Herausforderungen für die Zentralbanken, die sich aus einer niedrigen und stabilen Inflation, Veränderungen auf der Angebotsseite, liberalisierten Finanzmärkten und ausgeprägten Zyklen bei den Preisen von Vermögenswerten und den Krediten ergeben.

Außerdem wurden am Sitz der Bank in Basel und in ihrer Repräsentanz Asien (s. weiter unten) mehrere Ad-hoc-Sitzungen abgehalten. Im September 2002 diskutierte eine Gruppe von Zentralbanken, die bereits in einem regionalen Währungsraum arbeiten bzw. einen solchen anstreben, die wirtschaftlichen und rechtlichen Aspekte dieses Regimes sowie die Verwendung von Fremdwährungen. In einer Konferenz vom März 2003 untersuchten Experten von Zentralbanken und aus dem akademischen Bereich den Zusammenhang zwischen Währungsstabilität, Finanzstabilität und dem Konjunkturzyklus. Im Rahmen der 100-Jahr-Feier der Università Bocconi, Mailand, organisierte die BIZ gemeinsam mit der Universität eine Konferenz über Risiko und Stabilität im Finanzsystem. Dabei befassten sich Wissenschaftler von Zentralbanken und Hochschulen mit der Rolle der Märkte, der Geschäftsführung von Unternehmen und der Aufsichtsgremien bei der Stärkung des Finanzsystems.

Bei zahlreichen weiteren Sitzungen ging es in erster Linie um Themen, die für aufstrebende Volkswirtschaften besonders wichtig sind. Wieder fanden in Asien (Manila/Philippinen, Juni 2002), Lateinamerika (Cartagena/Kolumbien, Oktober 2002) und Europa (Warschau/Polen, Februar 2003) Seminare zur regionalen Geldpolitik statt. Die alljährliche *Sitzung der Stellvertretenden Zentralbankpräsidenten* in Basel befasste sich mit den Auswirkungen der Fiskalpolitik auf die Arbeit der Zentralbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften. Anlässlich der Eröffnung der BIZ-Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent (s. weiter unten) wurde mit den Zentralbankpräsidenten der aufstrebenden Volkswirtschaften Lateinamerikas und weiterer bedeutender aufstrebender Volkswirtschaften eine Diskussion am runden Tisch über die Wahl des Wechselkursregimes abgehalten. Im Dezember 2002 schließlich trafen sich Zentralbankpräsidenten aus Afrika in Basel zu einer zweitägigen Diskussion über ein breites für ihre Zentralbanken relevantes Themenspektrum.

Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken

Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken

Hier geht es der BIZ darum, zentralbankrelevante Informationen über institutionelle und organisatorische Fragen zu sammeln, zu analysieren und zu verbreiten. Verantwortlich für diese Arbeit ist die Central Bank Governance Steering Group als Lenkungsgruppe, bestehend aus acht Zentralbankpräsidenten aus einem breit abgestützten und repräsentativen Kreis von Zentralbanken. Die praktische Durchführung erfolgt über das Network on Central Bank Governance; dieses Netzwerk umfasst derzeit rund 40 bedeutende Zentralbanken und Währungsbehörden aus aller Welt.

Die Lenkungsgruppe berät die Bank dabei, wie sie auf den Bedarf der Zentralbanken nach Informationen über Führungs- und Überwachungsmechanismen am besten eingehen kann, und sie erörtert aktuelle Fragen, die für die Zentralbankpräsidenten von Interesse sind. Auf ihre Empfehlung hin räumt die Bank solchen Anfragen von Zentralbanken Vorrang ein, die für eine effektive Arbeit unabhängiger und rechenschaftspflichtiger Währungsbehörden entscheidend sind. Dabei wurde im vergangenen Jahr ein breites Themenspektrum abgedeckt. Die kollegiale Zusammenarbeit der Mitglieder des Netzwerks bei der Beschaffung einschlägiger Informationen zum Nutzen aller Zentralbanken erwies sich bei dieser Arbeit erneut als besonders wertvoll, und die BIZ konnte ihre Datenbank zu Fragen der Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken ausbauen. Diese steht den Zentralbanken nun elektronisch zur Verfügung.

Zusammenarbeit im Statistikbereich

Die BIZ arbeitete weiterhin eng mit Zentralbanken und anderen internationalen Organisationen in verschiedenen Statistikbereichen zusammen. Im vergangenen Jahr begannen sieben neue Zentralbanken von aufstrebenden Volkswirtschaften, regelmäßig Wirtschafts-, Währungs- und Finanzdaten zu melden, und sieben weitere haben sich für die BIZ-Datenbank angemeldet. Mehrere

Initiativen sind im Gang, um den thematischen Erfassungsbereich der Datenbank zu erweitern, insbesondere auf dem Gebiet der Finanzstabilität.

Zentralbanken aus den wichtigsten Finanzzentren meldeten der BIZ erneut umfassende Daten – auf Zahlungsbilanzbasis wie auch auf konsolidierter Basis – über das internationale Kreditgeschäft der Banken in ihrem Zuständigkeitsbereich. Auf Empfehlung des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (s. weiter unten) erarbeiteten die BIZ und die berichtenden Zentralbanken im letzten Jahr neue Richtlinien für eine verbesserte Meldung der konsolidierten Länderrisiken der Banken auf der Basis des letztlichen Risikoträgers („ultimate risk“). Das Ziel sind genauere und umfassendere Daten über bestimmte Arten des Länderrisikos, die auch die außerbilanziellen Positionen im Zusammenhang mit den Derivatgeschäften der Banken erfassen.

Unter Berücksichtigung von Empfehlungen des Märkteausschusses (s. weiter unten) wurde eine neue Methodik für die Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten vereinbart. Diese Erhebung findet alle drei Jahre statt, und die nächste ist für 2004 geplant. Die Zentralbanken und die BIZ haben auch geprüft, wie die Meldeverfahren für die anderen BIZ-Erhebungen zum Derivatgeschäft verbessert oder ergänzt werden könnten, um die Übertragung von Kreditrisiken zu berücksichtigen.

Im letzten Jahr erarbeitete und veröffentlichte die BIZ für ihre Statistiken sowohl zum internationalen Bank- und Devisengeschäft als auch zu Wertpapieren und Derivaten eine Neufassung des *Guide to the international financial statistics*. Sie enthält eine Qualitätsbeurteilung der BIZ-Statistiken sowie Hinweise zur Verwendung der Daten für die Analyse der Kapitalströme und Finanzmarktentwicklungen weltweit. Beispielsweise sind die BIZ-Statistiken zum Bankgeschäft und zu den Wertpapiermärkten ein wichtiger Beitrag zur gemeinsamen BIZ-IWF-OECD-Weltbank-Statistik zur Auslandsverschuldung. Diese basiert auf den Gläubigerdaten, die von diesen internationalen Organisationen erhoben werden. Weil diese Daten manchmal erheblich von den eigenen Daten der Schuldnerländer zur Auslandsverschuldung abweichen, erforschte die BIZ in einer Studie die wichtigsten Unterschiede zwischen den Gläubiger- und den Schuldnerdaten und organisierte zu diesem Thema einen Workshop mit den Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften. Ein Bericht über die Ergebnisse des Workshops und der Studie wurde im Dezember 2002 veröffentlicht.

Im August 2002 war die BIZ Gastgeber für die erste eigenständige Konferenz des Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics (IFC), eines Forums für die Diskussion von Statistikfragen unter mehr als 60 Zentralbankmitgliedern. Dabei wurden die Herausforderungen für die statistische Tätigkeit der Zentralbanken mit Blick auf die Währungs- und die Finanzstabilität erörtert. Weitere Themen waren die Zusammenarbeit mit den nationalen statistischen Ämtern und die Verbesserung der Anwendung und des Nutzens der Zentralbankstatistiken (s. www.ifcommittee.org).

Ferner wurden Schritte unternommen, um die internationale Zusammenarbeit in Bezug auf elektronische Standards für den Austausch statistischer Informationen zu verstärken – ein ständiges Anliegen der Datenbankteilnehmer. Im Rahmen der Initiative über den Austausch statistischer Daten und Metadaten (Statistical Data and Metadata Exchange, SDMX), bei der die BIZ

eng mit der EZB, Eurostat, dem IWF, der OECD und der UNO zusammenarbeitet, wurden verschiedene Projekte in Angriff genommen. Es wurde ein aktualisierter internationaler Standard für den Batch-Datenaustausch (GESMES/TS) vereinbart, der von allen beteiligten Organisationen übernommen werden wird. Damit können die Zentralbanken erhebliche Kosten sparen, da die Vielzahl von Formaten beim Senden und Empfangen statistischer Daten entfällt. Ferner wird eine Präsentation darüber vorbereitet, wie neue Webtechnologien die Erhebung und Zusammenstellung von Statistiken und ihre Verbreitung über das Web verbessern können. Die gemeinsame BIZ-IWF-OECD-Weltbank-Statistik zur Auslandsverschuldung dient als praktisches Beispiel. Zahlreiche Zentralbanken arbeiten an den verschiedenen Projekten mit, die auf der SDMX-Website (www.sdmx.org) dokumentiert werden.

Zusammenarbeit mit Zentralbankgruppen

Die Zusammenarbeit unter Zentralbanken erfolgt nicht nur im Rahmen der Tätigkeit der BIZ selbst, sondern auch über bestehende regionale Zentralbankorganisationen weltweit. So werden auf wirksame Weise Informationen über die Tätigkeit der BIZ weitergegeben und Beziehungen zu Zentralbanken geknüpft, die sonst nicht direkt daran beteiligt sind. Die Zusammenarbeit erfolgt möglichst über die Repräsentanzen der Bank, und zwar durch die Teilnahme an von diesen Gruppen veranstalteten Treffen sowie die Organisation von Ad-hoc-Sitzungen oder Workshops.

Wie weiter unten erwähnt, arbeitete die BIZ-Repräsentanz Asien mehrfach eng mit dem EMEAP-Forum (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities) zusammen. Verschiedene Geschäftsbereiche der BIZ organisierten gemeinsame Veranstaltungen mit der SEACEN-Gruppe (South East Asian Central Banks), die zum Treffen der BIZ-Datenbankexperten eingeladen wurde. Darüber hinaus unterstützte die BIZ die SEANZA (Central Banks of South East Asia, New Zealand and Australia) und hielt Kontakt zum Sekretariat der SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation) und zu den Zentralbanken des GCC (Gulf Cooperation Council).

Die BIZ unterstützte erneut die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer bei der Koordinierung der technischen Hilfe und Schulung für Zentralbanken Südosteuropas und der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (sowie einiger asiatischer Länder im Übergang). Diese Unterstützung erfolgte mittels regelmäßiger Konsultationssitzungen, an denen auch der IWF und die EZB teilnehmen, sowie mittels Pflege einer Datenbank über die technische Hilfe und Schulung, die von Geber- und Empfängerzentralbanken gespeist wird. In enger Zusammenarbeit mit dem Institut für Finanzstabilität (FSI) und den in Basel ansässigen Gremien (s. weiter unten) unterstützte die BIZ nach wie vor das Joint Vienna Institute (JVI) mit mehreren Seminaren für Zentralbanken von Volkswirtschaften im Übergang zum Themenbereich Währungs- und Finanzstabilität. Ab 2004 wird die BIZ formell nicht mehr am JVI beteiligt sein, es jedoch weiterhin unterstützen.

Die Präsidenten der Zentralbanken des MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa) hielten im letzten Jahr ihre Generalversammlung bei der BIZ ab, und zahlreiche BIZ-Fachleute

standen für MEFMI-Schulungen zur Verfügung. Eine gemeinsame Sitzung wurde ferner mit den Zentralbanken der SADC (Southern African Development Community) organisiert. In Zusammenarbeit mit der Banque de France und im Rahmen eines Programms, zu dessen Trägerschaft u.a. die BCEAO (Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest) und die BEAC (Banque des États de l'Afrique Centrale) gehören, half die BIZ außerdem erstmals beim Kapazitätsaufbau im CESAG (Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion). Die Eröffnung der BIZ-Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent schließlich erleichtert die aktive Zusammenarbeit mit CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos). Eine Reihe von BIZ-Experten sprachen bei CEMLA-Veranstaltungen, und die BIZ-Datenbankexperten unterstützten die CEMLA-Initiative zur Errichtung einer regionalen Datenbank für Wirtschafts- und Währungsstatistiken.

Ausschuss der EDV-Fachleute

Die Mitglieder des Ausschusses der EDV-Fachleute und seiner Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen tauschen Erfahrungen über technische und organisatorische Fragen aus, knüpfen und pflegen Kontakte mit anderen IT-Verantwortlichen von Zentralbanken und halten einander über IT-Entwicklungen in Zentralbanken auf dem Laufenden.

Im Lichte der Ereignisse vom 11. September 2001 befassten sich der Ausschuss wie auch seine Arbeitsgruppe im vergangenen Jahr intensiv mit der Notfallplanung und der Bereitstellung einer Ausweich-IT-Infrastruktur. Große Aufmerksamkeit galt auch der IT-Sicherheit und der Frage, wie Zentralbanken auf sichere Weise die Vorzüge des Internet nutzen können. In einer Reihe von Präsentationen stellten Zentralbanken ihre Initiativen für sichere und leistungsfähige Internet-Infrastruktur und -Anwendungen vor. Die Kostenkontrolle im IT-Bereich blieb ein wichtiges Thema des Ausschusses, und die Teilnehmer berichteten regelmäßig über entsprechende Maßnahmen und ihre Ergebnisse.

Interne Revision

Seit einigen Jahren pflegen die internen Revisoren von Zentralbanken einen regelmäßigen Erfahrungsaustausch und diskutieren neue Herausforderungen. So organisierte die Bank of England im Mai 2002 die 16. Jahrestagung der Leiter der internen Revision mit den Themenschwerpunkten operationelles Risiko, Standards der internen Revision, Revision ausgelagerter Tätigkeiten sowie Führungs- und Überwachungsmechanismen. Ferner befassten sich die Delegierten mit den wichtigsten Geschäftsrisiken ihrer Zentralbanken, Controlling-Fragen und Neuerungen im Revisionswesen während des vergangenen Jahres. Eine IT-Untergruppe legte Beiträge zu IT-Architektur, Internet-Sicherheit, Fernzugang und Laptops vor.

Repräsentanz für Asien und den Pazifik

Die 1998 eröffnete BIZ-Repräsentanz für Asien und den Pazifik (Repräsentanz Asien) nutzte ihre nunmehr vierjährige Erfahrung, um die Zusammenarbeit

unter den Zentralbanken der Region noch stärker zu fördern. Unter anderem stellt sie das Sekretariat des Asian Consultative Council (ACC), eines Forums für die Kommunikation zwischen den Zentralbanken der Region sowie dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung der BIZ. Der ACC tritt seit 2001 zweimal jährlich zusammen. Mit dem Dealing Room der Regionalen Treasury, der Ende 2000 seine Arbeit aufnahm, hat die Repräsentanz den Umfang und die Bandbreite ihrer Bankdienstleistungen für die Region erweitert – zum einen durch den täglichen Handel, zum anderen aber auch im Rahmen von Besuchen im Reservenmanagement der Zentralbanken.

Im Berichtszeitraum organisierte bzw. unterstützte die Repräsentanz – teils gemeinsam mit regionalen Zentralbanken und verwandten Institutionen – mehrere Treffen auf hoher Ebene in der Sonderverwaltungsregion Hongkong und anderen Regionen Asiens. Bei der fünften Sondersitzung asiatischer Zentralbankpräsidenten im Februar 2003 in Sydney erörterten die Teilnehmer die aktuelle Wirtschaftslage sowie die Kapitalströme in Ostasien. Im September 2002 veranstaltete die Repräsentanz Asien gemeinsam mit der staatlichen Devisenverwaltung Chinas in Beijing ein Seminar über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, an dem Zentralbankvertreter und Volkswirte aus vier Kontinenten teilnahmen. Im Rahmen einer zweiten Konferenz über geldpolitische Verfahren diskutierten im selben Monat Fachleute aus Zentralbanken Asiens und anderer Regionen über gemeinsame Herausforderungen und Handlungsmöglichkeiten. Im Dezember 2002 war die Repräsentanz Gastgeber des EMEAP-Forums zur Umsetzung der Devisenpolitik mit Verantwortlichen aus der Region und der ganzen Welt. Im Februar 2003 trafen sich Verantwortliche für die geldpolitische Strategie von Zentralbanken in und außerhalb der Region zu einer Konferenz über die Erfahrung mit der Deflation in Ostasien. Die Repräsentanz erbrachte ferner Sekretariatsleistungen für verschiedene Sitzungen im Bereich Finanzstabilität.

Die Repräsentanz Asien beteiligte sich erneut an der Finanz- und Wirtschaftsforschung der BIZ in der Asien-Pazifik-Region und brachte ihr Fachwissen in verschiedene Treffen ein, die von regionalen Zentralbankgruppen oder einzelnen Zentralbanken organisiert wurden. Themen waren u.a. die Integration der regionalen Anleihe- und Bankkreditmärkte, die Anlage von Dollarreserven, Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen, der geldpolitische Transmissionsmechanismus, Fremdwährungseinlagen bei inländischen Banken sowie die chinesischen Asset-Management-Gesellschaften. Im Bereich der Bankenaufsicht fördert die Repräsentanz gemeinsam mit regionalen Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung. Beispielsweise hat sie die regionale Beteiligung an der so genannten 3. Quantitativen Auswirkungsstudie koordiniert und analysiert.

Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent

Im Juni 2002 trat das Aufnahmelandabkommen zwischen der BIZ und der Regierung der Vereinigten Mexikanischen Staaten in Kraft. Damit konnte die Bank in Mexiko-Stadt eine Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent eröffnen, die in Anwesenheit von Präsidenten und Vertretern von rund

50 Zentralbanken im November 2002 feierlich eingeweiht wurde. Sie soll die Tätigkeit der BIZ auf dem amerikanischen Kontinent koordinieren, die Beziehungen zwischen der Bank und den Zentralbanken und Währungsbehörden der Region weiter stärken und die regionale Zusammenarbeit fördern. Darüber hinaus soll sie die BIZ-Bankdienstleistungen für Institutionen mit Sitz in der Region unterstützen, den Informationsaustausch verbessern und die Organisation von Konferenzen und Seminaren erleichtern.

Die Repräsentanz arbeitet zu diesem Zweck mit regionalen Zentralbank- und Aufsichtsorganisationen zusammen, insbesondere mit CEMLA. Sie beteiligt sich an der Finanz- und Wirtschaftsforschung der BIZ in Lateinamerika und der Karibik und bringt ihr Fachwissen in verschiedene Treffen ein, die von regionalen Zentralbankgruppen, einzelnen Zentralbanken oder dem FSI organisiert werden.

Institut für Finanzstabilität

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) unterstützt Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors weltweit bei der Einführung solider Aufsichtsstandards. Schwerpunkte seiner Arbeit sind der Banken- und der Versicherungssektor. Damit die Aufsichtsinstanzen mit den Innovationen an den Finanzmärkten, dem fortschreitenden Übergang zu risikoorientierten Aufsichtssystemen und zunehmend komplexen Eigenkapitalanforderungen Schritt halten können, benötigen sie hochwertige, aktuelle Informationen. Das FSI bietet daher ein Intensivprogramm zur Verbreitung von Standards und bewährten Verfahren („best practices“) sowie Unterstützung in vielfältigen Aufsichtsfragen. Insbesondere konzipiert und veranstaltet es Schwerpunkt- und Spezialseminare sowie regionale Workshops für Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors in aller Welt, die gleichzeitig der Förderung grenzüberschreitender Kontakte und Zusammenarbeit unter Aufsichtsinstanzen dienen.

Im vergangenen Jahr organisierte das FSI 27 Seminare sowie 22 regionale Workshops, die gemeinsam mit regionalen Gruppen von Aufsichtsinstanzen abgehalten wurden. Die Themen wurden nach Absprache mit Aufsichtsinstanzen aus zahlreichen Ländern ausgewählt und umfassten z.B. Risikomanagement (Kreditrisiko, Marktrisiko, operationelles Risiko etc.), risikoorientierte Aufsicht, Führungs- und Überwachungsmechanismen, konsolidierte Aufsicht, Liquidierung von Problembanken, Rechnungslegungs- und Revisionsfragen sowie Bekämpfung der Geldwäsche. Besonders wichtig war es dem FSI wiederum, Mitarbeitern von Bankenaufsichtsinstanzen die vorgeschlagenen Änderungen der Basler Eigenkapitalvereinbarung näher zu bringen, und es wird dies in der Umsetzungsphase der Neuen Eigenkapitalvereinbarung fortsetzen. An den FSI-Veranstaltungen des vergangenen Jahres nahmen über 1 600 Vertreter von Zentralbanken sowie Banken- und Versicherungsaufsichtsinstanzen aus aller Welt teil.

Das FSI arbeitet auch mit anderen Organisationen zusammen, die Programme zur Unterstützung von Aufsichtsinstanzen anbieten, z.B. mit der Weltbank, dem IWF, dem Toronto International Leadership Centre und

regionalen Entwicklungsbanken, und es unterstützt das Engagement der BIZ im JVI. FSI-Vertreter sprachen außerdem auch bei Konferenzen und Treffen, die nicht vom FSI selbst organisiert wurden.

In seinem vierteljährlich veröffentlichten Bulletin, *FSI World*, informiert das FSI hochrangige Mitarbeiter von Aufsichtsinstanzen über Entwicklungen im Aufsichtsbereich und zentrale Fragen der Aufsicht im Finanzsektor. Im Jahr 2002 vergab es zudem erstmals einen Preis für Forschungsarbeiten im Bereich der Bankenaufsicht, der künftig alle zwei Jahre verliehen werden soll.

Seit dem vergangenen Jahr arbeitet das FSI an seinem neuen E-Learning-Programm für Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors (e-LP). Es umfasst Kurse zu vielfältigen Themen für Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors, die über das Internet angeboten werden und allen Anforderungsstufen gerecht werden sollen: Führungskräften im Aufsichtsbereich, die über die sich ständig wandelnden Aufsichtsprobleme auf dem Laufenden sein müssen, Fachleuten, die auf dem neuesten Stand der Technik sein müssen, und Aufsichtsmitarbeitern der unteren Ebenen, die sich mit den wesentlichen Elementen einer soliden Aufsichtspraxis vertraut machen wollen. Die ersten Kurse – zu verschiedenen Risikomanagement-Themen und zu der vorgeschlagenen Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung – sind für das erste Halbjahr 2004 geplant. Mit e-LP, einer wichtigen Ergänzung zu seinen bisherigen Aktivitäten, wird das FSI seinen Adressatenkreis in der Finanzaufsicht weltweit vergrößern können.

2. Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse

Die ständigen Ausschüsse, deren Sekretariate bei der BIZ angesiedelt sind, entstanden im Laufe der letzten 40 Jahre daraus, dass die G10-Zentralbankgouverneure Untersuchungen zu den grundlegenden Aspekten der Arbeitsweise der internationalen Finanzmärkte und der Finanzinstitute in Auftrag gaben. Die Ausschüsse werden von hochrangigen Mitarbeitern der Mitgliedszentralbanken geleitet und setzen sich aus Zentralbankfachleuten zusammen. Im Basler Ausschuss für Bankenaufsicht sind zusätzlich Mitglieder von Aufsichtsinstanzen vertreten, wenn nicht die Zentralbank diese Aufgabe erfüllt. Die Mitglieder stammen vorwiegend (wenn auch nicht ausschließlich) aus den G10-Ländern, doch wird immer häufiger auch der Erfahrungs- und Gedankenaustausch mit Kreisen, die nicht direkt an der Arbeit der Ausschüsse beteiligt sind, gesucht.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) ist traditionell bemüht, das internationale Finanzsystem durch die Förderung aufsichtsrechtlicher Standards und solider Bankpraktiken im Risikomanagement zu stärken. Im Mittelpunkt seiner Arbeit stand im vergangenen Jahr die Erarbeitung eines neuen Rahmenkonzepts für die Beurteilung der Eigenkapitalausstattung von Banken. Der Ausschuss beteiligte sich jedoch auch an der Arbeit der internationalen Gemeinschaft zur Behebung von Schwachstellen der Marktgrundlagen, gab Richtlinien zu den wichtigsten

Risiken im Bankgeschäft heraus und unterstützte den Kampf gegen Terrorismusfinanzierung.

Die Arbeit an der neuen Eigenkapitalregelung für das weltweite Bankensystem machte im Berichtszeitraum erhebliche Fortschritte und nähert sich nun ihrem Abschluss. Am 29. April 2003 gab der Ausschuss sein drittes und letztes Konsultationspapier zur Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung heraus. Nach einer dreimonatigen Frist für Kommentare wird die endgültige Fassung erarbeitet, die bis zum Jahresende vorliegen soll. Mit der Neuen Eigenkapitalvereinbarung sollen die Eigenkapitalanforderungen für die Banken risikogerechter gestaltet werden, indem sie stärker auf ein modernes Risikomanagement ausgerichtet werden. Dies wird nicht nur eine aussagekräftigere Messung der Eigenkapitalausstattung ermöglichen, sondern auch zu konsequenteren und genaueren Anreizstrukturen mit entsprechenden Vorteilen führen. Die quantitativen Messgrößen werden durch spezielle Standards unterstützt, mit denen die Aufsicht und die Offenlegung gestärkt werden sollen.

Das dritte Konsultationspapier ist ein vollständig ausgearbeiteter Vorschlag für die Neue Eigenkapitalvereinbarung. Er ist das Ergebnis einer ausführlichen Konsultation mit dem Bankgewerbe sowie mit Aufsichtsinstanzen, die nicht im Ausschuss vertreten sind. Sehr hilfreich für die Erarbeitung und Verfeinerung der neuen Eigenkapitalregelung waren verschiedene „Feldversuche“ mit den vorgeschlagenen Änderungen der derzeitigen Eigenkapitalvereinbarung. An dem größten und weitreichendsten Versuch (3. Quantitative Auswirkungsstudie) nahmen im vierten Quartal 2002 über 300 Banken aus rund 40 Ländern in aller Welt teil. Diese Studie diente der Qualitätssicherung für die Vorschläge des Ausschusses sowie dazu, Informationen zu sammeln, die in den Entwurf des formellen Konsultationspapiers eingehen konnten. Anfang Mai 2003 veröffentlichte der Ausschuss einen Bericht mit der Auswertung der Ergebnisse.

Inzwischen arbeitet die eigens hierfür eingerichtete Accord Implementation Group (AIG) des Ausschusses bereits an der Umsetzung der Neuen Eigenkapitalvereinbarung. Insbesondere geht es der AIG darum, die Konvergenz der Umsetzungsmethoden in den einzelnen Rechtsordnungen zu fördern. Sie unterstützt daher den Informationsaustausch unter den Ausschussmitgliedern über die Praktiken von Banken und Aufsichtsinstanzen im Zusammenhang mit der Einführung der neuen Regelung. Ferner erörterte die AIG Fragen der Umsetzung mit der Core Principles Liaison Group (in der 15 Nicht-G10-Länder, IWF und Weltbank vertreten sind); diese Sitzungen werden während der gesamten Umsetzungsphase stattfinden.

Der Basler Ausschuss will generell die Aufsichtsstandards für die Bankensysteme in und außerhalb der Zehnergruppe stärken. Zwar ist er keine normgebende Instanz des Rechnungswesens oder der Wirtschaftsprüfung, doch in einer Zeit, in der Bilanzunregelmäßigkeiten in namhaften Unternehmen den Wahrheitsgehalt der Rechnungslegung und die Verlässlichkeit der Revision in Frage gestellt haben, ist es ihm ein vorrangiges Anliegen, die Erarbeitung qualitativ hochstehender internationaler Standards in diesen Bereichen zu unterstützen. Daher ist er in den Beratungsgremien des Inter-

national Accounting Standards Board (IASB) und des International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) aktiv und verfolgt die Arbeit dieser beiden Foren sorgfältig. Er hat zu wichtigen Vorschlägen für neue internationale Rechnungslegungs- und Revisionsstandards Stellung genommen und Empfehlungen für Banken und Aufsichtsinstanzen zu grundsätzlichen Fragen in diesen und verwandten Bereichen entwickelt.

Im Rahmen seiner traditionellen Aufgabe veröffentlichte der Basler Ausschuss im vergangenen Jahr die endgültige Fassung seiner Leitlinien zur Handhabung des operationellen Risikos und zum grenzüberschreitenden elektronischen Bankgeschäft – beides große und noch wachsende Risikoquellen für das Bankgewerbe. Außerdem will er mit mehreren Projekten dazu beitragen, die Stabilität des weltweiten Bankensystems zu stärken, und hat seine Arbeit zur Sorgfaltspflicht bei der Feststellung der Kundenidentität mit Empfehlungen über wirksame entsprechende Verfahren ergänzt. Die Identifizierung des Kunden ist nicht nur ein wesentliches Element der Sorgfaltspflicht, der die Banken genügen müssen, um sich vor Reputations-, operationellen, Rechts- und Konzentrationsrisiken zu schützen. Im Kampf gegen die Geldwäsche ist sie gesetzlich vorgeschrieben, und sie ist außerdem eine Voraussetzung für die Identifizierung von Bankkonten mit Verbindung zum Terrorismus. Unterdessen gibt es Richtlinien hinsichtlich bestimmter Bankstrukturen, die eine wirksame Bankenaufsicht erheblich erschweren können und die in einigen Fällen auch mit verdächtigen oder illegalen Geschäften in Verbindung gebracht worden sind.

Zu den Stärken des Basler Ausschusses gehört, dass er als Forum für den Gedanken- und Informationsaustausch zwischen Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen zu einem breiten Spektrum wichtiger Fragen dient und dass er Arbeitsbeziehungen zwischen Aufsichtsmitarbeitern aller Ebenen fördert. Der Ausschuss engagiert sich für die Forschung im Banken- und Finanzbereich, u.a. durch regelmäßige aktive Unterstützung von Veranstaltungen, bei denen sich Experten von Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen untereinander oder mit breiteren akademischen Kreisen über ihre aktuelle wissenschaftliche Arbeit austauschen und Kontakte vertiefen können. Ein sehr geschätztes Forum für hochrangige Aufsichtsvertreter aus aller Welt ist die alle zwei Jahre stattfindende internationale Bankenaufsichtskonferenz (ICBS). Im September 2002 wurde in Kapstadt (Südafrika) die 12. ICBS abgehalten. Der Basler Ausschuss und die South African Reserve Bank übernahmen gemeinsam das Patronat der Konferenz, an der über 250 Bankenaufsichtsvertreter aus mehr als 120 Ländern teilnahmen. Themenschwerpunkte waren die jüngsten Entwicklungen bei der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung und die Förderung eines stabilen finanziellen Umfelds in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

Im April 2003 gab William J. McDonough – im Zusammenhang mit seinem bevorstehenden Ausscheiden aus dem Amt des Präsidenten der Federal Reserve Bank of New York – den Vorsitz des Basler Ausschusses ab. Jaime Caruana, Gouverneur des Banco de España, wurde zu seinem Nachfolger ernannt und Nicholas Le Pan, Superintendent of Financial Institutions in Kanada, zum Stellvertretenden Vorsitzenden.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) überwacht auf regelmäßiger Basis die Finanzmärkte der Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften, um mögliche Gefahren für die Finanzstabilität zu erkennen. Immer wieder von Interesse war dabei im vergangenen Jahr die Frage, wie sich innovative Finanzierungstechniken, die institutionellen Rahmenbedingungen im Finanzgewerbe und die Wirtschaftspolitik auf das Verhalten und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors auswirken. Ein weiterer Schwerpunkt war die Anpassung von Unternehmen, privaten Haushalten und Finanzinstituten an die sich wandelnden Finanzierungsbedingungen sowie die potenziellen Auswirkungen dieser Anpassung auf die Konjunktur. Im November 2002 setzte der CGFS eine Arbeitsgruppe für ausländische Direktinvestitionen im Finanzsektor aufstrebender Volkswirtschaften ein.

In zwei Arbeitsgruppenberichten aus dem Berichtszeitraum kamen die ständigen Bemühungen des CGFS um ein besseres Verständnis der Funktionsweise der Finanzmärkte zum Ausdruck. In dem Bericht *Credit risk transfer* vom Januar 2003 werden die Merkmale und jüngsten Entwicklungen der Märkte für Instrumente zur Übertragung des Kreditrisikos beschrieben. Die Palette dieser Instrumente hat sich beträchtlich ausgeweitet, und der Bericht untersucht die möglichen Konsequenzen für das Funktionieren des Finanzsystems insgesamt und geht auf einige Bedenken hinsichtlich der Auswirkungen der Kreditrisikoübertragung auf die Finanzstabilität ein.

Im März 2003 wurde der Bericht *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets* publiziert. Der Bericht analysiert die Strukturen und Anreizmechanismen im institutionellen Asset Management – einer Branche, die seit Mitte der neunziger Jahre rasant wächst. Ferner wird untersucht, wie diese Anreizmechanismen möglicherweise die Leistungsfähigkeit und die Volatilität des Marktes, die Liquidität und das Risikomanagement beeinflussen.

Die Analysen und Beurteilungen des CGFS haben zu einer fundierten Diskussion unter den G10-Gouverneuren und – über die Vertretung des CGFS im Forum für Finanzstabilität (FSF) – auf breiterer offizieller Ebene beigetragen. Im Januar 2003 wurde Roger W. Ferguson Jr., Stellvertretender Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, von den G10-Zentralbankpräsidenten zum neuen Vorsitzenden des CGFS ernannt. Er folgte Yutaka Yamaguchi nach, dem ehemaligen Stellvertretenden Gouverneur der Bank of Japan.

Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme

Der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) setzt sich für solide und effiziente Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme ein, um die Finanzmarktinfrastruktur zu stärken. Er baute im vergangenen Jahr seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Organisationen und Gremien aus und bezog auch immer mehr Nicht-G10-Zentralbanken in seine Arbeit ein.

Im November 2002 veröffentlichten der CPSS und das Technical Committee der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) die *Assessment methodology for „Recommendations for Securities Settlement Systems“* (die *Recommendations* selbst waren im November 2001 veröffentlicht worden). Diese Beurteilungsmethodik ist primär für Selbsteinschätzungen durch die nationalen Instanzen oder für gegenseitige Prüfungen solcher Selbsteinschätzungen gedacht und soll außerdem dem IWF und der Weltbank als Richtschnur im Rahmen ihres Financial Sector Assessment Program (FSAP) sowie für andere Formen der technischen Unterstützung dienen. Der IWF und die Weltbank haben daher an ihrer Erarbeitung mitgewirkt. Auch privaten Marktteilnehmern kann die Methodik bei ihren Beurteilungen der Sicherheit und Effizienz von Wertpapierabwicklungssystemen von Nutzen sein.

Seine frühere Arbeit fortsetzend, veröffentlichte der CPSS im März 2003 den Bericht *Policy issues for central banks in retail payments*. Darin geht es um die gegenwärtige Rolle der Zentralbanken im Massenzahlungsverkehr, wobei sowohl Gemeinsamkeiten – grundlegende Ziele, die auch für andere staatliche Stellen relevant sein können, die ein Interesse an der Sicherheit und Leistungsfähigkeit des Massenzahlungsverkehrs haben – als auch erhebliche institutionelle Unterschiede zwischen den verschiedenen Ländern aufgezeigt werden. Der Bericht empfiehlt schließlich Mindestmaßnahmen, die allen Zentralbanken bei der Verfolgung der grundlegenden Ziele nützlich sein können, sowie spezielle Vorgehensweisen für einige Zentralbanken hinsichtlich ihrer besonderen Situation. Der CPSS hat sich ferner mit der Verwendung von Zentralbankgeld im Zahlungsverkehr befasst, und demnächst dürfte ein analytischer Bericht zu diesem Thema erscheinen.

Besonders wichtig ist dem CPSS nach wie vor die Umsetzung seiner von den G10-Zentralbankpräsidenten 1996 gebilligten Strategie zur Verminderung des Erfüllungsrisikos bei Devisenhandelstransaktionen, und er beobachtet und unterstützt entsprechende Initiativen des Marktes.

Der CPSS ist bemüht, seine Kooperation über den Kreis der G10-Länder hinaus auch mit anderen Zentralbanken, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften, auszubauen, und im vergangenen Geschäftsjahr leistete er logistische und fachliche Unterstützung für Workshops und Seminare über Zahlungsverkehrsfragen, die von der BIZ in Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen organisiert wurden.

Markteausschuss

Der Markteausschuss, der sich aus den Verantwortlichen für Marktgeschäfte der G10-Zentralbanken zusammensetzt, befasste sich bei seinen alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen vor allem mit den kürzerfristigen Entwicklungen an den Devisenmärkten und den damit zusammenhängenden Finanzmärkten. Mehrmals waren auch Teilnehmer aus den wichtigsten Zentralbanken außerhalb der G10 eingeladen. Das Themenspektrum umfasste u.a. die Kräfte hinter Änderungen des US-Dollar-Außenwerts, die Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten, die Folgen der wirtschaftlichen und politischen

Entwicklungen in Brasilien sowie der Rohstoffpreisschwankungen für die Währungen Lateinamerikas und die finanziellen Risiken im Vorfeld des Irak-Kriegs. Die Mitglieder wurden ferner über spezielle Themen orientiert, z.B. über die Praxis, dass Banken über einen als Agenten fungierenden Fondsmanager Geschäfte mit einem verdeckten Auftraggeber tätigen, dessen Identität nicht offengelegt wird, sowie jüngste Entwicklungen bei der Continuous Linked Settlement Bank (CLS-Bank). Darüber hinaus veranlasste der Ausschuss eine Überprüfung der derzeitigen Meldegrundlagen und -methodik der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten. Im Januar 2003 legte eine Expertengruppe diesbezüglich ihre Vorschläge vor. Sie wurden vom Ausschuss genehmigt und bilden nun die Basis der Vorbereitungen für die nächste Erhebung.

Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung

Die Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung (Central Bank Counterfeit Deterrence Group, CBCDG) untersucht im Auftrag der G10-Zentralbankpräsidenten die Bedrohungen für das Papiergeld, die sich daraus ergeben, dass immer häufiger PCs und andere moderne Technologien zur Banknotenfälschung eingesetzt werden. Die BIZ unterstützt die Arbeit der CBCDG, indem sie Sekretariatsdienstleistungen für sie erbringt und in vertraglichen Vereinbarungen als ihr Agent auftritt.

3. Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich

Mehrere selbstständige Organisationen haben ihr Sekretariat bei der BIZ. Die Bank stellt dafür verschiedene Sekretariatsleistungen und logistische Unterstützung bereit, und bei einigen nimmt sie auch an den Diskussionen teil. Für die Arbeitsthemen sowie die Genehmigung und Veröffentlichung von Berichten ist allein die Organisation zuständig, der das jeweilige Sekretariat unterstellt ist.

Zehnergruppe

Die BIZ beteiligt sich aktiv an der Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten, ihrer Stellvertreter und der unter ihrer Schirmherrschaft geschaffenen Arbeits- und Kontaktgruppen, indem sie – gemeinsam mit dem IWF und der OECD – sowohl als Beobachter fungiert als auch Sekretariatsleistungen erbringt. Im Berichtszeitraum überprüfte die G10 die Fortschritte in den Bereichen Mehrheitsklauseln in Anlageverträgen, Verhaltenskodizes für Schuldenabkommen sowie Umschuldungsmechanismen für Staatsschulden. Sie befasste sich auch mit Fragen der Tragfähigkeit der Verschuldung und vereinbarte die Erneuerung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV).

Es wurden drei wichtige Dokumente veröffentlicht. Die G10-Arbeitsgruppe für Vertragsklauseln stellte in einem Bericht die wichtigsten Merkmale von Mehrheitsklauseln für Staatsanleihen vor. Sollten diese allgemein

Zustimmung finden, wäre nach Überzeugung der G10-Minister und -Zentralbankpräsidenten eine geordnetere Beilegung von Schuldenkrisen möglich. Eine Kontaktgruppe kam in ihrem Bericht *Turbulence in asset markets: the role of micro policies* zu dem Schluss, dass geeignete Besteuerungssysteme, Regulierungen und Offenlegungsgrundsätze zur Eindämmung unerwünschter Schwankungen der Preise von Vermögenswerten beitragen können. Der Bericht einer weiteren Kontaktgruppe, *Insolvency arrangements and contract enforceability*, betonte die Bedeutsamkeit wirksamer Instrumente für eine rasche, effiziente und faire Liquidierung von in Schwierigkeiten geratenen, zahlungsunfähigen Firmen mit umfangreichem Finanzgeschäft.

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. Das Forum sorgt für regelmäßige Zusammenkünfte der nationalen Behörden, die an den wichtigsten internationalen Finanzplätzen für die Stabilität des Finanzwesens verantwortlich sind (Finanzministerien, Zentralbanken und Finanzaufsicht), sowie von hochrangigen Vertretern der internationalen Finanzorganisationen, der internationalen normgebenden Gremien im Aufsichts- bzw. Regulierungsbereich und der Ausschüsse von Zentralbankexperten. Bei der BIZ ist das Sekretariat des Forums ansässig, dessen Personal von den FSF-Mitgliedsländern und -institutionen entsandt wird. Im Mai 2003 ernannten die G7-Finanzminister Roger W. Ferguson Jr., Stellvertretender Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, zum Vorsitzenden des FSF als Nachfolger des ersten Vorsitzenden des Forums, Andrew Crockett. Weitere Informationen über das FSF sind auf seiner Website (www.fsforum.org) verfügbar.

Seit April 2002 ist das Forum zweimal zusammengetreten, in Toronto und in Berlin, und mehrmals wurden Telekonferenzen abgehalten. Die wichtigsten Themen waren konjunkturelle und andere Schwächen im internationalen Finanzsystem sowie die notwendigen Maßnahmen im Hinblick auf die Schwachstellen, die bei den jüngsten Bilanzunregelmäßigkeiten von Unternehmen zutage getreten waren. Im vergangenen Jahr wurden zudem drei regionale Treffen abgehalten: für die mittel- und osteuropäischen Länder, für die lateinamerikanischen Länder und für die Asien-Pazifik-Region. Ziel dieser regionalen Treffen ist es, eine breitere Diskussion von Schwächen im Finanzsystem zu fördern und regionalen Vertretern die Möglichkeit zu geben, sich zur Arbeit des FSF zu äußern. Darüber hinaus pflegte der Vorsitzende des Forums über seinen Beratungsausschuss einen regelmäßigen Gedankenaustausch zu Fragen der Finanzstabilität mit Vertretern aus dem privaten Sektor und aus akademischen Kreisen.

Ein zentrales Thema aller FSF-Sitzungen im Berichtszeitraum waren die Reformen, die auf nationaler und internationaler Ebene notwendig sind, um nach der Welle von Unregelmäßigkeiten in den Finanzausweisen und der

Rechnungslegung von Unternehmen das Vertrauen in das Regelwerk wiederherzustellen. Das FSF verfolgte aufmerksam die zahlreichen Initiativen von Marktteilnehmern, nationalen Behörden und internationalen Normierungsgremien und richtete besonderes Augenmerk auf Lücken und erhebliche Divergenzen in den Reformplänen. Das Forum konzentriert sich auf die internationale Dimension der Probleme und der Gegenmaßnahmen; es ist bestrebt, die internationale und branchenübergreifende Kohärenz zu fördern, wenn dies dazu dienen kann, die Effizienz, Integrität und Stabilität der Finanzmärkte zu erhöhen. In diesem Zusammenhang organisierte das FSF im Oktober 2002 ein Gespräch am runden Tisch über den Handlungsbedarf infolge der jüngsten Unternehmenskonkurse. Der Teilnehmerkreis umfasste Aufsichtsräte von Unternehmen, institutionelle Anleger, Bankiers, Wirtschaftsprüfer, Rating-Agenturen, Experten für die Unternehmensführung und -kontrolle, öffentliche Entscheidungsträger und Normierungsgremien. Die Gesprächsteilnehmer räumten ein, dass viele Elemente zur Erosion der internen und externen Disziplin beigetragen hatten, die wiederum zu den jüngsten Fällen von versagenden Führungs- und Überwachungsmechanismen sowie Meldeverfahren geführt hatte. Als kritischer Faktor für die Wiederherstellung des Vertrauens in die Finanzausweise wurde es jedoch angesehen, mittels Überwachung durch die öffentlichen Stellen sowie konsequenterer Durchsetzungsmechanismen den Glauben an die Qualität und Integrität der externen Revision wieder zu stärken.

Auch der Rückversicherung widmete das FSF im vergangenen Jahr seine Aufmerksamkeit. Diese Branche spielt bei der Bereitstellung von Versicherungsdeckung eine unverzichtbare Rolle, und sie engagiert sich zunehmend in der Übernahme und Verteilung von Finanzrisiken. Sie hat sich zwar bei den jüngsten Schocks gut gehalten, aber es lässt sich kaum abschätzen, wie sich etwaige Probleme auf den Versicherungssektor insgesamt und auf die Stabilität im Finanzbereich generell auswirken würden. Denn sowohl der Rückversicherungsmarkt als auch die offengelegten Informationen der Rückversicherungsgesellschaften sind nur wenig transparent. Einige dieser Fragen betreffen auch andere Teile des Versicherungsgewerbes.

Das FSF arbeitet daher mit den Aufsichtsinstanzen in den wichtigsten Ländern zusammen, in denen viele Gesellschaften der weltweiten Rückversicherungsbranche ihren Sitz haben, um zu erreichen, dass auf nationaler Ebene und im Rahmen der International Association of Insurance Supervisors (IAIS) Daten zum weltweiten Rückversicherungsmarkt erhoben und Berichte erstellt werden. Außerdem hat das Forum dazu aufgerufen, Frequenz, Quantität und Qualität der von den einzelnen Rückversicherungs- und Versicherungsgesellschaften offengelegten Informationen zu verbessern.

Gemeinsam mit Gremien aus seinem Mitgliederkreis hat das Forum auch die Arbeit in anderen Bereichen fortgesetzt. Dazu gehören die Übertragung von Kreditrisiken, die Verfügbarkeit von Informationen über große und komplexe Finanzinstitute sowie die Stärkung der Aufsichtsstandards an Offshore-Finanzplätzen.

Das FSF hält die G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten sowie den Internationalen Währungs- und Finanzausschuss des IWF kontinuierlich über seine Tätigkeit auf dem Laufenden.

International Association of Insurance Supervisors

Das Sekretariat der internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) ist seit seiner Errichtung im Januar 1998 bei der BIZ angesiedelt. Vergleichbar mit dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, will die IAIS durch eine Verbesserung der Aufsicht über das Versicherungswesen zur weltweiten Finanzstabilität beitragen. Das geschieht durch die Erarbeitung von Standards für die Versicherungsaufsicht, durch Vorkehrungen für einen gegenseitigen Beistand und durch den Erfahrungsaustausch unter den Mitgliedern. Weitere Informationen über die IAIS sind auf ihrer Website (www.iaisweb.org) verfügbar.

Gemeinsam mit anderen internationalen Aufsichtsgremien (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 sie aktiv im FSF mit.

Die IAIS hat ein breites Spektrum von Papieren über Aufsichtsstandards im Versicherungsbereich herausgegeben. Im letzten Jahr schloss sie ihre Arbeit an den Grundsätzen für Mindestanforderungen der Aufsicht im Rückversicherungsbereich (*Principles on Minimum Requirements for Supervision of Reinsurers*) ab und veröffentlichte das Diskussionspapier *Risks to insurers posed by electronic commerce*. Im April 2003 erschien das Papier *Credit risk transfer between insurance, banking and other financial sectors*. Weitere aktuelle Themen sind die Ausarbeitung von Standards, Richtlinien oder Diskussionspapieren über Versicherungsverbindlichkeiten, Einsatz von Aktuaren, Kontrolle der Solvenzquoten, Stresstests, Verbriefung im Versicherungsbereich, Offenlegung durch Sach- und Rückversicherer, Aufsicht im Rückversicherungsbereich, Risikomanagement im elektronischen Handel mit Versicherungsprodukten sowie Kreditrisikomanagement. Darüber hinaus werden die Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht und die dazugehörige Methodik revidiert, um ihnen mehr Schlagkraft zu verleihen. In Zusammenarbeit mit dem FSF entwickelt die IAIS Rahmenbestimmungen für eine Erhöhung der Transparenz am weltweiten Rückversicherungsmarkt und für eine verbesserte risikoorientierte Offenlegung durch die einzelnen Rückversicherer. Die IAIS stimmt sich mit dem IASB in Bezug auf dessen Versicherungsprojekt und andere wichtige Projekte im Rechnungslegungsbereich ab. Ferner arbeitet sie eng mit der Financial Action Task Force (FATF) im Kampf gegen die Geldwäsche und die Terrorismusfinanzierung zusammen.

Gemeinsam mit dem FSI und nationalen Versicherungsaufsichtsinstanzen organisierte die IAIS zahlreiche Seminare und Schulungsprogramme und stellte Schulungsmaterial zur Verfügung, um die Versicherungsaufsichtsinstanzen bei der Einhaltung der IAIS-Aufsichtsstandards zu unterstützen. In Afrika, Asien, Mittel- und Osteuropa, Lateinamerika sowie an Offshore-Finanzplätzen fanden regionale Schulungsseminare für Mitarbeiter der Versicherungsaufsicht statt.

International Association of Deposit Insurers

Die Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (IADI) wurde im Mai 2002 gegründet und eröffnete im Oktober ihren Sitz bei der BIZ. Sie bietet ihren

Mitgliedern Gelegenheit, durch eine internationale Zusammenarbeit im Bereich der Einlagensicherung einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems zu leisten. 44 Organisationen wirken in der IADI mit.

Die IADI will das Verständnis für und den Informationsaustausch über gemeinsame Fragen und Anliegen im Zusammenhang mit der Einlagensicherung fördern. Sie gibt zudem Richtlinien heraus, um die Leistungsfähigkeit von Einlagensicherungen unter Berücksichtigung verschiedener Umstände, Rahmenbedingungen und Strukturen zu stärken.

Die IADI fördert Kontakt- und Schulungsmöglichkeiten für Einlagensicherungsinstitute und andere Gremien, die mit dem finanziellen Sicherheitsnetz zu tun haben. Dies geschieht u.a. durch eine jährliche Konferenz zu aktuellen Fragen der Einlagensicherung. Die erste IADI-Konferenz fand im Mai 2002 bei der BIZ statt, die nächste ist im Oktober 2003 in Seoul (Korea) geplant.

Vorsitzender des Exekutivrats und Präsident der IADI ist Jean Pierre Sabourin, Präsident und CEO der Canada Deposit Insurance Corporation. Ausführliche Angaben zur Tätigkeit der IADI sind auf ihrer Website (www.iadi.org) verfügbar.

4. Finanzdienstleistungen der Bank

Das Bankgeschäft der BIZ ist ausschließlich auf die Finanzbedürfnisse von Zentralbanken und einigen anderen internationalen Finanzorganisationen ausgerichtet. Im April 2003 hielten rund 130 Zentralbanken einen Teil ihrer Währungsreserven bei der BIZ. Bei der Anlage dieser Mittel stützt sich die Bank auf zwei miteinander verbundene Handelsräume in Basel und in der Sonderverwaltungsregion Hongkong, und sie bietet eine Palette von eigens für Zentralbanken geschaffenen Instrumenten an, bei denen Sicherheit, Liquidität und Rendite im Mittelpunkt stehen. Zu den sonstigen Finanzdienstleistungen der BIZ gehören Portfoliomanagement, kurzfristige Kredite für Zentralbanken sowie Treuhänder- und Pfandhalterfunktionen. Bei der Erfüllung dieser Aufgaben gilt besondere Aufmerksamkeit der Überwachung des Kredit-, Markt- und operationellen Risikos. Verantwortlich dafür ist ein unabhängiges Risikocontrolling, das direkt dem Stellvertretenden Generaldirektor untersteht. Darüber hinaus wird im Rahmen der internen Revision die Solidität der Bankgeschäfte überwacht.

Tätigkeit der Bankabteilung

Am 31. März 2003 betrug die Bilanzsumme GFr. 92,8 Mrd.,¹ was zum dritten Mal in Folge einen neuen Höchstwert für das Ende eines Geschäftsjahres darstellt. Gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 87,7 Mrd. entspricht dies einem Anstieg um 5,8%. Dieser Anstieg ist ausschließlich dem Wertzuwachs

¹ Bis zum Ende des Geschäftsjahres 2002/03 war die Recheneinheit der Bank der Goldfranken. Vor der Änderung von Artikel 4 der Statuten der Bank (s. Abschnitt 6) entsprach der Goldfranken gemäß diesem Artikel 0,29032258... Gramm Feingold. Aktiva und Passiva wurden zu einem Goldpreis von US-\$ 208 je Unze Feingold (also 1 Goldfranken = US-\$ 1,94149...) in Goldfranken umgerechnet.

anderer Währungen gegenüber dem US-Dollar zuzuschreiben, der die Bilanzsumme um GFr. 6,2 Mrd. aufblähte, denn Wechselkursbereinigt verringerte sie sich gegenüber dem Vorjahr um GFr. 1,1 Mrd.

Nachdem die Bilanzsumme zu Beginn des vergangenen Geschäftsjahres ein historisch hohes Niveau erreicht hatte, ging sie in den folgenden Monaten leicht zurück, bevor sie ab November wieder wuchs. Der Mittelzufluss gegen Ende 2002 war teilweise durch Wechselkurseffekte aufgebläht, aber auch zum Jahresende übliche Faktoren sowie die Suche nach sicheren Anlagen infolge wachsender geopolitischer Spannungen spielten eine Rolle. Anders als in früheren Jahren setzte sich dieser Trend bis weit ins neue Jahr hinein fort, sodass die Bilanzsumme im ersten Quartal 2003 sukzessive auf neue Höchststände stieg, mit einem Allzeitrekord von GFr. 94,3 Mrd. am 13. März. Am Ende des Geschäftsjahres war sie dann aber wieder um 1,5 Mrd. gesunken.

Passiva

Am 31. März 2003 betragen die Gold- und Währungseinlagen (ohne Repo-Geschäfte) insgesamt GFr. 86,4 Mrd. (Vorjahr: GFr. 82,0 Mrd.). Die Gold-einlagen stiegen um GFr. 0,1 Mrd. auf GFr. 2,6 Mrd. und machten damit 3,1% der gesamten Fremdmittel aus (unverändert gegenüber dem Vorjahr). Die Währungseinlagen erhöhten sich dagegen um GFr. 4,3 Mrd. (ohne Repo-Geschäfte), was auf eine Aufwertung anderer Währungen gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen war. Ohne diese Währungsumrechnungsgewinne wären die Währungseinlagen um rund GFr. 0,6 Mrd. zurückgegangen, wobei eine Abnahme der Euro- und Yen-Anlagen zum Teil durch US-Dollar- und Sterling-Zuflüsse ausgeglichen wurde.

Am 31. März 2003 betrug der Anteil des US-Dollars an den Fremdmitteln in Währungen (einschl. Repo-Geschäfte) 67,2%, ein geringfügiger Rückgang gegenüber 69,2% im Vorjahr.

Die Währungseinlagen von Zentralbanken und anderen nationalen Währungsbehörden stiegen von GFr. 76,2 Mrd. auf GFr. 80,0 Mrd. am 31. März 2003, womit sich der Anteil von 95,5% der gesamten Fremdmittel in Währungen (ohne Repo-Geschäfte) gegenüber dem Vorjahr kaum veränderte. Die Mittel anderer Einleger (vorwiegend internationaler Organisationen) betragen GFr. 3,8 Mrd. Im Verlauf des Geschäftsjahres erhöhten die Zentralbankkunden ihre Anlagen in längerfristigen handelbaren BIZ-Instrumenten erheblich. Aber auch die kürzerfristigen Termineinlagen nahmen zu, worin zum Teil die Tendenz bestimmter Kunden zum Ausdruck kam, in Zeiten erhöhter geopolitischer Unsicherheit liquide Mittel bei der BIZ zu halten.

Aktiva

Die BIZ-Aktiva bestehen vorwiegend aus Anlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken von internationalem Ruf sowie Staatspapieren und Papieren staatsnaher Emittenten, einschließlich Reverse-Repo-Geschäfte. Außerdem gewährt die BIZ Zentralbanken kurzfristigen Kredit, der in der Regel besichert ist. Der Anteil der Staatspapiere und Papiere staatsnaher Emittenten erhöhte sich im

vergangenen Geschäftsjahr deutlich und machte am 31. März 2003 fast ein Drittel der gesamten Aktiva aus.

Zur effizienteren Verwaltung ihrer Aktiva verwendet die Bank außerdem verschiedene Derivate (s. Anmerkung 15a zum Jahresabschluss). Dabei handelt es sich vorwiegend um einfache klassische Instrumente, insbesondere Futures und Zinsswaps.

Die Finanzgeschäfte der BIZ, sowohl in Basel als auch in Hongkong, werden im Rahmen allgemeiner, vom Verwaltungsrat erlassener Grundsätze geführt. Diese legen bestimmte pauschale Limits sowie Einzellimits für verschiedene Risikokategorien (Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiko) fest, denen die Bank durch ihre Tätigkeit am Markt zwangsläufig ausgesetzt ist. Diese Limits sind nach strengen Standards festgelegt worden, um die herausragende Bonität der BIZ als Gegenpartei in den Geschäften mit Zentral- und Geschäftsbanken zu wahren.

Die Anlagen in Währungen betragen am 31. März 2003 GFr. 89,4 Mrd. (Vorjahr: GFr. 83,7 Mrd.). Darin enthalten sind GFr. 0,2 Mrd. an Krediten für Zentralbanken (Vorjahr: GFr. 0,1 Mrd.). Die Goldaktiva der Bank erhöhten sich im selben Zeitraum von GFr. 3,2 Mrd. auf GFr. 3,3 Mrd., da die Goldeinlagen geringfügig zunahmen.

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 Bundeswertpapierverwaltung (BWV) im Jahr 2002 Tilgungs- und Zinszahlungen von insgesamt rund € 5,5 Mio. veranlasst hat. Die Einlösungswerte und sonstigen Einzelheiten wurden von der BWV im *Bundesanzeiger* veröffentlicht.

Die Bank blieb bei ihren früheren Vorbehalten hinsichtlich der Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die BWV (dargelegt im *50. Jahresbericht* vom Juni 1980), die sich auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken.

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 finden sich im *64. Jahresbericht* vom Juni 1994), Peru (*67. Jahresbericht* vom Juni 1997) und Côte d'Ivoire (*68. Jahresbericht* vom Juni 1998).

5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Reingewinn für das Geschäftsjahr

Das am 31. März 2003 abgelaufene 73. Geschäftsjahr schloss mit einem Reingewinn von GFr. 362,0 Mio. (Vorjahr: GFr. 268,5 Mio.). Der Anstieg ist vor allem der Zunahme der Nettozinsen und sonstigen Geschäftseinnahmen im Geschäftsjahr 2002/03 zuzuschreiben, die wiederum mit den geringeren Verlusten bei der Tilgung der verbrieften Verbindlichkeiten der Bank (FIXBIS und mittelfristige Instrumente) zum Marktwert zusammenhing. Diese Verluste bei den Fremdmitteln wurden gemäß dem Grundsatz der periodengerechten Erfolgsermittlung der Bank ausgewiesen. Das Fremdmittelgeschäft wird auf kongruenter Grundlage, mit begrenztem Zinsänderungs-, Währungs- und Fristentransformationsrisiko, geführt; der Marktwert der Finanzinstrumente steigt bzw. sinkt auf beiden Seiten der Fremdmittelbilanz gleichzeitig.

Diese – zeitlich begrenzten – Buchverluste auf der Basis der periodengerechten Erfolgsermittlung entstanden, weil die BIZ-Kunden angesichts weiter sinkender Zinssätze und infolgedessen steigender Marktwerte ihrer Forderungen gegenüber der BIZ aktiv mit ihrem Portfolio an BIZ-Instrumenten handelten. Aufgrund der periodengerechten Erfolgsermittlung wurden diese Verluste mit der Zeit wieder ausgeglichen, da die getilgten Verbindlichkeiten bald durch Kreditaufnahmen mit derselben Laufzeit zu niedrigeren Zinssätzen abgelöst wurden, während die entsprechenden Aktiva und Derivate bestehen blieben. Dem Jahresgewinn kam somit die Margenausweitung zugute, die sich daraus ergab, dass frühere Buchverluste aus der vorzeitigen Tilgung von Verbindlichkeiten wieder wettgemacht wurden. Da die Zinssätze während des Jahres sanken, wirkten sich beim periodengerecht ermittelten Gewinn aus dem Fremdmittelgeschäft die Buchgewinne aus Verkäufen im Handelsbestand positiv aus.

Nach den geänderten Rechnungslegungsverfahren der Bank, die am 1. April 2003 in Kraft traten, werden solche Verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgeglichen, indem die entsprechenden Veränderungen des Marktwerts der Finanzinstrumente auf beiden Seiten der Bilanz verbucht werden.

Ohne diese Faktoren erhöhte sich der Gewinn aus dem Fremdmittelgeschäft leicht, wobei zum Anstieg der Kundeneinlagen noch eine Ausweitung der Geschäftsmargen infolge von Entwicklungen auf der Aktivseite hinzukam.

Die Zinserträge aus Anlagen, die als Eigenkapital der Bank definiert sind, sanken geringfügig, da das erhöhte Volumen des Eigenkapitals der Bank den negativen Effekt der niedrigeren Zinssätze nicht aufzuwiegen vermochte.

Der Finanzausweis für das Jahr zeigt eine Zunahme der Verwaltungskosten (nach Abschreibungen) von GFr. 76,8 Mio. für 2001/02 um 28% auf GFr. 98,3 Mio. für 2002/03. Hinter dieser Zunahme stand vorwiegend die Aufwertung des Schweizer Frankens – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen. Er war gegenüber dem Goldfranken durchschnittlich um 18% fester als im Vorjahr. Darüber hinaus wurden – berechnet anhand der revidierten Rechnungslegungsverfahren der Bank für Rückstellungen und Vorsorgeverpflichtungen – Kosten von CHF 48,3 Mio. in der Jahresrechnung

der Bank unter Verwaltungskosten verbucht, verglichen mit einem auf derselben Basis berechneten Betrag von CHF 31,1 Mio. im Vorjahr. Diese Erhöhung war auf eine einmalige Zahlung von CHF 33,9 Mio. zurückzuführen, mit der der Deckungsgrad des Pensionsfonds des Personals wiederhergestellt wurde, nachdem dessen Anlageerfolg unter die versicherungsmathematischen Annahmen gefallen war. Der Abschreibungsaufwand ging in Schweizer Franken um 7% zurück, in Goldfranken erhöhte er sich hingegen um 8%.

Die allgemein niedrigeren Zinssätze führten zudem zu realisierten Kapitalgewinnen von GFr. 108,2 Mio. (Vorjahr: GFr. 85,7 Mio.) auf dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand der Bank.

Verwendung des Reingewinns

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von GFr. 362,0 Mio. wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 68,7 Mio. zur Zahlung einer Dividende von CHF 400 je Aktie. Diese Dividende ist für 452 073 Aktien zahlbar. Vor der Aktienrücknahme waren 529 125 Aktien ausgegeben und eingezahlt. Davon hält die Bank 77 052 als eigene Aktien, nämlich 74 952 Aktien, die sie von ehemaligen Privataktionären und von Zentralbanken zurückgenommen hat, sowie 2 100 sonstige. Auf die eigenen Aktien wird keine Dividende gezahlt;
- ii) GFr. 29,3 Mio. zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3,0 Mio. zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 261,0 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 oben genannte Dividende am 7. Juli 2003 an die Aktionäre zu zahlen, die am 31. März 2003 im Aktienregister der Bank eingetragen waren.

Zuweisung der Reservenberichtigung für das Vorjahr

Infolge der Änderungen der Rechnungslegungsverfahren der Bank, die für die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung dieses Jahres vorgenommen wurden, kam es zu einer Vorjahresberichtigung, durch die die Reserven per 31. März 2002 um insgesamt GFr. 1 639,4 Mio. erhöht wurden. In Anmerkung 3 des Jahresabschlusses wird dieser Vorgang genau beschrieben. Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, diese Vorjahresberichtigung von GFr. 1 639,4 Mio. wie folgt den Reserven zuzuweisen:

- i) GFr. 163,9 Mio., d.h. 10% des Betrags, dem Allgemeinen Reservefonds;
- ii) GFr. 1 475,5 Mio. dem Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bericht der Buchprüfer

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 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank vermitteln. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluss.

6. Institutionelles

Änderungen der Statuten der Bank

Änderung der Recheneinheit der Bank

Am 10. März 2003 wurde in einer außerordentlichen Generalversammlung (AGV) der Bank auf Empfehlung des Verwaltungsrats beschlossen, mit Wirkung vom 1. April 2003, d.h. dem Beginn des nächsten Geschäftsjahres, den Goldfranken als Recheneinheit der Bank durch das Sonderziehungsrecht (SZR), wie es vom Internationalen Währungsfonds definiert wird, zu ersetzen. Dementsprechend genehmigte die AGV eine Änderung von Artikel 4 der Statuten der Bank, wonach das Kapital und die Aktien der Bank in SZR denominated werden. Dieser Wechsel war mit einer Herabsetzung des Aktienkapitals der Bank verbunden, um einen runden Betrag von SZR 5 000 für den Nominalwert je Aktie zu erhalten.

Die Verwendung des Goldfrankens als Recheneinheit der Bank war als intransparent und nicht mehr vereinbar mit der heutigen Rechnungslegungspraxis angesehen worden. Aus diesen Gründen und um der BIZ die Durchführung ihres Bankgeschäfts und den sinnvollen Einsatz ihres ökonomischen Kapitals zu erleichtern, wurde beschlossen, das SZR als neue Recheneinheit der Bank einzuführen.

Das SZR ist die Recheneinheit des IWF, und es wird auch in privaten Verträgen und internationalen Abkommen sowie als Recheneinheit anderer internationaler Organisationen verwendet. Sein Wert beruht auf einem Währungskorb (derzeit US-Dollar, Euro, Yen und Pfund Sterling), der vom IWF alle fünf Jahre überprüft wird, um sicherzustellen, dass die darin enthaltenen Währungen repräsentativ für die in internationalen Geschäften verwendeten Währungen sind und dass ihre Gewichtung ihrer jeweiligen Bedeutung im weltweiten Handels- und Finanzwesen entspricht. Zuletzt wurde der Korb 2001 geändert, um die Einführung des Euro zu berücksichtigen.

Im Zusammenhang mit der Ablösung des Goldfrankens durch das SZR wurden die Goldfrankenbeträge, in denen das Kapital der Bank ausgewiesen worden war, in SZR umgerechnet. Die AGV beschloss, den Nominalwert der Aktien vom genauen Umrechnungsbetrag (SZR 5 696 am 31. März 2003) auf SZR 5 000 abzurunden. Nach der Herabsetzung des Aktienkapitals um 12,2% wurde der überschüssige Betrag von SZR 92,1 Mio. zum 31. März 2003 vom eingezahlten Aktienkapital auf die Reservefonds der Bank übertragen. Das Eigenkapital der Bank blieb vom Wechsel zum SZR unberührt.

Weitere Statutenänderungen

Neben der Änderung von Artikel 4 der Statuten beschloss die AGV zwei weitere Änderungen. Mit der ersten wurde der Wortlaut von Artikel 5 vereinfacht,

indem die Detailregelung der längst abgeschlossenen Zeichnung der zweiten Tranche des Aktienkapitals der BIZ gestrichen wurde. Mit der zweiten wurde Artikel 20 der Statuten aktualisiert; dieser definiert die Währungen, in denen die Bank Geschäfte für eigene Rechnung tätigen darf. Der bisherige Wortlaut, wonach diese Geschäfte „den praktischen Erfordernissen der Gold- oder Goldkernwährung genügen“ mussten, war überholt und wurde daher ersetzt durch „in solchen Währungen ..., die der Verwaltungsrat als geeignet erachtet“, was der derzeitigen Praxis der Bank entspricht.

Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen Aktien

Nach dem Beschluss der außerordentlichen Generalversammlung vom 8. Januar 2001, sämtliche von Privataktionären gehaltenen BIZ-Aktien zurückzunehmen (Einzelheiten s. *71. Jahresbericht* vom Juni 2001, S. 196f.), zahlte die Bank den eingetragenen ehemaligen Privataktionären eine Entschädigung von CHF 16 000 je Aktie. Einige ehemalige Privataktionäre fochten diesen Betrag an (s. auch *72. Jahresbericht* vom Juli 2002, S. 194f.) und erhoben Klage vor dem durch die Haager Vereinbarungen eingesetzten Schiedsgericht, das gemäß Artikel 54 der Statuten der Bank bei Streitigkeiten zwischen der Bank und ihren ehemaligen Privataktionären im Zusammenhang mit der Rücknahme ausschließlich zuständig ist. Das Schiedsgericht fällte am 22. November 2002 eine Teilentscheidung. Darin bestätigte es die Rechtsgültigkeit der obligatorischen Rücknahme, entschied jedoch, dass die Entschädigung zu erhöhen sei. Es sprach den ehemaligen Privataktionären einen proportionalen Anteil des Nettosubstanzwerts der Bank zu, allerdings mit einem Abschlag von 30%. Dies entspricht der Formel, die von der BIZ bei Neuzeichnungen von Aktien durch Zentralbanken angewandt worden ist. Den genauen Betrag der zusätzlichen Entschädigung wird das Schiedsgericht in einem weiteren Verfahren im Laufe von 2003 noch festlegen. Die Bank hat ihre frühere Erklärung bekräftigt, wonach sie die Entscheidung des Schiedsgerichts freiwillig auf alle eingetragenen ehemaligen Privataktionäre zur endgültigen Abgeltung sämtlicher Ansprüche anwenden wird. Sobald diese Entscheidung vorliegt, werden diese ehemaligen Privataktionäre wegen der Auszahlung der zusätzlichen Entschädigung direkt angeschrieben werden.

Hinsichtlich einer Klage einer anderen Gruppe ehemaliger Privataktionäre hat das Handelsgericht in Paris im März 2003 eine Vorentscheidung gefällt (ohne inhaltlich auf die Klage einzugehen), wonach es für die Beurteilung der vorgebrachten Ansprüche auf Erhöhung der Entschädigung zuständig sei. Die Bank hat gegen diese Verfahrensentscheidung vor dem Pariser Appellationsgericht Berufung eingelegt mit der Begründung, das Schiedsgericht in Den Haag sei in dieser Sache allein zuständig.

Änderungen der Rechnungslegungsverfahren

Geschäftsjahr 2002/03

Nach einer Überprüfung ihrer Rechnungslegungsverfahren hat die Bank beschlossen, Änderungen beim Ausweis von Gewinnen aus Verkäufen von

Wertpapieren aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand sowie bei der Bilanzierung von Rückstellungen und von Vorsorgeverpflichtungen vorzunehmen. Diese Änderungen werden in Anmerkung 2 zum Jahresabschluss beschrieben. Die Vergleichszahlen in der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung und den Anmerkungen zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2001/02 sind entsprechend neu berechnet worden. Die Auswirkungen dieser Neuberechnungen auf die Reserven und den Reingewinn für das Geschäftsjahr 2001/02 werden in Anmerkung 3 zum Jahresabschluss dargelegt. Der Jahresabschluss stellt die Ergebnisse für die Jahre 2001/02 – nach Neuberechnung – und 2002/03 zum Vergleich nebeneinander.

Geschäftsjahr 2003/04

Die Einführung des SZR als Recheneinheit der Bank (s. oben) erleichterte eine Anzahl weiterer Änderungen der Rechnungslegungsverfahren der Bank, die mit Wirkung vom 1. April 2003 in Kraft getreten sind. Mit diesen Änderungen werden die Finanzlage und der Erfolg der Bank genauer wiedergegeben.

Eine ungeprüfte Überleitungsrechnung in eine Pro-forma-Bilanz in SZR per 31. März 2003 sowie in eine ebenfalls pro forma erstellte Gewinn- und Verlustrechnung in SZR für das zu diesem Datum abgeschlossene Geschäftsjahr findet sich ab S. 223 der beigefügten Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung.

Budgetpolitik

Die Erstellung des Budgets der Bank für das nächste Geschäftsjahr beginnt rund sechs Monate im Voraus damit, dass die Direktion die allgemeine Geschäftsorientierung sowie die pauschalen Personal- und Finanzierungsbudgets festlegt. Innerhalb dieses groben Budgetrahmens legen dann die einzelnen Geschäftsbereiche ihre Pläne und den entsprechenden Ressourcenbedarf fest. Die Abstimmung der detaillierten Budgetpläne und der insgesamt verfügbaren Ressourcen mündet in der Erstellung eines Entwurfs des Finanzbudgets. Dieser muss vor Beginn des Geschäftsjahres vom Verwaltungsrat genehmigt werden.

Bei der Erstellung des Budgets wird zwischen Verwaltungs- und Investitionskosten unterschieden. Rund die Hälfte der Verwaltungskosten entfällt auf den Personalaufwand. Andere wichtige Kategorien, die in der Regel weitere 25% der Verwaltungskosten ausmachen, sind IT- und Telekommunikationsausgaben sowie der Aufwand für das Pensionssystem der Bank. Die Investitionskosten schwanken naturgemäß von Jahr zu Jahr erheblich. Die Verwaltungs- und Investitionsausgaben der Bank fallen vorwiegend in Schweizer Franken an.

Im Geschäftsjahr 2002/03 betragen die Verwaltungskosten vor Abschreibungen CHF 199,2 Mio. und lagen 5,3% unter dem Budgetbetrag von CHF 210,3 Mio.² Bei der Erstellung des Budgets war davon ausgegangen

² Im Budget der Bank sind die Auswirkungen der geänderten Rechnungslegungsverfahren für Rückstellungen und Vorsorgeverpflichtungen, die sich im Jahresabschluss niederschlagen und in Abschnitt 5 erörtert werden, ausgeklammert.

worden, dass die Bank die Personalmitglieder, die das Angebot einer vorzeitigen Pensionierung im vorangegangenen Geschäftsjahr genutzt hatten, rasch ersetzen würde. Dies erwies sich aber als schwierig, und die so entstandene Einsparung ist der Hauptgrund für die Unterschreitung des Verwaltungsbudgets. Die Investitionsausgaben lagen mit CHF 16,1 Mio. um CHF 11,9 Mio. unter dem Budget. Die Ausgaben für einige IT-Projekte wurden verschoben, da sich die Fertigstellung der neuen IT-Infrastruktur der Bank verzögerte.

Der Verwaltungsrat genehmigte eine Erhöhung des Verwaltungsbudgets für das Geschäftsjahr 2003/04 um 2,3% auf CHF 215,1 Mio. Das Investitionsbudget wird um CHF 2,7 Mio. auf CHF 30,7 Mio. aufgestockt. Neben einer Heraufsetzung der Gehaltsbänder des Personals um 2% enthält das Budget die Fortführung des E-Learning-Programms für die Bankenaufsicht, die Kosten für den Bezug neuer Büros in Hongkong sowie einen verbesserten IT- und Finanzcontrolling-Support für das Bankgeschäft.

Vergütungspolitik der BIZ

Allgemeine Gehaltspolitik

Die Aufgaben der BIZ-Personalmitglieder werden anhand einer Reihe objektiver Kriterien – z.B. erforderlicher Qualifikationen, Erfahrung und Verantwortlichkeiten – beurteilt, und die Stellen werden definierten Kategorien zugeordnet. Im Rahmen regelmäßiger Überprüfungen werden die BIZ-Gehälter mit den Gehältern in vergleichbaren Institutionen oder Marktsegmenten verglichen, wobei die unterschiedliche Besteuerung der in den Vergleichsinstitutionen gezahlten Gehälter berücksichtigt wird. Bei der Anwendung von Marktdaten auf die BIZ-Gehälter konzentriert sich die BIZ auf die obere Hälfte der Marktbandbreite, um hoch qualifiziertes Personal anzuziehen.

Die Stellenkategorien sind mit Gehaltsbändern verknüpft, die jährlich der Teuerung in der Schweiz und dem durchschnittlichen Anstieg der Reallöhne im Unternehmenssektor der wichtigsten Industrieländer angepasst werden. Die Entwicklung des Gehalts der einzelnen Personalmitglieder in dem jeweiligen Gehaltsband richtet sich nach deren Leistung, die regelmäßig beurteilt wird. Die BIZ wendet kein Bonussystem an.

Nicht schweizerische und zuvor nicht am Ort ansässige Personalmitglieder (einschl. Geschäftsleitung) haben Anspruch auf eine Auslandszulage, die derzeit – abhängig vom Familienstand – zwischen 14% und 18% des Jahresgehalts beträgt. Darüber hinaus verfügt die BIZ über eine Kranken- und Unfallversicherung sowie ein Pensionssystem mit Leistungsprimat.

Vergütung für die Geschäftsleitung

Die Gehälter der Abteilungsleiter werden jährlich angepasst, in der Regel entsprechend den Erhöhungen der Gehaltsbänder des Personals. Die Gehälter des Generaldirektors und des Stellvertretenden Generaldirektors werden periodisch vom Verwaltungsrat überprüft. Mit Wirkung vom 1. Juli 2002 bezogen die Mitglieder der Geschäftsleitung folgende Gehälter (in Klammern: Anzahl der Funktionsinhaber):

- Generaldirektor (1) CHF 617 050
- Stellvertretender Generaldirektor (1) CHF 566 500
- Abteilungsleiter (3) CHF 526 070

Vergütung für den Verwaltungsrat

Die Vergütungen für die Mitglieder des Verwaltungsrats werden von der ordentlichen Generalversammlung genehmigt und alle drei Jahre angepasst. Seit dem 1. Juli 2002 beträgt die feste jährliche Vergütung für den Verwaltungsrat insgesamt CHF 844 800. Darüber hinaus erhält jedes Mitglied ein Sitzungsgeld für jede Verwaltungsratssitzung, an der es teilnimmt. Wenn sämtliche Mitglieder an allen Sitzungen teilnehmen, beläuft sich die jährliche Gesamtsumme der Sitzungsgelder auf CHF 777 240.

Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene

Im September 2002 bestätigte Antonio Fazio, Gouverneur der Banca d'Italia, Vincenzo Desario als Verwaltungsratsmitglied für eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 7. November 2005. Ernst Welteke, Präsident der Deutschen Bundesbank, erneuerte im November 2002 das Mandat von Hans Tietmeyer als Mitglied des Verwaltungsrats für weitere drei Jahre bis zum 31. Dezember 2005. Im März 2003 bestätigte Guy Quaden, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Alfons Vicomte Verplaetse als Verwaltungsratsmitglied für eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 28. Februar 2006.

Ende Dezember 2002 gab Urban Bäckström sein Amt als Gouverneur der Sveriges Riksbank ab und schied aus dem Verwaltungsrat aus. Mit Wirkung vom 1. Januar 2003 wählte der Verwaltungsrat Lars Heikensten, Urban Bäckströms Nachfolger als Gouverneur der Sveriges Riksbank, zum Mitglied des Verwaltungsrats für den Rest der Amtsdauer von Urban Bäckström, d.h. bis Ende März 2005.

Am 19. März 2003 trat Masaru Hayami, Gouverneur der Bank of Japan, in den Ruhestand und schied aus dem Verwaltungsrat aus. Im Mai 2003 wählte der Verwaltungsrat seinen Nachfolger als Gouverneur der Bank of Japan, Toshihiko Fukui, zum Mitglied des Verwaltungsrats für den Rest der Amtsdauer von Masaru Hayami, d.h. bis zum 12. September 2003. Als William J. McDonough als Präsident der Federal Reserve Bank of New York am 10. Juni 2003 in den Ruhestand trat, schied er auch aus dem Verwaltungsrat aus.

In der Direktion der Bank gab Andrew Crockett Ende März 2003 sein Amt als Generaldirektor ab. Sein Nachfolger ist Malcolm D. Knight, der diesen Posten am 1. April 2003 antrat.

Eine Liste der Mitglieder des Verwaltungsrats, der Mitglieder der obersten Führungsebene der Bank sowie der Mitgliedszentralbanken findet sich am Ende dieses Kapitels.

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 2003

Bilanz vom 31. März 2003

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

2002	Aktiva	2003
	Gold	
1 910,3	Barren	1 990,0
<u>1 299,6</u>	Terminguthaben und Kredite	<u>1 309,6</u>
3 209,9		3 299,6
3 292,3	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	3 041,5
9 588,1	Schatzwechsel	14 027,3
	Terminguthaben und Kredite in Währungen	
28 435,1	bis zu 3 Monaten	22 725,5
<u>17 102,9</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>17 483,6</u>
45 538,0		40 209,1
	Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	
1 660,7	bis zu 3 Monaten	5 302,2
	Staats- und andere Wertpapiere	
3 753,3	bis zu 3 Monaten	4 625,1
<u>19 857,6</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>22 165,9</u>
23 610,9		26 791,0
115,4	Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	138,9
699,1	Verschiedenes	21,7
<u>87 714,4</u>		<u>92 831,3</u>

Nach Verwendung des Reingewinns			Vor	Nach
Vor	Nach		Verwendung des Reingewinns und Zuweisung der Reservenberichtigung Vorjahr	
Zuweisung der Reservenberichtigung Vorjahr			Reservenberichtigung Vorjahr	
2002 wie ursprünglich ausgewiesen	2002 nach Neube- rechnung	Passiva	2003	
330,7	330,7	Kapital	330,7	330,7
3 307,8	4 947,2	Reserven	3 307,8	5 240,5
		Reservenberichtigung Vorjahr	1 639,4	
		Gewinn- und Verlustrechnung	362,0	
(384,0)	(384,0)	Eigene Aktien	(522,7)	(522,7)
25,5	24,1	Währungsumrechnungskonto	303,9	303,9
3 280,0	4 918,0	Eigenkapital	5 421,1	5 352,4
		Einlagen (Gold)		
1 909,8	1 909,8	Sicht	1 989,3	1 989,3
266,4	266,4	bis zu 3 Monaten	245,8	245,8
355,2	355,2	von mehr als 3 Monaten	403,3	403,3
2 531,4	2 531,4		2 638,4	2 638,4
		Einlagen (Währungen)		
2 510,3	2 510,3	Sicht	2 410,7	2 410,7
36 369,5	36 369,5	bis zu 3 Monaten	32 970,2	32 970,2
40 606,6	40 606,6	von mehr als 3 Monaten	48 378,5	48 378,5
79 486,4	79 486,4		83 759,4	83 759,4
		Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		
660,0	660,0	bis zu 3 Monaten	51,8	51,8
1 704,0	66,0	Verschiedenes	960,6	960,6
52,6	52,6	Dividende		68,7
87 714,4	87 714,4		92 831,3	92 831,3

Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr
(in Mio. Goldfranken)

	2002 nach Neuberechnung	2003
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	6 015,7	4 999,6
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	5 410,1	4 358,9
Verlust aus Tilgung von Verbindlichkeiten zum Marktwert	346,0	288,6
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	259,6	352,1
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	0,9	1,2
Direktion und Personal	47,2	65,6
Geschäfts- und Bürokosten	19,9	22,0
Verwaltungskosten vor Abschreibungen	68,0	88,8
Abschreibungen	8,8	9,5
	76,8	98,3
Betriebsgewinn	182,8	253,8
Gewinn aus Verkauf von Anlagepapieren	85,7	108,2
Reingewinn für das Geschäftsjahr	268,5	362,0
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäfts- jahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:		
Dividende: 380 CHF je Aktie auf 452 073 Aktien	52,6	
400 CHF je Aktie auf 452 073 Aktien		68,7
	52,6	68,7
	215,9	293,3
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	31,2	29,3
	184,7	264,0
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3,0	3,0
	181,7	261,0
Zuweisung an den Freien Reservefonds	181,7	261,0
	-	-

Veränderung des Kapitals und der Reserven der Bank

während des am 31. März 2003 abgeschlossenen Geschäftsjahres
(in Mio. Goldfranken)

I. Kapital

	Anzahl Aktien	Goldfranken (Mio.)
Aktien zu je 2 500 Goldfranken, eingezahlt zu 25%:		
Stand am 31. März 2002 laut Bilanz	529 125	330,7
Stand am 31. März 2003 laut Bilanz	529 125	330,7

Weitere Angaben s. Anmerkung 9 zum Jahresabschluss.

II. Entwicklung der Reservefonds

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 31. März 2002 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 2001/02 – wie ursprünglich ausgewiesen	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen General- versammlung, die Zuwei- sungen an die Reservefonds aufgrund der in Anmerkung 2 und 3 beschriebenen Änderungen der Rechnungs- legung in Übereinstimmung mit Art. 51 der Statuten wie folgt vorzunehmen:		163,9		1 475,5	1 639,4
Stand am 31. März 2002 – nach Neuberechnung	33,1	1 494,5	74,5	3 345,1	4 947,2
Zuzüglich: Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 2002/03	–	29,3	3,0	261,0	293,3
Stand am 31. März 2003 laut Bilanz	33,1	1 523,8	77,5	3 606,1	5 240,5

III. Dem Kapital und den Reservefonds per 31. März 2003

(nach Gewinnverwendung und Zuweisungen) standen gegenüber:

	Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	330,7	330,5	661,2
Währungen	–	4 910,0	4 910,0
Stand am 31. März 2003 laut Bilanz	330,7	5 240,5	5 571,2

Anmerkungen zum Jahresabschluss

für das am 31. März 2003 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 50 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 2002/03 wird in einer Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde.

2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

Nach einer Überprüfung ihrer Rechnungslegungsverfahren hat die Bank beschlossen, Änderungen beim Ausweis von Gewinnen aus Verkäufen von Wertpapieren aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand sowie bei der Bilanzierung von Rückstellungen und von Vorsorgeverpflichtungen vorzunehmen. Diese Änderungen werden in den entsprechenden nachfolgenden Absätzen genauer beschrieben. Die Vergleichszahlen in der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung und den Anmerkungen zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2001/02 sind entsprechend neu berechnet worden. Die Auswirkungen dieser Neuberechnungen auf die Reserven und den Reingewinn für das Geschäftsjahr 2001/02 werden in Anmerkung 3 zum Jahresabschluss dargelegt.

Mit Wirkung vom 1. April 2003 ist die Recheneinheit der Bank das Sonderziehungsrecht (SZR), wie es vom Internationalen Währungsfonds definiert wird. Eine ungeprüfte Überleitungsrechnung in eine Pro-forma-Bilanz in SZR per 31. März 2003 sowie eine ebenfalls pro forma erstellte Gewinn- und Verlustrechnung in SZR für das zu diesem Datum abgeschlossene Geschäftsjahr findet sich auf S. 223–27.

a) Recheneinheit und Währungsumrechnung

Die in diesem Jahresabschluss verwendete Recheneinheit ist der Goldfranken (abgekürzt GFr.), der US-\$ 1,94149... entspricht. Nach Artikel 4 der Statuten der Bank, in der vor der Änderung vom 10. März 2003 geltenden Fassung, entsprach der Goldfranken 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 Kassakursen 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 Umrechnung von Devisentermingeschäften und -swaps ergibt, ist im Aktiv- bzw. 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 Kassakursen 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 aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand der Bank werden in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Bisher wurden solche Gewinne und Verluste über das Wertpapierausgleichskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten war, und über einen Zeitraum, der der durchschnittlichen Restlaufzeit des Wertpapieranlageportfolios der Bank entsprach, über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert. Die Auswirkungen dieser Änderung auf die Reserven und den Reingewinn des Vorjahres werden in Anmerkung 3 dargelegt.

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 Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere*

Wertpapiere, die mit Rückgabevereinbarung 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 ist 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*

Über das Währungsumrechnungskonto werden Wechselkursdifferenzen verbucht (s. oben, Abschnitt a); sie betreffen im Wesentlichen den Teil des Eigenkapitals 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).

Gewinne und Verluste aus der Tilgung übertragbarer Buchforderungen (s. Anmerkung 12c) zum Marktwert werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Verlust aus Tilgung von Verbindlichkeiten zum Marktwert“ ausgewiesen.

j) *Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere*

Wertpapiere, die mit Rücknahmevereinbarung veräußert werden, werden zu dem von der Gegenpartei gezahlten Betrag zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

k) *Rückstellungen*

Rückstellungen werden ausgewiesen, wenn die Bank eine gegenwärtige rechtliche oder faktische Verpflichtung infolge vergangener Ereignisse hat,

zu deren Erfüllung vermutlich Ressourcen benötigt werden, sofern der Betrag der Verpflichtung sinnvoll geschätzt werden kann.

Bisher war im Passivposten „Verschiedenes“ eine Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle enthalten. Der Verwaltungsrat überprüfte jeweils die Höhe dieser Rückstellung und wies ihr gegebenenfalls einen Betrag zu. Im Rahmen der Änderungen der Rechnungslegungsverfahren empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, die Salden dieser und anderer Rückstellungen den Reservefonds zuzuweisen. Die Auswirkungen dieser Änderung auf die Reserven und den Reingewinn des Vorjahres werden in Anmerkung 3 dargelegt.

1) Vorsorgeverpflichtungen

Die Bank verfügt über ein Pensionssystem sowie eine Kranken- und Unfallversicherung mit Leistungsprimat. Die Verbindlichkeit in Bezug auf diese leistungsorientierten Systeme basiert auf dem Barwert der eingegangenen Verpflichtungen zum Bilanzstichtag abzüglich des Marktwerts der Aktiva des Systems (wenn dafür ein Fondsvermögen besteht) zum Bilanzstichtag sowie Bereinigung um nicht ausgewiesene versicherungsmathematische Gewinne und Verluste und bisherige Bedienungskosten. Der Umfang dieser leistungsorientierten Verpflichtungen wird jährlich von unabhängigen Aktuaren mithilfe der Anwartschaftsbarwertmethode berechnet. Der Barwert der Verpflichtungen wird bestimmt anhand der geschätzten zukünftigen Mittelabflüsse unter Verwendung von Diskontierungssätzen für Unternehmensschuldtitel mit hohem Rating, die ähnliche Restlaufzeiten haben wie die entsprechende Verbindlichkeit. Die Auswirkungen dieser Änderung der Rechnungslegungsverfahren auf die Reserven und den Reingewinn des Vorjahres werden in Anmerkung 3 dargelegt.

Der in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchte Betrag entspricht der Summe der laufenden Bedienungskosten der im Jahr anfallenden Leistungen des Systems und der Verzinsung zum Diskontierungssatz der leistungsorientierten Verpflichtung. Außerdem werden die versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste aufgrund von Erfahrungswertanpassungen, Änderungen der aktuarischen Annahmen und Systemänderungen während der Dienstzeit der betreffenden Personalmitglieder in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht. Die entsprechenden Forderungen oder Verbindlichkeiten sind im Aktiv- bzw. Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

3. Neuberechnung von Reserven und Reingewinn

Aufgrund der in Anmerkung 2 beschriebenen Änderungen der Rechnungslegungsverfahren und gemäß den Empfehlungen des Verwaltungsrats an die Generalversammlung über die Zuweisungen an die Reservefonds sind die Reserven der Bank und ihr Reingewinn für das Geschäftsjahr 2001/02 wie folgt neu berechnet worden:

	Reserven	Reingewinn
Wie ursprünglich publiziert	3 307,8	225,7
Änderungen des Rechnungslegungsverfahrens:		
Verkäufe von Wertpapieren aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand – <i>Anmerkung 2b</i>		
Übertragung des Saldos des Wertpapierausgleichskontos	101,1	
Storno der Amortisierung kumulierter Gewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand		(33,5)
Gewinn aus Verkäufen von Wertpapieren aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand		85,7
Rückstellungen		
Übertragung der allgemeinen Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle – <i>Anmerkung 2k</i>	1 582,1	(1,2)
Sonstige Rückstellungen – <i>Anmerkung 2k</i>	9,5	(0,8)
Vorsorgeverpflichtungen – <i>Anmerkung 2l</i>	(53,3)	(7,4)
Erhöhung infolge Änderung der Rechnungslegungsverfahren	1 639,4	42,8
Nach Neuberechnung	4 947,2	268,5

Die Nettozunahme der Reserven infolge dieser Änderungen wurde durch eine entsprechende Verringerung des Passivpostens „Verschiedenes“ ausgeglichen. Die vorgeschlagenen Zuweisungen finden sich in „Veränderung des Kapitals und der Reserven der Bank“, Tabelle II.

4. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzten sich wie folgt zusammen:

Aktiva	2002	2003
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	1 910,3	1 990,0
Termineinlagen in Gold:		
bis zu 3 Monaten	328,4	283,7
von mehr als 3 Monaten	971,2	1 025,9
	<u>3 209,9</u>	<u>3 299,6</u>

Am 31. März 2003 hatte die Bank GFr. 661,2 Mio. an eigenen Goldbeständen, was 192 Tonnen Feingold entsprach (2002: GFr. 661,4 Mio.; 192 Tonnen).

5. Schatzwechsel

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	2002	2003
Buchwert	9 588,1	14 027,3
Marktwert	9 587,0	14 027,6

6. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	2002	2003
Buchwert	23 610,9	26 791,0
Marktwert	23 649,6	27 312,6

7. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

	Grundstücke + Gebäude	IT + sonstige Ausstattung	Insgesamt
Einstandswert:			
Anfangsstand am 1. April 2002	129,1	40,8	169,9
Investitionen		5,8	5,8
Veräußerungen und Abgänge		(0,5)	(0,5)
Wechselkursberichtigungen	30,9	10,1	41,0
Einstandswert am 31. März 2003	160,0	56,2	216,2
Abschreibungen:			
Kumulierte Abschreibungen am 1. April 2002	32,6	21,9	54,5
Abschreibungen für das laufende Jahr	2,7	6,8	9,5
Veräußerungen und Abgänge		(0,5)	(0,5)
Wechselkursberichtigungen	7,9	5,9	13,8
Kumulierte Abschreibungen am 31. März 2003	43,2	34,1	77,3
Nettobuchwert am 31. März 2003	116,8	22,1	138,9

Der Einstandswert der Grundstücke der Bank betrug am 31. März 2003 GFr. 29,2 Mio. (2002: GFr. 23,5 Mio.).

8. Verschiedenes (Aktiva)

Dieser Posten umfasste:

	2002	2003
Saldo von Termingeschäften und Swaps	691,6	–
Sonstige Forderungen	7,5	21,7
	699,1	21,7

9. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzte sich wie folgt zusammen:

	2002	2003
Genehmigtes Kapital:		
600 000 Aktien zu je 2 500 GFr.	1 500,0	1 500,0
Begebenes Kapital: 529 125 Aktien (2002: 529 125)	1 322,8	1 322,8
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 ist. Dementsprechend wurden die 72 648 Aktien der amerikanischen, der belgischen und der französischen Ausgabe, die von Privataktionären (d.h. nicht von Zentralbanken) gehalten wurden, gegen eine Entschädigung von 16 000 Schweizer Franken je Aktie obligatorisch zurückgenommen. Die Bank nahm ferner zum selben Preis 2 304 Aktien dieser drei Ausgaben zurück, die von anderen Zentralbanken gehalten wurden. Der Verwaltungsrat wird diese Aktien zu gegebener Zeit, nach von ihm festzulegenden Modalitäten, unter den bestehenden Aktionärs-zentralbanken der Bank aufteilen. Die Stimmrechte dieser Aktien werden davon nicht berührt; sie verbleiben bei den Notenbanken Belgiens, Frankreichs und der USA.
- b) Nach der Entscheidung des Schiedsgerichts in Den Haag im November 2002 werden die Kosten für die Rücknahme der insgesamt 74 952 oben erwähnten Aktien (ohne Zinsen) auf GFr. 522,7 Mio. geschätzt (2002: GFr. 384,0 Mio.). Dieser Betrag wird in der Bilanz der Bank unter „Eigene Aktien“ als negativer Passivposten ausgewiesen.
- c) Die Zahl der umlaufenden Aktien, für die eine Dividende für das Geschäftsjahr 2002/03 zahlbar ist, setzt sich wie folgt zusammen:

Begebenes Kapital am 31. März 2003	529 125
Abzüglich: Eigene Aktien	
Von Privataktionären und Zentralbanken	74 952
Sonstige	2 100
Umlaufende dividendenberechtigte Aktien insgesamt	452 073

- d) Die außerordentliche Generalversammlung vom 10. März 2003 änderte die Statuten der Bank dahingehend, dass mit Wirkung vom 1. April 2003 das Aktienkapital der Bank und der Nominalwert jeder Aktie in SZR denominated werden. Damit der Nominalwert je Aktie auf einen runden Betrag lautet (SZR 5 000, eingezahlt zu 25%), wurde das Aktienkapital herabgesetzt. Der dabei entstehende Überschuss von SZR 92,1 Mio. (GFr. 65,1 Mio.) wurde zum 1. April 2003 vom eingezahlten Kapital auf den Freien Reservefonds übertragen.

10. Reserven

Nach den vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Zuweisungen und der Neuberechnung der Reserven für das Geschäftsjahr 2001/02 entsprechend den Änderungen der Rechnungslegungsverfahren (s. Anmerkung 3) setzten sich die Reserven der Bank wie folgt zusammen:

	2002 <i>nach Neu- berechnung</i>	2003
Gesetzlicher Reservefonds	33,1	33,1
Allgemeiner Reservefonds	1 494,5	1 523,8
Besonderer Dividenden-Reservefonds	74,5	77,5
Freier Reservefonds	3 345,1	3 606,1
	4 947,2	5 240,5

Die jährlichen Zuweisungen an die verschiedenen Reservefonds sind in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt. Die vorgeschlagenen Zuweisungen finden sich in „Veränderung des Kapitals und der Reserven der Bank“, Tabelle II.

11. Währungsumrechnungskonto

Dieses Konto verzeichnete während des Jahres folgende Bewegungen:

	2002	2003
Anfangsstand	56,0	24,1
Währungsumrechnungsgewinn (-verlust)	(31,9)	279,8
Schlussstand	24,1	303,9

12. Einlagen

a) Gold

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken.

b) Nach Laufzeit

Die bei der Bank gehaltenen Währungseinlagen waren nach Laufzeit wie folgt gegliedert:

	2002	2003
Zentralbanken		
Sicht	2 214,2	2 035,2
bis zu 3 Monaten	34 372,8	30 618,3
von mehr als 3 Monaten	39 641,0	47 309,5
Andere Einleger		
Sicht	296,1	375,5
bis zu 3 Monaten	1 996,7	2 351,9
von mehr als 3 Monaten	965,6	1 069,0
	79 486,4	83 759,4

c) *Nach Instrument*

Nach Instrument aufgegliedert setzten sich die Währungseinlagen wie folgt zusammen:

	2002	2003
Sichtkonten und Kündigungskonten	9 227,8	8 461,7
Termineinlagen	19 601,6	21 239,4
Übertragbare Buchforderungen		
Variabel verzinslich (FRIBIS)	3 200,1	4 155,5
Festverzinslich		
Zum Nennwert ausgegeben (Kupon-FIXBIS)	14 227,1	13 956,8
Mit Abschlag ausgegeben (Diskont-FIXBIS)	11 478,8	7 491,3
Mittelfristige Instrumente	21 751,0	28 454,7
	79 486,4	83 759,4

Die übertragbaren Buchforderungen gegen die BIZ werden im Namen des Zeichners verbucht. FRIBIS, Kupon-FIXBIS und Diskont-FIXBIS werden innerhalb eines Jahres nach Ausgabe fällig. Die mittelfristigen Instrumente haben feste Laufzeiten, in der Regel mindestens ein Jahr und höchstens 10 Jahre vom ursprünglichen Ausgabedatum der Forderung an. Auf Verlangen der zeichnenden Gegenpartei, die eine Frist von mindestens einem Geschäftstag einzuhalten hat, muss die Bank diese Forderungen zu geltenden Marktwerten ganz oder teilweise zurückkaufen. Die dabei entstehenden Gewinne und Verluste werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Verlust aus Tilgung von Verbindlichkeiten zum Marktwert“ ausgewiesen.

13. Verschiedenes (Passiva)

Dieser Posten umfasste:

	2002 <i>nach Neu- berechnung</i>	2003
Nettosaldo Termingeschäfte und Swaps	–	537,1
Kreditoren Verwaltung und Bankgeschäfte	7,4	203,4
Vorsorgeverpflichtungen – <i>Anmerkung 14</i>		
Altersrenten der Verwaltungsräte	2,3	2,8
Leistungen bei Krankheit und Unfall	52,4	68,7
Zahlbar an ehemalige Aktionäre	3,9	148,6
	66,0	960,6

14. Vorsorgeverpflichtungen

a) Altersrenten der Verwaltungsräte

Die Bank führt einen Pensionsplan ohne Fondsvermögen für ihre Verwaltungsräte, die nach einer Amtszeit von mindestens 4 Jahren anspruchsberechtigt sind. Diese Rechnung verzeichnete während des Jahres folgende Bewegungen:

	2002	2003
Anfangsverbindlichkeit	2,2	2,3
Wechselkursdifferenzen	0,1	0,5
Verbucht in Gewinn- und Verlustrechnung	0,2	0,2
Gezahlte Beiträge	(0,2)	(0,2)
Schlussverbindlichkeit	2,3	2,8

b) Pensionssystem des Personals

Die Bank betreibt für ihr Personal ein Pensionssystem, dessen Leistungen auf dem zuletzt bezogenen Gehalt basieren. Das Pensionssystem beruht auf einem Fonds, der mit einem Treuhandfonds vergleichbar ist, da er keine eigene Rechtspersönlichkeit hat. Seine Aktiva werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die dem System angeschlossen sind. Das System wird jedes Jahr von unabhängigen Aktuaren neu bewertet. Die letzte solche Bewertung wurde zum 30. September 2002 durchgeführt.

	2002	2003
Barwert der gedeckten Verpflichtungen	258,6	361,6
Zeitwert der Aktiva des Systems	257,2	340,1
	1,4	21,5
Nicht ausgewiesene versicherungsmathematische Verluste	(1,4)	(21,5)
Passivposten in Bilanz	-	-

Diese Rechnung verzeichnete während des Jahres folgende Bewegungen:

	2002	2003
Anfangs(forderung)/-verbindlichkeit	-	-
Verbucht in Gewinn- und Verlustrechnung	7,9	21,6
Gezahlte Beiträge	(7,9)	(21,6)
Schluss(forderung)/-verbindlichkeit	-	-

In diesen Berechnungen wurden vor allem folgende versicherungsmathematische Annahmen verwendet:

	2002	2003
Diskontierungssatz – Marktzinssatz einer Unternehmensanleihe mit hohem Rating	4,0%	3,5%
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	5,0%	5,0%
Zukünftige Gehaltserhöhungen	4,1%	4,1%
Zukünftige Pensionserhöhungen	4,1%	4,1%

c) Leistungen bei Krankheit und Unfall

Bei einer Mindestdienstzeit von 10 Jahren erbringt die Bank ferner Versicherungsleistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand; diese Leistungen sind nicht durch ein Fondsvermögen gedeckt. Die Methodik für die Bestimmung der Kosten und Verpflichtungen aus diesem System und die für die Berechnung der Leistungen verwendeten versicherungsmathematischen Annahmen sind dieselben wie beim Pensionssystem; es wird lediglich zusätzlich die Annahme einer langfristigen Teuerung im Gesundheitswesen von 5,0% p.a. verwendet.

Diese Rechnung verzeichnete während des Jahres folgende Bewegungen:

	2002	2003
Anfangsverbindlichkeit	48,2	52,4
Wechselkursdifferenzen	1,3	12,5
Verbucht in Gewinn- und Verlustrechnung	5,2	6,3
Gezahlte Beiträge	(2,3)	(2,5)
Schlussverbindlichkeit	52,4	68,7
Nicht ausgewiesener versicherungsmathematischer Verlust	–	16,2
Barwert der Verpflichtung	52,4	84,9

d) Sparplan

Bis zum 31. März 2003 führte die Bank einen Sparplan für ihr Personal. Es handelte sich um einen ähnlichen Fonds wie der Pensionsfonds. Die Beiträge der Bank zu dem Plan wurden der Gewinn- und Verlustrechnung belastet, die Verbindlichkeiten aufgrund des Sparplans waren außerbilanziell. Zum 1. April 2003 wurde der Sparplan aufgehoben, seine ausstehenden Verpflichtungen wurden zu diesem Termin beglichen.

15. Außerbilanzielle Geschäfte

a) *Derivate*

Im Rahmen ihres normalen Geschäfts tätigt die Bank außerbilanzielle Transaktionen mit derivativen Finanzinstrumenten, u.a. Devisentermingeschäften, Währungs- und Zinsswaps, Forward Rate Agreements, Futures und Optionen. Diese Instrumente werden zur Steuerung der Zins- und Währungsrisiken der Bank bei ihren Aktiva und Passiva eingesetzt. Bei der Beurteilung von außerbilanziellen Engagements wendet die Bank dieselben Bonitätskriterien an wie bei allen anderen Anlagen.

Nominalbetrag

	2002	2003
Währungskontrakte:		
Devisenswaps und -termingeschäfte	4 704,2	17 859,6
Währungsswaps	5 438,0	7 083,1
Optionen	207,9	462,8
Zinskontrakte:		
Zinsswaps	69 767,5	85 813,8
Forward Rate Agreements und Futures	29 837,1	36 554,4
Optionen	–	397,7

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 2003 auf GFr. 2 838,1 Mio. (2002: GFr. 1 601,3 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.

	2002	2003
Nominalwert der Wertpapierbestände:		
in Depotverwahrung für Kunden	4 351,0	5 876,5
gemäß Pfandbestellungsvereinbarung	2 555,0	2 515,1
im Rahmen von Portfolio- managementmandaten	1 235,0	1 526,8
	8 141,0	9 918,4
Für verschiedene Einleger		
verwahrtes Gold (Tonnen)	170	168

Die im Rahmen der erwähnten Vereinbarungen gehaltenen Finanzinstrumente sind bei externen Verwahrstellen – Zentralbanken oder kommerziellen Instituten – hinterlegt.

16. Eventualverbindlichkeiten

Einige ehemalige Privataktionäre haben ihre Unzufriedenheit über die Höhe der Entschädigung geäußert, die die Bank ihnen im Zusammenhang mit der obligatorischen Rücknahme der nicht von Zentralbanken gehaltenen Aktien gezahlt hat (s. Anmerkung 9a).

Im Verfahren, das ehemalige Aktionäre beim Schiedsgericht in Den Haag eingeleitet hatten, fiel am 22. November 2002 eine Teilentscheidung. Darin bestätigte das Schiedsgericht die Rechtsgültigkeit der obligatorischen Rücknahme, entschied jedoch, dass die Entschädigung zu erhöhen sei. Es sprach den ehemaligen Privataktionären einen proportionalen Anteil des Nettosubstanzwerts der Bank zu, allerdings mit einem Abschlag von 30%. Dies entspricht der Formel, die die BIZ bei Neuzeichnungen von Aktien durch Zentralbanken angewandt hat. Die Bank hat ihre frühere Erklärung bekräftigt, wonach sie die Entscheidung des Schiedsgerichts freiwillig auf alle eingetragenen ehemaligen Privataktionäre zur endgültigen Abgeltung sämtlicher Ansprüche anwenden wird. Den genauen Betrag der zusätzlichen Entschädigung wird das Schiedsgericht in einem weiteren Verfahren im Laufe von 2003 noch festlegen. Die BIZ schätzt den Betrag der geschuldeten zusätzlichen Entschädigung auf 4 868 Schweizer Franken je Aktie, was einem Gesamtbetrag von GFr. 138,7 Mio. für die 74 952 zurückgenommenen Aktien entspricht. Dieser Gesamtbetrag ist in dem erhöhten Betrag enthalten, der in der Bilanz unter „Eigene Aktien“ ausgewiesen wird. Die Kläger fechten den Betrag je Aktie an und bringen vor, das Schiedsgericht müsse eine zusätzliche Entschädigung verfügen, deren Gesamtbetrag die Schätzung der Bank um bis zu rund GFr. 100 Mio. übersteigen würde.

Hinsichtlich einer Klage einer anderen Gruppe ehemaliger Privataktionäre hat das Handelsgericht in Paris im März 2003 eine Vorentscheidung gefällt (ohne inhaltlich auf die Klage einzugehen), wonach es für die Beurteilung der vorgebrachten Ansprüche auf Erhöhung der Entschädigung zuständig sei. Die Bank hat gegen diese Verfahrensentcheidung vor dem Pariser Appellationsgericht Berufung eingelegt mit der Begründung, das Schiedsgericht in Den Haag sei in dieser Sache allein zuständig. Dementsprechend hat die Bank keine gesonderte Rückstellung für diese Forderungen gebildet.

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 2003 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, 12. Mai 2003

Pro-forma-Abschluss (ungeprüft)

Einleitung

Die außerordentliche Generalversammlung (AGV) der Bank vom 10. März 2003 hat beschlossen, mit Wirkung vom 1. April 2003 den Goldfranken als Recheneinheit der Bank durch das Sonderziehungsrecht (SZR), wie es vom Internationalen Währungsfonds definiert wird, zu ersetzen. Diese Änderung wurde vorgenommen, um der BIZ die Durchführung ihres Bankgeschäfts und den sinnvollen Einsatz ihres ökonomischen Kapitals zu erleichtern und die Transparenz ihres Abschlusses zu vergrößern.

Folgen des Wechsels zum SZR

Die Ablösung des Goldfrankens durch das SZR¹ erfordert eine Umrechnung der Goldfrankenbeträge, in denen das Kapital der Bank ausgewiesen worden ist, in SZR. Die AGV beschloss, den Nominalwert der Aktien vom genauen Umrechnungsbetrag (SZR 5 696 am 31. März 2003) auf SZR 5 000 abzurunden. Nach der Herabsetzung des Aktienkapitals um 12,2% wurde der überschüssige Betrag von SZR 92,1 Mio. zum 31. März 2003 vom eingezahlten Aktienkapital auf die Reservefonds der Bank übertragen. Für das Eigenkapital der Bank hat diese Änderung keine Folgen.

Änderungen der Rechnungslegungsverfahren

Die Bank hat die Gelegenheit genutzt, um ihre Rechnungslegungsverfahren zu überprüfen und besser auf ihre Geschäftstätigkeit abzustimmen. Einige Rechnungslegungsverfahren wurden schon im geprüften Goldfranken-Jahresabschluss geändert. Die Einführung des SZR als Recheneinheit der Bank erleichterte eine Anzahl weiterer Änderungen, die mit Wirkung vom 1. April 2003 in Kraft getreten sind. Diese – im Folgenden beschriebenen – Änderungen geben die Finanzlage und den Erfolg der Bank genauer wieder.

Um dem immer stärker marktorientierten Charakter der Geschäfte der Bank Rechnung zu tragen, werden Finanzinstrumente und Gold in der Bilanz nicht mehr zu einem amortisierten Einstandswert auf der Basis eines Valutadatums, sondern auf der Basis des Geschäftsabschlussdatums zum Markt- oder Zeitwert ausgewiesen. Derivative Finanzinstrumente werden auf beiden

¹ Ein SZR entspricht gemäß der Regel O-1, wie sie vom Exekutivrat des Internationalen Währungsfonds am 29. Dezember 2000 angenommen wurde und am 1. Januar 2001 in Kraft trat, der Summe von US-\$ 0,577, € 0,426, ¥ 21,0 und £ 0,0984; dieser Beschluss wird alle fünf Jahre überprüft.

Seiten der Bilanz zum Bruttozeitwert ausgewiesen. Gewinne und Verluste aus den Handelsgeschäften der Bank werden in der Gewinn- und Verlustrechnung auf Marktwertbasis verbucht. Die Währungszusammensetzung der Aktiva, die in Zusammenhang mit dem Eigenkapital der Bank stehen, ist seit dem 31. März 2003 an die Zusammensetzung des SZR-Währungskorbs angeglichen worden. Währungsumrechnungsdifferenzen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht. Das Ergebnis vermittelt ein besseres Bild des wirtschaftlichen Erfolgs des Bankgeschäfts, das mit begrenztem Zinsänderungs-, Währungs- und Fristentransformationsrisiko geführt wird. Darüber hinaus werden Reserven gebildet, die die unrealisierten Gewinne des Anlageportfolios der Bank und ihrer eigenen Goldbestände widerspiegeln.

Pro-forma-Abschluss – Überleitungsrechnung

Diese Überleitungsrechnung verbindet die Zahlen der geprüften Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung in Goldfranken mit den Zahlen des oben beschriebenen SZR-Abschlusses wie folgt:

- i) Offenlegung des Goldfranken-Gegenwerts, umgerechnet in SZR zum Kurs vom 31. März 2003 (SZR 1 = GFr. 0,7072146 oder US-\$ 1,3730456);
- ii) Bewertungsanpassung, mit der die geänderte Bewertung der Aktiva und Passiva der Bank infolge der oben beschriebenen Änderungen der Rechnungslegungsverfahren berücksichtigt wird;
- iii) Übertragungen:
 - a) vom Aktienkapital zu den Reservefonds infolge der Abrundung des Nominalwerts der Aktien der Bank auf je SZR 5 000;
 - b) des Saldos des Währungsumrechnungskontos auf die Reserven infolge der oben erwähnten Änderung des Rechnungslegungsverfahrens für Währungsumrechnungsdifferenzen;
 - c) von den Reserven zum Goldbewertungskonto, womit dem höheren Marktwert des Goldes der Bank (US-\$ 335,18 je Unze) gegenüber dem vorherigen Wert von US-\$ 208 je Unze Rechnung getragen wird;
- iv) weitere Anpassungen, um der Bilanzierung der Aktiva und Passiva der Bank auf der Basis des Geschäftsabschlussdatums anstelle des bisher verwendeten Valutadatums sowie der Umstellung der Derivativpositionen der Bank von Netto- auf Bruttobasis Rechnung zu tragen.

Pro-forma-Bilanz (Überleitungsrechnung; ungeprüft)

am 31. März 2003
(in Mio. Sonderziehungsrechten)

Spalte/Anmerkung	Bilanz (GFr.)	Umge- rechnet in SZR	Neubewer- tungen	Neuzuord- nungen	Umstellung auf Geschäfts- abschluss- datum	Bilanz (SZR)
	1	2	3	4	5	6
Aktiva						
Gold	3 299,6	4 665,6	2 876,4	–	–	7 542,0
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	3 041,5	4 300,7	–	–	–	4 300,7
Schatzwechsel	14 027,3	19 834,6	0,6	–	889,4	20 724,6
Terminguthaben und Kredite in Währungen	40 209,1	56 855,6	48,3	–	1 824,2	58 728,1
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	5 302,2	7 497,3	–	–	4 757,7	12 255,0
Staats- und andere Wertpapiere	26 791,0	37 882,4	737,5	–	112,7	38 732,6
Derivative Finanzinstrumente	–	–	3 966,1	–	–	3 966,1
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	138,9	196,4	–	–	–	196,4
Verschiedenes	21,7	30,7	–	–	3 143,2	3 173,9
Aktiva insgesamt	92 831,3	131 263,3	7 628,9	–	10 727,2	149 619,4
Passiva						
Eingezahltes Kapital	330,7	467,6	285,9	(92,1)	–	661,4
Reserven (nach Verwendung des Reingewinns)	5 240,5	7 410,1	623,4	(49,8)	(2,5)	7 981,2
Eigene Aktien	(522,7)	(739,1)	–	–	–	(739,1)
Wertpapierbewertungskonto	–	–	357,0	–	–	357,0
Goldbewertungskonto	–	–	–	571,6	–	571,6
Währungsumrechnungskonto	303,9	429,7	–	(429,7)	–	–
Eigenkapital	5 352,4	7 568,3	1 266,3	–	(2,5)	8 832,1
Einlagen						
<i>Gold</i>	<i>2 638,4</i>	<i>3 730,7</i>	<i>2 291,9</i>	<i>–</i>	<i>–</i>	<i>6 022,6</i>
<i>Währungen</i>	<i>83 759,4</i>	<i>118 435,6</i>	<i>1 595,8</i>	<i>–</i>	<i>2 487,4</i>	<i>122 518,8</i>
	86 397,8	122 166,3	3 887,7	–	2 487,4	128 541,4
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	51,8	73,2	–	–	–	73,2
Derivative Finanzinstrumente	–	–	3 234,4	–	–	3 234,4
Verschiedenes	960,6	1 358,4	(759,5)	–	8 242,3	8 841,2
Dividende	68,7	97,1	–	–	–	97,1
Passiva insgesamt	92 831,3	131 263,3	7 628,9	–	10 727,2	149 619,4

Anmerkungen zur Pro-forma-Bilanz/ Überleitungsrechnung

1. Die Zahlen in dieser Spalte entsprechen den geprüften Bilanzwerten in Goldfranken am 31. März 2003 und gehen von der Annahme aus, dass die Empfehlungen des Verwaltungsrats über Zuweisungen an die Reservefonds genehmigt werden.
2. Die Zahlen in dieser Spalte sind die in SZR umgerechneten Goldfrankenzahlen von Spalte 1, zum Kurs am Bilanzstichtag: SZR 1 = GFr. 0,7072146 (SZR 1 = US-\$ 1,3730456).
3. Die Anpassungen in dieser Spalte betreffen im Wesentlichen folgende Neubewertungen:
 - a) Gold zum Marktwert von SZR 244,11 (US-\$ 335,18) je Unze am 31. März 2003 statt zum Gegenwert von US-\$ 208;
 - b) Finanzinstrumente in Währungen zum Marktwert auf der Basis von Marktmittelpreisen statt zum amortisierten Einstandswert. Der Saldo des Wertpapierbewertungskontos entspricht den unrealisierten Bewertungsgewinnen auf den Wertpapieren des Anlagebestands;
 - c) derivative Finanzinstrumente zum Zeitwert. Ab 1. April 2003 werden Forderungen und Verbindlichkeiten aus Derivativkontrakten (hauptsächlich Währungs- und Zinskontrakten) gesondert zum Zeitwert auf der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz ausgewiesen. Bis zum 31. März 2003 waren sie gegeneinander aufgerechnet worden, und der Nettowert war entweder im Aktiv- oder im Passivposten „Verschiedenes“ verbucht worden.
4. Die Beträge in dieser Spalte umfassen:
 - a) Die Abrundung des eingezahlten Teils der Aktien der Bank auf SZR 1 250 je Aktie infolge der Abrundung des Nominalwerts auf SZR 5 000 je Aktie sowie die Übertragung des dabei entstehenden Überschusses von SZR 92,1 Mio. vom Aktienkapital auf die Reserven. Der Gesamtbetrag des Kapitals und der Reserven der Bank bleibt dabei unverändert;
 - b) die Übertragung des Saldos des Währungsumrechnungskontos auf die Reserven. Ab 1. April 2003 fließen die Währungsumrechnungsdifferenzen in die Gewinn- und Verlustrechnung ein;
 - c) die Übertragung der Differenz zwischen dem Marktwert des Goldes der Bank und dem früheren Buchwert im Goldfrankenabschluss (US-\$ 208 je Unze) von den Reserven auf das Goldbewertungskonto.
5. Die Zahlen in dieser Spalte betreffen die Anpassung der Bilanzierung der Aktiva und Passiva der Bank auf der Basis des Geschäftsabschlussdatums anstelle des bisher verwendeten Valutadatums.
6. Die Zahlen in dieser Spalte sind die endgültigen SZR-Werte der Pro-forma-Bilanz, und sie entsprechen der Summe der Zahlen der Spalten 2 bis 5.

Gewinn- und Verlustrechnung, pro forma (Überleitungsrechnung; ungeprüft)

für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr
(in Mio. Sonderziehungsrechten)

Spalte/Anmerkung	Gewinn- und Verlustrechnung (GFr.)	Umgerechnet in SZR	Neubewertungen	Übertragungen	Umstellung auf Geschäftsabschlussdatum	Gewinn- und Verlustrechnung (SZR)
	1	2	3	4	5	6
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	352,1	497,9	66,0	–	(2,5)	561,4
Abzüglich: Verwaltungskosten	(98,3)	(139,1)	–	–		(139,1)
Betriebsgewinn	253,8	358,8	66,0	–	(2,5)	422,3
Gewinn aus Verkauf von Anlagepapieren	108,2	153,0	–	–	–	153,0
Reingewinn für das Geschäftsjahr	362,0	511,8	66,0	–	(2,5)	575,3
Dividende	(68,7)	(97,2)	–	–		(97,2)
Zuweisung an die Reserven	293,3	414,6	66,0	–	(2,5)	478,1

Anmerkungen

1. Die Zahlen in dieser Spalte sind der geprüften Gewinn- und Verlustrechnung in Goldfranken für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr entnommen.
2. Die SZR-Gegenwerte sind aus den Goldfrankenzahlen in Spalte 1 abgeleitet, umgerechnet zum Kurs am Bilanzstichtag: SZR 1 = GFr. 0,7072146 (SZR 1 = US-\$ 1,3730456).
3. Die Anpassung in dieser Spalte entspricht der Veränderung der unrealisierten Nettogewinne der Aktiva, Passiva und Derivate im Handelsbestand der Bank. Ab 1. April 2003 werden Veränderungen des Marktwerts der Aktiva, Passiva und Derivate im Handelsbestand der Bank in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht.
4. Es gibt keine Übertragungen zwischen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung.
5. Diese Zahlen geben die Auswirkungen der Einführung der Rechnungslegung zum Geschäftsabschlussdatum und der Neubewertung von angekauften Aktiva zu Marktmittelwerten auf den Gewinn wieder.
6. Die Zahlen in dieser Spalte sind die endgültigen SZR-Werte der Gewinn- und Verlustrechnung (pro forma), und sie entsprechen der Summe der Zahlen der Spalten 2 bis 5.

Fünffjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1999	2000	2001	2002	2003
Gold	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9	3 299,6
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	8,3	11,4	20,3	3 292,3	3 041,5
Schatzwechsel	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1	14 027,3
Terminguthaben und Kredite in Währungen	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0	40 209,1
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7	5 302,2
Staats- und andere Wertpapiere	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9	26 791,0
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	124,7	120,7	113,2	115,4	138,9
Verschiedene Aktiva	44,5	82,0	783,7	699,1	21,7
Aktiva insgesamt	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4	92 831,3
Eingezahltes Kapital	323,2	330,7	330,7	330,7	330,7
Reserven (nach Verwendung des Reingewinns)	4 305,0	4 526,6	4 731,3	4 947,2	5 240,5
Eigene Aktien	–	–	(384,0)	(384,0)	(522,7)
Währungsumrechnungskonto	268,0	198,4	56,2	24,1	303,9
Eigenkapital	4 896,2	5 055,7	4 734,2	4 918,0	5 352,4
Einlagen					
<i>Gold</i>	3 192,6	2 820,2	2 842,3	2 531,4	2 638,4
<i>Währungen</i>	57 705,8	65 903,7	67 274,8	79 486,4	83 759,4
	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8	86 397,8
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	121,5	103,0	990,6	660,0	51,8
Verschiedene Passiva	263,6	898,4	163,5	66,0	960,6
Dividende	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
Passiva insgesamt	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4	92 831,3

Die Zahlen für die früheren Geschäftsjahre wurden neu berechnet, um den Änderungen der Rechnungslegungsverfahren für Verkäufe von Wertpapieren aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand, für Rückstellungen und für Vorsorgeverpflichtungen Rechnung zu tragen.

Fünfjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1999	2000	2001	2002	2003
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	365,2	380,6	322,4	259,6	352,1
Abzüglich: Verwaltungskosten					
<i>Verwaltungsrat</i>	1,3	1,2	1,1	0,9	1,2
<i>Direktion und Personal</i>	46,0	47,4	40,4	47,2	65,6
<i>Geschäfts- und Bürokosten</i>	18,6	19,4	21,6	19,9	22,0
Verwaltungskosten vor Abschreibungen	65,9	68,0	63,1	68,0	88,8
<i>Abschreibungen</i>	6,0	7,6	8,1	8,8	9,5
	71,9	75,6	71,2	76,8	98,3
Betriebsgewinn	293,3	305,0	251,2	182,8	253,8
Gewinn aus Verkäufen von Wertpapieren des Anlagebestands	124,1	(81,4)	2,1	85,7	108,2
Reingewinn für das Geschäftsjahr	417,4	223,6	253,3	268,5	362,0
Dividende	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
Zuweisung an die Reserven	360,0	168,9	204,7	215,9	293,3

Die Zahlen für die früheren Geschäftsjahre wurden neu berechnet, um den Änderungen der Rechnungslegungsverfahren für Verkäufe von Wertpapieren aus dem als Eigenkapital definierten Anlagebestand, für Rückstellungen und für Vorsorgeverpflichtungen Rechnung zu tragen.

Verwaltungsrat

Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam
Vorsitzender des Verwaltungsrats,
Präsident der Bank

Lord Kingsdown, London
Stellvertretender Vorsitzender

Vincenzo Desario, Rom
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Rom
Toshihiko Fukui, Tokio
Sir Edward George, London
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Lars Heikensten, Stockholm
Guy Quaden, Brüssel
Jean-Pierre Roth, Zürich
Hans Tietmeyer, Frankfurt am Main
Jean-Claude Trichet, Paris
Alfons Vicomte Verplaetse, Brüssel
Ernst Welteke, Frankfurt am Main

Stellvertreter

Bruno Bianchi oder Vincenzo Pontolillo, Rom
Roger W. Ferguson oder Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet oder Jan Smets, Brüssel
Jürgen Stark oder Stefan Schönberg, Frankfurt am Main
Marc-Olivier Strauss-Kahn oder Michel Cardona, Paris
Paul Tucker oder Paul Fisher, London

Unterausschüsse des Verwaltungsrats

Konsultativkomitee
Geschäftsprüfungsausschuss
unter dem Vorsitz von Lord Kingsdown

Oberste Führungsebene der Bank

Malcolm D. Knight	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	Direktor des Rechtsdienstes
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung
Peter Dittus	Stellvertretender Generalsekretär
Josef Tošovský	Vorsitzender, Institut für Finanzstabilität

Mitgliedszentralbanken der BIZ

Banco Central de la República Argentina	Lietuvos Bankas (Litauen)
Reserve Bank of Australia	Bank Negara Malaysia
Banque Nationale de Belgique	Narodna Banka na Republika Makedonija
Centralna banka Bosne i Hercegovine	Banco de México
Banco Central do Brasil	De Nederlandsche Bank
Bulgarian National Bank	Norges Bank (Norwegen)
The People's Bank of China	Oesterreichische Nationalbank
Danmarks Nationalbank	Narodowy Bank Polski (Polen)
Deutsche Bundesbank	Banco de Portugal
Eesti Pank (Estland)	Banca Națională a României (Rumänien)
Europäische Zentralbank	Central Bank of the Russian Federation (Russland)
Suomen Pankki (Finnland)	Saudi Arabian Monetary Agency
Banque de France	Sveriges Riksbank (Schweden)
Bank of Greece (Griechenland)	Schweizerische Nationalbank
Hong Kong Monetary Authority	Monetary Authority of Singapore
Reserve Bank of India	Národná Banka Slovenska (Slowakei)
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	Banka Slovenije (Slowenien)
Se labanki Islands	Banco de España
Banca d'Italia	South African Reserve Bank
Bank of Japan	Bank of Thailand
Narodna Banka Jugoslavije ¹	Ceská národní banka (Tschechische Republik)
Bank of Canada	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi
The Bank of Korea	Magyar Nemzeti Bank (Ungarn)
Hrvatska narodna banka (Kroatien)	Board of Governors of the Federal Reserve System (USA)
Latvijas Banka (Lettland)	Bank of England

¹ Nach den Verfassungsänderungen vom Februar 2003, durch die die Bundesrepublik Jugoslawien in die Union Serbien und Montenegro mit zwei getrennten Zentralbanken umgewandelt wurde, wird die Rechtslage der jugoslawischen Ausgabe des Aktienkapitals der BIZ derzeit überprüft.

